

通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

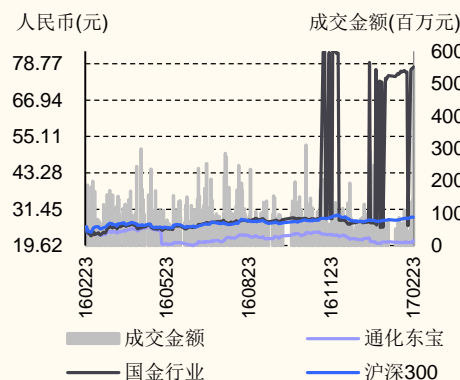
市场价格(人民币): 21.29 元

医保目录调整, 促进胰岛素市场放量

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)	30,272.96
年内股价最高最低(元)	25.90/19.62
沪深 300 指数	3473.32
上证指数	3251.38



相关报告

- 《专业销售模式和后续产品构筑长期竞争壁垒-通化东宝公司点评》, 2017.1.8
- 《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

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	0.442	0.583	0.757
每股净资产(元)	2.08	2.17	2.59	2.93	3.75
每股经营性现金流(元)	0.20	0.26	0.67	0.67	0.98
市盈率(倍)	57.44	62.60	48.13	36.52	28.11
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%	27.59%	31.80%	29.90%
净资产收益率(%)	13.09%	20.04%	21.39%	24.92%	25.30%
总股本(百万股)	1,030.10	1,135.83	1,421.93	1,421.93	1,421.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 医保目录调整, 胰岛素应用调整。

经营分析

- 二代胰岛素由乙类目录上调至甲类目录, 有利于促进公司二代胰岛素终端放量: 由于医保报销制度的原因, 当前我国二代胰岛素主打基层市场。在 2009 版的医保目录中, 二代胰岛素和三代胰岛素同为乙类报销目录, 对于城镇职工而言, 在报销比例上没有差异; 而新版医保目录将二代胰岛素调整至甲类医保, 三代胰岛素仍为乙类医保, 二代胰岛素在报销比例上具有优势。
- 胰岛素类似物中的预混胰岛素纳入医保, 但胰岛素类似物应用场景变化:
 - 对于 I 型患者: 09 版目录中对 I 型糖尿病患者的三代胰岛素使用有限制, 17 版目录中取消限制; 对于 II 型患者: 09 版目录中对长效三代胰岛素限定为反复发作的低血糖或有中毒合并症的老年糖尿病患者, 而实际临床中未有严格执行; 17 版目录中限定为其他短效/中长效胰岛素、口服药难以控制的 II 型患者。
 - 此番更改, 旨在医保控费, 实际的执行力度有待政策后续落地观察。
- 公司是国内胰岛素企业的优秀代表, 二代胰岛素销售网络扎实, 三代胰岛素申报生产临近: 公司长期耕耘二代胰岛素市场, 市场份额不断扩大, 在分级诊疗的政策趋势下, 基层患者的胰岛素使用率将不断提高; 公司三代胰岛素已研发完毕, 待临床资料完善后上报生产, 未来将成为胰岛素全产业链供应商和糖尿病一站式管理服务商。

盈利预测

- 我们预计公司 2016-2018 年归属母公司净利润为 6.3 亿、8.3 亿、10.8 亿, 持续跟踪并看好通化东宝和国内胰岛素行业发展, 行业观点、公司观点参考我们此前发布的两篇公司深度报告。

风险提示

- 平台建设进度, 甘精胰岛素类获批时间, 招标政策

事件

- 医保目录调整，胰岛素应用调整。

点评

- 二代胰岛素由乙类目录上调至甲类目录，有利于促进公司二代胰岛素终端放量。
- 由于医保报销制度的原因，当前我国二代胰岛素主打基层市场。在 2009 版的医保目录中，二代胰岛素和三代胰岛素同为乙类报销目录，对于城镇职工而言，在报销比例上没有差异；而新版医保目录将二代胰岛素调整至甲类医保，三代胰岛素仍为乙类医保，二代胰岛素在报销比例上具有优势。

图表 1：新版医保目录对胰岛素的调整

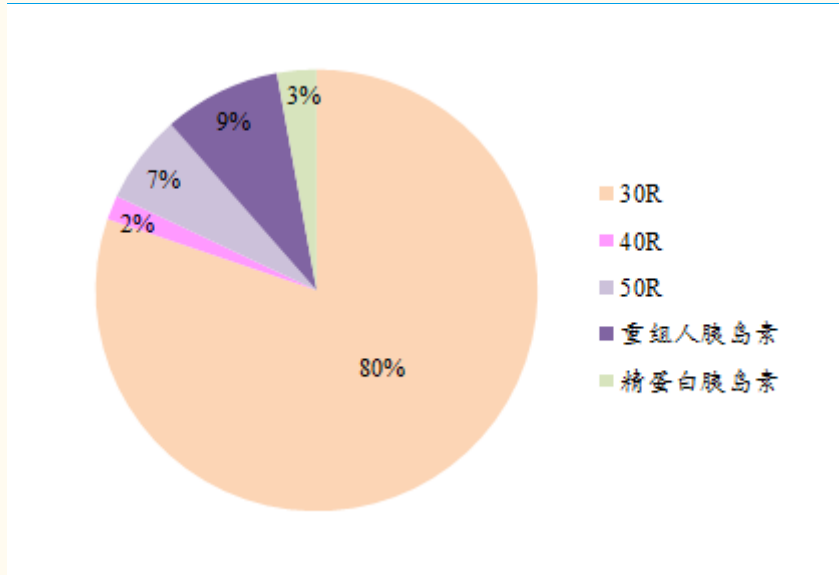
2009年		
一代	动物源	甲类
二代	重组人胰岛素	乙类
三代	超短效	乙类
	长效	乙类

2017年		
一代	动物源	甲类
二代	重组人胰岛素短效	甲类
	低精蛋白锌胰岛素中效	甲类
	人中效胰岛素	乙类
	精蛋白锌胰岛素长效	甲类
	预混	甲类
三代	短效	乙类
	预混	乙类
	长效	乙类

来源：新版医保目录，国金证券研究所

- 我们预计二代胰岛素中的预混胰岛素，由乙类升至甲类将迎来发展。以通化东宝为例，公司 2015 年胰岛素销售量中，预混胰岛素占比接近 90%，其中 30R 销售最佳。
- 此次医保目录调整说明中，提到“普通胰岛素预混”包括：精蛋白锌胰岛素（30R）、精蛋白生物合成人胰岛素（预混 30R）、精蛋白重组人胰岛素混合（40/60）、精蛋白锌重组人胰岛素混合、精蛋白重组人胰岛素混合（50/50）、精蛋白重组人胰岛素混合（30/70）、精蛋白重组人胰岛素（预混 30/70）、精蛋白生物合成人胰岛素（预混 50R）、50/50 混合重组人胰岛素、30/70 混合重组人胰岛素。
- 40R 剂型为公司独家剂型，也是公司未来重点发展品种之一，亦在目录之内。

图表 2：通化东宝产品结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 胰岛素类似物中的预混胰岛素纳入医保，但胰岛素类似物应用场景变化：
- 对于 I 型患者：09 版目录中对 I 型糖尿病患者的三代胰岛素使用有限制，17 版目录中取消限制；
- 对于 II 型患者：09 版目录中对长效三代胰岛素限定为反复发作的低血糖或有中毒合并症的老年糖尿病患者，而实际临床中未有严格执行；17 版目录中限定为其他短效/中长效胰岛素、口服药难以控制的 II 型患者。
- 此番更改，旨在医保控费，实际的执行力度有待政策后续落地观察。

图表 3：新版医保目录对胰岛素的限定调整

2009年			限定场景
一代	动物源	甲类	
二代	重组人胰岛素	乙类	
三代	超短效	乙类	限反复发作低血糖的I型、脆性糖尿病
	长效	乙类	限反复发作低血糖或有重度合并症的老年糖尿病患者

2017年

			限定场景
一代	动物源	甲类	
二代	重组人胰岛素短效	甲类	
	低精蛋白锌胰岛素中效	甲类	
	人中效胰岛素	乙类	
	精蛋白锌胰岛素长效	甲类	
	预混	甲类	
三代	短效	乙类	限 I 型糖尿病患者； 其他短效胰岛素和口服药难以控制的 II 型糖尿病患者
	预混	乙类	限 I 型糖尿病患者； 其他短效胰岛素和口服药难以控制的 II 型糖尿病患者
	长效	乙类	限 I 型糖尿病患者； 中长效胰岛素难以控制的其他 II 型糖尿病患者

来源：新版医保目录国金证券研究所

- 公司是国内胰岛素企业的优秀代表，二代胰岛素销售网络扎实，三代胰岛素申报生产临近：公司长期耕耘二代胰岛素市场，市场份额不断扩大，在分级诊疗的政策趋势下，基层患者的胰岛素使用率将不断提高；公司三代胰岛素已研发完毕，待临床资料完善后上报生产，未来将成为胰岛素全产业链供应商和糖尿病一站式管理服务商。

盈利预测

- 我们预计公司 2016-2018 年归属母公司净利润为 6.3 亿、8.3 亿、10.8 亿，持续跟踪并看好通化东宝和国内胰岛素行业发展，行业观点、公司观点参考我们此前发布的两篇公司深度报告。

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	1,957	2,418	3,157
增长率		20.5%	15.0%	17.2%	23.6%	30.6%
主营业务成本	-385	-452	-413	-461	-574	-787
% 销售收入	32.0%	31.1%	24.7%	23.5%	23.7%	24.9%
毛利	819	999	1,256	1,496	1,844	2,370
% 销售收入	68.0%	68.9%	75.3%	76.5%	76.3%	75.1%
营业税金及附加	-8	-12	-6	-16	-19	-25
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-435	-440	-467	-505	-575	-742
% 销售收入	36.1%	30.3%	28.0%	25.8%	23.8%	23.5%
管理费用	-149	-184	-211	-227	-280	-366
% 销售收入	12.4%	12.7%	12.6%	11.6%	11.6%	11.6%
息税前利润 (EBIT)	226	364	573	749	969	1,236
% 销售收入	18.8%	25.1%	34.3%	38.3%	40.1%	39.2%
财务费用	-18	-27	-17	-54	-56	-49
% 销售收入	1.5%	1.8%	1.0%	2.8%	2.3%	1.6%
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%	5.7%	5.6%
营业利润	207	327	569	733	967	1,257
营业利润率	17.2%	22.6%	34.1%	37.5%	40.0%	39.8%
营业外收支	5	-4	1	1	1	2
税前利润	212	324	571	734	968	1,259
利润率	17.6%	22.3%	34.2%	37.5%	40.0%	39.9%
所得税	-32	-47	-80	-107	-141	-184
所得税率	15.3%	14.6%	14.1%	14.6%	14.6%	14.6%
净利润	179	277	490	627	827	1,075
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	629	829	1,077
净利率	15.3%	19.3%	29.5%	32.1%	34.3%	34.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	179	277	490	627	827	1,075
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	61	5	-16
营运资金变动	-91	-223	-329	-20	-190	-75
经营活动现金净流	221	206	295	763	758	1,114
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	-399	449	-622
其他	-182	-223	-247	-59	-209	-203
筹资活动现金净流	39	-114	294	-458	-55	-826
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	631	779	1,017
存货	344	630	955	732	786	647
其他流动资产	151	50	51	140	174	238
流动资产	1,107	1,312	1,634	1,733	2,020	2,232
% 总资产	41.1%	44.4%	43.1%	42.5%	40.7%	41.7%
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%	51.3%	54.1%	53.4%
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%	57.5%	59.3%	58.3%
资产总计	2,694	2,956	3,788	4,078	4,958	5,351
短期借款	283	310	873	547	1,096	523
应付款项	74	129	136	189	230	307
其他流动负债	18	21	18	174	180	191
流动负债	375	461	1,027	910	1,506	1,022
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	1,120	1,616	1,082
普通股股东权益	1,991	2,138	2,459	2,941	3,327	4,256
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	4,078	4,958	5,351

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.197	0.272	0.434	0.442	0.583	0.757
每股净资产	2.138	2.075	2.165	2.589	2.929	3.747
每股经营现金净流	0.237	0.200	0.259	0.672	0.668	0.981
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%	21.39%	24.92%	25.30%
总资产收益率	6.83%	9.46%	13.01%	15.42%	16.72%	20.12%
投入资本收益率	7.50%	11.21%	13.66%	17.21%	18.19%	21.76%
增长率						
主营业务收入增长率	21.45%	20.52%	15.02%	17.23%	23.56%	30.55%
EBIT增长率	69.20%	60.81%	57.41%	30.70%	29.40%	27.65%
净利润增长率	193.28%	52.13%	76.19%	27.59%	31.80%	29.90%
总资产增长率	13.21%	9.72%	28.14%	7.66%	21.58%	7.92%
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	250.1	231.0	174.1
偿债能力						
净负债/股东权益	16.03%	18.80%	36.73%	17.80%	27.70%	5.93%
EBIT利息保障倍数	12.8	13.6	33.8	13.8	17.3	25.0
资产负债率	25.17%	26.92%	34.56%	27.46%	32.60%	20.21%

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。

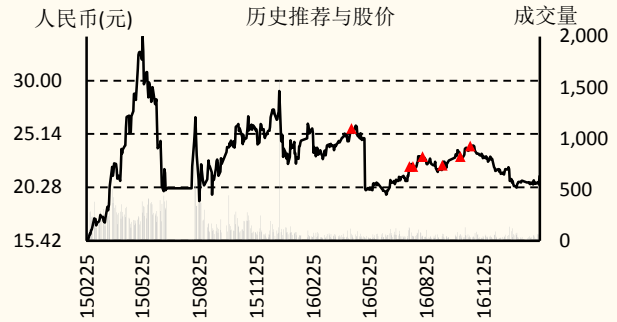
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-04-27	买入	25.62	40.00~40.00
2	2016-07-29	买入	21.86	30.00~35.00
3	2016-08-04	买入	22.09	N/A
4	2016-08-19	买入	23.07	N/A
5	2016-09-20	买入	21.85	N/A
6	2016-10-19	买入	23.37	N/A
7	2016-11-04	买入	23.93	30.00~36.00
8	2017-01-08	买入	20.85	N/A

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