

# 通化东宝 (600867)

证券研究报告

2019年03月25日

## 2019年业绩有望重回增长快车道，甘精进展值得期待

### 2018年预计将是公司业绩低点，2019年有望重回快速增长通道

公司过去多年二代胰岛素增长迅速，2010-2017年二代胰岛素的营收绝大多数年份增速在20%以上，这直接带动公司业绩持续优异表现，2013-2017年公司业绩增长都在30%以上。根据公司2018年半年报，公司重组人胰岛素销售市场份额达到25%以上居第二位。2018年三季度，公司进行主动的去库存，单季度营收下降18.72%，业绩同比下滑36.65%，我们测算通过去库存使得出厂发货周期与终端纯销一致，2018年四季度估计公司发货已经恢复正常，从季度上看，2018年三季度是一个季度业绩低点。从年度来看，预计2018年将是公司近年来的业绩低点，2019年在二代销售稳步推进及甘精胰岛素有望贡献销售增量下，业绩有望重回快速增长通道。

### 甘精胰岛素进展顺利，有望年中获批年内贡献销售增量

公司重磅的甘精胰岛素目前已完成临床试验现场核查，即将迎来生产现场检查，根据生产现场检查及后续审评审批周期，预计甘精胰岛素有望在年中获批。通过招标、挂网等周期计算，全年有望实现1个季度销售，为公司带来营收增量。

三代胰岛素是主流的胰岛素用药，甘精胰岛素是用量最大的胰岛素类似物。第三代胰岛素重组胰岛素类似物利用人工方法改变了天然人胰岛素的结构，与人胰岛素（二代胰岛素）有几个氨基酸的差异。与二代相比可进一步模拟人体生理性胰岛素分泌曲线，精准调节人体血糖浓度，降低低血糖风险，安全性及有效性进一步提高。目前胰岛素类似物是大中城市胰岛素用药主导产品，也是未来胰岛素用药的主流方向，存在替代二代胰岛素的大行业趋势（目前基层市场仍以二代胰岛素为主），PDB重点城市样本医院数据显示胰岛素类似物占比2018年达到81%。甘精胰岛素作为基础胰岛素是胰岛素类似物第一大用药，PDB样本医院数据显示甘精胰岛素2018年占类似物比达到43%，占整个胰岛素比达到35%。甘精胰岛素作为基础胰岛素，释放平稳，每日仅需注射一次（甘精胰岛素的持续时间可达30小时），大大提高了患者的依从性。在竞争格局方面，赛诺菲的原研来得时占据主要市场份额，2018年PDB样本医院占比达到77%，甘李药业的长秀霖占比为23%，联邦药业还在销售拓展早期，占比为0.33%。公司作为后入者有望享受糖尿病市场的持续扩容、胰岛素渗透率的不断提升。同时东宝的多年医生资源积累及慢病管理平台有望缩短甘精胰岛素导入期，迅速抢占可观的增量患者。

### 参股公司厦门特宝拟申报科创板，有望提振公司估值

根据厦门证监局发布的国金证券辅导工作总结报告称，公司参股公司厦门特宝生物工程股份有限公司（持股33.94%）根据未来发展战略，拟变更申请上市交易所及板块为上海证券交易所科创板公司。厦门特宝生物研发的Y型PEG化重组人干扰素 $\alpha$ 2b注射液（治疗生物制品I类），用于治疗慢性丙肝（基因2、3型），在2016年作为新药获批上市，2017年获得慢性乙肝适应症批准；Y型PEG化重组人粒细胞刺激因子注射液（治疗生物制品I类），治疗化疗引起的粒细胞减少症，完成II期临床研究；Y型PEG化重组人生长激素注射液（治疗生物制品I类），治疗矮小症及生长激素缺乏症，开展II期临床研究。厦门特宝2017、2018H1净利润分别为1366.31、450.13万元。厦门特宝拟申报科创板有望提振公司估值。

### 看好公司好赛道，好卡位，维持“买入”评级

暂不调整公司盈利预测，预计2018-2020年EPS分别为0.46、0.56、0.70元，对应PE分别为41、34、27倍，我们看好糖尿病赛道和公司卡位以及甘精胰岛素后续进程，对公司后续管线推进保持乐观，维持买入评级。

**风险提示：**研发进展低于预期，甘精胰岛素上市进程及后续销售低于预期，二代胰岛素下滑超预期，厦门特宝申报科创板进度和结果低于预期

### 投资评级

行业	医药生物/生物制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.85元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,033.99
流通A股股本(百万股)	1,953.74
A股总市值(百万元)	38,340.68
流通A股市值(百万元)	36,828.03
每股净资产(元)	2.37
资产负债率(%)	11.04
一年内最高/最低(元)	31.98/10.94

### 作者

**潘海洋** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517080006  
panhaiyang@tfzq.com

**郑薇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《通化东宝-半年报点评:业绩符合预期，研发管线持续推进》2018-08-15
- 2 《通化东宝-公司点评:管理层稳定，公司业绩有望延续高增长态势》2018-07-31
- 3 《通化东宝-季报点评:一季报延续高速增长，合作再添两大胰岛素重磅品种》2018-04-27



财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,040.39	2,545.32	2,853.34	3,316.91	3,933.16
增长率(%)	22.23	24.75	12.10	16.25	18.58
EBITDA(百万元)	945.98	1,163.75	1,209.43	1,480.30	1,851.05
净利润(百万元)	640.92	836.55	927.04	1,134.66	1,431.72
增长率(%)	30.02	30.52	10.82	22.40	26.18
EPS(元/股)	0.32	0.41	0.46	0.56	0.70
市盈率(P/E)	59.82	45.83	41.36	33.79	26.78
市净率(P/B)	9.73	8.47	7.14	6.37	5.61
市销率(P/S)	18.79	15.06	13.44	11.56	9.75
EV/EBITDA	33.10	33.26	30.70	24.97	19.68

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	235.63	336.44	1,015.18	1,281.36	1,833.67
应收账款	472.21	556.56	553.07	618.19	770.68
预付账款	42.65	47.21	43.92	86.79	51.26
存货	1,047.95	973.92	1,304.44	1,298.77	1,768.74
其他	411.35	325.85	257.74	328.03	310.80
<b>流动资产合计</b>	<b>2,209.78</b>	<b>2,239.98</b>	<b>3,174.35</b>	<b>3,613.13</b>	<b>4,735.15</b>
长期股权投资	283.44	302.37	362.37	412.37	456.37
固定资产	1,224.16	1,161.91	1,477.93	1,708.02	1,826.08
在建工程	625.45	711.51	462.90	325.74	225.45
无形资产	198.73	193.61	200.90	191.26	159.76
其他	133.45	143.34	147.90	54.43	22.37
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,465.23</b>	<b>2,512.74</b>	<b>2,652.01</b>	<b>2,691.83</b>	<b>2,690.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,675.01</b>	<b>4,752.72</b>	<b>5,826.36</b>	<b>6,304.96</b>	<b>7,425.17</b>
短期借款	410.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	176.23	89.96	367.37	132.73	399.69
其他	52.80	85.03	47.92	63.95	52.24
<b>流动负债合计</b>	<b>639.03</b>	<b>174.99</b>	<b>415.29</b>	<b>196.69</b>	<b>451.93</b>
长期借款	60.00	0.00	0.00	50.00	90.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	30.73	40.31	34.47	35.17	36.65
<b>非流动负债合计</b>	<b>90.73</b>	<b>40.31</b>	<b>34.47</b>	<b>85.17</b>	<b>126.65</b>
<b>负债合计</b>	<b>729.76</b>	<b>215.30</b>	<b>449.77</b>	<b>281.86</b>	<b>578.58</b>
少数股东权益	6.03	9.57	8.22	8.25	9.58
股本	1,421.93	1,711.30	2,033.99	2,033.99	2,033.99
资本公积	1,201.91	1,214.78	1,214.78	1,214.78	1,214.78
留存收益	2,532.64	2,813.28	3,334.38	3,980.86	4,803.02
其他	(1,217.26)	(1,211.51)	(1,214.78)	(1,214.78)	(1,214.78)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,945.25</b>	<b>4,537.42</b>	<b>5,376.59</b>	<b>6,023.10</b>	<b>6,846.59</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,675.01</b>	<b>4,752.72</b>	<b>5,826.36</b>	<b>6,304.96</b>	<b>7,425.17</b>

  

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	639.21	840.10	927.04	1,134.66	1,431.72
折旧摊销	161.46	167.67	117.77	139.09	152.28
财务费用	44.60	15.48	18.00	25.00	30.00
投资损失	14.31	(16.47)	(15.00)	(10.00)	(9.00)
营运资金变动	(340.16)	46.84	(92.75)	(350.64)	(316.05)
其它	206.35	(92.43)	(1.35)	0.03	1.33
<b>经营活动现金流</b>	<b>725.76</b>	<b>961.19</b>	<b>953.70</b>	<b>938.14</b>	<b>1,290.28</b>
资本支出	663.61	192.79	199.03	220.00	138.82
长期投资	140.45	18.94	60.00	50.00	44.00
其他	(1,641.92)	(318.22)	(436.13)	(481.00)	(317.52)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(837.86)</b>	<b>(106.49)</b>	<b>(177.10)</b>	<b>(211.00)</b>	<b>(134.70)</b>
债权融资	490.00	0.00	6.67	58.89	95.19
股权融资	1,246.58	306.85	301.42	(25.00)	(30.00)
其他	(1,601.05)	(1,065.04)	(405.94)	(494.85)	(668.45)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>135.53</b>	<b>(758.19)</b>	<b>(97.85)</b>	<b>(460.96)</b>	<b>(603.27)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>23.44</b>	<b>96.50</b>	<b>678.75</b>	<b>266.17</b>	<b>552.31</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,040.39</b>	<b>2,545.32</b>	<b>2,853.34</b>	<b>3,316.91</b>	<b>3,933.16</b>
营业成本	491.85	644.46	820.21	937.15	1,061.83
营业税金及附加	18.98	16.85	18.30	24.70	26.85
营业费用	494.41	622.97	670.54	729.72	845.63
管理费用	228.78	261.01	256.80	281.94	294.99
财务费用	46.73	14.00	18.00	25.00	30.00
资产减值损失	6.44	19.28	10.83	12.18	14.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(14.31)	16.47	15.00	10.00	9.00
其他	28.62	(35.88)	(30.00)	(20.00)	(18.00)
<b>营业利润</b>	<b>738.89</b>	<b>986.17</b>	<b>1,073.67</b>	<b>1,316.22</b>	<b>1,668.76</b>
营业外收入	26.32	0.11	10.31	12.24	7.55
营业外支出	6.28	13.29	7.59	9.05	9.98
<b>利润总额</b>	<b>758.93</b>	<b>972.98</b>	<b>1,076.39</b>	<b>1,319.41</b>	<b>1,666.34</b>
所得税	119.73	132.88	150.69	184.72	233.29
<b>净利润</b>	<b>639.21</b>	<b>840.10</b>	<b>925.69</b>	<b>1,134.69</b>	<b>1,433.05</b>
少数股东损益	(1.72)	3.54	(1.35)	0.03	1.33
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>640.92</b>	<b>836.55</b>	<b>927.04</b>	<b>1,134.66</b>	<b>1,431.72</b>
每股收益(元)	0.32	0.41	0.46	0.56	0.70

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.23%	24.75%	12.10%	16.25%	18.58%
营业利润	29.81%	33.47%	8.87%	22.59%	26.78%
归属于母公司净利润	30.02%	30.52%	10.82%	22.40%	26.18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	75.89%	74.68%	71.25%	71.75%	73.00%
净利率	31.41%	32.87%	32.49%	34.21%	36.40%
ROE	16.27%	18.48%	17.27%	18.86%	20.94%
ROIC	21.57%	21.23%	23.14%	27.72%	31.52%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.61%	4.53%	7.72%	4.47%	7.79%
净负债率	-0.66%	0.09%	-2.25%	-9.50%	-15.46%
流动比率	3.46	12.80	7.64	18.37	10.48
速动比率	1.82	7.24	4.50	11.77	6.56
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.62	4.95	5.14	5.66	5.66
存货周转率	2.04	2.52	2.50	2.55	2.56
总资产周转率	0.48	0.54	0.54	0.55	0.57
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.32	0.41	0.46	0.56	0.70
每股经营现金流	0.36	0.47	0.47	0.46	0.63
每股净资产	1.94	2.23	2.64	2.96	3.36
<b>估值比率</b>					
市盈率	59.82	45.83	41.36	33.79	26.78
市净率	9.73	8.47	7.14	6.37	5.61
EV/EBITDA	33.10	33.26	30.70	24.97	19.68
EV/EBIT	39.86	38.81	34.02	27.56	21.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com