



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩稳健符合预期，期待甘精胰岛素获批

——通化东宝（600867）三季度财报点评

2017年10月25日

推荐/维持

通化东宝

财报点评

张金洋

分析师

执业证书编号：S1480516080001

zhangjy@dxzq.net.cn

010-66554035

事件：

通化东宝 2017 年三季报，2017 年前三季度实现营业收入 18.53 亿元，同比增长 25.28%；归属于上市公司股东的净利 6.49 亿元，同比增长 29.60%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 6.41 亿元，同比增长 29.53%，实现 EPS 为 0.38 元。

公司 2017 年 Q3 实现营业收入 6.71 亿元，同比增长 14.06%；实现归属于上市公司股东的净利 2.38 亿元，同比增长 28.55%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 2.36 亿元，同比增长 28.71%，实现 EPS 为 0.14 元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	451.38	439.07	588.36	561.57	565.36	616.21	671.08
增长率（%）	13.22%	15.05%	28.32%	30.44%	25.25%	40.34%	14.06%
毛利率（%）	77.96%	76.36%	72.83%	77.07%	75.80%	74.46%	75.66%
期间费用率（%）	36.57%	34.91%	33.30%	45.53%	31.95%	34.59%	31.85%
营业利润率（%）	41.52%	41.38%	37.62%	26.43%	43.34%	38.95%	41.99%
净利润（百万元）	160.87	153.42	185.85	139.07	209.98	200.26	238.35
增长率（%）	32.70%	09.41%	47.46%	35.56%	30.53%	30.53%	28.25%
每股盈利（季度，元）	0.14	0.11	0.13	0.10	0.15	0.12	0.14
资产负债率（%）	33.04%	35.52%	18.90%	15.61%	12.84%	14.45%	10.22%
净资产收益率（%）	6.09%	6.03%	4.96%	3.52%	5.06%	4.92%	5.47%
总资产收益率（%）	4.08%	3.89%	4.02%	2.97%	4.41%	4.21%	4.91%

观点：

1. 业绩增速符合预期，二代胰岛素销售规模效益明显

公司2017年前三季度实现营业收入18.53亿元，同比增长25.28%，归母净利6.49亿元，同比增长29.60%，增速符合预期。第三季度收入增速14.06%（2016Q3销售收入5.88亿，同期基数较大），预计胰岛素制剂同比增长25%左右，针头业务增速30%，血糖仪及试纸业务增速20-30%，房地产业务保持平稳。

财务指标方面：公司销售费用率22.22%，较去年同期（22.98%）降低0.76pp，连续三个季度持续下降，前期胰岛素基层销售网络的搭建以及医生教育的到位使销售规模效益明显。管理费用率9.85%，较去年同期（9.10%）上升0.75pp，三代胰岛素类似物等产品研发进展顺利。货币资金增长49.63%，销售回款良好，各项财务指标稳定。

2. 甘精胰岛素申报生产，三代胰岛素有望后来居上

通化东宝的甘精胰岛素于10月10日收到报产受理通知，我们乐观估计2018年底可以获批生产。作为最畅销的三代胰岛素类似物，赛诺菲的甘精胰岛素来得时2016年全球销量约55亿美金。国内目前三代胰岛素类似物市场约100亿元左右，其中甘精胰岛素占40%（赛诺菲30% / 甘李10% / 联邦基数较小），整体市场增速15-20%，甘李药业增速30%-40%左右，三代胰岛素市场天花板预计超过500亿元。通化东宝在各级医院均掌握了丰富的医生和专家资源，公司甘精胰岛素上市后有望强势赶超。

另外，受益于分级诊疗、二代胰岛素医保乙类升甲类、预混胰岛素40R进入医保以及在基层市场的持续深耕细作，公司未来三年可保证二代胰岛素业绩20%以上的稳定增长；公司其他三代胰岛素类似物研发进展顺利：门冬胰岛素（临床III期总结阶段）、门冬胰岛素30R/50R（临床III期）（门冬胰岛素系列占目前三代胰岛素市场份额35%）、地特胰岛素（获批临床）、赖脯胰岛素（单相、双相25R / 50R 临床申请），未来公司胰岛素板块有望加速。

3. 牵手Dance Biopharm，布局可吸入胰岛素市场

公司与可吸入胰岛素技术公司Dance Biopharm签署合作协议，推进可吸入胰岛素的临床试验、药品注册及国内市场销售。Dance Biopharm所开发的新一代可吸入胰岛素与Mannkind已上市产品Afrezza相比（2015年销售额700万欧元）有实质性进步，胰岛素由固体改为专利液体雾化，呼吸系统不良反应少。早在2013年通化东宝已展开与Dance Biopharm可吸入胰岛素的合作，由通化东宝提供胰岛素原料（可吸入胰岛素用量大，为皮下给药剂量的7-10倍）、上海东宝下属瑞典Rechon公司提供制剂技术解决方案，目前欧洲临床II期试验已顺利完成，美国临床II期b接近完成。Dance Biopharm所开发的吸入式胰岛素给药装置（Adagio）仅名片大小，内装胰岛素药液，作为对注射给药方式的有效补充，消除患者对皮下注射的恐惧感。通化东宝对可吸入胰岛素的提前布局，有助于公司巩固在行业内的龙头地位。

结论：

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 8.36、10.74、13.58 亿元，同比增长 30.41%、28.55%、26.34%，EPS 分别为 0.49、0.63、0.79 元，对应 PE 分别为 47x，36x，29x。公司二代胰岛素稳定增长，三代甘精胰岛素待批，其他胰岛素以及降糖药产品储备丰富；布局糖尿病全产业链，逐步转型为糖尿病综合服务供应商领跑行业。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1634	2210	2545	2933	3863	营业收入	1669	2040	2469	2998	3773
货币资金	212	236	285	432	844	营业成本	413	492	577	630	786
应收账款	385	450	545	662	832	营业税金及附加	6	19	12	15	19
其他应收款	26	22	27	32	41	营业费用	467	494	593	720	906
预付款项	40	43	46	49	54	管理费用	211	229	296	360	453
存货	955	1048	1229	1342	1674	财务费用	17	47	0	0	0
其他流动资产	11	407	407	408	409	资产减值损失	6.77	6.44	6.44	6.44	6.44
非流动资产合计	2154	2465	2845	2781	2688	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	143	283	508	508	508	投资净收益	20.22	-14.31	0.00	0.00	0.00
固定资产	1131	1224	1726	1810	1797	营业利润	569	739	984	1268	1604
无形资产	50	125	104	87	72	营业外收入	4.51	26.32	11.69	11.69	11.69
其他非流动资产	226	37	0	0	0	营业外支出	3.21	6.28	5.78	5.78	5.78
资产总计	3788	4675	5390	5714	6551	利润总额	571	759	990	1274	1610
流动负债合计	1027	639	555	236	260	所得税	80	120	156	201	254
短期借款	873	410	327	0	0	净利润	490	639	834	1073	1356
应付账款	53	91	89	97	121	少数股东损益	-3	-2	-2	-2	-2
预收款项	2	5	5	5	5	归属母公司净利润	493	641	836	1074	1358
一年内到期的非流	0	20	20	20	20	EBITDA	712	930	1164	1477	1821
非流动负债合计	282	91	84	84	84	BPS (元)	0.43	0.46	0.49	0.63	0.79
长期借款	250	60	60	60	60	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1309	730	639	320	344	成长能力					
少数股东权益	20	6	4	3	1	营业收入增长	15.02%	22.23%	21.00%	21.44%	25.84%
实收资本(或股本)	1136	1422	1711	1711	1711	营业利润增长	73.84%	29.81%	33.23%	28.78%	26.51%
资本公积	208	1202	1202	1202	1202	归属于母公司净利润	30.41%	28.55%	30.41%	28.55%	26.34%
未分配利润	820	942	1193	1515	1923	获利能力					
归属母公司股东权	2459	3939	4747	5391	6206	毛利率(%)	75.26%	75.89%	76.63%	79.00%	79.18%
负债和所有者权	3788	4675	5390	5714	6551	净利率(%)	29.36%	31.33%	33.78%	35.78%	35.93%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	13.01%	13.71%	15.51%	18.81%	20.72%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	20.04%	16.27%	17.61%	19.93%	21.88%
经营活动现金流	295	726	736	1056	1085	偿债能力					
净利润	490	639	834	1073	1356	资产负债率(%)	35%	16%	12%	6%	5%
折旧摊销	126	145	179	209	217	流动比率	1.59	3.46	4.59	12.44	14.87
财务费用	17	47	0	0	0	速动比率	0.66	1.82	2.37	6.75	8.43
应收账款减少	0	-65	-95	-117	-171	营运能力					
预收帐款增加	0	3	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.48	0.49	0.54	0.62
投资活动现金流	-578	-838	-568	-151	-130	应收账款周转率	4	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	31.74	28.40	27.51	32.22	34.56
长期股权投资减少	0	-140	-225	0	0	每股指标(元)					
投资收益	20	-14	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.46	0.49	0.63	0.79
筹资活动现金流	294	136	-118	-757	-543	每股净现金流(最新	0.01	0.02	0.03	0.09	0.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.17	2.77	2.77	3.15	3.63
长期借款增加	0	-190	0	0	0	估值比率					
普通股增加	106	286	289	0	0	P/E	53.16	49.70	46.80	36.41	28.82
资本公积增加	51	994	0	0	0	P/B	10.56	8.25	8.24	7.26	6.30
现金净增加额	10	23	49	147	411	EV/EBITDA	37.75	35.21	33.72	26.25	21.06

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药理学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。