

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

通化东宝(600867)

买入

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 14 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,034/2,034
总市值/流通(百万元)	29,472/29,472
上证综指/深圳成指	2,815/8,979
12 个月最高/最低(元)	21.86/10.79

相关研究报告:

《通化东宝-600867-2018 年年报点评: 库存调整完成, 研发稳步推进》——2019-04-22  
 《通化东宝-600867-2018 年三季报点评: 调整渠道库存, 为三代胰岛素上市蓄势》——2018-10-27  
 《通化东宝-600867-2018 年半年报点评: 业绩符合预期, 研发有序推进》——2018-08-15  
 《通化东宝-600867-2017 年年报点评: 长期赛道聚“宝”盆》——2018-04-18  
 《通化东宝-600867-2017 年三季报点评: 业绩稳健快速增长, 甘精上市进入倒计时阶段》——2017-10-26

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

现金流改善, 甘精胰岛素期待获批

● 业绩基本持平, 渠道调整基本完成

通化东宝上半年实现营收 14.35 亿 (-1.96%), 归母净利润 5.32 亿 (-0.85%); 二季度营收 7.20 亿 (-3.2%), 归母净利润 2.59 亿 (-1.7%), 业绩与去年同期基本持平。上半年经营性现金流净额为 5.78 亿 (+27.26%), 现金流的大幅好转表明公司业务的好转, 渠道调整基本完成。考虑到去年三季度去库存导致基数较低, 预计今年业绩增速在 15% 左右。

● 糖尿病业务保持稳健, 营收占比进一步提升

2019H1 母公司营收 13.56 亿 (+4.6%), 净利润 5.10 亿 (+1.5%)。子公司房地产业务营收 0.69 亿 (-56.1%), 净利润 2237 万 (-42.7%), 同比有大幅下降。我们预计今年公司糖尿病主业会保持高个位数的增长, 在总营收的占比将进一步提升。

● 甘精胰岛素拟上市, 糖尿病药物布局广泛

公司的甘精胰岛素已经完成生产现场检查和现场抽样工作, 目前所抽样品正处于中检院复核阶段, 预计有望在今年下半年获批。门冬胰岛素、磷酸西格列汀片和西格列汀二甲双胍片的注册申请获得受理, 有望在 2020 年获批。公司在胰岛素类似物、激动剂类降糖药和化学口服降糖药三大领域均有广泛布局。

● 风险提示: 甘精胰岛素上市进度不及预期, 二代胰岛素增速下滑

● 投资建议: 业绩平稳, 静待甘精胰岛素上市, 继续推荐“买入”

通化东宝是国内胰岛素龙头, 基层销售能力强。二代胰岛素经过渠道调整后, 增长压力得到释放。重磅品种甘精胰岛素预计将在今年上市, 将打开新的市场空间。公司在糖尿病药物布局广泛, 将为公司提供持续的增长动力。预计 2019~2021 年公司营收 29.38/33.94/38.74 亿元, 同比增长 9.1%/15.5%/14.2%, 净利润 9.63/11.64/13.87 亿元, 同比增长 14.8%/20.9%/19.1%, 对应当前股价 PE 为 33.7/27.8/23.4x, 继续推荐“买入”。

盈利预测和财务指标

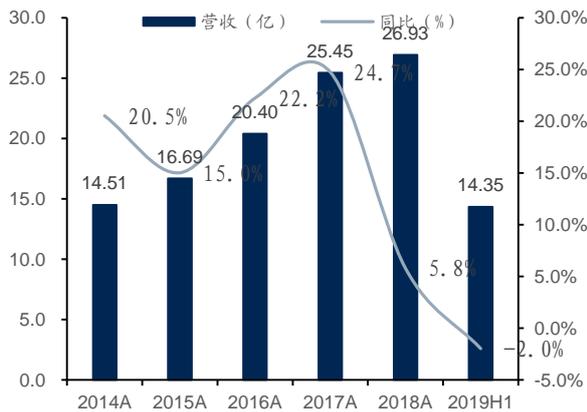
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,545	2,693	2,938	3,394	3,874
(+/-)%	24.7%	5.8%	9.1%	15.5%	14.2%
净利润(百万元)	837	839	963	1164	1387
(+/-)%	30.5%	0.2%	14.8%	20.9%	19.1%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.41	0.47	0.57	0.68
EBIT Margin	39.3%	39.5%	38.1%	40.1%	41.5%
净资产收益率(ROE)	18.5%	17.8%	18.2%	19.4%	20.3%
市盈率(PE)	32.6	38.7	33.7	27.8	23.4
EV/EBITDA	23.6	26.8	26.1	21.2	18.0
市净率(PB)	6.02	6.86	6.12	5.41	4.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

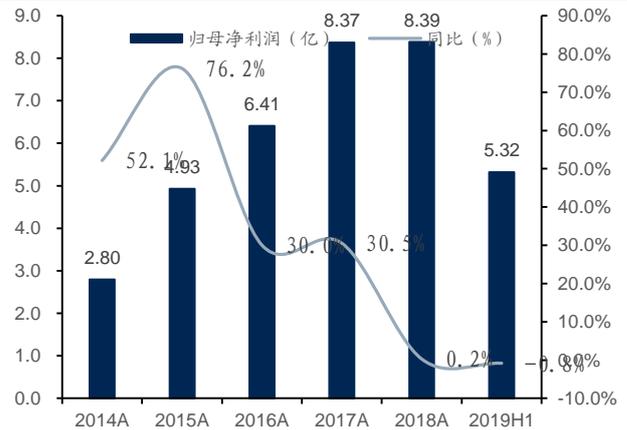
业绩基本持平，渠道调整基本完成。通化东宝上半年实现营收 14.35 亿 (-1.96%)，归母净利润 5.32 亿 (-0.85%)；二季度营收 7.20 亿 (-3.2%)，归母净利润 2.59 亿 (-1.7%)，业绩与去年同期基本持平。上半年经营性现金流净额为 5.78 亿 (+27.26%)，现金流的大幅好转表明公司业务的好转，渠道调整基本完成。考虑到去年三季度去库存导致基数较低，预计今年业绩增速在 15% 左右。

图 1：通化东宝营收情况（亿元）



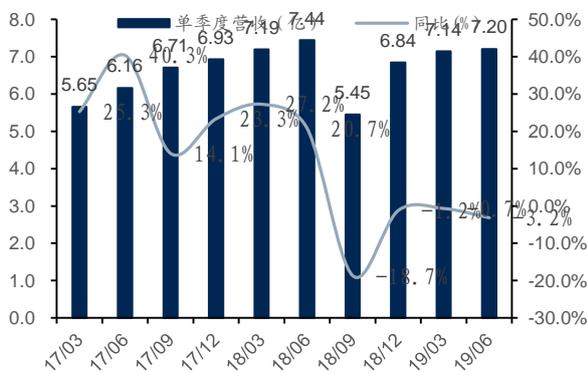
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：通化东宝归母净利润情况（亿元）



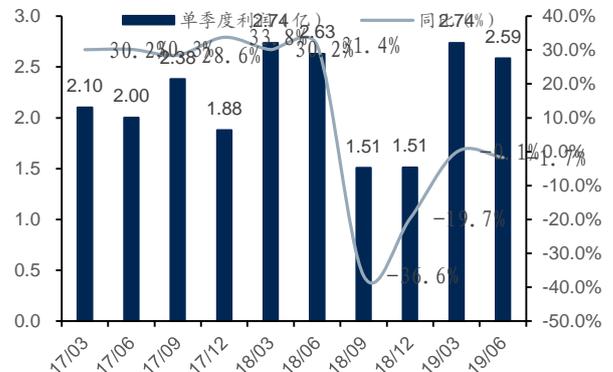
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：通化东宝单季度营收情况（亿元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：通化东宝单季度净利润情况（亿元）

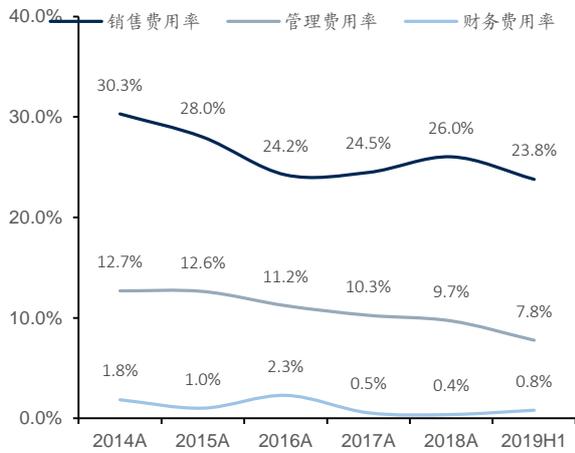


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

糖尿病业务保持稳健，营收占比进一步提升。2019H1 母公司营收 13.56 亿 (+4.6%)，净利润 5.10 亿 (+1.5%)。子公司房地产业务营收 0.69 亿 (-56.1%)，净利润 2237 万 (-42.7%)，同比有大幅下降。我们预计今年公司糖尿病主业会保持高个位数的增长，在总营收的占比将进一步提升。

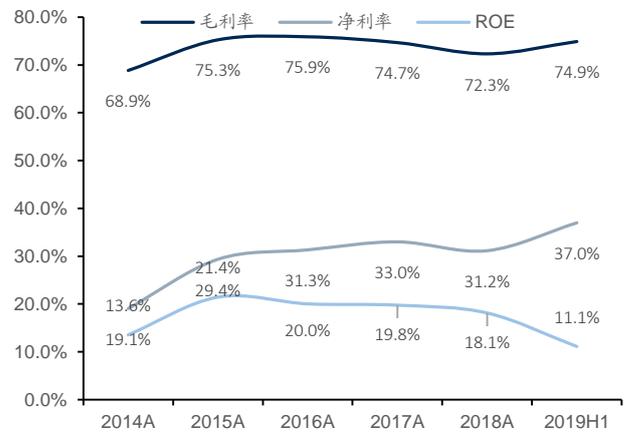
费用率保持稳定，存货周转持续好转。公司上半年销售费用率 23.8% (+1.0pct)，管理费用率（合并研发费用口径）为 7.8% (-0.7pct)，费用率较为稳定。上半年毛利率 74.9% (+1.2pct)，净利率 37.0% (+0.4pct)，半年 ROE 为 11.1% (-0.5pct)。2019H1 公司的存货周转天数为 406 天，比去年同期减少 27 天，持续改善。

图 5: 通化东宝三费率情况



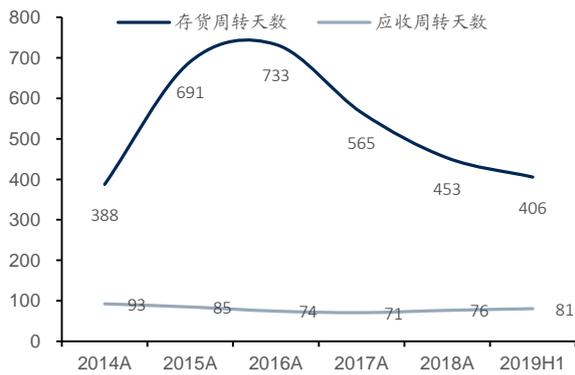
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 通化东宝毛利率、净利率、ROE 情况



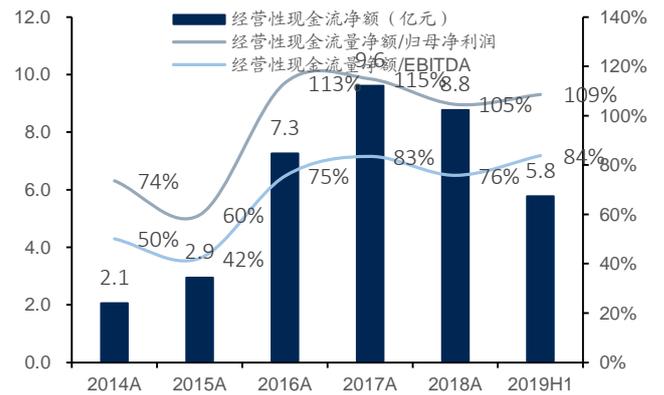
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 通化东宝存货及应收账款和票据周转天数



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 通化东宝经营性现金流净额情况 (亿元)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

**甘精胰岛素拟上市，糖尿病药物布局广泛。**公司的甘精胰岛素已经完成生产现场检查 and 现场抽样工作，目前所抽样品正处于中检院复核阶段，预计有望在今年下半年获批。门冬胰岛素、磷酸西格列汀片和西格列汀二甲双胍片的注册申请获得受理，有望在 2020 年获批。公司在胰岛素类似物、激动剂类降糖药和化学口服降糖药三大领域均有广泛布局。

**业绩平稳，静待甘精胰岛素上市，继续推荐“买入”。**通化东宝是国内胰岛素龙头，基层销售能力强。二代胰岛素经过渠道调整后，增长压力得到释放。重磅品种甘精胰岛素预计将在今年上市，将打开新的市场空间。公司在糖尿病药物布局广泛，将为公司提供持续的增长动力。预计 2019~2021 年公司营收 29.38/33.94/38.74 亿元，同比增长 9.1%/15.5%/14.2%，净利润 9.63/11.64/13.87 亿元，同比增长 14.8%/20.9%/19.1%，对应当前股价 PE 为 33.7/27.8/23.4x，继续推荐“买入”。

**表 1: 通化东宝在研项目情况**

分类	药品	阶段	进度	开始时间
胰岛素类似物	甘精胰岛素注射液	报产	完成生产现场检查 and 现场抽样工作, 所抽样品正处于中检院复核阶段	2019年6月
	门冬胰岛素注射液	报产	注册申请获受理	2019年4月
	门冬胰岛素 30 注射液	3 期临床	处于临床入组阶段	2018年10月
	门冬胰岛素 50 注射液	3 期临床	完成全部病例的入组, 目前处于病例随访 and 治疗阶段	2019年3月
	地特胰岛素和地特胰岛素注射液	临床	获得临床试验批件, 现处于临床试验筹备阶段	2017年10月
	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	临床	获得临床试验批件, 现处于临床试验筹备阶段	2018年9月
	超速效型胰岛素类似物 (THDB0206) 和胰岛素基础餐时组合 (THDB0207)	临床前	计划 2019 年底完成临床前药学和药理毒理研究, 2020 年上半年申报临床试验	/
激动剂类降糖药	利拉鲁肽注射液	3 期临床	目前处于各家研究中心陆续启动 and 招募阶段	2019年4月
	度拉糖肽注射液	临床前	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, 目前正在进行临床试验前的进一步研究	/
	瑞格列奈片	临床	已于 2016 年获得了瑞格列奈片的临床批件, 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	/
化学口服降糖药	瑞格列奈二甲双胍片	临床	已于 2016 年获得了瑞格列奈二甲双胍片的临床批件, 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	/
	琥珀酸曲格列汀原料药及其片剂	临床	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	/
	磷酸西格列汀片	报产	注册申请获受理	2019年1月
	西格列汀二甲双胍片	报产	注册申请获受理	2019年4月
	恩格列净项目	临床前	已完成了该项目原料药中试研究, 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、国信证券经济研究所整理

**表 2: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 19-3-7	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
000661	长春高新	331.01	563	5.92	8.78	11.33	13.51	55.9	37.7	29.2	24.5	20.6%	1.8	增持
600867	通化东宝	15.94	324	0.41	0.47	0.57	0.68	38.7	33.7	27.9	23.4	17.6%	2.1	买入
300009	安科生物	14.87	156	0.26	0.36	0.46	0.57	56.4	41.2	32.5	25.9	15.0%	1.9	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	356	1000	1100	1514	营业收入	2693	2938	3394	3874
应收款项	645	704	813	928	营业成本	745	772	860	931
存货净额	901	712	763	820	营业税金及附加	20	22	25	29
其他流动资产	371	405	467	534	销售费用	701	764	882	1007
<b>流动资产合计</b>	<b>2273</b>	<b>2821</b>	<b>3143</b>	<b>3796</b>	管理费用	163	259	264	300
固定资产	1960	2100	2198	2276	财务费用	10	(17)	(6)	(21)
无形资产及其他	239	230	220	211	投资收益	18	0	0	0
投资性房地产	701	701	701	701	资产减值及公允价值变动	(6)	(11)	(12)	(10)
长期股权投资	290	339	357	376	其他收入	(72)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5463</b>	<b>6190</b>	<b>6620</b>	<b>7360</b>	营业利润	993	1127	1356	1618
短期借款及交易性金融负债	450	580	316	200	营业外净收支	(15)	0	0	0
应付款项	132	138	122	131	<b>利润总额</b>	<b>978</b>	<b>1127</b>	<b>1356</b>	<b>1618</b>
其他流动负债	109	125	138	154	所得税费用	139	164	192	231
<b>流动负债合计</b>	<b>691</b>	<b>842</b>	<b>576</b>	<b>485</b>	少数股东损益	0	0	0	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>839</b>	<b>963</b>	<b>1164</b>	<b>1387</b>
其他长期负债	38	38	38	39					
<b>长期负债合计</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>729</b>	<b>880</b>	<b>613</b>	<b>524</b>	净利润	839	963	1164	1387
少数股东权益	10	10	10	11	资产减值准备	(13)	4	1	1
股东权益	4724	5300	5996	6825	折旧摊销	172	154	199	221
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5463</b>	<b>6190</b>	<b>6620</b>	<b>7360</b>	公允价值变动损失	6	11	12	10
					财务费用	10	(17)	(6)	(21)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(425)	123	(225)	(212)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	13	(4)	(1)	(0)
每股收益	0.41	0.47	0.57	0.68	<b>经营活动现金流</b>	<b>592</b>	<b>1251</b>	<b>1150</b>	<b>1406</b>
每股红利	0.17	0.19	0.23	0.27	资本开支	(212)	(300)	(300)	(300)
每股净资产	2.32	2.61	2.95	3.36	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	21%	18%	20%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(199)</b>	<b>(349)</b>	<b>(318)</b>	<b>(318)</b>
ROE	18%	18%	19%	20%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	72%	74%	75%	76%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	39%	38%	40%	41%	支付股利、利息	(356)	(387)	(468)	(558)
EBITDA Margin	46%	43%	46%	47%	其它融资现金流	338	130	(264)	(116)
收入增长	6%	9%	16%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(373)</b>	<b>(258)</b>	<b>(732)</b>	<b>(674)</b>
净利润增长率	0%	15%	21%	19%	<b>现金净变动</b>	<b>20</b>	<b>644</b>	<b>100</b>	<b>414</b>
资产负债率	14%	14%	9%	7%	货币资金的期初余额	336	356	1000	1100
息率	1.1%	1.2%	1.4%	1.7%	货币资金的期末余额	356	1000	1100	1514
P/E	38.7	33.7	27.8	23.4	企业自由现金流	448	935	844	1087
P/B	6.9	6.1	5.4	4.8	权益自由现金流	786	1079	585	989
EV/EBITDA	26.8	26.1	21.2	18.0					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032