

通化东宝 (600867)

公司研究/简评报告

甘舒霖增长稳健，静待甘精获批

简评报告/医药

2018年04月18日

一、事件概述

4月17日，公司发布了2017年年度报告：报告期内，公司实现营业收入25.45亿元，增长24.75%；实现归母净利润8.37亿元，增长30.52%；报告实现每股收益0.49元。

二、分析与判断

➤ 业绩符合预期，核心产品甘舒霖增长稳健

报告期内，公司实现营收25.45亿元，增长24.75%，实现归母净利润8.37亿元，同比增长30.52%，业绩符合我们的预期。拆分收入端看，核心产品重组人胰岛素增长稳健，2017年实现收入19.21亿元，同比增长20.18%，主要受益于基层医疗市场持续拓展，注射笔、血糖试纸等医疗器械收入2.33亿元，同比增长16.66%，销售表现一般；房地产收入2.14亿元，同比增长209.94%，对收入增速有一定影响。

➤ 费用控制良好，未来仍具有改善空间

报告期内，公司销售费用和管理费用分别为6.23亿、2.61亿元，销售费用率和管理费用率分别为24.47%、10.25%。2013年以来公司销售费用率持续下滑，2016年销售率为24.23%，较2013年36.11%明显下滑，2017年费用率较去年略有增长，主要系进一步加大市场开拓投入以及增加销售人员所致，预计随着销售规模的持续攀升，公司销售费用仍有下降空间。2017年公司管理费用率较2016年下降0.96个百分点，继续延续近几年稳中有降的趋势。

➤ 甘精胰岛素下半年大概率获批，平台价值助力快速放量

公司研发管线中拥有多款降糖药物，甘精胰岛素已于2016年10月获得报产受理，预计2018年下半年有望获批，门冬胰岛素于2017年12月完成数据库锁定，预计今年完成报产，地特胰岛素亦获批临床。此外，利拉鲁肽已于2017年11月获得临床受理，西格列汀二甲双胍片预计今年完成报产，其他多款口服降糖药的研发亦在积极推进中。我们认为，公司深耕糖尿病领域十余年，构建了十分完善的销售体系，公司降糖药未来有望借助现有成熟的销售平台实现快速放量，预计2019年甘精胰岛素将对公司业绩的拉动效应将逐渐体现。

三、盈利预测与投资建议

预计公司2018~2020年归母净利润分别为10.85、14.14、18.52亿元，EPS分别为0.63、0.83和1.08元；对应PE为39X、30X、23X，参考A股同类可比公司的估值在50X左右，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

二代胰岛素销售不及预期；三代胰岛素研发进展不及预期。

盈利预测与财务指标

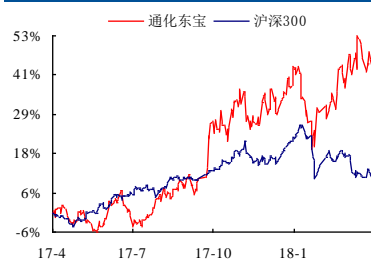
项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,545	2,975	3,546	4,381
增长率(%)	24.7%	16.9%	19.2%	23.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	837	1,085	1,414	1,852
增长率(%)	30.5%	29.7%	30.3%	31.0%
每股收益(元)	0.49	0.63	0.83	1.08
PE(现价)	50.4	38.9	29.9	22.8
PR	9.3	7.5	6.0	4.8

强烈推荐 维持评级

当前股价(元): 24.69

交易数据	2018-4-17
近12个月最高/最低	26.87/16.25
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)	423
流通市值(亿元)	406

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): 领衔胰岛素基层市场, 新老产品前景广阔 2018413
- 2.通化东宝(600867): 业绩符合预期, 胰岛素增长稳健 20171026
- 3.通化东宝(600867): 携手美国Dance公司, 布局吸入式胰岛素 20171024

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,545	2,975	3,546	4,381
营业成本	644	706	756	846
营业税金及附加	17	19	23	28
销售费用	623	714	826	1,008
管理费用	261	297	337	412
EBIT	1,000	1,239	1,603	2,088
财务费用	14	(5)	(19)	(40)
资产减值损失	19	0	0	0
投资收益	16	20	25	30
营业利润	986	1,264	1,648	2,157
营业外收支	(13)	5	6	7
利润总额	973	1,269	1,654	2,164
所得税	133	183	238	309
净利润	840	1,086	1,416	1,855
归属于母公司净利润	837	1,085	1,414	1,852
EBITDA	1,168	1,365	1,729	2,211

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	336	1285	2649	4330
应收账款及票据	546	613	719	888
预付款项	47	58	60	67
存货	974	1258	1326	1465
其他流动资产	324	324	324	324
流动资产合计	2240	3564	5108	7111
长期股权投资	302	302	302	302
固定资产	1162	1152	1124	1102
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2513	2339	2236	2131
资产合计	4753	5903	7344	9242
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	61	91	97	107
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	175	240	265	308
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	40	40	40	40
非流动负债合计	40	40	40	40
负债合计	215	280	305	348
股本	1711	1711	1711	1711
少数股东权益	10	10	12	14
股东权益合计	4537	5623	7039	8894
负债和股东权益合计	4753	5903	7344	9242

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	24.7%	16.9%	19.2%	23.6%
EBIT 增长率	24.0%	23.9%	29.5%	30.2%
净利润增长率	30.5%	29.7%	30.3%	31.0%
盈利能力				
毛利率	74.7%	76.3%	78.7%	80.7%
净利润率	32.9%	36.5%	39.9%	42.3%
总资产收益率 ROA	17.6%	18.4%	19.3%	20.0%
净资产收益率 ROE	18.5%	19.3%	20.1%	20.9%
偿债能力				
流动比率	12.8	14.9	19.3	23.1
速动比率	7.2	9.6	14.3	18.3
现金比率	1.9	5.4	10.0	14.1
资产负债率	0.0	0.0	0.0	0.0
经营效率				
应收账款周转天数	71.3	74.7	73.6	73.6
存货周转天数	572.6	650.7	640.0	632.3
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.6	0.8	1.1
每股净资产	2.6	3.3	4.1	5.2
每股经营现金流	0.6	0.5	0.8	1.0
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	50.4	38.9	29.9	22.8
PB	9.3	7.5	6.0	4.8
EV/EBITDA	35.9	30.0	22.9	17.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	840	1,086	1,416	1,855
折旧和摊销	187	126	126	123
营运资金变动	(62)	(310)	(155)	(279)
经营活动现金流	961	877	1,355	1,662
资本开支	185	(52)	16	11
投资	56	0	0	0
投资活动现金流	(106)	72	9	19
股权募资	34	0	0	0
债务募资	(491)	0	0	0
筹资活动现金流	(758)	0	0	0
现金净流量	97	949	1,364	1,681

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，助理分析师，毕业于上海交通大学生物医学工程专业，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。