

通化东宝(600867)

胰岛素产品基层发力，利润端 30%增速符合预期

买入(维持)

2017年08月08日

证券分析师 全铭

执业证书编号: S0600517010002
010-66573567

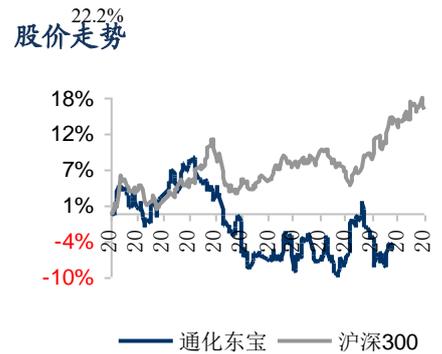
quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证书编号: S0600516120001
21.4% jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,040	2,411	2,921	3,546
同比(%)	22.2	18.2	21.1	21.4
净利润(百万元)	641	809	995	1216
同比(%)	30.0	26.1	23.1	22.2
ROE(%)	16.3	18.1	19.5	20.7
每股收益(元)	0.46	0.47	0.58	0.71
P/E	46	36	29	24
P/B	2.77	3.14	3.59	4.14

股价走势



投资要点

一、事件：公司发布 2017 年半年报

2017 年半年报，公司实现营业收入 11.82 亿元，同比增长 32.69%；归属于上市公司所有者的净利润为 4.10 亿元，同比增长 30.21%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.06 亿元，同比增长 30.00%。公司半年报收入端略高于预期，利润端符合预期。

公司胰岛素类产同比增长 25.10%，医疗器械板块同比增长 19.76%，房地产业务实现营收 8456 万元。

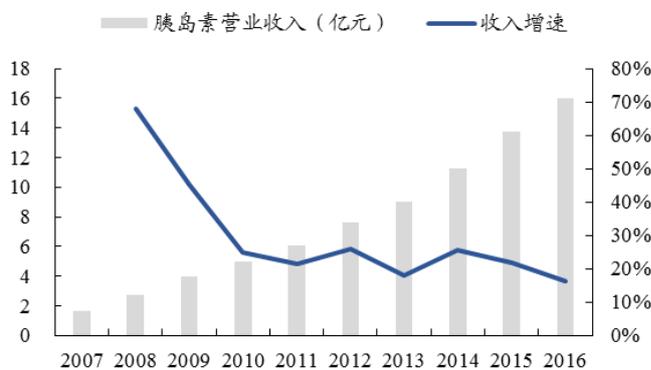
二、我们的观点：胰岛素维持快速增长，渠道下沉开拓基层市场

我们认为，公司胰岛素实现快速增长的主要原因为公司二代胰岛素产品优异，且公司积极开产基层市场，渠道进一步下沉。

1) 公司胰岛素产品优异，长期维持稳定增长

2017 年上半年公司胰岛素销售收入为 9.12 亿元，占营业收入比重 77.18%，同比增长 25.10%。公司二代胰岛素产品优异，市占率超过 20%，市场份额为市场第二，国产品牌第一。2007 年以来，公司胰岛素产品营收维持稳定增长。

图表 1：2007-2016 年公司胰岛素营业收入稳定增长



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

2) 分级诊疗政策推广，基层用药获益

公司二代胰岛素主推基层市场。随着今年国家对分级诊疗政策的积极推广，2017 年上半年基层用药市场增速高于公立、县级医院的 7.2% 和零售

市场数据

收盘价(元)	17.35
一年最低/最高价	16.25/20.06
市净率(倍)	7.27
流通 A 股市值(百万元)	28,384

基础数据

每股净资产(元)	2.38
资本负债率(%)	14.45
总股本(百万股)	1,706
流通 A 股(百万股)	1,636

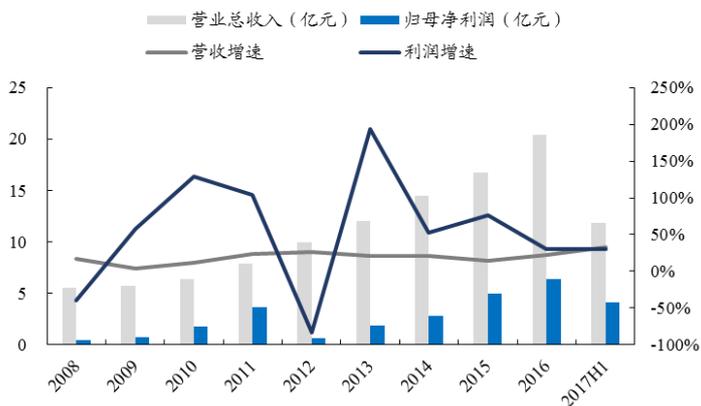
相关研究

1. 通化东宝：农村包围城市，三代升级二代 -20161125

药店终端的 6.0%，实现 10.9%。通化东宝的胰岛素产品必将从中受益。

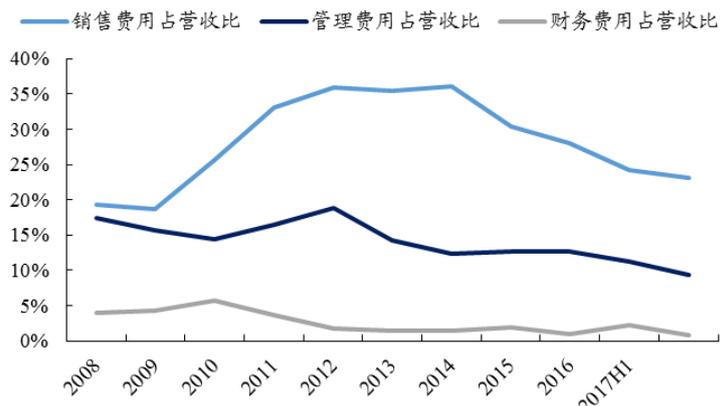
公司注重基层市场，自 2011 年以来便开始对基层县级医院进行胰岛素合理应用的教育，不断进行品牌教育，提升自身知名度。公司上半年销售费用达 2.73 亿元，同比增长 32.16%。其中二季度费用约为 1.51 亿元，同比增长 52.53%。我们认为公司二季度销售费用的增长主要原因是产品在基层进一步推广、进一步扩大市占率。随着公司加大推广力度，产品销量亦将进一步提升。

图表 2: 公司销售收入和净利润变化情况 (亿元)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 公司三费率逐年下降

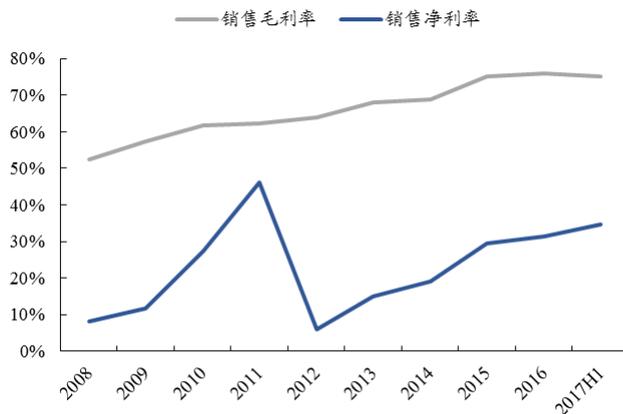


数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

3) 公司净利率与毛利率维持稳定

公司净利率与毛利率整体维持稳定。2017 年上半年公司毛利率为 75.10%，下滑 2.07pp。我们认为，公司毛利率出现小幅下滑的主要原因为原材料价格的小幅的波动。

图表 4: 公司毛利率和净利率持续提升



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

4) 三代胰岛素有望快速上市, 为公司增加新增长点

2017 年 6 月, 公司甘精胰岛素已完成三期临床试验, 实验结果显示与原研对照品种在有效性和安全性上一致。甘精胰岛素为三代胰岛素中最大品种, 2016 年全球销售额超过 200 亿美元, 在所有糖尿病治疗药物中的市占比达 52%。该产品成功上市后, 预计将实现高速增长,

公司为公司增加新的增长点。

三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2017-2019 年公司销售收入为 24.11 亿元、29.21 亿元和 35.46 亿元，归属母公司净利润为 8.09 亿元、9.95 亿元和 12.16 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.47 元、0.58 元和 0.71 元。我们认为，分级诊疗将继续利好通化东宝，公司产品优势明显。因此，我们维持给予“买入”评级。

四、风险提示:

公司产品降价的风险；环保政策趋严风险；在研产品上市时间晚于预期的风险。

通化东宝三大财务预测表

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,202	2,637	3,667	4,782	营业收入	2,040	2,411	2,921	3,546
现金	228	279	949	1,512	营业成本	492	581	704	855
应收账款	455	543	665	801	营业税金及附加	19	22	27	33
其它应收款	22	35	34	50	营业费用	494	591	716	869
预付账款	43	55	63	80	管理费用	229	270	327	397
存货	1,048	1,318	1,548	1,932	财务费用	47	12	-7	-21
其他	407	407	407	407	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	2,421	2,083	1,744	1,406	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	283	283	283	283	投资净收益	(14)	0	0	0
固定资产	1,224	1,546	1,241	936	营业利润	739	929	1148	1407
无形资产	125	168	136	105	营业外收入	26	0	0	0
其他	789	85	83	81	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	4,623	4,720	5,411	6,188	利润总额	759	949	1168	1427
流动负债	612	188	239	235	所得税	120	142	175	214
短期借款	410	0	0	0	净利润	639	806	993	1213
应付账款	91	79	126	123	少数股东损益	-2	-2	-3	-3
其他	111	109	113	111	归属母公司净利润	641	809	995	1216
非流动负债	67	67	67	67	EBITDA	964	1289	1490	1734
长期借款	60	60	60	60	EPS (元)	0.46	0.47	0.58	0.71
其他	7	7	7	7	主要财务比率				
负债合计	678	255	306	301	营业收入	22.2%	18.2%	21.1%	21.4%
少数股东权益	6	4	1	-2	营业利润	29.8%	25.7%	23.6%	22.6%
归属母公司股东权益	3,939	4,461	5,104	5,889	归属母公司净利润	30.0%	26.1%	23.1%	22.2%
现金流量表					毛利率	75.9%	75.9%	75.9%	75.9%
经营活动现金流	729	739	995	953	净利率	31.3%	33.4%	34.0%	34.2%
折旧摊销	161	332	332	331	ROE	16.3%	18.1%	19.5%	20.7%
财务费用	45	9	-10	-24	ROIC	19.6%	19.1%	22.8%	27.9%
营运资金变动	126	448	978	1,120	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
其它	-242	-856	-1,298	-1,687	应收帐款周转率	4.5	4.4	4.4	4.4
投资活动现金流	-838	17	17	17	应付帐款周转率	6.8	6.8	6.8	6.8
其他	-838	17	17	17	每股净资产	2.8	3.1	3.6	4.1
筹资活动现金流	136	-705	-342	-407	P/E	46	36	29	24

数据来源: Wind、东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>