

通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级：买入 维持评级

公司点评

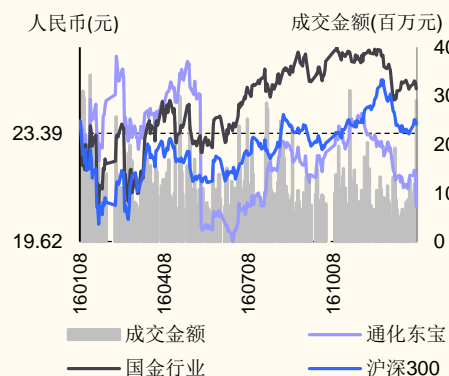
市场价格(人民币)：20.85元

专业销售模式和后续产品构筑长期竞争壁垒

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,363.30
总市值(百万元)	29,647.31
年内股价最高最低(元)	26.08/19.62
沪深300指数	3347.67
上证指数	3154.32



相关报告

- 《价值发现：糖尿病一站式服务提供商应运而生(下篇)-通化东宝公...》，2016.11.4
- 《糖尿病一站式服务提供商，提升整体竞争力-通化东宝公司点评》，2016.10.19
- 《参股公司厦门特宝重磅新药聚乙二醇干扰素α-2b注射液获批-通...》，2016.9.20
- 《半年报业绩超预期，医药行业中的稀缺高成长公司-通化东宝公...》，2016.8.19
- 《通化东宝定增完成，开启发展新时代-通化东宝公司点评》，2016.8.4

孙笑悦 联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.272	0.434	0.445	0.619	0.826
每股净资产(元)	2.08	2.17	2.59	2.97	3.88
每股经营性现金流(元)	0.20	0.26	0.54	0.63	1.11
市盈率(倍)	57.44	62.60	49.09	35.31	26.45
行业优化市盈率(倍)	75.16	127.79	112.42	112.42	112.42
净利润增长率(%)	52.13%	76.19%	28.10%	39.02%	33.51%
净资产收益率(%)	13.09%	20.04%	21.46%	25.99%	26.62%
总股本(百万股)	1,030.10	1,135.83	1,418.72	1,418.72	1,418.72

来源：公司年报、国金证券研究所

公司点评

- **外资仍占据国内胰岛素八分市场，国产替代将是主旋律：**外资企业仍占据着国内胰岛素市场差不多80%的市场份额，但外资胰岛素市场增速显著低于行业平均增速。据我们推测，诺和诺德和礼来过去三年在中国的二代胰岛素市场增长乏力，几乎无正增长，赛诺菲和诺和诺德的三代胰岛素增速也低于行业平均水平。
- **通化东宝、甘李药业、联邦制药增速超过外资企业，国产替代将是行业发展主旋律。**联邦制药甘精胰岛素获批不改通化东宝等国产企业持续攫取外资市场份额的趋势。
- **胰岛素是老品种，专业的销售模式、患者解决方案至关重要：**胰岛素在中国销售已有25年以上，由于刚需和生产工艺壁垒的原因，产品销售增速快、竞争格局稳定。但从营销角度而言，胰岛素是老品种，未来的胰岛素市场考验参与者专业的销售模式和整体解决方案的提供。
- **通化东宝年费制付费模式的出现，既提供了线上线下的全方位糖尿病管控服务，和加上院内院外的一体化引导，又开创了销售代表与医生多方位互动的销售模式。**
- **药品审评审批提速，预计公司甘精胰岛素上报后审批将加速：**随着三代胰岛素数据资料整理的收尾，我们预计公司近期有望申报三代胰岛素生产，在药审环境净化的情况下，三代胰岛素审评有望加速

盈利预测

- 我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.45元、0.62元、0.83元，维持“买入”评级。
- 详细观点参考我们此前发布的公司深度报告：《价值重估：360°解析通化东宝投资价值(上篇)》、《价值发现：糖尿病一站式服务提供商应运而生(下篇)》

风险提示

- 平台建设进度，甘精胰岛素类获批时间，招标政策

外资仍占据国内胰岛素八分市场，国产替代将是主旋律

- 外资企业仍占据着国内胰岛素市场差不多 80% 的市场份额，但外资胰岛素市场增速显著低于行业平均增速。据我们推测，诺和诺德和礼来过去三年在中国的二代胰岛素市场增长乏力，几乎无正增长，赛诺菲和诺和诺德的三代胰岛素增速也低于行业平均水平。通化东宝、甘李药业、联邦制药增速超过外资企业，国产替代将是行业发展主旋律。
- 根据 IDF 数据，我国糖尿病患者的就诊率仅为 30-40%，基层地区的就诊率更是不足 10%，由于经济和健康观念等原因很多病人未就诊，市场空间巨大。随着人民生活水平的提高和新农合等政策的配套推出，糖尿病就诊率将明显提升，从而带动糖尿病药物快速增长。
- 联邦制药甘精胰岛素获批不改通化东宝等国产企业持续攫取外资市场份额的趋势。

胰岛素是老品种，专业的销售模式、患者解决方案至关重要

- 胰岛素在中国销售已有 25 年以上，由于刚需和生产工艺壁垒的原因，产品销售增速快、竞争格局稳定。但从营销角度而言，胰岛素是老品种，未来的胰岛素市场考验参与者专业的销售模式和整体解决方案的提供。
- 通化东宝年费制付费模式的出现，既提供了线上线下的全方位糖尿病管控服务，和加上院内院外的一体化引导，又开创了销售代表与医生多方位互动的新销售模式。

药品审评审批提速，预计公司甘精胰岛素上报后审批将加速

- 2015 年下半年开始的药审改革，一定程度上解决了 CDE 审评积压的问题。2016 年 CDE 审评速度明显加快。
- 联邦制药于 2013 年初开始申报甘精胰岛素注射液的生产，到 2017 年初获批生产差不多历时 4 年之久。

图表 1：联邦制药甘精胰岛素审评审批过程



来源：CDE, 药智网, 国金证券研究所

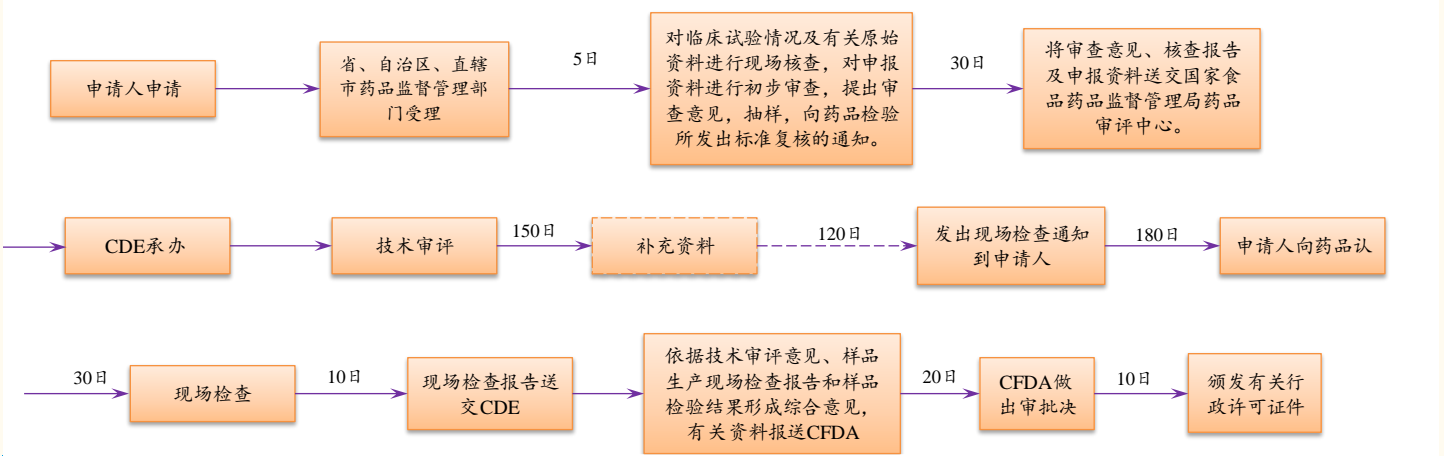
- 国务院于 2015 年下半年发布《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，要求解决注册申请积压。严格控制市场供大于求药品的审批，争取 2016 年底前消化完积压存量，尽快实现注册申请和审评数量年度进出平衡，到 2018 年实现按规定时限审批。

药品审评审批提速可以达到何种程度？

- 2016 年的药品注册办法提出，药审机构每年初向社会公布上一年度各类药品注册申请中技术审评、现场检查 and 药品注册检验进展情况与所用时限的统计情况报告，以及预计本年度的各类药品注册申请技术审评各环节的时限。

- 我们根据 2007 版的药品注册管理办法总结出，新药生产审批（生物药审批等同于新药）的流程大约需要 435 天，如果除去药企 180 天的现场准备工作（药企现场准备工作时间可自己把握），则只需 255 天。
- 药审改革将带来新药注册时间的大幅降低，有利于当下申报者缩短申报时间。

图表 2：新药审评审批规定时限总结



来源：CFDA，国金证券研究所

看好公司发展潜力，推荐长期持有

- 通化东宝是我们持续看好的糖尿病一站式服务提供商，公司深耕基层市场多年，在国产参与者增多的过去 5 年，公司二代胰岛素收入仍保持在 20% 以上的年复合增速，体现了其基层销售能力；随着三代胰岛素数据资料整理的收尾，我们预计公司近期有望申报三代胰岛素生产，在药审环境净化的情况下，三代胰岛素审评有望加速；胰岛素的销售工作需具备扎实的销售网络和学术推广能力，继续看好公司未来的发展潜力，推荐长期持有。

盈利预测

- 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.45 元、0.62 元、0.83 元，维持“买入”评级。
- 详细观点参考我们此前发布的公司深度报告：《价值重估：360° 解析通化东宝投资价值（上篇）》、《价值发现：糖尿病一站式服务提供商应运而生（下篇）》

风险提示

- 平台建设进度，甘精胰岛素类获批时间，招标政策

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,204	1,451	1,669	2,107	2,673	3,526
增长率		20.5%	15.0%	26.2%	26.9%	31.9%
主营业务成本	-385	-452	-413	-535	-708	-921
% 销售收入	32.0%	31.1%	24.7%	25.4%	26.5%	26.1%
毛利	819	999	1,256	1,572	1,965	2,605
% 销售收入	68.0%	68.9%	75.3%	74.6%	73.5%	73.9%
营业税金及附加	-8	-12	-6	-17	-21	-28
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-435	-440	-467	-533	-596	-811
% 销售收入	36.1%	30.3%	28.0%	25.3%	22.3%	23.0%
管理费用	-149	-184	-211	-265	-310	-409
% 销售收入	12.4%	12.7%	12.6%	12.6%	11.6%	11.6%
息税前利润 (EBIT)	226	364	573	757	1,038	1,357
% 销售收入	18.8%	25.1%	34.3%	35.9%	38.8%	38.5%
财务费用	-18	-27	-17	-59	-68	-58
% 销售收入	1.5%	1.8%	1.0%	2.8%	2.5%	1.7%
资产减值损失	-8	-16	-7	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	6	20	40	55	70
% 税前利润	2.6%	1.9%	3.5%	5.4%	5.4%	5.1%
营业利润	207	327	569	736	1,025	1,368
营业利润率	17.2%	22.6%	34.1%	34.9%	38.3%	38.8%
营业外收支	5	-4	1	1	1	2
税前利润	212	324	571	737	1,026	1,370
利润率	17.6%	22.3%	34.2%	35.0%	38.4%	38.9%
所得税	-32	-47	-80	-108	-150	-200
所得税率	15.3%	14.6%	14.1%	14.6%	14.6%	14.6%
净利润	179	277	490	629	876	1,170
少数股东损益	-4	-3	-3	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	184	280	493	631	878	1,172
净利率	15.3%	19.3%	29.5%	30.0%	32.8%	33.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	179	277	490	629	876	1,170
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	117	129	139	95	116	130
非经营收益	15	22	-5	66	17	-7
营运资金变动	-91	-223	-329	-182	-293	-30
经营活动现金净流	221	206	295	609	715	1,263
资本开支	-130	-106	-400	-327	-708	-308
投资	-34	0	47	-1	0	0
其他	-4	0	-225	40	55	70
投资活动现金净流	-168	-106	-578	-288	-653	-238
股权募资	0	41	28	0	-295	0
债权募资	220	67	513	-239	504	-763
其他	-182	-223	-247	-64	-221	-212
筹资活动现金净流	39	-114	294	-303	-12	-975
现金净流量	91	-14	10	18	50	50

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	216	202	212	230	280	330
应收款项	396	431	416	679	861	1,136
存货	344	630	955	850	970	757
其他流动资产	151	50	51	163	214	278
流动资产	1,107	1,312	1,634	1,922	2,326	2,502
% 总资产	41.1%	44.4%	43.1%	45.0%	44.2%	44.5%
长期投资	213	243	193	194	193	193
固定资产	1,260	1,280	1,587	2,094	2,683	2,859
% 总资产	46.8%	43.3%	41.9%	49.1%	51.0%	50.9%
无形资产	86	85	105	55	60	65
非流动资产	1,587	1,644	2,154	2,345	2,939	3,119
% 总资产	58.9%	55.6%	56.9%	55.0%	55.8%	55.5%
资产总计	2,694	2,956	3,788	4,267	5,264	5,621
短期借款	283	310	873	706	1,310	597
应付款项	74	129	136	213	266	350
其他流动负债	18	21	18	177	185	197
流动负债	375	461	1,027	1,096	1,761	1,144
长期贷款	256	298	250	210	110	60
其他长期负债	47	37	32	0	0	0
负债	678	796	1,309	1,306	1,871	1,204
普通股股东权益	1,991	2,138	2,459	2,943	3,378	4,402
少数股东权益	25	23	20	18	16	14
负债股东权益合计	2,694	2,956	3,788	4,267	5,264	5,621

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.197	0.272	0.434	0.445	0.619	0.826
每股净资产	2.138	2.075	2.165	2.591	2.974	3.876
每股经营现金净流	0.237	0.200	0.259	0.536	0.630	1.112
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	9.24%	13.09%	20.04%	21.46%	25.99%	26.62%
总资产收益率	6.83%	9.46%	13.01%	14.80%	16.68%	20.85%
投入资本收益率	7.50%	11.21%	13.66%	16.66%	18.41%	22.84%
增长率						
主营业务收入增长率	21.45%	20.52%	15.02%	26.22%	26.87%	31.91%
EBIT增长率	69.20%	60.81%	57.41%	32.10%	37.14%	30.78%
净利润增长率	193.28%	52.13%	76.19%	28.10%	39.02%	33.51%
总资产增长率	13.21%	9.72%	28.14%	12.64%	23.38%	6.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	96.2	91.8	84.9	96.0	96.0	96.0
存货周转天数	273.1	393.0	700.2	580.0	500.0	300.0
应付账款周转天数	33.0	36.7	46.5	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	289.3	305.7	247.2	232.3	209.0	155.9
偿债能力						
净负债/股东权益	16.03%	18.80%	36.73%	23.18%	33.59%	7.41%
EBIT利息保障倍数	12.8	13.6	33.8	12.8	15.3	23.3
资产负债率	25.17%	26.92%	34.56%	30.61%	35.54%	21.43%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-21	买入	24.48	40.00~40.00
2	2016-04-27	买入	25.62	40.00~40.00
3	2016-07-29	买入	21.86	30.00~35.00
4	2016-08-04	买入	22.09	N/A
5	2016-08-19	买入	23.07	N/A
6	2016-09-20	买入	21.85	N/A
7	2016-10-19	买入	23.37	N/A
8	2016-11-04	买入	23.93	30.00~36.00

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD