

通化东宝 (600867)

证券研究报告

2017年04月12日

2016年业绩表现靓丽，良好增长态势有望持续

2016年业绩增长30.02%，后续有望实现持续快速增长

公司公告2016年业绩：实现营收、归母净利润、归母扣非后净利润分别为20.40、6.41、6.23亿元，分别同比增长22.23%、30.02%和34.93%，符合市场预期。展望公司后续发展：主力的糖尿病刚性用药重组人胰岛素系列产品继续渗透基层且受益国家医保乙转甲类的调整，有望实现稳定的增长，第三代胰岛素即将申报及血糖监测系统快速发展增添亮点；同时慢病管理平台已然起航，将逐步推动公司向糖尿病综合服务平台型企业转变，并拉动产品的销售，公司业绩有望实现持续而快速的增长。

重组人胰岛素系列稳定增长，血糖试纸高增长

产品细分来看：胰岛素系列收入增长16.38%，其中30R增长13.5%，达12亿元；独家品种40R收入超0.61亿，大增135.7%，50R、重组人胰岛素、精蛋白重组人胰岛素收入分别为1.22、1.22、0.43亿元，分别增29%、26%和19%。在国家医保调整中，重组人胰岛素及预混均由乙类调整到甲类，同时公司独家品种精蛋白重组人胰岛素混合注射液(40/60)新进医保甲类，这将提升产品竞争力，未来增长可期。公司将在基层继续深耕，提高渗透率，促进重组人胰岛素产品持续稳定增长。医疗器械（包括甘舒霖笔、血糖仪及试纸等）收入大增55%，达到2.33亿元，其中各规格瑞特血糖试纸的单项收入已过亿元，同比增长2倍，未来将继续推进拓展院内血糖管理系统（计划今年完成1000家）以及拓展OTC端（红倍心会员等）来拉动血糖仪及试纸的销售。通化东宝金弘基房地产下的丽景花园商品房取得预售房许可，实现商品房销售收入6,913万元，也对收入增长有所贡献。报告期内销售费用、管理费用温和增长，分别增5.8%、8.51%，是净利润增速大幅超过收入增速的主要原因。目前公司医院覆盖基本结束，短期之内费用增长有限，同时慢病管理系统的低费用支出、高协同效应的特点也减轻了费用的压力，使得利润增速快于收入增速仍将维持较长一段时间。

期待慢病管理平台效果逐步显现，三代胰岛素有望明年获批

慢病管理平台引领了公司发展的新阶段，平台2016年超预期发展：全年实现医生入驻超6000人，病人上线超10万人，月活跃度超50%。未来慢病管理平台将使公司得以打造糖尿病综合服务平台型提供商，且拉动自身产品加速增长。重磅的三代胰岛素甘精胰岛素预计今年上半年申报生产，一切顺利预计可在明年上半年获批上市，届时可依托公司覆盖的城市亿元渠道实现迅速放量，有望带来明显的业绩增量。

坚定看好公司发展前景，维持“买入”评级

预计公司2017-2019年EPS分别为0.59、0.76、0.98元，对应PE分别为35、27、21倍。我们认为公司胰岛素产品刚需，持续快速增长，打造业内领先的慢病管理平台，向糖尿病平台型服务企业转变，看好长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：基层胰岛素市场竞争加剧、三代胰岛素进展低于预期、慢病管理平台进度低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,669.31	2,040.39	2,478.69	3,004.40	3,720.77
增长率(%)	15.02	22.23	21.48	21.21	23.84
EBITDA(百万元)	717.01	945.98	1,132.96	1,455.39	1,823.51
净利润(百万元)	492.96	640.92	834.69	1,078.60	1,389.70
增长率(%)	76.19	30.02	30.23	29.22	28.84
EPS(元/股)	0.35	0.45	0.59	0.76	0.98
市盈率(P/E)	59.82	46.01	35.33	27.34	21.22
市净率(P/B)	11.99	7.49	6.62	5.64	4.68
市销率(P/S)	17.67	14.45	11.90	9.82	7.93
EV/EBITDA	43.89	33.10	25.81	19.87	15.43

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.74元
目标价格	30元
上次目标价	30元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,421.93
流通A股股本(百万股)	1,363.30
A股总市值(百万元)	29,490.90
流通A股市值(百万元)	28,274.89
每股净资产(元)	2.77
资产负债率(%)	15.61
一年内最高/最低(元)	26.13/19.58

作者

杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
潘海洋	联系人
panhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《通化东宝-季报点评:业绩延续良好表现，慢病管理平台扬帆起航》 2016-10-27
- 《通化东宝-研究简报:打造糖尿病整体解决方案提供商》 2016-10-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	212.21	235.63	242.31	527.83	1,288.92
应收账款	411.18	472.21	761.35	505.81	1,063.49
预付账款	39.92	42.65	120.28	40.62	157.28
存货	954.77	1,047.95	995.98	1,782.32	1,341.67
其他	15.79	411.35	152.28	190.00	261.07
流动资产合计	1,633.87	2,209.78	2,272.19	3,046.58	4,112.43
长期股权投资	142.98	283.44	343.44	393.44	437.44
固定资产	1,130.75	1,224.16	1,512.82	1,730.05	1,843.95
在建工程	451.84	625.45	411.27	294.76	206.86
无形资产	102.04	198.73	193.75	170.31	124.45
其他	326.64	133.45	119.21	96.66	19.80
非流动资产合计	2,154.26	2,465.23	2,580.49	2,685.22	2,632.49
资产总计	3,788.13	4,675.01	4,852.68	5,731.80	6,744.93
短期借款	872.79	410.00	160.00	110.00	22.00
应付账款	133.79	176.23	162.41	285.41	257.73
其他	20.15	52.80	40.30	33.69	57.22
流动负债合计	1,026.73	639.03	362.71	429.10	336.96
长期借款	250.00	60.00	0.00	50.00	90.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.38	30.73	33.39	32.17	32.10
非流动负债合计	282.38	90.73	33.39	82.17	122.10
负债合计	1,309.11	729.76	396.10	511.27	459.05
少数股东权益	19.70	6.03	0.41	(5.08)	(11.81)
股本	1,135.83	1,421.93	1,421.93	1,421.93	1,421.93
资本公积	208.23	1,201.91	1,201.91	1,201.91	1,201.91
留存收益	1,352.36	2,532.64	3,034.24	3,803.68	4,875.75
其他	(237.10)	(1,217.26)	(1,201.91)	(1,201.91)	(1,201.91)
股东权益合计	2,479.02	3,945.25	4,456.58	5,220.53	6,285.88
负债和股东权益总	3,788.13	4,675.01	4,852.68	5,731.80	6,744.93

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	490.06	639.21	834.69	1,078.60	1,389.70
折旧摊销	131.95	161.46	123.69	145.51	158.67
财务费用	18.21	44.60	50.00	55.00	59.00
投资损失	(20.22)	14.31	8.00	(4.00)	(6.00)
营运资金变动	(582.05)	(340.16)	(112.91)	(405.16)	(274.19)
其它	256.63	206.35	(5.61)	(5.50)	(6.72)
经营活动现金流	294.58	725.76	897.85	864.46	1,320.46
资本支出	447.40	663.61	190.54	221.92	140.37
长期投资	(15.46)	140.45	60.00	50.00	44.00
其他	(1,010.37)	(1,641.92)	(450.64)	(488.92)	(322.07)
投资活动现金流	(578.42)	(837.86)	(200.10)	(217.00)	(137.70)
债权融资	1,122.79	490.00	166.67	168.89	123.85
股权融资	120.68	1,246.58	(34.65)	(55.00)	(59.00)
其他	(949.57)	(1,601.05)	(823.09)	(475.82)	(486.52)
筹资活动现金流	293.91	135.53	(691.07)	(361.93)	(421.67)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	10.06	23.44	6.68	285.52	761.09

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,669.31	2,040.39	2,478.69	3,004.40	3,720.77
营业成本	412.92	491.85	609.40	740.04	909.71
营业税金及附加	5.55	18.98	17.00	19.51	28.09
营业费用	467.29	494.41	570.10	645.95	781.36
管理费用	210.83	228.78	255.30	285.42	334.87
财务费用	16.96	46.73	50.00	55.00	59.00
资产减值损失	6.77	6.44	9.61	7.61	7.89
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.22	(14.31)	(8.00)	4.00	6.00
其他	(40.44)	28.62	16.00	(8.00)	(12.00)
营业利润	569.21	738.89	959.27	1,254.88	1,605.84
营业外收入	4.51	26.32	11.69	14.17	17.39
营业外支出	3.21	6.28	5.78	5.09	5.72
利润总额	570.52	758.93	965.19	1,263.96	1,617.52
所得税	80.45	119.73	136.11	190.86	234.54
净利润	490.06	639.21	829.08	1,073.11	1,382.98
少数股东损益	(2.89)	(1.72)	(5.61)	(5.50)	(6.72)
归属于母公司净利润	492.96	640.92	834.69	1,078.60	1,389.70
每股收益(元)	0.35	0.45	0.59	0.76	0.98

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.02%	22.23%	21.48%	21.21%	23.84%
营业利润	73.84%	29.81%	29.83%	30.82%	27.97%
归属于母公司净利润	76.19%	30.02%	30.23%	29.22%	28.84%
获利能力					
毛利率	75.26%	75.89%	75.41%	75.37%	75.55%
净利率	29.53%	31.41%	33.67%	35.90%	37.35%
ROE	20.04%	16.27%	18.73%	20.64%	22.07%
ROIC	20.62%	21.57%	21.31%	26.46%	30.58%
偿债能力					
资产负债率	34.56%	15.61%	8.16%	8.92%	6.81%
净负债率	-0.57%	-0.66%	0.09%	-0.25%	-2.95%
流动比率	1.59	3.46	6.26	7.10	12.20
速动比率	0.66	1.82	3.52	2.95	8.22
营运能力					
应收账款周转率	3.99	4.62	4.02	4.74	4.74
存货周转率	2.11	2.04	2.43	2.16	2.38
总资产周转率	0.50	0.48	0.52	0.57	0.60
每股指标(元)					
每股收益	0.35	0.45	0.59	0.76	0.98
每股经营现金流	0.21	0.51	0.63	0.61	0.93
每股净资产	1.73	2.77	3.13	3.68	4.43
估值比率					
市盈率	59.82	46.01	35.33	27.34	21.22
市净率	11.99	7.49	6.62	5.64	4.68
EV/EBITDA	43.89	33.10	25.81	19.87	15.43
EV/EBIT	53.69	39.86	28.97	22.08	16.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com