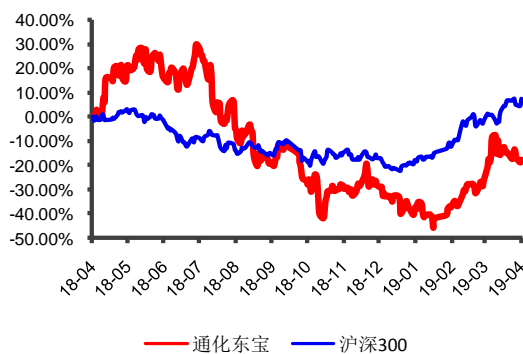


2019年4月17日 通化东宝(600867): 业绩增速短期放缓, 研发项目顺利推进 推荐(首次)
医药生物
当前股价: 16.95元
主要财务指标(单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,693	3,053	3,516	4,138
(+/-)	5.8%	13.4%	15.2%	17.7%
营业利润	993	1,105	1,321	1,619
(+/-)	0.7%	11.3%	19.5%	22.6%
归属母公司净利润	839	942	1,126	1,382
(+/-)	0.2%	12.3%	19.6%	22.7%
EPS(元)	0.41	0.46	0.55	0.68
市盈率	41.1	36.6	30.6	24.9

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(万股)	203399 / 195374
流通市值(亿元)	331.2
每股净资产(元)	2.32
资产负债率(%)	13.3

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

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

- **公司业绩增速短期放缓。**2018年公司实现营业收入26.93亿元,同比增长5.80%;实现归属母公司股东净利润8.39亿元,同比增长0.25%;实现扣非后归属母公司净利润8.14亿元,同比增长-2.46%。对应EPS 0.41元。从单季营收数据来看,公司三季度营收下滑明显,四季度有所改善,公司全年业绩增速放缓。

- **胰岛素系列产品增速放缓,器械板块保持良好增长。**报告期内,公司胰岛素系列产品实现营收19.41亿元,同比增长1.01%;毛利率为86.72%,同比下降1.89pp。公司胰岛素系列产品增速放缓主要系公司2018年三季度主动清理流通渠道库存,减少铺货量,从而导致单季营收增速下滑明显;从经营性现金流来看,公司产品的终端销售市场依旧良好。报告期内,公司器械板块保持良好增长,瑞特血糖试纸、舒霖笔、采血针等产品增幅较高,共计实现营收3.26亿元,同比增长20.04%;毛利率也同比上升5.29pp,达到30.16%,预计公司器械板块有望继续保持较快增长。报告期内,公司中成药板块实现营收7418万元,同比增长-5.74%;建材行业和房地产行业分别实现营收958万元和31546万元,同比增长-76.25%和47.23%。

- **期间费用控制良好,盈利能力略有下降。**报告期内,公司销售费用率为26.03%,同比增长1.56pp;管理费用率和研发费用率与去年同期基本持平,分别为6.07%和3.63%;财务费用率为0.38%,同比下降0.17pp,公司期间费用控制良好。报告期内,公销售净利率为31.15%,同比下降1.86pp;公司净资产收益率为17.75,同比下降0.73pp,报告期内公司盈利能力有所下降。

● **在研产品进展顺利。**报告期内，公司三代胰岛素的研发稳步推进，甘精胰岛素已进入最终的生产现场检查阶段，预计今年将正式获批上市；门冬胰岛素于 2019 年 3 月报产，4 月获得受理，速度较快，有望于 2020 年获批上市；地特胰岛素和赖辅胰岛素等产品也处于临床阶段。公司自 2018 年 4 月与法国 Adocia 签订合作协议后，进行了超速效型胰岛素和胰岛素基础餐时组合的注册和交接工作，有望于 2020 年上半年申报临床。公司利拉鲁肽注射液于 2018 年 9 月取得临床批件，现已开始进行 III 期临床试验。

● **盈利预测：**我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 9.42 亿元、11.26 亿元、13.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.46 元、0.55 元、0.68 元，当前股价对应 PE 分别为 36.6/30.6/24.9 倍，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**二代胰岛素销售不达预期的风险；研发项目进展不达预期的风险。

表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	2,693	3,053	3,516	4,138
货币资金	356	978	1,492	2,131	营业成本	745	837	937	1,061
应收款	650	729	820	931	营业税金及附加	20	20	20	20
存货	901	977	1,067	1,179	销售费用	701	788	897	1,043
其他流动资产	366	370	376	382	管理费用	163	183	207	240
流动资产合计	2,273	3,054	3,756	4,622	财务费用	10	22	18	14
非流动资产：					费用合计	875	993	1,122	1,297
可供出售金融资产	36	36	36	36	资产减值损失	6	10	10	10
固定资产+在建工程	1,960	2,051	2,168	2,314	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	239	250	270	300	投资收益	18	18	18	18
其他非流动资产	955	800	850	900	营业利润	993	1,105	1,321	1,619
非流动资产合计	3,190	3,137	3,324	3,550	加：营业外收入	2	2	2	3
资产总计	5,463	6,191	7,080	8,172	减：营业外支出	17	11	13	14
流动负债：					利润总额	978	1,095	1,310	1,607
短期借款	450	460	470	480	所得税费用	139	153	183	225
应付账款、票据	132	147	161	180	净利润	839	942	1,126	1,382
其他流动负债	109	120	130	140	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	691	727	761	800	归母净利润	839	942	1,126	1,382
非流动负债：									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	38	40	50	60	成长性				
非流动负债合计	38	40	50	60	营业收入增长率	5.8%	13.4%	15.2%	17.7%
负债合计	729	767	811	860	营业利润增长率	0.7%	11.3%	19.5%	22.6%
所有者权益					归母净利润增长率	0.2%	12.3%	19.6%	22.7%
股本	2,034	2,034	2,034	2,034	总资产增长率	15.0%	13.3%	14.4%	15.4%
资本公积金	933	933	933	933	盈利能力				
未分配利润	1,208	1,804	2,536	3,442	毛利率	72.3%	72.6%	73.4%	74.4%
少数股东权益	10	10	10	10	营业利润率	36.9%	36.2%	37.6%	39.1%
所有者权益合计	4,734	5,425	6,268	7,313	三项费用/营收	32.5%	32.5%	31.9%	31.3%
负债和所有者权益	5,463	6,191	7,080	8,172	EBIT/销售收入	36.6%	36.8%	38.0%	39.5%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	31.2%	30.8%	32.0%	33.4%
净利润	839	942	1126	1382	ROE	17.7%	17.4%	18.0%	18.9%
折旧与摊销	172	159	183	204	营运能力				
财务费用	13	22	18	14	总资产周转率	49.3%	49.3%	49.7%	50.6%
存货的减少	74	-76	-90	-111	资产结构				
营运资本变化	-111	-65	-76	-92	资产负债率	13.3%	12.4%	11.5%	10.5%
其他非现金部分	-110	153	-56	-66	现金流质量				
经营活动现金净流量	877	1135	1105	1331	经营净现金流/净利润	1.05	1.21	0.98	0.96
投资活动现金净流量	-750	-250	-300	-350	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-208	-264	-291	-342	每股收益	0.41	0.46	0.55	0.68
现金流量净额	-80	622	514	639	每股净资产	2.33	2.67	3.08	3.60

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，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。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

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>