

经营已实质性好转，三代胰岛素获批将迎第二春

——通化东宝 (600867.SH) 2019 中报点评

公司简报

增持 (维持)

当前价: 14.49 元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

联系人

王明瑞

wangmingrui@ebscn.com

市场数据

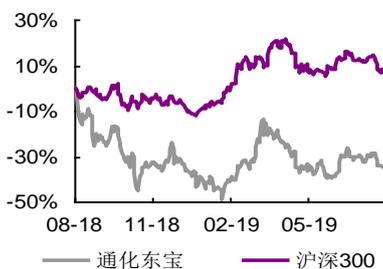
总股本(亿股): 20.34

总市值(亿元): 294.73

一年最低/最高(元): 10.79/21.86

近3月换手率: 57.69%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.58	2.47	-40.73
绝对	-4.86	1.63	-32.09

资料来源: Wind

相关研报

高基数拖累表现增速，经营现金流明显改善——通化东宝 (600867.SH) 2019 年一季报点评

..... 2019-04-28

清库存拖累短期业绩，三代胰岛素蓄势待发——通化东宝 (600867.SH) 2018 年报点评

..... 2019-04-18

事件:

公司公布 2019 年中报，2019H1 实现营收 14.35 亿元，同比-1.96%；归母净利润 5.32 亿元，同比-0.85%；扣非归母净利润 5.26 亿元，同比+1.00%；经营性净现金流 5.78 亿元，同比+27.26%。EPS 0.26 元。业绩略低于市场预期。

点评:

◆**表观业绩与去年同期持平，但经营发生实质性好转。**公司 2019 年 Q1/Q2 单季度营收分别为 7.14/7.20 亿元，同比-1%/-3%；归母净利润 2.74/2.59 亿元，同比-0%/-2%。尽管表观利润增速持平，但经营性净现金流明显好转，上半年的同比增长 27.26%，主要是销售回款增加和购买商品支付现金减少；应收账款及票据 Q1/Q2 分别为 6.02/6.86 亿元，低于去年同期的 6.83/7.64 亿元；存货周转天数和净营业周期在 2019Q1 达到高峰之后，Q2 出现下降。综合来看，公司的经营正发生实质性好转。

◆**持续聚焦主业，胰岛素恢复稳定增长，慢病平台扭亏为盈。**H1 重组人胰岛素原料药及注射剂系列产品收入占营业收入的 81.29%，即 11.66 亿元，同比增长 7%（上年同期收入 10.85 亿元，占营收比例 74.14%），恢复稳健增长，占比继续提升，考虑到去年同期有渠道压货因素，我们预计终端的实际增速在 10~15%；预计器械板块实现营收 2 亿元左右，同比增长 20~30%；控股子公司你的医疗实现净利润 346.64 万元，扭亏为盈，预计是用户粘性提升导致血糖试纸、针头等糖尿病耗材销售增加；金弘基房地产业务实现净利润 2236.82 万元，同比-43%（上年同期 3900.58 万元）。公司营收结构逐步聚焦糖尿病主业，未来将逐步建成糖尿病大平台。

◆**甘精胰岛素即将上市，糖尿病药物集群规模渐显。**公司研发管线中进度最快的甘精胰岛素目前已经处于样品中检院复核阶段，获批在即，将接棒二代胰岛素成为公司新的增长动力；门冬胰岛素注射液、磷酸西格列汀片、西格列汀二甲双胍片均已提交上市申请并在 2019H1 取得受理通知书，预计将在 2020 年获批上市；门冬胰岛素 30 注射液、门冬胰岛素 50 注射液、利拉鲁肽注射液、曲格列汀原料药及片剂、瑞格列奈片、瑞格列奈二甲双胍片正陆续开展临床或 BE 试验；地特胰岛素和赖脯胰岛素系列产品正处于临床筹备阶段，预计将在近期启动临床试验；超速效型胰岛素类似物 (THDB0206) 和胰岛素基础餐时组合 (THDB0207)、度拉糖肽注射液和恩格列净项目处于临床前研究阶段。

◆盈利预测、估值与评级

公司在胰岛素基层市场龙头地位稳固，甘精胰岛素等降糖药在研管线陆续获批上市将打开新的增长空间；未来公司将具备完善的糖尿病产品集群，拥有“血糖监测+药物治疗+慢病管理”三位一体的糖尿病管理大平台。维持预测公司 19-21 年 EPS 为 0.49 元/0.60 元/0.74 元，同比增速为 20%/22%/23%。当前股价对应 PE 分别为 29/24/20 倍，维持“增持”评级。

◆风险提示:

胰岛素厂家增多竞争加剧带来降价风险; 新产品研发进度不达预期。

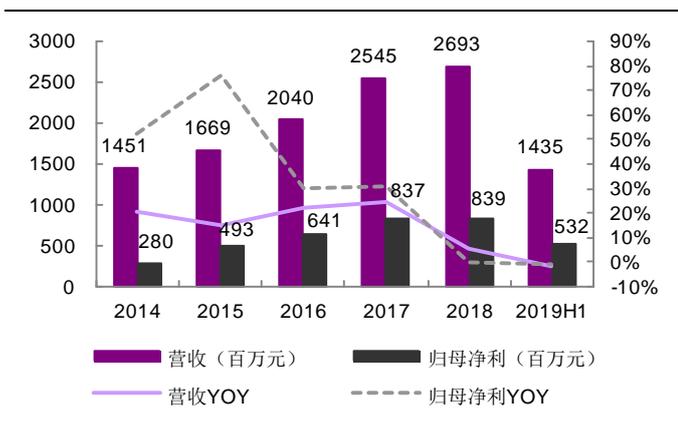
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,545	2,693	2,945	3,373	3,948
营业收入增长率	24.75%	5.80%	9.38%	14.51%	17.05%
净利润(百万元)	837	839	1,003	1,223	1,506
净利润增长率	30.52%	0.25%	19.65%	21.93%	23.11%
EPS(元)	0.41	0.41	0.49	0.60	0.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.48%	17.75%	18.86%	20.07%	21.34%
P/E	35	35	29	24	20
P/B	6.5	6.2	5.5	4.8	4.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 12 日

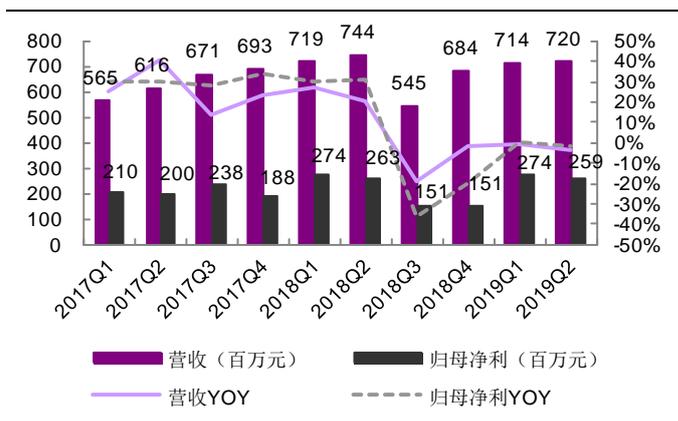
附录

图 1: 公司近年来业绩增长情况(百万元)



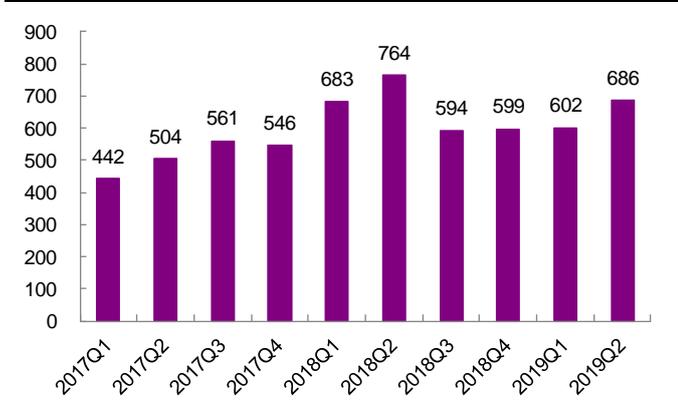
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度业绩增长情况(百万元)



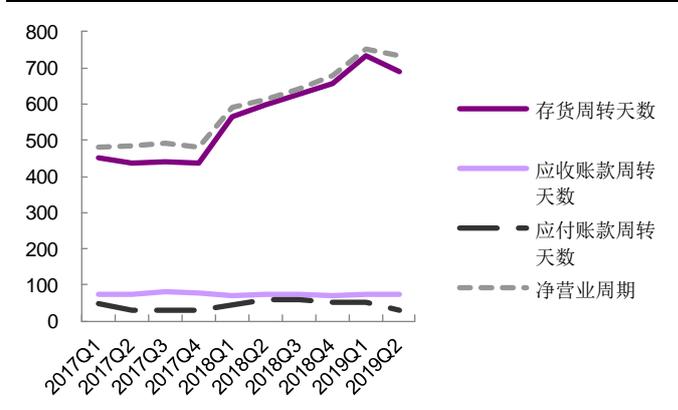
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 公司 2019 上半年应收账款及票据明显低于上年同期(百万元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 公司的存货周转天数和净营业周期在 2019Q2 出现下降

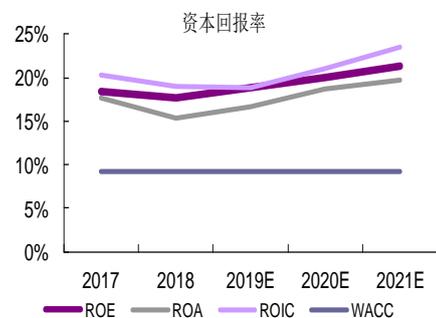
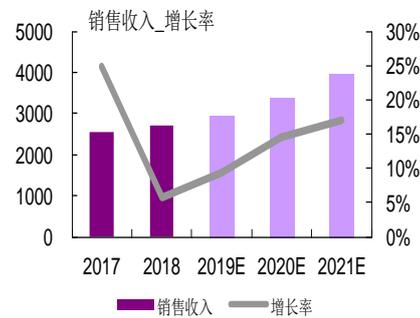
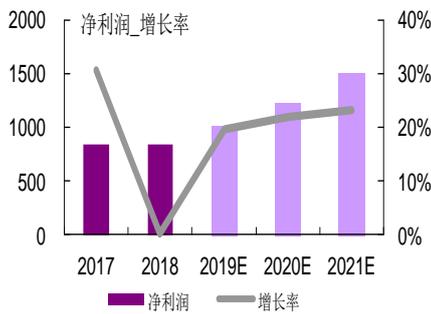
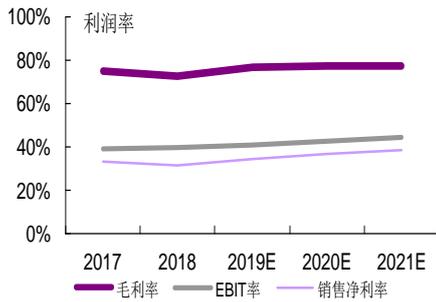


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 1: 公司研发管线进展 (截至 2019 年中报期)

阶段	项目	最新进度
申请上市	甘精胰岛素	所抽样品正处于中检院复核阶段
	门冬胰岛素注射液	2019 年 4 月 10 取得受理通知
	磷酸西格列汀片	2019 年 1 月收到受理通知书。目前正在等待 CDE 审评结果
	西格列汀二甲双胍片	2019 年 4 月收到受理通知书。目前正在等待 CDE 审评结果
临床试验/BE	门冬胰岛素 30 注射液	III 期临床于 18 年 10 月完成首例入组, 计划于 2019 年完成全部病例入组
	门冬胰岛素 50 注射液	III 期临床 2019 年 3 月完成全部病例入组, 目前处于病例随访和治疗阶段
	利拉鲁肽注射液	III 期临床 2019 年 4 月启动首家研究中心, 6 月入组首例受试者, 目前处于各家研究中心陆续启动和招募阶段。
	琥珀酸曲格列汀原料药及其片剂	2017 年获得临床批件, 并在 2019 年上半年完成临床样品的生产, 目前正在开展相关的临床试验。
	瑞格列奈片	2016 年获得临床批件, 预计于 2020 年年内通过生物等效性试验, 并于 2020 年完成注册申报
	瑞格列奈二甲双胍片	2016 年获得临床批件, 等待和国家有关部门确定好临床参比制剂后开展进一步的生物等效性研究
临床筹备	地特胰岛素和地特胰岛素注射液	于 2017 年 10 月获得临床试验批件, 现处于临床试验筹备阶段
	赖脯胰岛素、重组赖脯胰岛素注射液、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 25R、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 50R	2018 年 9 月获得国家药品监督管理局核准签发的药物临床试验批件, 现处于临床试验筹备阶段, 预计 2019 年下半年启动临床试验。
临床前试验	超速效型胰岛素类似物 (THDB0206) 和胰岛素基础餐时组合 (THDB0207)	目前正在进行多批次的工艺和分析方法的重复试验, 目前已完成处方筛选工作。
	度拉糖肽注射液	已经完成了临床申报用三批中试生产、质量研究、药效学药代动力学研究及药物安全性评价, 目前正在临床前的进一步研究。
	恩格列净项目	预计 2019 年年内基本完成相关的药学研究, 于 2020 年开展相关的临床试验

资料来源: 公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,545	2,693	2,945	3,373	3,948
营业成本	644	745	689	783	902
折旧和摊销	168	172	63	80	92
营业税费	17	20	23	26	31
销售费用	623	701	755	834	955
管理费用	261	163	264	272	281
财务费用	14	10	19	9	-7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	16	18	7	7	7
营业利润	986	993	1,178	1,435	1,766
利润总额	973	978	1,175	1,432	1,763
少数股东损益	4	0	1	1	1
归属母公司净利润	837	839	1,003	1,223	1,506

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	4,753	5,463	6,039	6,558	7,615
流动资产	2,240	2,273	2,587	2,976	3,915
货币资金	336	356	373	503	1,055
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	544	558	588	647	727
应收票据	2	41	18	20	24
其他应收款	13	47	24	28	33
存货	974	901	1,116	1,270	1,466
可供出售投资	36	36	36	36	36
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	302	290	290	290	290
固定资产	1,162	1,116	1,553	1,846	2,085
无形资产	97	239	209	177	150
总负债	215	729	707	450	545
无息负债	215	279	271	300	345
有息负债	0	450	437	150	200
股东权益	4,537	4,734	5,331	6,108	7,070
股本	1,711	2,034	2,034	2,034	2,034
公积金	1,683	1,477	1,577	1,700	1,850
未分配利润	1,130	1,208	1,705	2,358	3,168
少数股东权益	10	10	11	11	12

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	961	877	768	1,077	1,243
净利润	837	839	1,003	1,223	1,506
折旧摊销	168	172	63	80	92
净营运资金增加	27	-34	340	283	415
其他	-70	-100	-639	-509	-770
投资活动产生现金流	-106	-750	-314	-203	-203
净资本支出	-185	-768	-171	-210	-210
长期投资变化	302	290	0	0	0
其他资产变化	-224	-272	-144	7	7
融资活动现金流	-758	-208	-436	-744	-487
股本变化	289	323	0	0	0
债务净变化	-490	450	-13	-287	50
无息负债变化	-24	64	-8	29	46
净现金流	97	-80	17	130	553

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.75%	5.80%	9.38%	14.51%	17.05%
净利润增长率	30.52%	0.25%	19.65%	21.93%	23.11%
EBITDA 增长率	19.45%	7.06%	1.94%	21.08%	21.53%
EBIT 增长率	22.60%	7.79%	12.56%	20.83%	21.88%
估值指标					
PE	35	35	29	24	20
PB	7	6	6	5	4
EV/EBITDA	21	24	24	19	16
EV/EBIT	25	28	25	20	16
EV/NOPLAT	29	33	29	24	19
EV/Sales	10	11	10	9	7
EV/IC	6	6	5	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	74.68%	72.33%	76.61%	76.78%	77.14%
EBITDA 率	45.12%	45.66%	42.55%	45.00%	46.72%
EBIT 率	38.53%	39.26%	40.40%	42.63%	44.39%
税前净利润率	38.23%	36.30%	39.89%	42.47%	44.67%
税后净利润率 (归属母公司)	32.87%	31.14%	34.07%	36.27%	38.15%
ROA	17.68%	15.36%	16.63%	18.67%	19.79%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.48%	17.75%	18.86%	20.07%	21.34%
经营性 ROIC	20.38%	18.96%	18.81%	21.11%	23.57%
偿债能力					
流动比率	12.80	3.29	4.56	11.04	12.09
速动比率	7.24	1.98	2.60	6.33	7.56
归属母公司权益/有息债务	-	10.50	12.18	40.65	35.29
有形资产/有息债务	-	11.20	13.26	42.27	37.12
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.41	0.41	0.49	0.60	0.74
每股红利	0.17	0.20	0.22	0.27	0.33
每股经营现金流	0.47	0.43	0.38	0.53	0.61
每股自由现金流(FCFF)	0.40	0.17	0.29	0.41	0.49
每股净资产	2.23	2.32	2.62	3.00	3.47
每股销售收入	1.25	1.32	1.45	1.66	1.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼