



通化东宝（600867）：业绩符合预期，研发步入收获期

推荐(维持)

医药生物

当前股价：25.56 元

报告日期：2018 年 4 月 19 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,545	3,037	3,656	4,438
(+/-)	24.7%	19.3%	20.4%	21.4%
营业利润	986	1,263	1,593	1,990
(+/-)	33.5%	28.1%	26.1%	24.9%
归属母公司 净利润	837	1,070	1,351	1,689
(+/-)	30.5%	28.0%	26.2%	25.0%
EPS（元）	0.49	0.63	0.79	0.99
市盈率	52.3	40.9	32.4	25.9

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	171130 / 164442
流通市值（亿元）	420.3
每股净资产（元）	2.65
资产负债率（%）	35.5

股价表现（最近一年）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

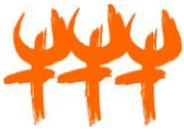
邮箱：duyh@cfsc.com.cn

投资要点：

**公司业绩符合预期：**公司 2017 年实现营业收入 25.45 亿元（+24.75%），实现归属母公司股东净利润 8.37 亿元（+30.52%），实现扣非后净利润 8.35 亿元（+34.00%），对应 EPS 0.49 元。其中，第四季度实现营业收入 6.93 亿元（+23.36%），实现归母净利润 1.88 亿元（+33.83%）。公司拟向全体股东每 10 股送红股 2 股，送现金红利 2 元。公司 2017 年业绩总体符合预期。

**二代胰岛素持续快速增长：**报告期内公司重组人胰岛素原料药及注射剂产品实现销售收入 19.21 亿元，同比增长 20.18%，毛利率同比提高 0.82pp 至 88.61%；受益于 2017 年新版医保目录二代胰岛素由乙类上调至甲类，加上公司在基层市场深耕多年，渗透率不断提高，我们预计公司二代胰岛素 2018 年将延续快速增长态势。其他业务方面，注射用笔等医疗器械产品实现销售收入 2.72 亿元，同比增长 16.66%；中成药实现销售收入 7869 万元，同比增长 1.14%；塑钢窗及型材实现销售收入 4034 万元，同比增长 54.62%；商品房收入 2.14 亿元，同比增长 209.94%，商品房 2018 年进入结算期，预计贡献净利润 4000 万元左右。

**研发顺利推进，逐渐步入收获期：**报告期内，公司期间费用控制良好，公司销售费用率为 24.47%，同比增加了 0.24pp；管理费用率为 10.25%，同比下降 0.96pp；财务费用率为 0.55%，同比大幅下降 1.74pp，主要原因是报告期末公司无借款，利息支出大幅下降。报告期内，公司研发投入为 1.19 亿元，占



营业收入的比重达 4.68%；公司主要研发项目中，甘精胰岛素 2017 年 10 月申报生产，现处于核查审评阶段，预计 2018 年底有望上市；门冬胰岛素注射液，已完成临床，下半年预计申报生产；门冬胰岛素 30 注射液：目前正在各中心申报伦理，预计上半年全面启动；门冬胰岛素 50 注射液：临床研究正在进行中；地特胰岛素已获批临床；赖脯胰岛素已递交临床试验申请；公司全方位布局三代胰岛素领域，将逐渐进入收获期。

**盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2018-2020 年实现归属于母公司净利润分别为 10.70 亿元、13.51 亿元、16.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.63 元、0.79 元、0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 41/32/26 倍。维持“推荐”评级。

**风险提示：**二代胰岛素销售不达预期的风险；研发项目进展不达预期的风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表					利润表				
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	2,545	3,037	3,656	4,438
货币资金	336	880	1,651	2,627	营业成本	644	729	834	954
应收款	558	658	782	937	营业税金及附加	17	17	17	17
存货	974	1,053	1,158	1,272	销售费用	623	695	823	1,012
其他流动资产	372	400	420	450	管理费用	261	298	347	413
流动资产合计	2,240	2,991	4,011	5,286	财务费用	14	12	15	19
<b>非流动资产：</b>					费用合计	898	1,005	1,185	1,443
可供出售金融资产	36	36	36	36	资产减值损失	19	23	28	34
固定资产+在建工程	1,873	1,952	2,021	2,097	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	97	97	97	97	投资收益	16	0	0	0
其他非流动资产	506	600	650	700	<b>营业利润</b>	<b>986</b>	<b>1,263</b>	<b>1,593</b>	<b>1,990</b>
非流动资产合计	2,513	2,686	2,805	2,931	加：营业外收入	0	1	1	1
资产总计	4,753	5,676	6,816	8,217	减：营业外支出	13	0	0	0
<b>流动负债：</b>					<b>利润总额</b>	<b>973</b>	<b>1,264</b>	<b>1,594</b>	<b>1,991</b>
短期借款	0	20	50	70	所得税费用	133	190	239	299
应付账款、票据	61	81	97	117	<b>净利润</b>	<b>840</b>	<b>1,074</b>	<b>1,355</b>	<b>1,692</b>
其他流动负债	114	115	118	120	少数股东损益	4	4	4	4
流动负债合计	175	216	265	307	<b>归母净利润</b>	<b>837</b>	<b>1,070</b>	<b>1,351</b>	<b>1,689</b>
<b>非流动负债：</b>									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	40	42	45	50					
非流动负债合计	40	42	45	50					
负债合计	215	258	310	357					
<b>所有者权益</b>									
股本	1,711	1,711	1,711	1,711					
资本公积金	1,215	1,215	1,215	1,215					
未分配利润	1,130	1,888	2,839	4,024					
少数股东权益	10	10	10	10					
所有者权益合计	4,537	5,402	6,489	7,844					
负债和所有者权益	4,753	5,660	6,800	8,200					
<b>现金流量表</b>									
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E					
净利润	840	1074	1355	1692					
折旧与摊销	168	148	161	175					
财务费用	15	12	15	19					
存货的减少	72	-79	-105	-115					
营运资本变化	-134	-80	-108	-136					
其他非现金部分	0	-120	-64	-73					
经营活动现金净流量	961	955	1253	1562					
投资活动现金净流量	-106	-210	-230	-250					
筹资活动现金净流量	-758	-201	-252	-336					
现金流量净额	97	544	771	976					
					<b>主要财务指标</b>				
						2017A	2018E	2019E	2020E
					<b>成长性</b>				
					营业收入增长率	24.7%	19.3%	20.4%	21.4%
					营业利润增长率	33.5%	28.1%	26.1%	24.9%
					归母净利润增长率	30.5%	28.0%	26.2%	25.0%
					总资产增长率	1.7%	19.4%	20.1%	20.6%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	74.7%	76.0%	77.2%	78.5%
					营业利润率	38.7%	41.6%	43.6%	44.8%
					三项费用/营收	35.3%	33.1%	32.4%	32.5%
					EBIT/销售收入	0.0%	42.0%	44.0%	45.3%
					净利润率	33.0%	35.4%	37.1%	38.1%
					ROE	18.5%	19.9%	20.9%	21.6%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	53.6%	53.5%	53.6%	54.0%
					<b>资产结构</b>				
					资产负债率	4.5%	4.5%	4.6%	4.3%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利润	1.14	0.89	0.93	0.92
					<b>每股数据（元/股）</b>				
					每股收益	0.49	0.63	0.79	0.99
					每股净资产	2.65	3.16	3.79	4.58

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券研究员，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>