

2017 年 04 月 27 日
通化东宝 (600867.SH)

深耕基层市场经营稳健，静待三代上市注入增长新动力

■ **事件：**公司发布 2017 年第一季度报告，报告期内实现营业收入 5.65 亿元，同比增长 25.25%；归属母公司净利润 2.10 亿元，同比增长 30.16%；实现归属上市公司股东扣非净利润 2.10 亿元，同比增长 31.19%。实现基本每股收益 0.15 元。

■ **胰岛素业务稳健增长，一季度经营符合预期：**公司 2017 年第一季度营业收入、归母净利润较去年同期分别增长 25.25%、30.16%，利润增速继续高于收入增速，净利润率高达 37.20%，较去年同期增长 1.40 个百分点。胰岛素业务仍然是公司的主要收入来源，预计增速在 15%-20% 之间，后续随着二代胰岛素医保乙类向甲类变更，支付范围的增加对于基层市场的持续开拓非常有利，公司业绩增长趋势较为稳健。

■ **报告期间三项费用均有下降，利润增速高于收入增速：**从费用端看，公司费用控制良好，期间三项费用继续下降。2017 年第一季度期间三项费用率 31.95%，较去年同期降低 4.62 个百分点，其中销售费用率 21.66%，较去年同期下降 2.21 个百分点；管理费用率 9.43%，较去年同期降低 0.44 个百分点；财务费用率 0.86%，较去年同期降低 1.96 个百分点，这也是公司利润增速快于收入增速较为重要的原因。

■ **控股股东股权变更不改公司经营长期方向：**报告期内，公司控股股东“东宝集团”股权结构发生变化，变更以前实际控制人李一奎、王殿铎分别持有公司 30%、21.32% 股权，报告期内李一奎、王殿铎将东宝集团部分股权转让给李佳鸿、李佳蔚，变更后李一奎、李佳蔚、李佳鸿、王殿铎分布持有东宝集团 12.24%、10.77%、10%、8.31% 股权，同时李一奎、李佳鸿、李佳蔚以及李一奎、王殿铎分布签署《一致行动人协议》，李一奎和王殿铎仍为公司实际控制人，公司控股股东股权变更不影响公司长期经营方向。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年收入将同比增长 23.2%、24.1%、24.5%，净利润将同比增长 32.2%、29.5%、32.1%，EPS 分别为 0.60、0.77、1.02 元，公司作为糖尿病领域龙头，看好公司在基层市场挖掘和慢病管理平台布局的前瞻性，同时静待胰岛素三代类似物上市注入增长新动力，给予买入-A 投资评级，相当于 2017/2018/2019 年 35/ 28/21 倍动态市盈率。

■ **风险提示：**三代推进不及预期，慢病管理平台推广进度低于预期

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,669.3	2,040.4	2,513.8	3,119.6	3,883.9
净利润	493.0	640.9	847.1	1,097.4	1,450.2
每股收益(元)	0.35	0.45	0.60	0.77	1.02
每股净资产(元)	1.73	2.77	3.39	4.16	5.18

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	61.1	47.0	35.6	27.4	20.8
市净率(倍)	12.2	7.6	6.3	5.1	4.1
净利润率	29.5%	31.4%	33.7%	35.2%	37.3%
净资产收益率	20.0%	16.3%	17.6%	18.6%	19.7%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.0	2.1	2.0	2.5	2.9

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

生物医药

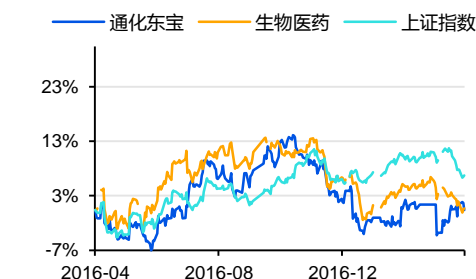
投资评级

买入-A
维持评级
6 个月目标价： 25.00 元
股价 (2017-04-26) 21.18 元

交易数据

总市值(百万元)	30,116.55
流通市值(百万元)	28,874.75
总股本(百万股)	1,421.93
流通股本(百万股)	1,363.30
12 个月价格区间	19.62/25.90 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.95	2.02	0.1
绝对收益	-0.98	1.44	6.04

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

肖寒

报告联系人

xiaohan@essence.com.cn

010-83321075

相关报告

- 通化东宝：年报符合预期，看好医保调整及销售模式护城河，持续支撑公司快速发展 2017-04-11
- 通化东宝：竞争对手甘精胰岛素获批的冲击极其有限，强者恒强 2017-04-06

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,669.3	2,040.4	2,513.8	3,119.6	3,883.9	成长性					
减:营业成本	412.9	491.9	620.9	767.4	916.6	营业收入增长率	15.0%	22.2%	23.2%	24.1%	24.5%
营业税费	5.5	19.0	23.4	29.0	36.1	营业利润增长率	73.8%	29.8%	34.8%	29.7%	30.0%
销售费用	467.3	494.4	603.3	733.1	897.2	净利润增长率	76.2%	30.0%	32.2%	29.5%	32.1%
管理费用	210.8	228.8	256.4	296.4	357.3	EBITDA 增长率	53.5%	31.9%	24.7%	24.4%	26.6%
财务费用	17.0	46.7	11.8	-2.9	-6.5	EBIT 增长率	65.5%	34.0%	28.3%	27.9%	29.8%
资产减值损失	6.8	6.4	6.0	8.7	7.0	NOPLAT 增长率	66.4%	31.4%	28.3%	27.9%	29.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.6%	32.6%	2.6%	12.1%	2.7%
投资和汇兑收益	20.2	-14.3	4.4	4.1	3.6	净资产增长率	14.7%	59.1%	22.2%	22.8%	24.5%
营业利润	569.2	738.9	996.4	1,291.9	1,679.8	利润率					
加:营业外净收支	1.3	20.0	9.5	11.0	42.0	毛利率	75.3%	75.9%	75.3%	75.4%	76.4%
利润总额	570.5	758.9	1,005.8	1,302.9	1,721.8	营业利润率	34.1%	36.2%	39.6%	41.4%	43.3%
减:所得税	80.5	119.7	158.7	205.5	271.6	净利润率	29.5%	31.4%	33.7%	35.2%	37.3%
净利润	493.0	640.9	847.1	1,097.4	1,450.2	EBITDA/营业收入	43.0%	46.4%	46.9%	47.0%	47.8%
						EBIT/营业收入	35.1%	38.5%	40.1%	41.3%	43.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	253	208	170	129	96
						流动营业资本周转天数	240	268	268	265	253
						流动资产周转天数	318	339	349	382	441
						应收账款周转天数	90	78	78	72	76
						存货周转天数	171	177	149	166	158
						总资产周转天数	727	747	698	656	649
						投资资本周转天数	594	629	590	511	439
						投资回报率					
						ROE	20.0%	16.3%	17.6%	18.6%	19.7%
						ROA	12.9%	13.7%	16.7%	17.4%	18.8%
						ROIC	20.6%	21.6%	20.9%	26.0%	30.1%
						费用率					
						销售费用率	28.0%	24.2%	24.0%	23.5%	23.1%
						管理费用率	12.6%	11.2%	10.2%	9.5%	9.2%
						财务费用率	1.0%	2.3%	0.5%	-0.1%	-0.2%
						三费/营业收入	41.6%	37.7%	34.7%	32.9%	32.1%
						偿债能力					
						资产负债率	34.6%	15.6%	5.0%	5.9%	4.5%
						负债权益比	52.8%	18.5%	5.3%	6.3%	4.7%
						流动比率	1.59	3.46	11.96	11.64	17.75
						速动比率	0.66	1.82	7.31	6.22	12.73
						利息保障倍数	34.57	16.81	85.33	-450.01	-257.36
						分红指标					
						DPS(元)	0.16	-	-	-	-
						分红比率	46.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	490.1	639.2	847.1	1,097.4	1,450.2	EPS(元)	0.35	0.45	0.60	0.77	1.02
加:折旧和摊销	131.9	161.5	171.6	178.2	184.8	BVPS(元)	1.73	2.77	3.39	4.16	5.18
资产减值准备	6.8	6.4	-	-	-	PE(X)	61.1	47.0	35.6	27.4	20.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.2	7.6	6.3	5.1	4.1
财务费用	18.2	44.6	11.8	-2.9	-6.5	P/FCF	78.7	-30.3	110.7	50.8	22.8
投资损失	-20.2	14.3	-4.4	-4.1	-3.6	P/S	18.0	14.8	12.0	9.7	7.8
少数股东损益	-2.9	-1.7	-	-	-	EV/EBITDA	43.9	33.1	25.0	19.7	14.8
营运资金的变动	-582.1	-340.2	-264.0	-652.7	-215.2	CAGR(%)	30.8%	31.4%	45.2%	30.8%	31.4%
经营活动产生现金流量	294.6	725.8	762.1	615.9	1,409.7	PEG	2.0	1.5	0.8	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-578.4	-837.9	-69.4	-55.9	-56.4	ROIC/WACC	2.0	2.1	2.0	2.5	2.9
融资活动产生现金流量	293.9	135.5	-452.7	2.9	6.5	REP	5.2	3.7	3.6	2.5	2.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

崔文亮声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034