

通化东宝 (600867)

公司研究/简评报告

业绩符合预期，胰岛素增长稳健

简评报告/医药

2017 年 10 月 26 日

一、事件概述

10 月 25 日，公司发布三季报：前三季度营业收入 18.53 亿元，同比增长 25.28%；实现归母净利润 6.49 亿元，同比增长 29.60%；实现扣非净利润 6.42 亿元，同比增长 29.53%；每股收益为 0.38 元。公司前三季度业绩符合预期。

二、分析与判断

➤ 整体收入增长稳健，胰岛素销售势头良好

公司 Q3 实现营收 6.71 亿元，同比增长 14.06%，较前两个季度收入增速有所下滑，我们判断主要因为去年三季度收入增速较快导致基数较高。前三季度母公司收入 16.94 亿元，同比增长 20.82%，预计重组人胰岛素制剂收入增速 25% 左右，较去年同期 20% 以下的增速有较大幅度提升，呈现较为强劲的增长势头，二代胰岛素市场份额进一步提升。我们预计，随着慢病诊疗逐步下沉，以及公司在基层市场的优势进一步夯实，东宝二代胰岛素未来两年的增速有望继续保持 20% 以上。

➤ 财务指标较为稳健，销售费用率下降拉升净利润增速

前三季度公司毛利率为 75.30%，较去年同期基本持平，管理费用和销售费用分别为 1.82 亿和 4.12 亿元，同比增长 35.6% 和 21.15%，管理费用增速较快主要系无形资产摊销、研发费用等所致。Q3 销售费用控制较好，销售费用率为 20.66%，较上半年减少 2.45 个百分点，对净利润增速拉升效果较为明显。前三季度公司经营现金流净额为 7.38 亿元，同比增长 30.98%，销售回款表现良好。

➤ 甘精胰岛素明年获批概率大，后续储备降糖药物丰富

公司甘精胰岛素报产已获受理，参照目前药品审批进度，预计明年有望大概率获批上市。目前储备产品包括门冬胰岛素、地特胰岛素、赖脯胰岛素以及其他多个降糖药，地特胰岛素也已于近期获得临床试验批件。此外，公司近日与美国 Dance 公司和上海东宝合资组建了合资公司，用于吸入式胰岛素研发，进一步丰富了在糖尿病领域的布局，为糖尿病市场竞争再添一份重要筹码。

三、盈利预测与投资建议

公司二代胰岛素销售增长强劲，甘精胰岛素明年将大概率获批，后续增长确定性较高，预计公司 2017~2019 年归母净利润分别为 8.61、10.82、13.66 亿元，EPS 分别为 0.50、0.63 和 0.80 元；对应 PE 为 45X、36X、29X，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

二代胰岛素销售下滑，甘精胰岛素审批低于预期，吸入式胰岛素研发不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,040	2,573	3,012	3,854
增长率 (%)	22.2%	26.1%	17.1%	28.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	641	861	1,082	1,366
增长率 (%)	30.0%	34.4%	25.7%	26.2%
每股收益 (元)	0.46	0.50	0.63	0.80
PE (现价)	49.7	45.4	36.2	28.6
PB	8.3	7.7	6.3	5.2

资料来源：公司公告，民生证券研究院

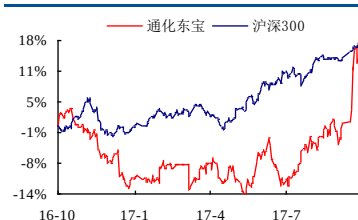
强烈推荐 维持评级

合理估值： 24.78—27.14 元

交易数据 2017-10-25

收盘价 (元)	22.86
近 12 个月最高/最低	24.09/16.25
总股本 (百万股)	1,711
流通股本 (百万股)	1,644
流通股比例 (%)	96.09
总市值 (亿元)	391
流通市值 (亿元)	376

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号： S0100517080005

电话： 021-60876722

邮箱： xiaohanshan@mszq.com

研究助理：刘闯

执业证号： S0100116060015

电话： 021-60876722

邮箱： liuchuang@mszq.com

相关研究

- 1.通化东宝(600867):携手美国 Dance 公司，布局吸入式胰岛素
- 2.民生医药行业简评报告：实施健康中国战略，全面利好医药板块
- 3.通化东宝(600867):甘精胰岛素报产，新一轮成长可期

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,040	2,573	3,012	3,854
营业成本	492	621	661	917
营业税金及附加	19	19	24	30
销售费用	494	617	717	887
管理费用	229	283	331	424
EBIT	806	1,032	1,279	1,597
财务费用	47	17	6	(8)
资产减值损失	6	0	0	0
投资收益	(14)	0	0	0
营业利润	739	1,015	1,273	1,606
营业外收支	20	(3)	2	7
利润总额	759	1,012	1,275	1,613
所得税	120	152	193	245
净利润	639	860	1,082	1,367
归属于母公司净利润	641	861	1,082	1,366
EBITDA	968	1,162	1,410	1,729

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	236	968	1910	2743
应收账款及票据	455	577	664	846
预付款项	43	58	61	84
存货	1048	1141	1267	1751
其他流动资产	407	407	407	407
流动资产合计	2210	3194	4354	5889
长期股权投资	283	283	283	283
固定资产	1224	1224	1224	1224
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2465	2650	2599	2517
资产合计	4675	5844	6953	8406
短期借款	410	410	410	410
应付账款及票据	91	82	90	125
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	639	659	686	771
长期借款	60	60	60	60
其他长期负债	31	31	31	31
非流动负债合计	91	91	91	91
负债合计	730	749	776	862
股本	1422	1711	1711	1711
少数股东权益	6	5	5	7
股东权益合计	3945	5095	6177	7544
负债和股东权益合计	4675	5844	6953	8406

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	22.2%	26.1%	17.1%	28.0%
EBIT 增长率	40.8%	28.0%	23.9%	24.9%
净利润增长率	30.0%	34.4%	25.7%	26.2%
盈利能力				
毛利率	75.9%	75.9%	78.1%	76.2%
净利润率	31.4%	33.5%	35.9%	35.4%
总资产收益率 ROA	13.7%	14.7%	15.6%	16.2%
净资产收益率 ROE	16.3%	16.9%	17.5%	18.1%
偿债能力				
流动比率	3.5	4.9	6.4	7.6
速动比率	1.8	3.1	4.5	5.4
现金比率	0.4	1.5	2.8	3.6
资产负债率	0.2	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	74.7	81.0	79.5	79.2
存货周转天数	743.1	670.5	699.6	697.2
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.5	0.6	0.8
每股净资产	2.8	3.0	3.6	4.4
每股经营现金流	0.5	0.5	0.6	0.5
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	49.7	45.4	36.2	28.6
PB	8.3	7.7	6.3	5.2
EV/EBITDA	40.7	33.3	26.7	21.3
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	639	860	1,082	1,367
折旧和摊销	168	130	131	131
营运资金变动	(141)	(233)	(191)	(615)
经营活动现金流	726	781	1,040	897
资本开支	411	28	78	43
投资	(439)	0	0	0
投资活动现金流	(838)	(28)	(78)	(43)
股权募资	1,045	0	0	0
债务募资	(637)	0	0	0
筹资活动现金流	136	(20)	(20)	(20)
现金净流量	23	732	942	833

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

刘闯，民生证券医药行业研究助理，上海交通大学生物医学工程硕士，2016年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。