

# 通化东宝(600867)

## 二代胰岛素稳定增长,三代胰岛素呼之欲出,公司长期发展向好

买入(维持)

2017年10月26日

证券分析师 全铭

S0600517010002

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

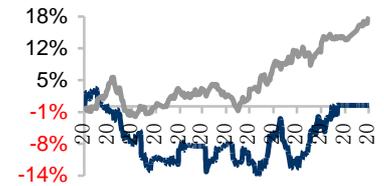
证券分析师 焦德智

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,040.4	2,471.0	2,998.7	3,645.1
同比(%)	22.2%	21.1%	21.4%	21.6%
净利润(百万元)	640.9	829.0	1,032.5	1,304.2
同比(%)	30.0%	29.4%	24.5%	26.3%
ROE(%)	16.3%	19.0%	21.0%	23.3%
每股收益(元)	0.45	0.48	0.60	0.76
P/E	59.38	45.91	36.86	29.18
P/B	9.66	8.71	7.75	6.81

### 股价走势



— 通化东宝 — 沪深300

### 投资要点

#### 一、事件：公司公布2017年三季度报

公司2017年1-9月营收18.53亿元,同比增长25.28%;归属母公司股东净利润6.49亿元,同比增长29.60%;扣非归属母公司股东净利润6.41亿元,同比增长29.53%,符合预期。

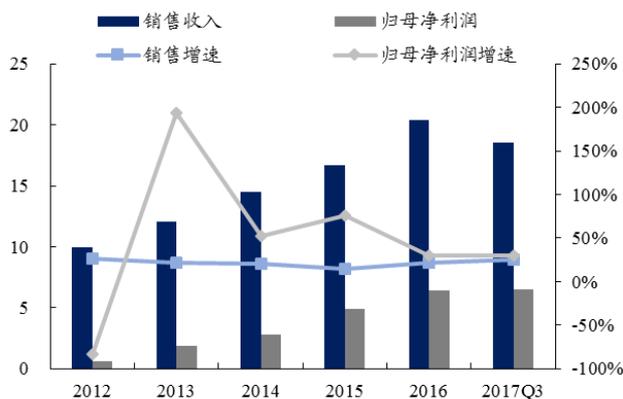
公司第三季度,营收6.71亿元,同比增长14.06%;归属母公司股东净利润2.38亿元,同比增长28.55%;扣非归属母公司股东净利润2.36亿元,同比增长28.71%,符合预期。

#### 二、我们的观点：二代胰岛素销售稳定增长带动公司业绩增长,三代胰岛素申报生产被受理,持续增长可期

公司第三季度单季实现营收6.71亿元,同比增长14.06%。归属母公司股东净利润2.38亿元,同比增长28.55%。公司业绩维持了上半年的增长态势。

我们认为公司前三季度业绩的稳定增长主要得益于现有胰岛素产品销售的稳定增长;公司三代胰岛素于10月11日申报生产获得受理将推动企业的进一步发展;与Dance Biopharm合作探索吸入式胰岛素拉动公司长期增长。

图表1: 2012-2017Q3公司营收与净利润情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

### 市场数据

收盘价(元)	22.24
一年最低/最高价	16.25/22.95
市净率(倍)	8.76
流通A股市值(百万元)	36,572

### 基础数据

每股净资产(元)	2.54
资产负债率(%)	10.22
总股本(百万股)	1,711
流通A股(百万股)	1,644

### 相关研究

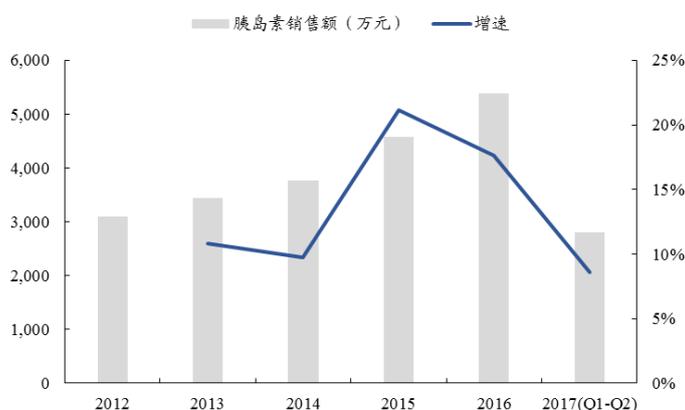
1. 通化东宝2017半年报点评: 胰岛素产品基层发力,利润端30%增速符合预期 -20170808
2. 通化东宝: 农村包围城市,三代升级二代 -20161125

### 1. 公司胰岛素产品销售稳定增长，国内企业中胰岛素市占比第一

公司胰岛素产品 2017 上半年继续维持增长态势，重点城市样本医院的数据中可看出，其销售额同比增长 8.6%。我们认为，公司在样本医院的胰岛素销售增速稳定，同时向基层市场进一步扩展，带动胰岛素销售额实际增速在 20%左右。

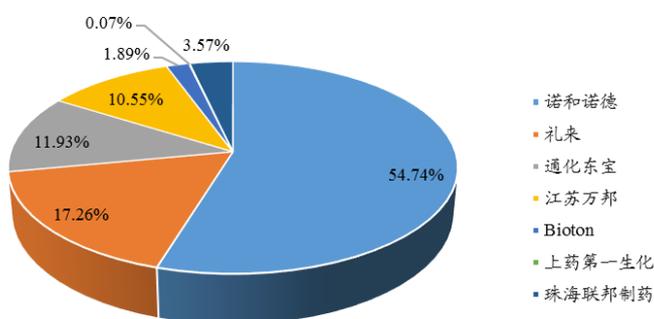
公司胰岛素在国内企业中市占比最高，且在逐年递增。2016 年全年市占比为 10.65%，2017 年上半年则扩展到了 11.93%。而诺和诺德的市占比则出现下滑，从 2016 年的 57.91%下降到 54.74%。我们认为，公司产品相对于进口产品价格更有优势，疗效相当。面对价格敏感度较高的胰岛素产品客户群有望实现进口替代，进一步扩大市占比。

图表 2: 2012-2017H1 通化东宝胰岛素销售额情况



资料来源: PDB、东吴证券研究所

图表 3: 2017H1 我国胰岛素市占比情况



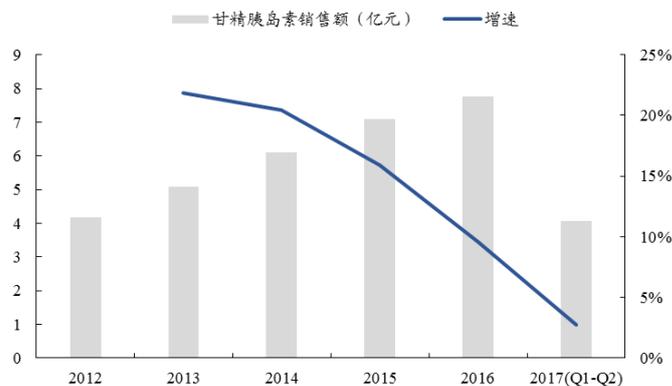
资料来源: PDB、东吴证券研究所

### 2. 公司三代胰岛素申报生产获得受理，上市后有望拉动公司业绩进一步提高

公司的三代胰岛素产品甘精胰岛素于 10 月 11 日申报生产获得受理，我们认为 2018 或 2019 年该产品将正式上市。公司三代胰岛素获批上市后将成为国内第三个可生产三代胰岛素的企业。

目前通过重点城市样本医院的数据看出三代胰岛素的市场在稳定增长。通过进入该市场，公司的业绩增速有望进一步提高。

图表 4: 2012-2017H1 我国甘精胰岛素销售额情况



资料来源: PDB、东吴证券研究所

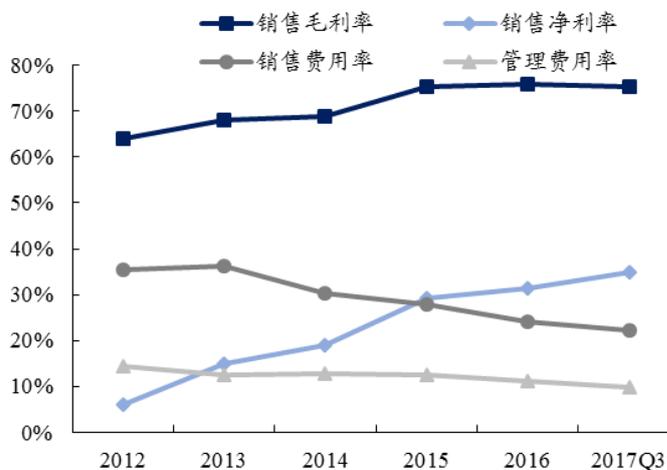
### 3. 与 Dance Biopharm 合作探索吸入式胰岛素拉动公司长期增长

公司与 Dance Biopharm 合作，布局吸入式胰岛素。该方法涉及更多胰岛素的给药途径，降低患者的痛苦。通化东宝与 Dance Biopharm 共同设立合资企业，并参与其 III 期临床试验。如果 III 期临床试验结果理想，通过引进该产品进入中国市场，通化东宝未来的增速可期。

### 4. 公司毛利率与费用率基本维持稳定

公司毛利率与净利率基本维持稳定，三费费率亦没有出现明显变化。我们认为公司整体经营情况稳定。

图表 5: 2012-2017H1 公司毛利率、净利率及三费费率情况



资料来源: PDB、东吴证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2017-2019 年公司销售收入为 24.71 亿元、29.99 亿元和 36.45 亿元，归属母公司净利润为 8.29 亿元、10.33 亿元和 13.04 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.48 元、0.60 元和 0.76 元；对应 PE 为 45.91、36.86 和 29.18。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“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 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2209.8	2558.6	3478.5	4480.1	营业收入	2040.4	2471.0	2998.7	3645.1
现金	235.6	116.7	759.1	1284.9	营业成本	491.9	594.8	716.1	827.1
应收票据&账款	454.6	567.5	672.9	834.9	营业税金及附加	19.0	23.0	27.9	33.9
其它应收款	22.0	36.6	34.6	51.9	营业费用	494.4	605.4	727.2	879.6
预付账款	42.6	57.2	63.0	75.8	管理费用	228.8	277.2	335.0	406.4
存货	1047.9	1373.8	1542.0	1825.7	财务费用	46.7	11.7	-5.1	-18.3
其他	406.9	406.9	406.9	406.9	资产减值损失	6.4	6.4	6.4	6.4
非流动资产	2465.2	2126.6	1788.0	1450.1	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	283.4	283.4	283.4	283.4	投资净收益	(14.3)	0.0	0.0	0.0
固定资产	1224.2	1546.3	1241.2	936.1	营业利润	738.9	952.5	1191.2	1510.0
无形资产	124.9	167.6	136.4	105.3	营业外损益	20.0	20.2	20.2	20.2
其他	832.7	129.3	127.0	125.4	利润总额	758.9	972.7	1211.5	1530.2
资产总计	4675.0	4685.3	5266.5	5930.2	所得税	119.7	145.9	181.7	229.5
流动负债	639.0	219.9	266.4	254.7	净利润	639.2	826.8	1029.8	1300.7
短期借款	410.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	(1.7)	(2.2)	(2.8)	(3.5)
应付账款	90.5	83.3	125.9	115.7	归属母公司净利润	640.9	829.0	1032.5	1304.2
其他	138.5	136.7	140.4	139.0	EBITDA	964.1	1315.3	1537.2	1842.1
非流动负债	90.7	90.7	90.7	90.7	EPS (元)	0.45	0.48	0.60	0.76
长期借款	60.0	60.0	60.0	60.0					
其他	30.7	30.7	30.7	30.7	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
负债合计	729.8	310.7	357.1	345.4	营业收入增速	22.23%	21.10%	21.36%	21.56%
发行在外股本	1421.9	1711.3	1711.3	1711.3	归母公司净利润增速	30.02%	29.35%	24.55%	26.31%
少数股东权益	6.0	3.8	1.0	(2.5)	毛利率	75.89%	75.93%	76.12%	77.31%
归属母公司股东权益	3939.2	4370.8	4908.3	5587.3	净利率	31.33%	33.46%	34.34%	35.68%
负债和股东权益	4675.0	4685.3	5266.5	5930.2	ROE	16.27%	18.97%	21.04%	23.34%
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	19.57%	19.66%	23.39%	30.13%
经营活动现金流	725.8	681.7	1113.8	1114.2	资产负债率	15.61%	6.63%	6.78%	5.82%
折旧摊销	161.5	332.1	332.1	331.5	总资产周转率	0.44	0.53	0.57	0.61
营运资金变动	125.1	358.0	873.4	1013.3	P/E	59.38	45.91	36.86	29.18
投资活动现金流	-837.9	17.2	17.2	17.2	P/B	9.66	8.71	7.75	6.81
筹资活动现金流	135.5	-817.8	-488.6	-605.7	EV/EBITDA	33.03	28.89	24.30	19.99
现金净增加额	23.4	-118.9	642.4	525.8	每股净资产(元)	2.77	2.55	2.87	3.26

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>

