

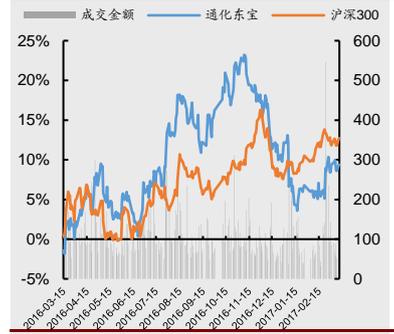
医药：通化东宝（600867）跟踪点评

2017年3月13日

## 二代胰岛素乙类变甲类，提升公司竞争力

推荐

市场表现 截至 2017.3.13



市场数据 2017-03-12

A 股收盘价 (元)	21.23
一年内最高价 (元)	24.32
一年内最低价 (元)	19.02
上证指数	3,212.76
市净率	8.0
总股本 (万股)	142,193
实际流通 A 股 (万股)	136,330
限售流通 A 股 (万股)	5,863
流通 A 股市值 (亿元)	289.4

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-85556193

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

### ⑤ 事件

最近公布医保目录显示，通化东宝主营产品二代胰岛素由乙类调整为甲类，三代胰岛素与 2009 年版目录一致，仍为乙类品种。

### ⑤ 二代胰岛素调整为甲类，有利于公司产品基层放量

公司为二代胰岛素国产龙头企业，其占二代胰岛素市场份额约 20%，仅次于国际胰岛素巨头诺和诺德。此次医保目录调整，将二代胰岛素由 2009 年版本的乙类调为甲类，能够大幅增加二代胰岛素报销比例，并增加产品终端销售量。二代胰岛素占据基层胰岛素市场约 80% 以上份额，公司二代胰岛素产品定位于基层市场，多年学术推广工作使得东宝在基层胰岛素市场中拥有良好口碑。本次调整，能够利于公司二代胰岛素产品持续在基层放量。

### ⑤ 医保目录扩大三代胰岛素适应症范围

最新医保目录显示，三代胰岛素仍为乙类品种，但其适应症范围有所改变，由 2009 年版本中的限反复发低血糖的 I 型、脆性糖尿病（短效）及限反复发低血糖或有重度合并症的老年糖尿病患者（长效）改为限 I 型糖尿病患者；其他短效胰岛素和口服药难以控制的其他 II 型糖尿病患者（短效）及限 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。新版目录明显扩大三代产品的报销适应症范围，利于三代胰岛素整体放量。公司三代胰岛素预计今年下半年获批，届时将与诺和诺德、礼来、甘李等共同竞争三代胰岛素市场。公司将凭借其在基层市场积累多年的良好医患关系及慢病管理平台优质高效的医患接入，在三代胰岛素市场占领一席之地。

### ⑤ 投资策略

我们预计 2016-2018 每股收益 0.44 元、0.56 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 48.61 倍、38.03 倍和 30.14 倍，维持“推荐”评级。

### ⑤ 风险提示

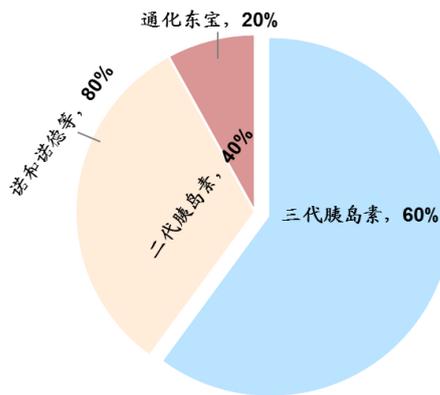
三代胰岛素批准上市进度低于预期、慢病管理平台推广低于预期

证券研究报告

**图表：财务数据与估值**

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	1,451.3	1,669.3	1,999.8	2,427.6	3,010.8
同比增长(+/-%)	20.5%	15.0%	19.8%	21.4%	24.0%
归母净利润（百万元）	279.8	493.0	623.7	797.1	1,005.9
同比增长(+/-%)	52.1%	76.2%	26.5%	27.8%	26.2%
每股收益（元）	0.27	0.43	0.44	0.56	0.71
PE	108.36	61.50	48.61	38.03	30.14
PB	10.30	9.87	7.89	7.27	6.52

请务必阅读正文之后的免责声明部分

**附图 1：公司二代胰岛素市场份额**


数据来源：华融证券整理

**附图 2：公司胰岛素系列产品**

产品	构成	起效时间
甘舒霖® R	短效基因重组人胰岛素产品	一般注射后 30 分钟起效 1~3 小时达高峰 持续约 4~8 小时
甘舒霖® N	低精蛋白重组人胰岛素注射液 中效基因重组人胰岛素产品	一般注射后起效时间缓慢 6~9 小时达高峰 持续约 24 小时
甘舒霖® 30R	预混基因重组人胰岛素产品 它是由 30%常规重组人胰岛素注射液和 70%低精蛋白重组人胰岛素混合而成	一般注射后 30 分钟起效 2~8 小时达高峰 持续约 24 小时
甘舒霖® 50R	预混基因重组人胰岛素产品 它是由 50%常规重组人胰岛素注射液和 50%低精蛋白重组人胰岛素混合而成	一般注射后 30 分钟起效 2~8 小时达高峰 持续约 24 小时

数据来源：公司公告、华融证券整理

**附表:**
**资产负债表**

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>1,311.8</b>	<b>1,633.9</b>	<b>1,947.4</b>	<b>2,308.7</b>	<b>2,812.1</b>
现金	201.9	212.2	200.0	242.8	301.1
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	4.8	4.6	6.0	7.3	9.0
应收款项	392.2	384.8	539.8	640.1	780.8
其他应收款	33.6	26.4	28.5	34.6	42.9
存货	629.6	954.8	1,118.9	1,316.7	1,597.8
其他	49.8	51.1	54.1	67.2	80.5
<b>非流动资产</b>	<b>1,644.5</b>	<b>2,154.3</b>	<b>2,446.9</b>	<b>2,737.0</b>	<b>3,021.3</b>
长期股权投资	158.4	143.0	143.0	143.0	143.0
固定资产	1,215.7	1,130.8	1,516.2	1,443.3	1,530.2
无形资产	56.3	49.6	45.9	42.4	39.0
其他	214.0	830.9	741.9	1,108.4	1,309.1
<b>资产总计</b>	<b>2,956.2</b>	<b>3,788.1</b>	<b>4,394.3</b>	<b>5,045.7</b>	<b>5,833.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>460.7</b>	<b>1,026.7</b>	<b>274.3</b>	<b>596.0</b>	<b>903.0</b>
短期负债	310.0	872.8	104.2	390.3	650.8
应付账款	52.0	53.2	52.1	64.5	80.4
预收账款	3.3	2.0	2.0	2.4	3.0
其他	95.4	98.8	116.0	138.7	168.8
<b>长期负债</b>	<b>335.1</b>	<b>282.4</b>	<b>257.9</b>	<b>257.9</b>	<b>257.9</b>
长期借款	298.0	250.0	250.0	250.0	250.0
其他	37.1	32.4	7.9	7.9	7.9
<b>负债合计</b>	<b>795.7</b>	<b>1,309.1</b>	<b>532.2</b>	<b>853.9</b>	<b>1,160.9</b>
股本	1,030.1	1,135.8	1,418.7	1,418.7	1,418.7
资本公积金	157.5	208.2	1,197.2	1,197.2	1,197.2
留存收益	960.2	1,144.1	1,279.9	1,609.6	2,090.3
少数股东权益	22.8	19.7	19.7	19.7	19.7
母公司所有者权益	2,137.7	2,459.3	3,842.5	4,172.1	4,652.8
<b>负债及权益合计</b>	<b>2,956.2</b>	<b>3,788.1</b>	<b>4,394.3</b>	<b>5,045.7</b>	<b>5,833.4</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>190.3</b>	<b>287.8</b>	<b>513.1</b>	<b>705.7</b>	<b>814.3</b>
净利润	276.5	490.1	623.7	797.1	1,005.9
折旧摊销	113.9	131.9	178.6	181.9	185.2
财务费用	27.5	18.2	27.7	17.6	26.8
投资收益	0.6	-20.4	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-222.5	-329.4	-303.0	-287.3	-404.8
其他	-5.7	-2.6	-13.8	-3.6	1.1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-106.0</b>	<b>-578.4</b>	<b>-464.0</b>	<b>-464.0</b>	<b>-464.4</b>
资本支出	-65.9	-394.2	-232.0	-232.0	-232.0
其他投资	-40.1	-184.2	-232.0	-232.0	-232.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>84.9</b>	<b>482.1</b>	<b>-61.4</b>	<b>-198.9</b>	<b>-291.5</b>
借款变动	98.6	514.8	-768.6	286.1	260.5
普通股增加	98.6	105.7	55.7	0.0	0.0
资本公积增加	57.6	50.8	964.4	0.0	0.0
股利分配	-186.3	-206.0	-260.7	-467.5	-525.1
其他	16.3	16.9	-52.2	-17.6	-26.8

**利润表**

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>1,451.3</b>	<b>1,669.3</b>	<b>1,999.8</b>	<b>2,427.6</b>	<b>3,010.8</b>
营业成本	452.0	412.9	484.0	570.5	692.5
营业税金及附加	11.5	5.5	6.0	14.6	18.1
营业费用	439.7	467.3	520.0	606.9	743.7
管理费用	184.2	210.8	246.0	303.5	382.4
财务费用	26.8	17.0	27.7	17.6	26.8
资产减值损失	15.6	6.8	-7.7	-3.6	1.1
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	6.1	20.2	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>327.4</b>	<b>569.2</b>	<b>723.9</b>	<b>918.2</b>	<b>1,146.3</b>
营业外收入	4.3	4.5	4.5	4.5	4.5
营业外支出	7.9	3.2	3.2	2.2	1.2
<b>利润总额</b>	<b>323.8</b>	<b>570.5</b>	<b>725.2</b>	<b>920.5</b>	<b>1,149.6</b>
所得税	47.3	80.5	101.5	123.3	143.7
<b>净利润</b>	<b>276.5</b>	<b>490.1</b>	<b>623.7</b>	<b>797.1</b>	<b>1,005.9</b>
少数股东权益	-3.2	-2.9	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	279.8	493.0	623.7	797.1	1,005.9
EPS (元)	0.27	0.43	0.44	0.56	0.71

**主要财务比率**

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	20.5%	15.0%	19.8%	21.4%	24.0%
营业利润	58.5%	73.8%	27.2%	26.8%	24.8%
净利润	54.1%	77.2%	27.3%	27.8%	26.2%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	68.9%	75.3%	75.8%	76.5%	77.0%
净利率	19.1%	29.4%	31.2%	32.8%	33.4%
ROE	13.1%	20.0%	16.2%	19.1%	21.6%
ROIC	12.7%	16.3%	17.9%	19.4%	21.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.9%	34.6%	12.1%	16.9%	19.9%
流动比率	2.85	1.59	7.10	3.87	3.11
速动比率	1.48	0.65	2.98	1.63	1.32
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.49	0.44	0.46	0.48	0.52
存货周转率	0.72	0.43	0.43	0.43	0.43
应收账款周转率	3.66	4.29	3.66	3.76	3.83
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.20	0.35	0.44	0.56	0.71
每股经营现金	0.20	0.26	0.36	0.50	0.57
每股净资产	2.08	2.17	2.71	2.94	3.28
每股股利	0.13	0.14	0.18	0.30	0.31
<b>估值比率</b>					
PE	108.36	61.50	48.61	38.03	30.14
PB	10.30	9.87	7.89	7.27	6.52

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真：010-85556173

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)