



通化东宝（600867）：二代胰岛素快速增长，三代胰岛素将上市

推荐(首次)

医药

当前股价：21.62 元

报告日期：2017 年 10 月 31 日

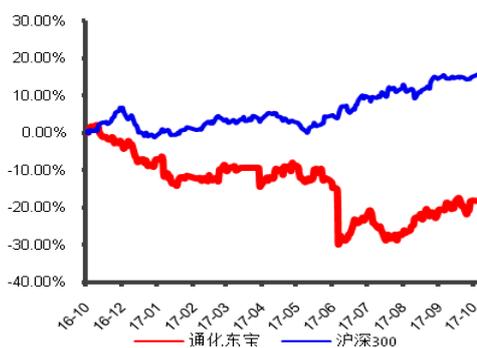
主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,040	2,535	3,174	4,003
(+/-)	22.23%	24.26%	25.18%	26.11%
营业利润	739	974	1,263	1,645
(+/-)	29.81%	31.83%	29.64%	30.25%
归属母公司 净利润	641	830	1,076	1,402
(+/-)	30.43%	29.53%	29.64%	30.25%
EPS（元）	0.37	0.49	0.63	0.82
市盈率	59	46	35	27

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	171,130/164,442
流通市值（亿元）	363.42
每股净资产（元）	2.30
资产负债率（%）	15.61

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

● **事件：** 公司发布 2017 年三季度报告。

● **点评：**

公司业绩符合预期。 公司 2017 年前三季度实现营收 18.52 亿元，同比增长 25.28%；归属上市公司股东净利润 6.48 亿元，同比增长 29.60%；扣非后归属上市公司股东净利润 6.41 亿元，同比增长 29.53%，对应 EPS 0.38 元。其中，Q3 单季营收 6.71 亿元，同比增长 14.06%；归属上市公司股东净利润 2.38 亿元，同比增长 28.55%。公司业绩符合预期，三季度单季收入增速放缓，预计主要受中药、地产等非核心业务收入增速下降的影响。

二代胰岛素快速增长。 报告期内，公司核心产品二代胰岛素持续快速增长，预计收入增速在 20% 以上，二代胰岛素快速增长主要原因在于：二代胰岛素由乙类升甲类的医保红利开始显现，二代胰岛素在基层医疗市场的优势强于三代胰岛素，公司多年来扎根基层市场，在基层医疗市场具有强大的销售网络和学术推广能力；外资企业在基层销售不占优势，运营成本较高，投入力度相对减少，导致其市场份额逐渐萎缩。当前公司二代胰岛素市场份额已经超过 20%，市场占有率还在不断提升。

三代胰岛素已报生产，在研产品丰富。 10 月 10 日，公司甘精胰岛素报生产获得受理，我们预计明年底有望正式获批。目前甘精胰岛素全球年销售规模超 70 亿美元，国内年销售额超 50 亿元，属于重磅级产品，甘精上市后将为公司中长期发展提供强力支撑。公司在研产品丰富，包括胰岛素类似



物、激动剂类降糖药、化学口服降糖药等，其中门冬胰岛素的 III 期临床研究进入总结阶段；门冬胰岛素 50 和门冬胰岛素 30 启动了 III 期临床研究；地特胰岛素处于审评阶段等；此外，公司与 Dance Biopharm 公司合作，成立合资企业，加快吸入式胰岛素在中国的注册进度。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2017-2019 年实现归属于母公司净利润分别为 8.30 亿元、10.76 亿元、14.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.49 元、0.63 元、0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 46/35/27 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**二代胰岛素销售不达预期的风险；三代胰岛素等在研产品进度不达预期的风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	228.12	251.88	345.84	824.06	营业收入	2040.39	2535.40	3173.84	4002.63
应收和预付款项	519.31	877.74	866.39	1327.05	减: 营业成本	491.85	595.29	724.86	887.61
存货	1047.95	791.96	1448.40	1294.98	营业税金及附加	18.98	17.39	21.76	27.45
其他流动资产	406.90	406.90	406.90	406.90	营业费用	494.41	684.56	850.59	1056.69
长期股权投资	283.44	283.44	283.44	283.44	管理费用	228.78	245.93	306.28	385.05
投资性房地产	13.29	11.65	10.01	8.37	财务费用	46.73	8.57	-1.98	-8.42
固定资产和在建工程	1851.38	1743.11	1664.84	1611.56	资产减值损失	6.44	9.61	9.61	9.61
无形资产和开发支出	198.73	167.57	136.42	105.26	加: 投资收益	-14.31	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	74.33	73.64	72.95	72.95	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4623.45	4607.90	5235.19	5934.57	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	410.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	738.89	974.05	1262.72	1644.64
应付和预收款项	181.63	146.11	216.03	189.45	加: 其他非经营损益	20.04	0.00	0.00	0.00
长期借款	60.00	60.00	60.00	60.00	利润总额	758.93	974.05	1262.72	1644.64
其他负债	26.58	26.58	26.58	26.58	减: 所得税	119.73	146.11	189.41	246.70
负债合计	678.21	232.69	302.61	276.03	净利润	639.21	827.94	1073.32	1397.94
股本	1421.93	1711.30	1711.30	1711.30	减: 少数股东损益	-1.72	-2.22	-2.88	-3.76
资本公积	1185.41	896.04	896.04	896.04	归属母公司股东净利润	640.92	830.17	1076.20	1401.70
留存收益	1331.87	1764.06	2324.32	3054.04					
归属母公司股东权益	3939.22	4371.40	4931.67	5661.39	财务分析	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	6.03	3.80	0.92	-2.84	收益率				
股东权益合计	3945.25	4375.20	4932.59	5658.55	毛利率	75.89%	76.52%	77.16%	77.82%
负债和股东权益合计	4623.45	4607.90	5235.19	5934.57	三费/销售收入	37.73%	37.04%	36.39%	35.81%
					EBIT/销售收入	39.34%	38.71%	39.68%	40.85%
					EBITDA/销售收入	47.25%	51.81%	50.78%	50.25%
					销售净利率	31.33%	32.66%	33.82%	34.93%
					资产获利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					ROE	16.27%	18.99%	21.82%	24.76%
					ROA	17.36%	21.30%	24.06%	27.55%
					ROIC	19.19%	19.61%	25.05%	29.14%
					增长率				
					销售收入增长率	22.23%	24.26%	25.18%	26.11%
					净利润增长率	30.43%	29.53%	29.64%	30.25%
					总资产增长率	23.44%	-0.34%	13.61%	13.36%
					资本结构				
					资产负债率	14.67%	5.05%	5.78%	4.65%
					投资资本/总资产	91.99%	92.75%	91.10%	85.24%
					带息债务/总负债	69.30%	25.79%	19.83%	21.74%
					流动比率	3.60	14.02	13.00	18.40
					速动比率	1.22	6.80	5.14	10.27
					股利支付率	35.44%	47.94%	47.94%	47.94%
					收益留存率	64.56%	52.06%	52.06%	52.06%
					资产管理效率				
					总资产周转率	0.44	0.55	0.61	0.67
					固定资产周转率	1.67	1.64	2.24	3.05
					应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
					存货周转率	4.49	3.53	4.23	3.63

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>