

## 医药生物/生物制品

## 通化东宝 (600867.SH)

## 维持评级

报告原因：半年报点评

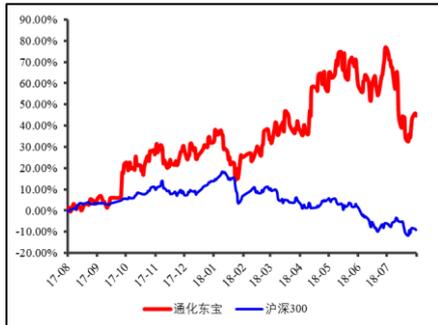
胰岛素二代基层市场持续渗透，三代期待上市

买入

2018年8月15日

公司研究/事件点评

### 公司近一年市场表现



### 事件描述

公司发布半年报称，2018年上半年实现营业收入14.63亿元，比上年同期增长23.85%；实现利润总额6.27亿元，比上年同期增长30.13%；实现归属于母公司所有者的净利润5.37亿元，比上年同期增长30.78%。

### 事件点评

- 业绩符合市场预期，二代胰岛素保持快速增长。**上半年，公司营业收入与归母净利润分别实现23.85%与30.78%增长，业绩基本符合市场预期。其中毛利率同比下降1.4个百分点，主要受房地产收入增加拉低整体毛利水平影响所致。报告期内，公司利润主要来源于**核心产品重组人胰岛素（二代）**，上半年实现收入10.85亿元，占营业收入的74.14%，同比增速18.98%，保持较快增长，相比去年减少1.2个百分点，略有下降，主要由于2017年二季度渠道发货较大，产品销售基数较高。公司二代胰岛素目前市场份额已超过25%，位居第二，受益于公司基层市场及国家分级诊疗的持续推广及渗透，我们预计未来公司二代胰岛素仍将持续放量。其它业务方面，医疗器械也实现快速增长，收入1.65亿元，增速24.12%，比上年提升4.36个百分点；房地产实现销售收入1.6亿元，同比增长86.75%。
- 糖尿病领域全产品线布局，三代胰岛素上市受期待。**公司研发储备丰富，糖尿病领域全产品线布局。（1）**三代胰岛素**：甘精胰岛素注已于2017年申报生产，目前材料补充中，有望四季度上市；门冬胰岛素预计2018年12月完成总结报告、申报生产；门冬胰岛素30、50临床研究进行中；地特胰岛素目前临床筹备中；赖脯胰岛素、重组赖脯胰岛素、精蛋白锌重组赖脯胰岛素25R、精蛋白锌重组赖脯胰岛素50R临床审评中；（2）**四代胰岛素**：与法国合作的超速效型胰岛素类似物（BC Lispro）和胰岛素基础餐时组合（BC Combo）研究工作有序推进中。（3）**GLP类似物**：利拉鲁肽注射液已获临床受理；度拉糖肽注射液计划年底申请临床。（3）**化学口服降糖药**：瑞格列奈、西格列汀、西格列汀二甲双胍片预计2018-2019年实现报产，其余产品研发也有序推进中。

### 市场数据：2018年8月15日

收盘价(元)：19.66  
 年内最高/最低(元)：27.51/15.00  
 流通A股/总股本(亿)：19.73/20.54  
 流通A股市值(亿)：388  
 总市值(亿)：404

### 基础数据：2018年6月30日

基本每股收益：0.26  
 摊薄每股收益：0.26  
 每股净资产(元)：2.30  
 净资产收益率：11.32%

分析师：刘建宏

执业证书编号：S0760518030002

电话：0351-8686724

邮箱：liujianhong@sxzq.com

联系人：刘建宏

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 投资建议：

二代胰岛素基层市场持续渗透，三代胰岛素上市在望。我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.53\0.68\0.84元，对应公司8月15日收盘价19.66元，2018-2020年PE分别为37.1\28.9\23.3倍，维持“买入”评级。

### 存在风险：

药品安全风险；行业政策风险；市场竞争风险；研发风险；大盘波动风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	2,240	3,477	4,446	5,578	<b>营业收入</b>	2,545	2,952	3,543	4,272
现金	336	1,243	1,673	2,269	营业成本	644	700	804	921
应收账款	557	685	806	966	营业税金及附加	17	20	24	29
其他应收款	13	31	31	34	销售费用	623	705	793	953
预付账款	47	45	47	49	管理费用	261	284	323	383
存货	988	1,057	1,236	1,477	财务费用	14	(12)	(22)	(30)
其他流动资产	299	416	653	783	资产减值损失	19	(3)	4	3
<b>非流动资产</b>	2,513	2,375	2,356	2,387	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	302	243	276	274	投资净收益	16	20	25	30
固定资产	1,162	1,088	1,107	1,127	<b>营业利润</b>	986	1,276	1,641	2,042
无形资产	97	91	85	79	营业外收入	0	7	6	6
其他非流动资产	951	953	888	907	营业外支出	13	6	7	7
<b>资产总计</b>	4,753	5,852	6,802	7,965	<b>利润总额</b>	973	1,277	1,641	2,042
<b>流动负债</b>	175	288	335	372	所得税	133	192	246	306
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	840	1,085	1,395	1,736
应付账款	61	95	111	113	少数股东损益	4	(2)	0	2
其他流动负债	114	192	224	259	<b>归属母公司净利润</b>	837	1,087	1,395	1,734
<b>非流动负债</b>	40	41	45	52	EBITDA	1,164	1,344	1,705	2,105
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.41	0.53	0.68	0.84
其他非流动负债	40	41	45	52					
<b>负债合计</b>	215	329	380	423					
少数股东权益	10	8	8	10					
股本	1,711	2,054	2,054	2,054					
资本公积	1,215	1,179	1,179	1,179					
留存收益	1,599	2,282	3,182	4,300					
归属母公司股东权益	4,528	5,514	6,414	7,532					
<b>负债和股东权益</b>	4,753	5,852	6,802	7,965					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	961	834	1,009	1,264
净利润	840	1,087	1,395	1,734
折旧摊销	168	80	86	92
财务费用	15	(12)	(22)	(30)
投资损失	(16)	(20)	(25)	(30)
营运资金变动	25	(296)	(428)	(508)
其他经营现金流	(71)	(5)	4	5
<b>投资活动现金流</b>	(106)	116	(106)	(75)
资本支出	0	0	(98)	(107)
长期投资	(19)	59	(33)	2
其他投资现金流	(88)	56	25	30
<b>筹资活动现金流</b>	(758)	(78)	(471)	(590)
短期借款	(410)	0	0	0
长期借款	(60)	0	0	0
普通股增加	289	342	0	0
资本公积增加	13	(36)	0	0
其他筹资现金流	(590)	(384)	(471)	(590)
<b>现金净增加额</b>	97	871	432	599

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.75%	15.97%	20.03%	20.56%
营业利润	33.47%	29.40%	28.62%	24.44%
归属于母公司净利润	30.52%	29.91%	28.33%	24.33%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	74.68%	76.27%	77.31%	78.44%
净利率(%)	32.87%	36.82%	39.36%	40.59%
ROE(%)	18.51%	19.65%	21.72%	23.01%
ROIC(%)	20.77%	26.24%	28.99%	31.67%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	4.53%	5.62%	5.58%	5.32%
净负债比率(%)	-2.13%	-18.60%	-21.02%	-25.17%
流动比率	12.80	12.09	13.28	15.00
速动比率	7.15	8.41	9.59	11.03
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.56	0.56	0.58
应收账款周转率	5.12	4.93	4.96	5.01
应付账款周转率	33.54	37.72	34.32	38.03
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.53	0.68	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.41	0.49	0.62
每股净资产(最新摊薄)	2.20	2.69	3.12	3.67
<b>估值比率</b>				
P/E	48.3	37.1	28.9	23.3
P/B	8.9	7.3	6.3	5.4
EV/EBITDA	33.29	29.46	23.08	18.47

资料来源: Wind, 山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。