



600867.CH

增持

市场价格：人民币 22.93

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.6)	(2.7)	1.7	30.9
相对上证指数	(1.1)	3.8	2.5	28.6

发行股数(百万)	1,711
流通股(%)	96
流通股市值(人民币 百万)	37,707
3个月日均交易额(人民币 百万)	222
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
东宝实业集团有限公司	37

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年2月27日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

高睿婷

(8621)20328514

ruting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

通化东宝

搭建糖尿病慢病管理平台，受益分级诊疗渠道加速下沉

公司是国内胰岛素龙头，且受益分级诊疗的推进，基层市场正在逐步扩张，带来更广阔空间。我国糖尿病发病率高达11.6%，拥有全球最多的糖尿病患者容量（占全球所有患者的24%），且胰岛素为终身控制用药，市场规模巨大。公司二代胰岛素在国产产品中市占率第一，并且布局三代胰岛素研发，进度最快的甘精胰岛素已经报产，后续产品管线完善。依托于已经搭建的基层销售渠道及慢病管理平台，有望发挥新医保目录将二代胰岛素调整为甲类带来的放量优势，同时在新产品上市后开拓更大空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

支撑评级的要点

■ 深耕基层网络，提高基层糖尿病患者诊疗率

糖尿病在我国发病率极高，但基层患者由于常规性体检普及度不高，对于初期糖尿病诊疗意识不强、依从性差，因此诊疗率长期偏低。公司重点发掘基层用药需求，建设APP等慢病管理平台，通过血糖监测、用药管理、医生建议等提高患者就诊率及用户粘性，同时为未来三代胰岛素的产品导入奠定坚实基础。

■ 新版医保目录调整将进一步提升公司胰岛素的市场占有率

2017版目录将二代胰岛素由乙类上调为甲类，可报销比例相应提升；而三代胰岛素新增限制使用条件。糖尿病患者有相当大的基数处于乡镇，经济基础较差，同时长期用药，患者对于医保报销比例有较高敏感度。公司多年来深耕基层市场，具有品牌优势和基层医生认可，基层市场将逐步放量。

■ 三代胰岛素有望于今年上市，降糖产品线研发储备丰富

公司产品管线完善，有甘精、门冬、地特、赖脯等三代胰岛素储备，其中甘精胰岛素已于去年报产，门冬胰岛素、门冬50也已进入临床后期，预计今年完成临床报产。后续成长动力充足。

评级面临的主要风险

- 二代胰岛素的同类产品竞争风险；新产品研发进度不达预期的风险；相关政策风险。

估值

- 预计17-19年收入增速维持在20%左右，净利润分别为8.34/10.47/13.04亿元，对应EPS为0.48/0.61/0.76元。首次覆盖，给予“增持”评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,669	2,040	2,479	2,975	3,614
变动(%)	15	22	22	20	22
净利润(人民币 百万)	493	641	834	1,047	1,304
全面摊薄每股收益(人民币)	0.434	0.451	0.487	0.612	0.762
变动(%)	59.8	3.9	8.1	25.5	24.5
市场预期每股收益(人民币)			0.492	0.627	0.799
全面摊薄市盈率(倍)	53.3	51.4	47.5	37.8	30.4
价格/每股现金流量(倍)	89.3	45.4	45.0	50.5	35.4
每股现金流量(人民币)	0.26	0.51	0.51	0.46	0.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.2	41.5	33.4	27.4	22.2
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.234	0.282	0.335
股息率(%)	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,669	2,040	2,479	2,975	3,614
销售成本	(418)	(511)	(643)	(754)	(907)
经营费用	(554)	(569)	(664)	(796)	(966)
息税折旧前利润	697	960	1,173	1,424	1,742
折旧及摊销	(131)	(160)	(185)	(205)	(224)
经营利润 (息税前利润)	566	800	988	1,220	1,517
净利息收入/(费用)	(17)	(47)	(16)	2	3
其他收益/(损失)	22	6	3	3	(3)
税前利润	571	759	975	1,225	1,517
所得税	(80)	(120)	(146)	(183)	(220)
少数股东权益	3	2	6	5	6
净利润	493	641	834	1,047	1,304
核心净利润	493	644	834	1,047	1,304
每股收益 (人民币)	0.434	0.451	0.487	0.612	0.762
核心每股收益 (人民币)	0.434	0.453	0.487	0.612	0.762
每股股息 (人民币)	0.200	0.200	0.234	0.282	0.335
收入增长(%)	15	22	22	20	22
息税前利润增长(%)	63	41	23	23	24
息税折旧前利润增长(%)	51	38	22	21	22
每股收益增长(%)	60	4	8	26	25
核心每股收益增长(%)	60	4	8	26	25

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	223	643	534	754	1,226
应收帐款	416	477	774	662	1,054
库存	955	1,048	1,031	1,706	1,568
其他流动资产	40	43	123	35	156
流动资产总计	1,634	2,210	2,463	3,157	4,004
固定资产	1,587	1,851	1,828	1,793	1,739
无形资产	102	199	167	132	96
其他长期资产	427	378	426	457	420
长期资产总计	2,116	2,428	2,421	2,382	2,256
总资产	3,788	4,675	4,931	5,579	6,301
应付帐款	53	91	64	129	107
短期债务	873	410	0	0	0
其他流动负债	101	139	144	177	197
流动负债总计	1,027	639	208	306	303
长期借款	250	60	0	0	0
其他长期负债	32	31	33	32	32
股本	1,136	1,422	1,711	1,711	1,711
储备	1,352	2,533	2,978	3,534	4,265
股东权益	2,488	3,955	4,689	5,245	5,977
少数股东权益	20	6	0	(5)	(11)
总负债及权益	3,788	4,675	4,931	5,579	6,301
每股帐面价值 (人民币)	2.19	2.78	2.74	3.07	3.49
每股有形资产 (人民币)	2.10	2.64	2.64	2.99	3.44
每股净负债/(现金)(人民币)	0.80	0.16	(0.23)	(0.33)	(0.57)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	571	759	975	1,225	1,517
折旧与摊销	131	160	185	205	224
净利息费用	17	47	16	(2)	(3)
运营资本变动	1	(42)	(380)	295	(520)
税金	(83)	(121)	(146)	(183)	(220)
其他经营现金流	(341)	(77)	231	(756)	120
经营活动产生的现金流	295	726	880	784	1,119
购买固定资产净值	20	97	130	135	135
投资减少/增加	36	(155)	4	3	(2)
其他投资现金流	(634)	(780)	(271)	(262)	(271)
投资活动产生的现金流	(578)	(838)	(137)	(124)	(139)
净增权益	(227)	(284)	(400)	(483)	(574)
净增债务	515	(633)	(483)	2	3
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	6	1,026	248	(109)	(217)
融资活动产生的现金流	294	136	(583)	(487)	(566)
现金变动	10	23	159	173	414
期初现金	202	212	236	395	568
公司自由现金流	(284)	(112)	743	660	980
权益自由现金流	248	(698)	275	660	980

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	41.7	47.1	47.3	47.9	48.2
息税前利润率(%)	33.9	39.2	39.8	41.0	42.0
税前利润率(%)	34.2	37.2	39.3	41.2	42.0
净利率(%)	29.5	31.4	33.6	35.2	36.1
流动性					
流动比率(倍)	1.6	3.5	11.8	10.3	13.2
利息覆盖率(倍)	33.4	17.1	63.0	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	36.3	5.9	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	1.8	6.9	4.7	8.0
估值					
市盈率(倍)	53.3	51.4	47.5	37.8	30.4
核心业务市盈率(倍)	53.3	51.1	47.5	37.8	30.4
市净率(倍)	10.6	8.3	8.4	7.5	6.6
价格/现金流(倍)	89.3	45.4	45.0	50.5	35.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.2	41.5	33.4	27.4	22.2
周转率					
存货周转天数	691.0	715.5	590.4	662.2	658.4
应收帐款周转天数	92.5	79.8	92.1	88.1	86.7
应付帐款周转天数	11.5	12.9	11.4	11.9	11.9
回报率					
股息支付率(%)	46.1	44.4	48.0	46.2	44.0
净资产收益率(%)	21.3	19.9	19.3	21.1	23.2
资产收益率(%)	14.4	15.9	17.5	19.7	21.8
已运用资本收益率(%)	3.8	4.0	4.6	5.3	5.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测