



业绩符合预期，看好眼科白马持续发展——通化东宝（600867）2016 年年报点评

2017 年 04 月 13 日

推荐/维持

通化东宝

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
孙谊	联系人	
	sunyi@dxzq.net.cn	

事件:

通化东宝发布 2016 年年度报告，2016 年全年公司实现营业收入 20.40 亿元，同比增长 22.23%；归属于上市公司股东的净利润 6.41 亿元，同比增长 30.02%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 6.23 亿元，同比增长 34.93%。实现 EPS 为 0.46 元。

公司 2016 年 Q4 实现营业收入 5.62 亿元，同比增长 30.44%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.40 亿元，同比增长 35.22%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.28 万元，同比增加 21.31%，实现 EPS 为 0.10 元。

公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税），每 10 股送红股 2 股。

观点:

1、业绩稳定高速增长符合预期

公司全年营收 20.40 亿元，同比增长 22.23%，归母净利润 6.41 亿元，同比增长 30.02%，扣非净利润 6.23 亿元，同比增长 34.93%，业绩保持稳定高速增长符合市场预期。

分业务来看:

1) **30R稳步，40R爆发，50R高速：生物制品**整体收入15.99亿元，同比增16.38%，整体毛利率87.79%，同比增加2.23pp。

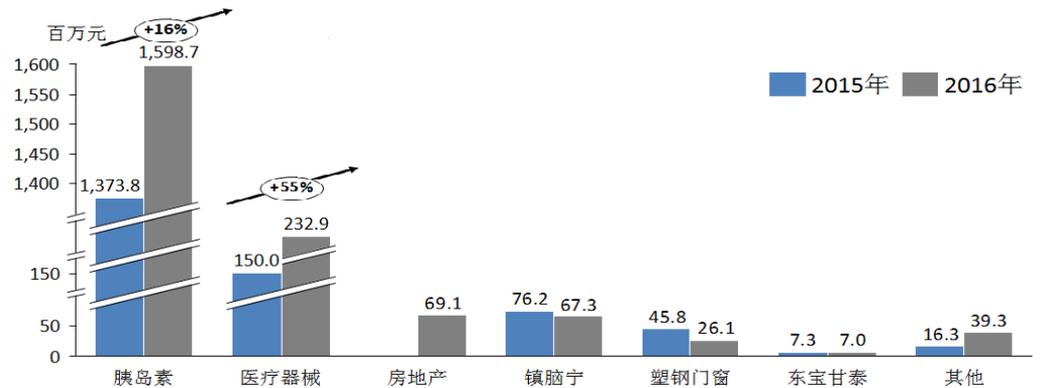
其中胰岛素原料药出口3253万元，同比下降33%，毛利率66.49%，同比增加16.31pp，营收的变化主要受国外市场波动影响所致。胰岛素收入15.66亿元，同比增18%左右。

- ◆ **甘舒霖 30R** 收入 11.99 亿元，收入同比增长 13.43%，销售量同比增长 14.57%；
- ◆ **甘舒霖 40R** 新获批且为独家剂型，收入 6087.99 万元，同比增长 135.69%，销售量同比增长 133.19%，呈爆发式增长；
- ◆ **甘舒霖 50R** 收入 1.22 亿元，收入同比增长 28.72%，销售量同比增长 29.42%；
- ◆ **甘舒霖 R** 收入 1.44 亿元，收入同比增长 25.22%，销售量同比增长 27.90%。

2) **华广试纸拉动器械板块增长毛利增加**：器械板块收入 2.33 亿元，同比增长 55.27%，毛利率 23.60%，同比增加 13.58pp 个百分点。主要是由于代理了广生技血糖仪及试纸产品，瑞特血糖试纸的单项收入过亿，拉动毛利率增加。

3)镇脑宁收入 6727.65 万元，同比降低 11.67%，毛利率 47.01%，同比下降 8.96pp。销售量同比增长 11.81%；塑钢窗及型材收入 2609 万元，同比降低 42.98%。房地产收入 6913 万元，同比增加 25.41%。

图 1：2015-2016 年公司各业务板块收入及增长情况



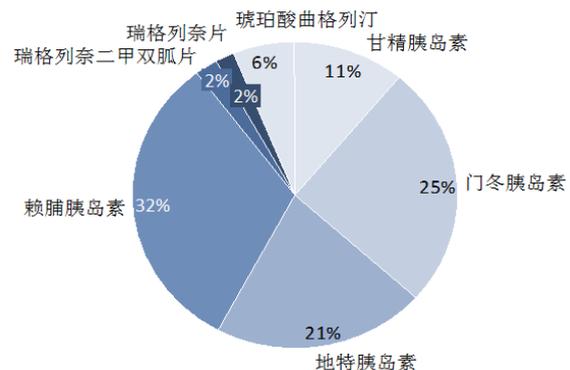
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

财务指标方面：

2016年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为24.23%、11.21%和2.29%，同比降低3.76pp、降低1.42pp、增加1.27pp，**销售费用率与管理费用率的下降，我们认为主要由于公司慢病管理平台初显成效**：40R新上市，针头、试纸等产品相继推广，然而销售人员增长不足百人（841人增至926人）。我们估计，随着后期公司专业化销售与医生患者共同管理血糖亲密度、信任度不断上升，**销售与管理费用率有望进一步降低**。财务费用4673 万元（+175.61%），主要是2015年丽景花园房地产开发借款费用资本化金额较高（为2290万），而2016年房地产开发项目已竣工预售，没有资本化利息。

报告期内，公司直接用于研发方面的投入总额为 8,732 万元（其中费用化投入 6590 万元，资本化 6142 万元），占营业收入的 4.28%，主要用于赖脯、门冬、地特、甘精胰岛素等研究，详见下图。

图 2：2016 年公司研发投入（费用化+资本化）具体项目



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 二代胰岛素医保甲类 20%稳步增长，三代后来居上有望赶超

2017 年新医保目录调整，二代胰岛素由乙类升为甲类，直接为患者节约 500-600 元费用/年，在患者无需自付的情况下，有望进一步打开基层市场空间。公司在招标价格方面相对于诺和诺德、礼来更有优势，通过前期蒲公英计划等销售渠道的铺垫以及目前“你的医生”平台搭建，与医生、患者亲密度信任度不断上升。目前公司二代胰岛素在国内市场份额超过 20%，我们认为未来 3 年公司二代胰岛素增速有望提升保持在 20%左右，同时有望进一步扩大市场占有率。

目前公司甘精胰岛素和门冬胰岛素的 III 期临床研究均进入总结阶段，我们预计甘精胰岛素近期即将申报生产，2018 年有望获批，公司成为国内第三家甘精胰岛素厂商，实质与联邦制药仅相差一年时间。我们认为凭借公司在胰岛素领域深耕多年，在基层与三甲医院（仅除外北京、深圳等个别城市）的医生专家建立了非常紧密的合作关系，公司的甘精胰岛素上市后仍有望强势赶超。

3. 公司实际控制人未发生变化

3 月 30 日公司就关于控股股东股权结构变动及实际控制人变更事项进行更正公告，目前公司实际控制人仍为李一奎和王殿锋，李一奎、李佳鸿、李佳蔚和王殿锋分别持有东宝集团股权 12.24%、10%、10.77%、8.31%。李一奎配偶程春虹之兄长程建华和程建秋分别持有东宝集团 9.00%、2.40% 股权（但未与李一奎签订一致行动人协议），李佳蔚目前仍为在校学生，李佳鸿目前担任东宝集团董事长助理，我们认为短时间内公司不存在管理层更替等问题。

结论：

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 8.36、10.87、14.02 亿元，同比增长 30.37%、30.12%、28.99%，EPS 分别为 0.59、0.79、0.99 元，对应 PE 分别为 35x，27x，21x。公司是国内二代胰岛素龙头企业，目前三代甘精胰岛素获批在即，门冬胰岛素、口服及注射降糖药产品储备丰富。同时公司前瞻性布局糖尿病全产业链，逐步转型为糖尿病综合服务供应商，领跑行业。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

风险提示：

招标政策风险，甘精胰岛素获批时间低于预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1634	2210	2875	3643	4584	营业收入	1669	2040	2497	3059	3785
货币资金	212	236	288	353	437	营业成本	413	492	612	667	757
应收账款	385	450	551	675	835	营业税金及附加	6	19	12	15	19
其他应收款	26	22	27	33	41	营业费用	467	494	604	746	924
预付款项	40	43	37	36	32	管理费用	211	229	279	342	423
存货	955	1048	1303	1421	1613	财务费用	17	47	0	0	0
其他流动资产	11	407	662	1118	1617	资产减值损失	6.77	6.44	6.44	6.44	6.44
非流动资产合计	2154	2465	2845	2781	2688	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	143	283	508	508	508	投资净收益	20.22	-14.31	0.00	0.00	0.00
固定资产	1131	1224	1726	1810	1797	营业利润	569	739	983	1282	1657
无形资产	50	125	104	87	72	营业外收入	4.51	26.32	11.69	11.69	11.69
其他非流动资产	226	37	0	0	0	营业外支出	3.21	6.28	5.78	5.78	5.78
资产总计	3788	4675	5720	6424	7272	利润总额	571	759	989	1288	1662
流动负债合计	1027	639	1195	1276	1318	所得税	80	120	156	203	262
短期借款	873	410	962	1035	1063	净利润	490	639	833	1085	1400
应付账款	53	91	94	103	117	少数股东损益	-3	-2	-3	-2	-2
预收款项	2	5	5	5	5	归属母公司净利润	493	641	836	1087	1402
一年内到期的非	0	20	20	20	20	EBITDA	712	930	1162	1491	1874
非流动负债合计	282	91	84	84	84	EPS (元)	0.43	0.46	0.59	0.76	0.99
长期借款	250	60	60	60	60	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1309	730	1279	1360	1402	成长能力					
少数股东权益	20	6	3	1	-1	营业收入增长	15.02%	22.23%	22.37%	22.49%	23.77%
实收资本(或股	1136	1422	1422	1422	1422	营业利润增长	73.84%	29.81%	33.05%	30.42%	29.20%
资本公积	208	1202	1202	1202	1202	归属于母公司净利润	30.37%	30.12%	30.37%	30.12%	28.99%
未分配利润	820	942	917	884	842	获利能力					
归属母公司股东	2459	3939	4437	5063	5871	毛利率(%)	75.26%	75.89%	75.50%	78.20%	80.00%
负债和所有者权	3788	4675	5720	6424	7272	净利率(%)	29.36%	31.33%	33.36%	35.47%	36.99%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		13.01%	13.71%	14.61%	16.92%	19.29%
经营活动现金流	295	726	413	605	781	偿债能力					
净利润	490	639	833	1085	1400	资产负债率(%)	35%	16%	22%	21%	19%
折旧摊销	126	145	179	209	217	流动比率	1.59	3.46	2.41	2.86	3.48
财务费用	17	47	0	0	0	速动比率	0.66	1.82	1.31	1.74	2.25
应收账款减少	0	-65	-101	-124	-160	营运能力					
预收帐款增加	0	3	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.48	0.48	0.50	0.55
投资活动现金流	-578	-838	-568	-151	-130	应收账款周转率	4	5	5	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	31.74	28.40	27.01	31.01	34.47
长期股权投资减	0	-140	-225	0	0	每股指标(元)					
投资收益	20	-14	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.46	0.59	0.76	0.99
筹资活动现金流	294	136	208	-389	-567	每股净现金流(最新	0.01	0.02	0.04	0.05	0.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.17	2.77	3.12	3.56	4.13
长期借款增加	0	-190	0	0	0	估值比率					
普通股增加	106	286	0	0	0	P/E	48.23	45.09	35.29	27.12	21.03
资本公积增加	51	994	0	0	0	P/B	9.58	7.49	6.65	5.82	5.02
现金净增加额	10	23	53	65	84	EV/EBITDA	34.37	31.97	26.02	20.29	16.11

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师医药行业第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

孙谊

2016年水晶球最佳分析师医药行业第一名，北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士。曾就职于强生（上海）医疗器材有限公司。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。