

通化东宝 (600867)

公司研究/简评报告

业绩符合预期，胰岛素稳健增长

简评报告/医药

2018年04月27日

一、事件概述

4月26日，公司发布2018年一季度：实现收入7.19亿元，同比增长27.23%；实现归母净利润2.74亿元，同比增长30.20%；实现每股收益0.16元。

二、分析与判断

➤ 一季度业绩符合预期，胰岛素收入增长稳健

一季度公司收入继续保持稳健增长，预计主要系胰岛素和房地产持续增长。Q1母公司收入6.38亿元，较去年同期增长20.07%，预计胰岛素业务同比增长20%左右，继续延续2017年20%的增长率，Q1母公司净利润2.58亿元，同比增长23.32%，低于并表净利润30.20%增长率，预计主要系房地产业务影响所致。

➤ 费用率控制良好，经营现金流有所下降

一季度公司销售费用和管理费用分别为1.48、0.62亿元，销售费用率和管理费用率分别为20.61%、8.65%，较去年同期继续下降。由于加大市场营销，2017年销售费用率较2016年小幅提升，但随着收入规模持续提升，预计销售费用率仍有下降空间。管理费用率已持续三年下降，今年一季度继续下滑，随着规模效应持续体现，管理费用率将继续呈稳中有降的趋势。2017年Q1经营现金流净额为1.69亿元，同比下降27.30%，预计主要系购买原材料增加所致，公司经营质量无明显变化。

➤ 甘精胰岛素预计今年上市，2019年有望贡献业绩

甘精胰岛素预计2018年下半年获批，门冬胰岛素预计今年完成报产，地特胰岛素亦获批临床，利拉鲁肽预计今年有望获批临床，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年甘精胰岛素将对逐步对公司业绩产生效应。

三、盈利预测与投资建议

公司二代胰岛素销售仍有一倍以上的提升空间，三代胰岛素将助力公司切入空间更为广阔市场，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42X、32X、24X，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	3,078	3,689	4,466
增长率(%)	24.7%	20.9%	19.8%	21.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	837	1,086	1,404	1,846
增长率(%)	30.5%	29.8%	29.3%	31.5%
每股收益(元)	0.49	0.63	0.82	1.08
PE(现价)	54	42	32	24
PB	10.0	8.0	6.4	5.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

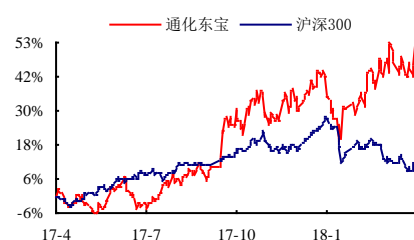
强烈推荐 维持评级

当前股价(元)： 26.37

交易数据 2018-4-26

近12个月最高/最低	27.08/16.25
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)	451
流通市值(亿元)	434

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):甘舒霖增长稳健,静待甘精获批
- 2.通化东宝(600867):领衔胰岛素基层市场,新老产品前景广阔
- 3.通化东宝(600867):业绩符合预期,胰岛素增长稳健

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	3,078	3,689	4,466
营业成本	644	770	851	950
营业税金及附加	17	20	24	29
销售费用	623	740	861	987
管理费用	261	308	359	416
EBIT	1,000	1,240	1,594	2,084
财务费用	14	(5)	(17)	(37)
资产减值损失	19	0	0	0
投资收益	16	20	25	30
营业利润	986	1,265	1,636	2,151
营业外收支	(13)	5	6	7
利润总额	973	1,270	1,642	2,158
所得税	133	183	236	308
净利润	840	1,086	1,406	1,849
归属于母公司净利润	837	1,086	1,404	1,846
EBITDA	1,168	1,366	1,719	2,207

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	336	1160	2460	4128
应收账款及票据	546	634	748	906
预付款项	47	63	68	75
存货	974	1372	1492	1646
其他流动资产	324	324	324	324
流动资产合计	2240	3580	5122	7116
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	5920	7358	9247
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	61	99	109	120
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	175	256	288	328
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	296	328	368
股本	1711	1711	1711	1711
少数股东权益	10	10	12	14
股东权益合计	4537	5624	7030	8879
负债和股东权益合计	4753	5920	7358	9247

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	24.7%	20.9%	19.8%	21.1%
EBIT 增长率	24.0%	24.0%	28.6%	30.7%
净利润增长率	30.5%	29.8%	29.3%	31.5%
盈利能力				
毛利率	74.7%	75.0%	76.9%	78.7%
净利润率	32.9%	35.3%	38.1%	41.3%
总资产收益率 ROA	17.6%	18.3%	19.1%	20.0%
净资产收益率 ROE	18.5%	19.3%	20.0%	20.8%
偿债能力				
流动比率	12.8	14.0	17.8	21.7
速动比率	7.2	8.6	12.6	16.7
现金比率	1.9	4.5	8.5	12.6
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	0.6	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	0.4	0.8	1.0
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	53.8	41.5	32.1	24.4
PB	10.0	8.0	6.4	5.1
EV/EBITDA	38.4	32.2	24.8	18.6
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	840	1,086	1,406	1,849
折旧和摊销	187	126	126	123
营运资金变动	(62)	(436)	(210)	(286)
经营活动现金流	961	752	1,291	1,649
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	824	1,300	1,668

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。