

收入业绩符合预期，期待三代胰岛素顺利上市

投资要点

- **事件：**公司公告三季报，实现收入 18.5 亿元，同比+25.3%；归母净利润 6.5 亿元，同比+29.6%；扣非后归母净利润 6.4 亿元，同比+29.5%；经营性现金流净额 7.4 亿元，同比+31.0%；EPS0.36 元。
- **业绩符合市场预期，销售加强下二代胰岛素增速较快。**公司前三季度实现收入和归母净利润增速分别为 25.3%和 29.6%，业绩符合预期。从单季度看，第三季度实现收入和归母净利润同比增速分别为 14.1%和 28.6%，略低于上半年增速，主要系去年第三季度基数较高所致，2016 年第三季度同期收入和净利润增速分别为 28.3%和 46.4%。从毛利率看，公司前三季度毛利率基本维持稳定，同比仅下降 0.1pp。从期间费用率看，2017 年前三季度同比下降了 2pp，主要系公司理财利息收入增加导致财务费用率下降 2pp。在管理费用率和销售费用率方面各有升降，基本持平。从收入端看，我们预计公司二代胰岛素延续中报增长态势，预计同比增速在 25%左右，我们认为在分级诊疗下，随着公司基层销售的加强，胰岛素未来三年保持 20%-25%增速可期。
- **三代胰岛素报批生产，携国内最强糖尿病用药梯队，公司将步入发展新阶段。**胰岛素是治疗糖尿病最有效的药物之一，国内市场空间近千亿元。其中三代胰岛素正高速增长，2016 年全球市场规模已超 170 亿美元，公司甘精胰岛素已经报批生产，有望 2018 年底到 2019 年初上市，成为国内第三家生产企业。凭借其价格优势，公司在终端拥有巨大的进口替代机会。同时公司作为国内重组胰岛素龙头企业，持续保持较高研发投入力度，目前已经布局了 4 种胰岛素类似物（甘精胰岛素、门冬胰岛素、地特胰岛素和赖脯胰岛素）、2 种激动类降糖药（利拉鲁肽和度拉糖肽）和 3 种口服降糖药（瑞格列奈、曲格列汀和西格列汀），形成国内最为齐全的糖尿病药物梯队。最重点的三代胰岛素方面：甘精胰岛素已报批生产、门冬胰岛素处于 III 期临床最后数据整理阶段、地特胰岛素和赖脯胰岛素已经获批临床试验。借助公司在二代胰岛素方面的客户基础和强大的销售团队，我们认为三代胰岛素的获批将使公司发展步入新阶段。
- **布局慢病管理，致力成为糖尿病整体解决方案供应商。**2015 年公司设立了“糖尿病平台型企业”的战略目标，完善公司慢病管理平台建设，通过药品、器械与移动互联网的融合，改善慢性病患者们的生活质量，提升公司在糖尿病相关治疗领域的竞争优势。东宝糖尿病慢病平台建设的推进将为糖尿病治疗药品的销售发挥更大的作用，未来公司将积极转型为糖尿病整体解决方案供应商。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49 元、0.64 元、0.82 元，对应当前估值分别为 47 倍、36 倍和 28 倍。未来三年归母净利润将保持 30%的复合增长率，考虑到公司在糖尿病慢病管理的全产业链布局，我们看好公司长期发展空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**三代胰岛素获批进度或低于预期的风险、胰岛素招标降价的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2040.39	2428.60	2895.42	3461.82
增长率	22.23%	19.03%	19.22%	19.56%
归属母公司净利润（百万元）	640.92	838.59	1094.08	1406.14
增长率	30.02%	30.84%	30.47%	28.52%
每股收益 EPS（元）	0.37	0.49	0.64	0.82
净资产收益率 ROE	16.20%	18.65%	21.02%	23.03%
PE	61	47	36	28
PB	9.92	8.72	7.54	6.43

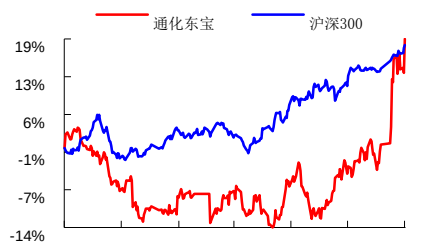
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513070001
 电话：021-68413530
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林
 执业证号：S1250516100001
 电话：023-67909731
 邮箱：ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.11
流通 A 股(亿股)	16.44
52 周内股价区间(元)	16.55-24.09
总市值(亿元)	391.20
总资产(亿元)	48.52
每股净资产(元)	2.54

相关研究

1. 通化东宝（600867）：三代胰岛素报批生产，公司步入发展新阶段（2017-10-11）
2. 通化东宝（600867）：业绩符合预期，静待三代胰岛素报产（2017-08-08）
3. 通化东宝（600867）：二代胰岛素受益医保调整，三代胰岛素报批持续推进（2017-04-12）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2040.39	2428.60	2895.42	3461.82	净利润	639.21	836.34	1091.15	1402.37
营业成本	491.85	548.68	574.50	601.41	折旧与摊销	161.46	245.32	245.32	245.32
营业税金及附加	18.98	17.20	20.83	25.99	财务费用	46.73	15.05	7.26	5.35
销售费用	494.41	587.72	689.11	813.53	资产减值损失	6.44	10.00	10.00	10.00
管理费用	228.78	279.29	324.29	366.95	经营营运资本变动	-502.56	-326.82	-234.14	-293.93
财务费用	46.73	15.05	7.26	5.35	其他	374.48	-13.94	-9.07	-9.81
资产减值损失	6.44	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	725.76	765.95	1110.52	1359.31
投资收益	-14.31	0.00	0.00	0.00	资本支出	-290.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-547.39	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-837.86	0.00	0.00	0.00
营业利润	738.89	970.65	1269.43	1638.58	短期借款	-462.79	-410.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.04	13.53	16.09	15.09	长期借款	-190.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	758.93	984.18	1285.52	1653.67	股权融资	1279.79	0.00	0.00	0.00
所得税	119.73	147.84	194.37	251.30	支付股利	-227.17	-295.35	-386.44	-504.18
净利润	639.21	836.34	1091.15	1402.37	其他	-264.30	-36.20	-7.26	-5.35
少数股东损益	-1.72	-2.25	-2.93	-3.77	筹资活动现金流净额	135.53	-741.55	-393.70	-509.52
归属母公司股东净利润	640.92	838.59	1094.08	1406.14	现金流量净额	23.42	24.40	716.82	849.78
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	235.63	260.03	976.85	1826.63	成长能力				
应收和预付款项	519.31	653.86	756.80	897.57	销售收入增长率	22.23%	19.03%	19.22%	19.56%
存货	1047.95	1174.41	1229.13	1286.97	营业利润增长率	29.81%	31.37%	30.78%	29.08%
其他流动资产	406.90	484.32	577.41	690.36	净利润增长率	30.43%	30.84%	30.47%	28.52%
长期股权投资	283.44	283.44	283.44	283.44	EBITDA 增长率	31.88%	29.98%	23.64%	24.13%
投资性房地产	13.29	13.29	13.29	13.29	获利能力				
固定资产和在建工程	1849.61	1627.01	1404.41	1181.81	毛利率	75.89%	77.41%	80.16%	82.63%
无形资产和开发支出	198.73	176.15	153.56	130.98	三费率	37.73%	36.32%	35.25%	34.25%
其他非流动资产	120.15	120.02	119.88	119.74	净利率	31.33%	34.44%	37.69%	40.51%
资产总计	4675.01	4792.51	5514.77	6430.79	ROE	16.20%	18.65%	21.02%	23.03%
短期借款	410.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.67%	17.45%	19.79%	21.81%
应付和预收款项	123.30	121.06	134.11	147.25	ROIC	18.70%	20.68%	26.24%	33.19%
长期借款	60.00	60.00	60.00	60.00	EBITDA/销售收入	46.42%	50.69%	52.57%	54.57%
其他负债	136.46	126.37	130.87	135.56	营运能力				
负债合计	729.76	307.42	324.97	342.80	总资产周转率	0.48	0.51	0.56	0.58
股本	1421.93	1711.30	1711.30	1711.30	固定资产周转率	1.73	2.18	3.25	5.18
资本公积	1201.91	912.55	912.55	912.55	应收账款周转率	4.89	4.79	4.73	4.77
留存收益	1330.72	1873.96	2581.60	3483.56	存货周转率	0.49	0.49	0.47	0.47
归属母公司股东权益	3939.22	4481.31	5188.95	6090.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.39%	—	—	—
少数股东权益	6.03	3.78	0.85	-2.92	资本结构				
股东权益合计	3945.25	4485.09	5189.80	6087.99	资产负债率	15.61%	6.41%	5.89%	5.33%
负债和股东权益合计	4675.01	4792.51	5514.77	6430.79	带息债务/总负债	64.40%	19.52%	18.46%	17.50%
					流动比率	3.46	11.87	15.11	18.65
					速动比率	1.82	6.45	9.87	13.55
					股利支付率	35.44%	35.22%	35.32%	35.86%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.49	0.64	0.82
					每股净资产	2.31	2.62	3.03	3.56
					每股经营现金	0.42	0.45	0.65	0.79
					每股股利	0.13	0.17	0.23	0.29
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	947.08	1231.03	1522.02	1889.25					
PE	61.04	46.65	35.76	27.82					
PB	9.92	8.72	7.54	6.43					
PS	19.17	16.11	13.51	11.30					
EV/EBITDA	34.42	31.49	25.00	19.69					
股息率	0.58%	0.75%	0.99%	1.29%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn