

业绩基本符合预期, 静待三代胰岛素上市

投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年上半年实现营业收入14.6亿元, 同比增长23.9%; 实现归母净利润5.4亿元, 同比增长30.8%; 实现扣非后归母净利润5.2亿元, 同比增长28.23%; 经营性现金流量净额4.5亿元, 同比增长-1.5%。
- **业绩基本符合预期, 人胰岛素持续快速增长。** 公司实现收入和归母净利润复合增速分别为23.9%和30.8%, 业绩基本符合预期。分季度看: 2018Q1和2018Q2实现收入同比增速分别为27.2%和20.7%, 归母净利润同比增速分别为30.2%和31.4%, 扣非后归母净利润同比增速均为28.2%, 延续快速增长态势。从收入结构上看: 1) 重组人胰岛素原料药及注射剂系列产品实现收入10.8亿元, 同比增速19.0%, 主要系公司多年来持续开拓基层医疗市场, 占有率持续提升所致; 2) 医疗器械产品实现收入1.6亿元, 同比增长24.1%, 我们预计胰岛素笔同比增长30%左右, 血糖仪同比增长15%左右; 3) 房地产业务实现1.6亿元, 同比增长86.8%, 贡献净利润3900万元, 主要系全资子公司的丽景花园实现商品房销售。
- **布局四代胰岛素, 国内最强糖尿病用药梯队渐现。** 糖尿病的治疗需要综合解决方案, 齐全产品组合将提升医生和患者粘性, 构筑更高产业壁垒, 除了已上市的胰岛素药械产品外, 公司立足自主创新, 不断优化产品结构, 正开发糖尿病领域其他产品, 重磅产品储备极其丰富。1) 胰岛素类似物: 甘精胰岛素(已报生产, 发补阶段等待临床实验数据核查)、门冬胰岛素(完成数据库锁定, 预计年底完成总结报告并申报身缠)、门冬胰岛素30(三期临床中)、门冬胰岛素50(临床试验中)、地特胰岛素(临床试验筹备阶段)、赖脯胰岛素(临床试验审评中)、四代超速效胰岛素和胰岛素基础餐时组合(国内动物实验, 国外二期临床)。2) GLP-1激动剂: 利拉鲁肽(临床实验申请获得受理)和度拉糖肽(临床前研究, 计划年底报临床); 3) 化药口服降糖药: 瑞格列奈及其与二甲双胍复方制剂、琥珀酸曲格列汀、西格列汀及其与二甲双胍复方制剂和恩格列净等预计2018-2019年完成BE。整体看公司已形成国内最为齐全的糖尿病药物梯队, 借助公司在二代胰岛素方面的客户基础和强大的销售团队, 持续增长可期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为0.52元、0.66元、0.84元, 对应当前估值分别为42倍、33倍和26倍。未来三年归母净利润将保持27.4%的复合增长率, 公司在糖尿病的领先优势稳固, 我们看好公司长期发展空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 三代胰岛素等新产品获批进度或低于预期的风险、胰岛素招标降价的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2545.32	3023.80	3596.24	4280.42
增长率	24.75%	18.80%	18.93%	19.02%
归属母公司净利润(百万元)	836.55	1073.52	1364.93	1730.65
增长率	30.52%	28.33%	27.15%	26.79%
每股收益EPS(元)	0.41	0.52	0.66	0.84
净资产收益率ROE	18.51%	19.78%	20.73%	21.50%
PE	54	42	33	26
PB	9.88	8.24	6.80	5.57

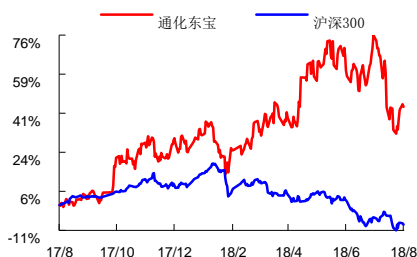
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	20.54
流通A股(亿股)	19.73
52周内股价区间(元)	18.13-31.14
总市值(亿元)	448.50
总资产(亿元)	54.65
每股净资产(元)	2.30

相关研究

1. 通化东宝(600867): 业绩符合预期, 人胰岛素延续快速增长态势 (2018-04-18)
2. 通化东宝(600867): 收入业绩符合预期, 期待三代胰岛素顺利上市 (2017-10-26)
3. 通化东宝(600867): 三代胰岛素报批生产, 公司步入发展新阶段 (2017-10-11)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2545.32	3023.80	3596.24	4280.42	净利润	840.10	1076.75	1367.67	1732.38
营业成本	644.46	753.36	856.65	973.29	折旧与摊销	167.67	131.36	131.36	131.36
营业税金及附加	16.85	21.06	26.03	29.53	财务费用	14.00	0.19	0.22	0.27
销售费用	622.97	695.47	791.17	898.89	资产减值损失	19.28	20.00	20.00	20.00
管理费用	261.01	302.38	338.05	376.68	经营营运资本变动	35.35	-318.37	-325.54	-391.18
财务费用	14.00	0.19	0.22	0.27	其他	-115.20	-37.11	-50.43	-39.43
资产减值损失	19.28	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	961.19	872.82	1143.28	1453.39
投资收益	16.47	15.00	20.00	25.00	资本支出	-151.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	45.25	15.00	20.00	25.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-106.49	15.00	20.00	25.00
营业利润	986.17	1246.34	1584.11	2006.76	短期借款	-410.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-13.19	0.73	-0.11	-0.36	长期借款	-60.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	972.98	1247.06	1584.00	2006.40	股权融资	302.23	0.00	0.00	0.00
所得税	132.88	170.32	216.33	274.02	支付股利	-284.39	-167.31	-214.70	-272.99
净利润	840.10	1076.75	1367.67	1732.38	其他	-306.03	-3.46	-0.22	-0.27
少数股东损益	3.54	3.23	2.74	1.73	筹资活动现金流净额	-758.19	-170.77	-214.93	-273.25
归属母公司股东净利润	836.55	1073.52	1364.93	1730.65	现金流量净额	96.50	717.05	948.35	1205.14
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	336.44	1053.48	2001.83	3206.97	成长能力				
应收和预付款项	605.29	748.36	877.41	1039.89	销售收入增长率	24.75%	18.80%	18.93%	19.02%
存货	973.92	1143.05	1311.90	1485.24	营业利润增长率	33.47%	26.38%	27.10%	26.68%
其他流动资产	324.34	385.31	458.25	545.43	净利润增长率	31.43%	28.17%	27.02%	26.67%
长期股权投资	302.37	302.37	302.37	302.37	EBITDA 增长率	23.31%	17.99%	24.52%	24.64%
投资性房地产	29.24	29.24	29.24	29.24	获利能力				
固定资产和在建工程	1873.41	1764.96	1656.50	1548.04	毛利率	74.68%	75.09%	76.18%	77.26%
无形资产和开发支出	193.61	170.75	147.90	125.04	三费率	35.28%	33.01%	31.41%	29.81%
其他非流动资产	114.11	114.06	114.01	113.97	净利率	33.01%	35.61%	38.03%	40.47%
资产总计	4752.72	5711.58	6899.41	8396.19	ROE	18.51%	19.78%	20.73%	21.50%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.68%	18.85%	19.82%	20.63%
应付和预收款项	146.32	194.17	224.45	256.64	ROIC	21.59%	26.07%	31.24%	37.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.88%	45.57%	47.71%	49.96%
其他负债	68.98	73.82	78.42	83.61	营运能力				
负债合计	215.30	267.99	302.86	340.25	总资产周转率	0.54	0.58	0.57	0.56
股本	1711.30	2053.56	2053.56	2053.56	固定资产周转率	2.13	2.73	3.60	4.81
资本公积	1214.78	872.52	872.52	872.52	应收账款周转率	5.12	5.02	4.98	5.00
留存收益	1598.51	2504.71	3654.94	5112.60	存货周转率	0.63	0.70	0.69	0.69
归属母公司股东权益	4527.85	5430.78	6581.01	8038.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.20%	—	—	—
少数股东权益	9.57	12.80	15.54	17.27	资本结构				
股东权益合计	4537.42	5443.59	6596.55	8055.94	资产负债率	4.53%	4.69%	4.39%	4.05%
负债和股东权益合计	4752.72	5711.58	6899.41	8396.19	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	12.80	14.63	17.71	20.93
					速动比率	7.24	9.61	12.71	15.98
					股利支付率	34.00%	15.59%	15.73%	15.77%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.52	0.66	0.84
					每股净资产	2.21	2.65	3.21	3.92
					每股经营现金	0.47	0.43	0.56	0.71
					每股股利	0.14	0.08	0.10	0.13
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1167.84	1377.88	1715.70	2138.39					
PE	53.61	41.78	32.86	25.91					
PB	9.88	8.24	6.80	5.57					
PS	17.62	14.83	12.47	10.48					
EV/EBITDA	31.54	31.64	24.86	19.38					
股息率	0.63%	0.37%	0.48%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn