业绩符合预期，长期成长逻辑不变

通化东宝(600867)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	21.18
合理价格区间(元):	23.6~26.5

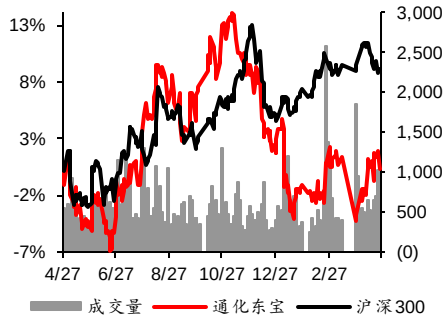
代雯 研究员
执业证书编号：S0570516120002
021-28972078
daiwen@htsc.com

相关研究

1《通化东宝(600867,买入): 持续高增长，期待三代胰岛素上市》2017.04

2《通化东宝(600867,买入): 甜蜜商机》2017.02

股价走势图



资料来源：Wind

业绩符合预期

公司发布 2017 年一季报，实现销售收入 5.65 亿元，同比增长 25.3%；归母净利润 2.10 亿元，同比增长 30.2%；扣非净利润 2.10 亿元，同比增长 31.2%；对应每股盈利 0.15 元。业绩增长迅速，符合我们的预期。

业绩增长迅速，经营情况良好

公司 17 年一季度收入和净利润均保持快速增长。收入端同比增长 25.3%，毛利率 75.8%，同比下降 2.2 个百分点，毛利率下降主要是由于本期房地产项目对外销售。排除房地产销售影响，我们预计公司胰岛素业务全年将实现 20%以上稳健增长。受益于慢病管理平台建设，医患粘性增强，销售费用率进一步走低，下降 2.2 个百分点。公司经营情况良好，经营性现金流充沛，财务费用同比下降 61.9%。

销售渠道进一步下沉，三代胰岛素值得期待

此次国家医保目录调整，二代胰岛素由乙类上调为甲类，报销比例更高，利好基层推广。公司将积极拓展乡镇卫生院等渠道，渠道进一步下沉，有望带来更强劲的增长动力。公司三代胰岛素研发进程仍处于第一梯队行列，甘精胰岛素已基本完成临床研究，预计在 2017 年 4 月份申报生产。公司在胰岛素领域耕耘多年，建立了深厚的渠道优势，将通过牢固的基层渠道优势进行产品升级，并有望以其打开城市市场。

管理层持股变动，不改长期成长逻辑

报告期内，公司控股股东东宝实业集团股权结构发生了变化。公司实际控制人李一奎、王殿铎将持有东宝集团部分股权分别转让给了李佳鸿、李佳蔚等人，集团实际控制人控股比例由 51.3%下降至 41.3%。本次受让股权的双方都是关联人士，尤其是实际控制人李一奎先生及其亲属整体持股比例有明显上升。由于集团内部股东较为分散，李总在集团内仍然有绝对控制权，同时集团股东短期内也没有减持意愿。我们认为公司的长期成长逻辑不变。

维持“买入”评级，目标价区间 23.6-26.5 元

预计公司二代胰岛素基层市场持续放量，三代胰岛素获批后有望加速增长，慢病管理平台增强粘性，维护国产胰岛素龙头地位。我们继续推荐买入，维持 17/18/19 年每股盈利预测不变。预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.59/0.76/0.94 元，3 年复合增速 27%。公司目前股价对应 17/18/19 年 PE 分别为 36X/28X/23X，考虑到胰岛素市场空间广阔，公司作为国产胰岛素龙头，有望维持长期高速增长，给予一定估值溢价。给予公司目标价格区间 23.6-26.5 元（对应 2017 年 PE40x-45x）。

风险提示：二代胰岛素基层渠道拓展进度低于预期；三代胰岛素上市进程低于预期；慢病管理平台用户导入不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,422
流通 A 股 (百万股)	1,363
52 周内股价区间 (元)	19.62-25.90
总市值 (百万元)	30,117
总资产 (百万元)	4,675
每股净资产 (元)	2.77

资料来源：公司公告

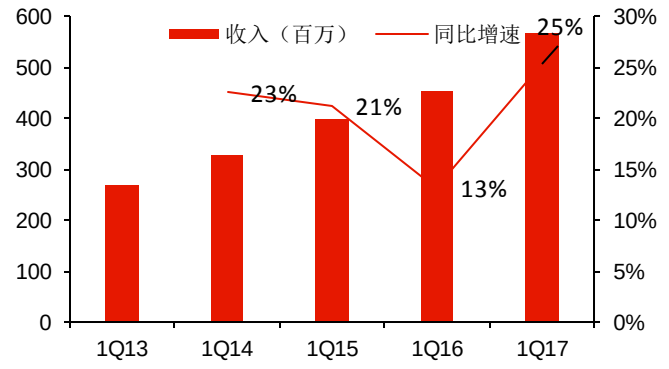
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,669	2,040	2,368	2,922	3,538
+/-%	15.02	22.23	16.06	23.39	21.08
归属母公司净利润 (百万元)	492.96	640.92	834.78	1,076	1,341
+/-%	76.19	30.02	30.25	28.91	24.64
EPS (元，最新摊薄)	0.35	0.45	0.59	0.76	0.94
PE (倍)	59.82	46.01	35.33	27.40	21.99

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

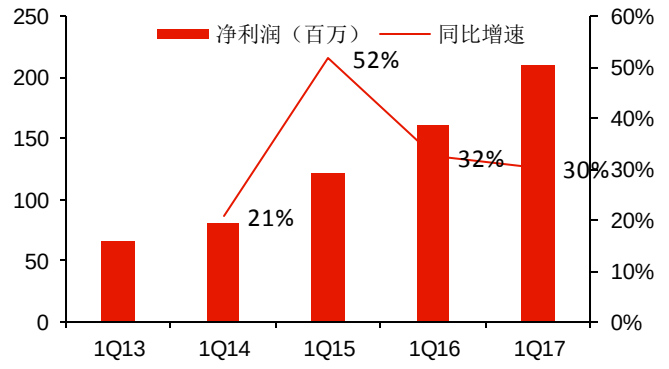
公司经营指标概览

图表 1: 2013Q1-2017Q1 公司收入及增速



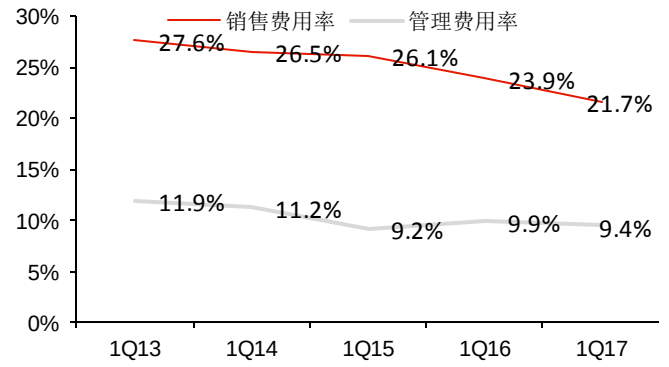
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 2: 2013Q1-2017Q1 公司净利润及增速



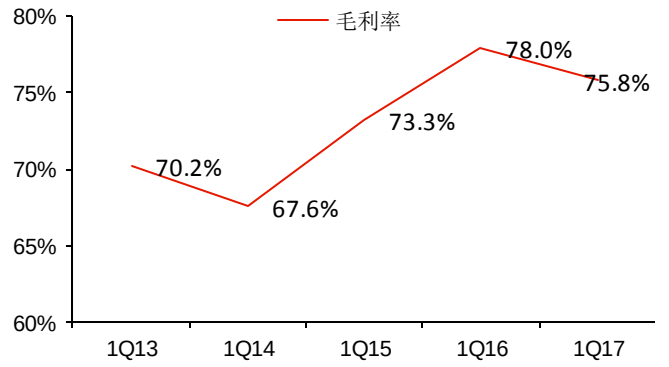
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 3: 公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

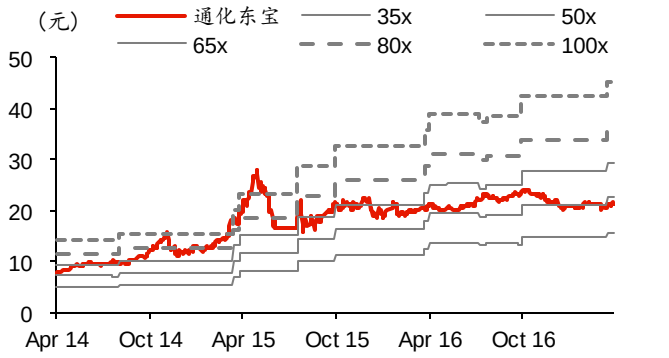
图表 4: 公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

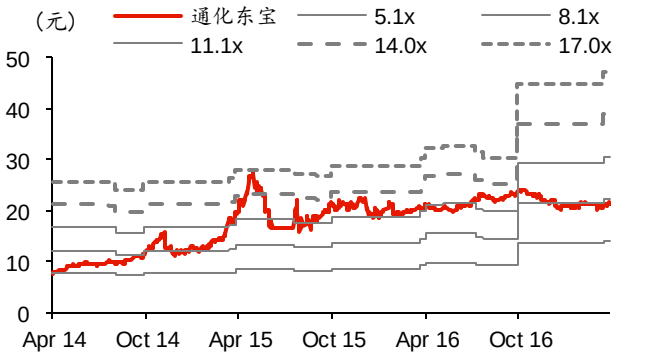
PE/PB - Bands

图表 5: 通化东宝历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 6: 通化东宝历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,634	2,210	2,924	3,801	5,330
现金	212.21	235.63	877.66	1,804	3,272
应收账款	384.80	450.16	519.01	608.40	697.87
其他应收账款	26.38	22.05	25.59	31.58	38.23
预付账款	39.92	42.65	47.39	112.13	124.65
存货	954.77	1,048	748.68	517.54	402.10
其他流动资产	15.79	411.35	705.33	727.11	794.61
非流动资产	2,154	2,465	2,677	3,053	2,972
长期投资	142.98	283.44	283.44	283.44	283.44
固定投资	1,131	1,224	1,245	1,295	1,346
无形资产	49.61	124.88	177.85	215.13	241.36
其他非流动资产	830.91	832.75	970.48	1,259	1,101
资产总计	3,788	4,675	5,600	6,854	8,301
流动负债	1,027	639.03	732.62	884.77	1,058
短期借款	872.79	410.00	475.83	587.14	710.90
应付账款	53.19	90.50	100.56	115.86	135.02
其他流动负债	100.74	138.53	156.23	181.77	212.11
非流动负债	282.38	90.73	89.94	117.76	54.46
长期借款	250.00	60.00	59.21	87.03	23.73
其他非流动负债	32.38	30.73	30.73	30.73	30.73
负债合计	1,309	729.76	822.56	1,003	1,112
少数股东权益	19.70	6.03	3.79	0.91	(2.69)
股本	1,136	1,422	1,422	1,422	1,422
资本公积	208.23	1,202	1,187	1,187	1,187
留存公积	1,144	1,331	2,166	3,242	4,583
归属母公司股	2,459	3,939	4,774	5,850	7,191
负债和股东权益	3,788	4,675	5,600	6,854	8,301

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	294.58	725.76	985.28	1,387	1,574
净利润	492.96	640.92	834.78	1,076	1,341
折旧摊销	131.95	161.46	194.64	220.82	243.88
财务费用	16.96	46.73	(13.53)	(14.53)	(15.53)
投资损失	(20.22)	14.31	15.74	17.32	19.05
营运资金变动	(332.04)	(140.33)	(44.10)	90.08	(11.19)
其他经营现金	4.97	2.67	(2.25)	(2.90)	(3.61)
投资活动现金	(578.42)	(837.86)	(421.82)	(614.22)	(181.79)
资本支出	400.09	411.53	406.08	596.90	162.74
长期投资	(46.89)	438.91	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	225.23	(12.58)	15.74	17.32	19.05
筹资活动现金	293.91	135.53	78.57	153.66	75.99
短期借款	562.79	(462.79)	65.83	111.31	0.00
长期借款	(48.00)	(190.00)	(0.79)	27.82	0.00
普通股增加	105.73	286.10	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	50.75	993.69	(15.35)	0.00	0.00
其他筹资现金	(377.37)	(491.46)	28.88	14.53	75.99
现金净增加额	10.06	23.44	642.03	926.38	1,468

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,669	2,040	2,368	2,922	3,538
营业成本	412.92	491.85	546.54	629.67	733.82
营业税金及附加	5.55	18.98	22.02	27.17	32.90
营业费用	467.29	494.41	544.64	672.05	799.55
管理费用	210.83	228.78	284.16	336.02	399.77
财务费用	16.96	46.73	(13.53)	(14.53)	(15.53)
资产减值损失	6.77	6.44	(0.02)	(0.02)	(0.02)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.22	(14.31)	(15.74)	(17.32)	(19.05)
营业利润	569.21	738.89	968.45	1,254	1,568
营业外收入	4.51	26.32	26.32	26.32	26.32
营业外支出	3.21	6.28	6.28	6.28	6.28
利润总额	570.52	758.93	988.49	1,274	1,588
所得税	80.45	119.73	155.94	201.03	250.57
净利润	490.06	639.21	832.55	1,073	1,338
少数股东损益	(2.89)	(1.72)	(2.24)	(2.88)	(3.59)
归属母公司净利润	492.96	640.92	834.78	1,076	1,341
EBITDA	703.56	966.73	1,164	1,477	1,815
EPS (元)	0.35	0.45	0.59	0.76	0.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.02	22.23	16.06	23.39	21.08
营业利润	73.84	29.81	31.07	29.51	25.04
归属母公司净利润	76.19	30.02	30.25	28.91	24.64
获利能力 (%)					
毛利率	75.26	75.89	76.92	78.45	79.26
净利率	29.53	31.41	35.25	36.83	37.91
ROE	21.45	20.03	19.16	20.26	20.57
ROIC	16.53	18.14	18.91	23.07	28.19
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.56	15.61	14.69	14.63	13.40
净负债比率 (%)	85.77	67.15	67.48	69.24	67.83
流动比率	1.59	3.46	3.99	4.30	5.04
速动比率	0.66	1.82	2.97	3.71	4.66
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.48	0.46	0.47	0.47
应收账款周转率	4.30	4.89	4.89	5.18	5.42
应付账款周转率	7.85	6.85	5.72	5.82	5.85
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.45	0.59	0.76	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.51	0.69	0.98	1.11
每股净资产(最新摊薄)	1.73	2.77	3.36	4.11	5.06
估值比率					
PE (倍)	59.82	46.01	35.33	27.40	21.99
PB (倍)	11.99	7.49	6.18	5.04	4.10
EV_EBITDA (倍)	61.88	41.92	30.51	25.33	19.97

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com