

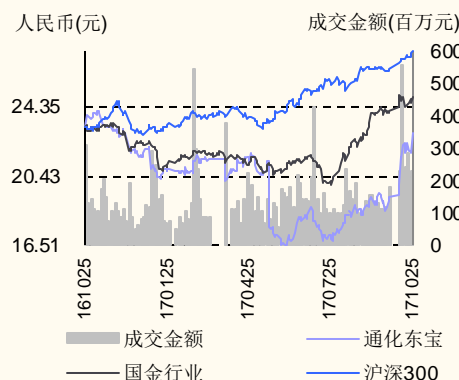
市场价格(人民币): 22.86元

胰岛素制剂保持快速增长, 三季度业绩亮眼

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,644.42
总市值(百万元)	39,120.24
年内股价最高最低(元)	24.09/16.51
沪深 300 指数	3976.95
上证指数	3396.90



相关报告

1. 《甘精胰岛素报产受理, 胰岛素龙头再起航-通化东宝公司点评》, 2017.10.11
2. 《一季报业绩增长 31%, 收入端超预期-通化东宝公司点评》, 2017.4.26
3. 《2016 年收入增长超预期, 经营质量全面提升-通化东宝公司点评》, 2017.4.13
4. 《复牌点评: 业绩消化估值, 具备投资价值-通化东宝公司点评》, 2017.3.30
5. 《医保目录调整, 促进胰岛素市场放量-通化东宝: 医保目录调整, 促...》, 2017.2.24

孙笑悦 分析师 SAC 执业编号: S1130517050002
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.434	0.451	0.484	0.617	0.806
每股净资产(元)	2.17	2.77	3.15	3.70	4.46
每股经营性现金流(元)	0.26	0.51	0.60	0.73	0.97
市盈率(倍)	62.60	48.65	41.14	32.23	24.70
行业优化市盈率(倍)	34.60	34.60	34.60	34.60	34.60
净利润增长率(%)	76.19%	30.02%	29.16%	27.64%	30.46%
净资产收益率(%)	20.04%	16.27%	18.47%	20.11%	21.71%
总股本(百万股)	1,135.83	1,421.93	1,711.30	1,711.30	1,711.30

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩概览

- 2017 年 1-3 季度, 公司实现营业收入 18.5 亿, 同比增长 25%; 归属母公司净利润 6.5 亿, 同比增长 30%; 归母扣非净利润 6.4 亿, 同比增长 30%。经营活动现金流 7.4 亿, 同比增长 31%。
- 2017 年三季度单季, 公司实现营业收入 6.7 亿, 同比增长 14%; 归母净利润 2.4 亿, 同比增长 29%。

经营分析

- 1. 三季度胰岛素制剂收入继续保持 20% 以上的增长速度, 体现公司一直以来的销售能力:
 - 三季度单季虽然公司收入端增速 14%, 但胰岛素制剂保持了 20% 以上的收入增长。其他板块如中药、塑钢门窗等业务出现下滑, 拖累表现业绩。我们估计其他业务板块仍占公司收入比例的 20% 多, 因而对公司表现单季度的收入增速有影响。
 - 二代胰岛素仍保持 20% 以上的发货和收入增速, 销售竞争优势明显。公司持续保持高于二代胰岛素的行业增速增长, 原因包括:
 - (1) 由于医保报销制度的原因, 二代胰岛素在基层优势优于三代胰岛素, 公司强大的销售网络和学术营销能力牢牢占据基层市场;
 - (2) 外资企业在中国的运营成本高、投入力度减少, 导致其让渡部分市场给国内企业(诺和诺德预混胰岛素市场份额从 2012 年的 67% 下降到 2016 年的 56%; 诺和诺德短效胰岛素市场份额从 2012 年的 7% 下降到 2016 年的 4%)
- 2. 毛利率、销售费用稳定, 管理费用略有增长:
 - 三季度公司毛利率 76%, 维持稳定; 管理费用三季度提升 2.3 个百分点, 我们估计与研发费用投入相关。期间费用率公司整体维持稳定, 进入市场耕耘后的收获期。
- 3. 公司产品线日益丰富, 探索不同靶点降糖药物和给药途径:
 - 通化东宝先发布局吸入式胰岛素, 探索更多胰岛素给药途径: 公司与 Dance Biopharm 公司合作, 成立合资企业, 参与 Dance 的全球 III 期临床计划, 加快吸入式胰岛素在中国的注册进度。
 - 围绕糖尿病药物, 公司还布局了四种胰岛素类似物、GLP-1、口服降糖药等, 进度上:

- 甘精胰岛素报产；
- 门冬胰岛素已完成临床试验，处于 III 期临床的最后数据整理阶段；门冬预混 30、50 处于 III 期临床试验；
- 地特胰岛素获批临床；
- 赖脯胰岛素处于临床申请资料整理阶段；
- 瑞格列奈 BE 预试验结果符合预期，即将启动正式 BE 研究；
- 曲格列汀、GLP-1 等产品都有新的进展。
- **4.提供从前端诊断检测到后端用药指导一体化的糖尿病一站式解决方案：**
- 公司不仅是糖尿病治疗端的公司，更提供从前端诊断检测到后端用药指导一体化的糖尿病解决方案。慢病管理平台逐渐对上市公司业绩产生拉动。

盈利预测

- 我们预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 8.3 亿、10.6 亿、13.8 亿，当前股价对应明年 P/E 33x。维持“买入”评级。

风险提示

- 经营风险，政策风险，研发风险。

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,451	1,669	2,040	2,442	2,911	3,615	货币资金	202	212	236	300	320	454
增长率		15.0%	22.2%	19.7%	19.2%	24.2%	应收款项	431	416	477	526	628	779
主营业务成本	-452	-413	-492	-577	-652	-743	存货	630	955	1,048	1,175	1,327	1,512
%销售收入	31.1%	24.7%	24.1%	23.6%	22.4%	20.5%	其他流动资产	50	51	450	458	464	472
毛利	999	1,256	1,549	1,865	2,259	2,872	流动资产	1,312	1,634	2,210	2,459	2,739	3,217
%销售收入	68.9%	75.3%	75.9%	76.4%	77.6%	79.5%	%总资产	44.4%	43.1%	47.3%	46.6%	46.0%	47.3%
营业税金及附加	-12	-6	-19	-12	-15	-18	长期投资	243	193	333	333	333	333
%销售收入	0.8%	0.3%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	固定投资	1,280	1,587	1,851	2,300	2,715	3,097
营业费用	-440	-467	-494	-606	-699	-875	%总资产	43.3%	41.9%	39.6%	43.6%	45.6%	45.6%
%销售收入	30.3%	28.0%	24.2%	24.8%	24.0%	24.2%	无形资产	85	105	200	100	81	67
管理费用	-184	-211	-229	-269	-314	-390	非流动资产	1,644	2,154	2,465	2,813	3,210	3,578
%销售收入	12.7%	12.6%	11.2%	11.0%	10.8%	10.8%	%总资产	55.6%	56.9%	52.7%	53.4%	54.0%	52.7%
息税前利润 (EBIT)	364	573	806	979	1,232	1,589	资产总计	2,956	3,788	4,675	5,272	5,949	6,795
%销售收入	25.1%	34.3%	39.5%	40.1%	42.3%	44.0%	短期借款	310	873	430	500	372	0
财务费用	-27	-17	-47	-27	-25	-8	应付款项	129	136	182	193	220	260
%销售收入	1.8%	1.0%	2.3%	1.1%	0.9%	0.2%	其他流动负债	21	18	27	33	38	125
资产减值损失	-16	-7	-6	-5	-1	-1	流动负债	461	1,027	639	725	631	384
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	298	250	60	60	60	61
投资收益	6	20	-14	15	25	30	其他长期负债	37	32	31	0	0	0
%税前利润	1.9%	3.5%	n.a	1.5%	2.0%	1.9%	负债	796	1,309	730	785	691	445
营业利润	327	569	739	962	1,231	1,610	普通股股东权益	2,138	2,459	3,939	4,483	5,255	6,349
营业利润率	22.6%	34.1%	36.2%	39.4%	42.3%	44.5%	少数股东权益	23	20	6	4	3	1
营业外收支	-4	1	20	10	10	10	负债股东权益合计	2,956	3,788	4,675	5,272	5,949	6,795
税前利润	324	571	759	972	1,241	1,620	比率分析						
利润率	22.3%	34.2%	37.2%	39.8%	42.6%	44.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-47	-80	-120	-146	-186	-243	每股指标						
所得税率	14.6%	14.1%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.272	0.434	0.451	0.484	0.617	0.806
净利润	277	490	639	826	1,055	1,377	每股净资产	2.075	2.165	2.770	3.152	3.696	4.465
少数股东损益	-3	-3	-2	-2	-2	-2	每股经营现金净流	0.199	0.258	0.510	0.601	0.730	0.967
归属于母公司的净利润	280	493	641	828	1,057	1,378	每股股利	0.185	0.185	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	19.3%	29.5%	31.4%	33.9%	36.3%	38.1%	回报率						
							净资产收益率	13.09%	20.04%	16.27%	18.47%	20.11%	21.71%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.46%	13.01%	13.71%	15.70%	17.76%	20.29%
							投入资本收益率	11.21%	13.66%	15.31%	16.48%	18.40%	21.07%
净利润	277	490	639	826	1,055	1,377	增长率						
少数股东损益	-3	-3	-2	-2	-2	-2	主营业务收入增长率	20.52%	15.02%	22.23%	19.69%	19.21%	24.16%
非现金支出	128	138	167	193	215	243	EBIT增长率	60.81%	57.41%	40.80%	21.36%	25.86%	28.99%
非经营收益	22	-5	60	7	-4	-24	净利润增长率	52.13%	76.19%	30.02%	29.16%	27.64%	30.46%
营运资金变动	-223	-329	-141	-172	-228	-220	总资产增长率	9.72%	28.14%	23.41%	12.78%	12.83%	14.23%
经营活动现金净流	205	293	725	854	1,038	1,376	资产管理能力						
资本开支	-106	-400	-411	-526	-600	-600	应收账款周转天数	91.8	84.9	74.7	74.7	74.7	74.7
投资	0	47	-439	-1	0	0	存货周转天数	393.0	700.2	743.1	743.1	743.1	743.1
其他	0	-225	12	15	25	30	应付账款周转天数	36.7	46.5	53.3	53.3	53.3	53.3
投资活动现金净流	-106	-578	-838	-512	-575	-570	固定资产周转天数	305.7	247.2	219.0	205.1	186.5	158.5
股权募资	41	28	1,045	0	0	0	偿债能力						
债权募资	67	513	-637	39	-127	-371	净负债/股东权益	18.80%	36.73%	6.45%	5.79%	2.14%	-6.19%
其他	-223	-247	-272	-317	-316	-300	EBIT利息保障倍数	13.6	33.8	17.3	36.5	49.7	205.7
筹资活动现金净流	-114	294	136	-278	-443	-672	资产负债率	26.92%	34.56%	15.61%	14.90%	11.62%	6.55%
现金净流量	-15	9	22	64	20	134							

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	15	17	28	31
增持	0	4	6	15	17
中性	0	1	1	5	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.30	1.33	1.52	1.51

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

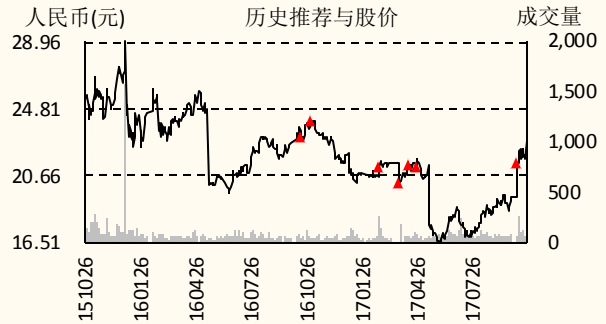
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-19	买入	23.37	N/A
2	2016-11-04	买入	23.93	30.00~36.00
3	2017-01-08	买入	20.85	N/A
4	2017-02-24	买入	21.23	N/A
5	2017-03-30	买入	21.39	N/A
6	2017-04-13	买入	21.16	N/A
7	2017-04-26	买入	21.18	N/A
8	2017-10-11	买入	19.90	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH