

通化东宝(600867)/生物制品

渠道调整基本接近尾声，人胰岛素实现5%左右增长

评级: 买入(维持)

市场价格: 15.44

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 赵磊

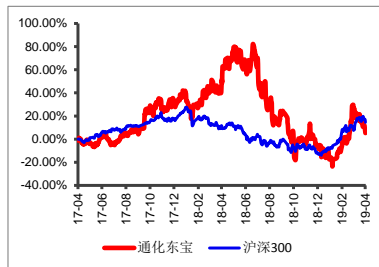
执业证书编号: S0740518070007

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 2034     |
| 流通股本(百万股) | 1954     |
| 市价(元)     | 15.44    |
| 市值(百万元)   | 31404.96 |
| 流通市值(百万元) | 30169.76 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 通化东宝(600867)-2018 年报点评: 三季度调整渠道库存影响全年增长, 2019 年有望逐步好转-买入-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20190416
- 2 通化东宝(600867)-公司点评: 门冬胰岛素申报生产受理, 类似药第二个产品进入上市倒计时-买入-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20190410
- 3 通化东宝(600867)-2018Q3 点评: 应对市场竞争, 销售策略调整影响业绩表现-买入-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20181024

公司盈利预测及估值

| 指标        | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2545.32 | 2692.93 | 2900.94 | 3448.33 | 3938.47 |
| 增长率 yoy%  | 24.75%  | 5.80%   | 7.72%   | 18.87%  | 14.21%  |
| 净利润       | 836.55  | 838.61  | 983.17  | 1218.18 | 1492.63 |
| 增长率 yoy%  | 30.52%  | 0.25%   | 17.24%  | 23.90%  | 22.53%  |
| 每股收益(元)   | 0.41    | 0.41    | 0.48    | 0.60    | 0.73    |
| 每股现金流量    | 0.47    | 0.43    | 0.46    | 0.52    | 0.69    |
| 净资产收益率    | 18.48%  | 17.75%  | 17.23%  | 18.13%  | 18.66%  |
| P/E       | 37.54   | 37.45   | 31.94   | 25.78   | 21.04   |
| PEG       | 1.23    | 152.68  | 1.85    | 1.08    | 0.93    |
| P/B       | 6.94    | 6.65    | 5.50    | 4.67    | 3.93    |

备注:

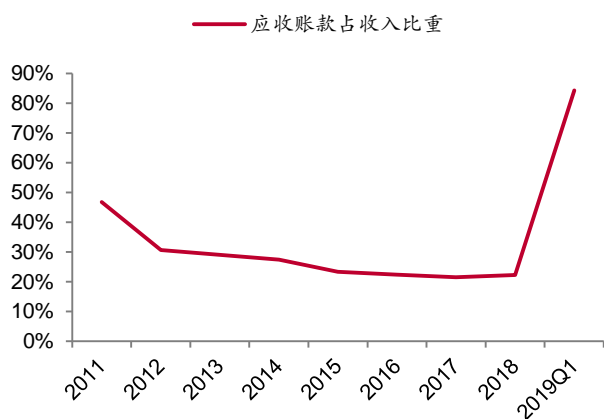
投资要点

- **事件:** 2019 年 4 月 25 日, 公司发布 2019 年一季报。2019 年第一季度公司实现营业收入 7.14 亿元, 同比减少 0.70%; 实现归母净利润 2.74 亿元, 同比减少 0.06%; 实现扣非归母净利润 2.70 亿元, 同比增长 0.41%。
- **点评:** 渠道调整基本接近尾声, 人胰岛素实现 5%左右增长。2019 年第一季度公司归母净利润表现相对一般、同比基本持平。2018 年第三季度起单季度归母净利润同比分别为-36.65%、-19.66%和-0.06%, 我们认为三季度开始的渠道调整基本接近尾声。母公司第一季度实现收入 6.70 亿元 (5.07%+), 净利润 2.60 亿元 (1.02%+), 我们预计母公司人胰岛素业务基本实现 5%左右的小幅增长, 房地产和中药业务拖累报表, 预计未来建材、中药和地产业务体量会逐步减小。毛利率 75.02%, 同比提升约 2 个百分点; 净利率 38.31%, 同比提升约 0.3 个百分点, 盈利能力指标上升。应收账款 6.02 亿元, 和 2018 年底 5.99 亿元相比基本持平, 预计渠道库存基本进入正常状态。
- **经营活动正常进行, 费用率基本稳定。**费用率方面, 公司销售费用率 21.94%, 占收入比重基本持平; 费用绝对值在 1.56 亿元, 同比增长 5.58%。管理费用 3428 万元, 研发费用 1851 万元, 合计费用率水平在 8%左右, 同比下降约 1 个百分点。经营活动产生的现金流量净额 3.91 亿元, 同比增长 130.96%。经营回款情况良好, 预计主要是重组人胰岛素销售回款增加及支付购买材料款减少。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计 2019-2021 年公司营业收入为 29.01、34.48、39.38 亿元, 同比增长 7.72%、18.87%、14.21%, 归属母公司净利润为 9.83、12.18、14.93 亿元, 同比增长 17.24%、23.90%、22.53%, 对应 EPS 为 0.48、0.60、10.73 元。公司是国产二代胰岛素产品市占率第一的龙头企业, 2019 年新产品甘精胰岛素有望上市, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 二代胰岛素竞争加剧的风险; 新产品获批不及预期的风险; 慢病管理平台发展不及预期的风险; 管理层调整不及预期的风险; 药品招标降价的风险。

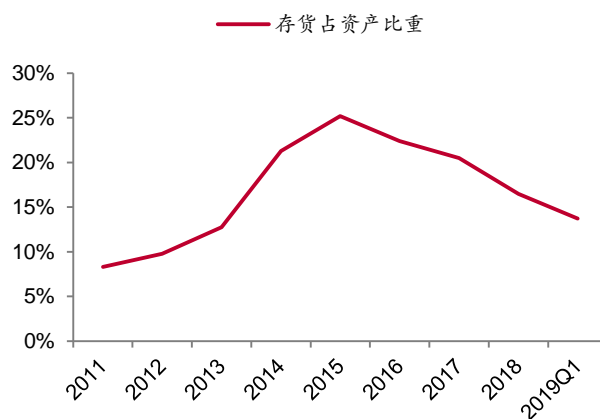
**图表 1: 通化东宝分季度财务指标变化 (单位: 百万元, %)**

| 项目        | 2017-1Q | 2017-2Q | 2017-3Q | 2017-4Q | 2018-1Q | 2018-2Q | 2018-3Q | 2018-4Q | 2019-1Q |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 565.36  | 616.21  | 671.08  | 692.67  | 719.33  | 744.03  | 545.43  | 684.14  | 714.28  |
| 营收同比增长    | 25.25%  | 40.34%  | 14.06%  | 23.35%  | 27.23%  | 20.74%  | -18.72% | -1.23%  | -0.70%  |
| 营收环比增长    | 0.67%   | 8.99%   | 8.90%   | 3.22%   | 3.85%   | 3.43%   | -26.69% | 25.43%  | 4.41%   |
| 营业成本      | 136.83  | 157.36  | 163.33  | 186.94  | 193.24  | 191.05  | 179.3   | 181.44  | 178.41  |
| 毛利率       | 75.80%  | 74.46%  | 75.66%  | 73.01%  | 73.14%  | 74.32%  | 67.13%  | 73.48%  | 75.02%  |
| 销售费用      | 122.47  | 150.58  | 138.67  | 211.24  | 148.23  | 185.92  | 127.37  | 239.5   | 156.69  |
| 管理费用      | 53.31   | 58.13   | 70.97   | 78.6    | 62.23   | 62.33   | 38.52   | 46.54   | 37.62   |
| 研发费用      |         |         |         |         |         |         | 26.69   |         | 19.62   |
| 财务费用      | 4.85    | 4.43    | 4.07    | 0.65    | -0.49   | 1.37    | 4.87    | 4.59    | 6.48    |
| 营业利润      | 245     | 240.02  | 281.79  | 219.36  | 318.86  | 314.54  | 177.26  | 182.32  | 319.03  |
| 利润总额      | 245.36  | 236.1   | 282.41  | 209.1   | 318.91  | 307.6   | 173.35  | 177.67  | 319.05  |
| 所得税       | 35.38   | 35.84   | 44.06   | 17.60   | 45.73   | 45.27   | 22.73   | 24.88   | 45.67   |
| 归母净利润     | 210.29  | 200.1   | 238.2   | 187.96  | 273.8   | 262.9   | 150.9   | 151     | 273.63  |
| 归母净利润同比增长 | 30.16%  | 30.26%  | 28.55%  | 33.83%  | 30.20%  | 31.38%  | -36.65% | -19.66% | -0.06%  |
| 净利率       | 37.20%  | 32.47%  | 35.50%  | 27.14%  | 38.06%  | 35.33%  | 27.67%  | 22.07%  | 38.31%  |

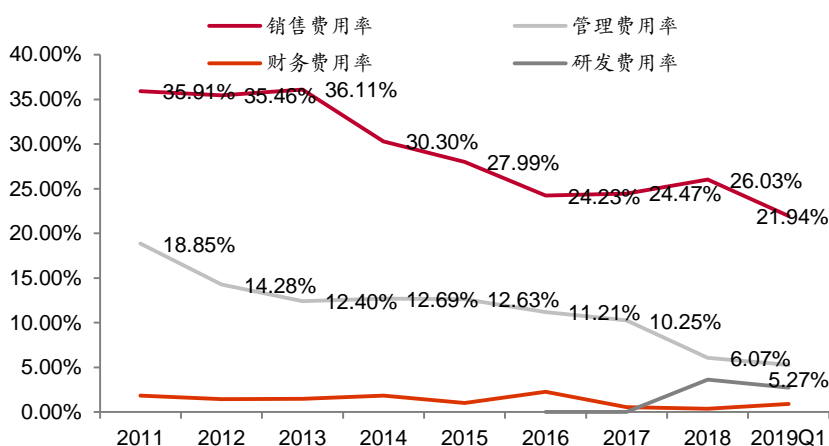
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: 通化东宝应收账款及票据情况 (单位: 百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 3: 通化东宝存货情况 (单位: 百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 通化东宝期间费用率情况 (单位: 百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 通化东宝财务模型预测**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 会计年度            | 2018        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>流动资产</b>    | 2273 | 3436  | 4603  | 6100  | <b>营业收入</b>     | 2693        | 2901         | 3448         | 3938         |
| 现金             | 356  | 1155  | 2009  | 3276  | 营业成本            | 745         | 685          | 787          | 847          |
| 应收账款           | 558  | 620   | 740   | 845   | 营业税金及附加         | 20          | 22           | 25           | 29           |
| 其他应收款          | 52   | 35    | 44    | 53    | 营业费用            | 701         | 754          | 897          | 985          |
| 预付账款           | 27   | 39    | 42    | 44    | 管理费用            | 163         | 290          | 345          | 394          |
| 存货             | 901  | 1216  | 1397  | 1502  | 财务费用            | 10          | -6           | -34          | -64          |
| 其他流动资产         | 380  | 370   | 372   | 381   | 资产减值损失          | 6           | 11           | 10           | 10           |
| <b>非流动资产</b>   | 3190 | 2784  | 2619  | 2414  | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 290  | 293   | 294   | 293   | 投资净收益           | 18          | 12           | 15           | 14           |
| 固定资产           | 1116 | 1395  | 1430  | 1342  | <b>营业利润</b>     | 993         | 1157         | 1433         | 1753         |
| 无形资产           | 239  | 210   | 182   | 153   | 营业外收入           | 2           | 5            | 3            | 4            |
| 其他非流动资产        | 1545 | 885   | 714   | 626   | 营业外支出           | 17          | 14           | 15           | 15           |
| <b>资产总计</b>    | 5463 | 6219  | 7223  | 8514  | <b>利润总额</b>     | 978         | 1148         | 1421         | 1741         |
| <b>流动负债</b>    | 691  | 517   | 541   | 585   | 所得税             | 139         | 164          | 201          | 247          |
| 短期借款           | 450  | 293   | 297   | 321   | <b>净利润</b>      | 839         | 984          | 1220         | 1494         |
| 应付账款           | 132  | 103   | 118   | 131   | 少数股东损益          | 0           | 1            | 2            | 2            |
| 其他流动负债         | 109  | 120   | 126   | 132   | <b>归属母公司净利润</b> | 839         | 983          | 1218         | 1493         |
| <b>非流动负债</b>   | 38   | -16   | -50   | -85   | EBITDA          | 1176        | 1323         | 1604         | 1911         |
| 长期借款           | 0    | -52   | -88   | -123  | EPS (元)         | 0.41        | 0.48         | 0.60         | 0.73         |
| 其他非流动负债        | 38   | 36    | 38    | 37    |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 729  | 501   | 491   | 499   | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 10   | 11    | 13    | 15    | <b>会计年度</b>     | <b>2018</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 股本             | 2034 | 2034  | 2034  | 2034  | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 933  | 933   | 933   | 933   | 营业收入            | 5.8%        | 7.7%         | 18.9%        | 14.2%        |
| 留存收益           | 1753 | 2741  | 3752  | 5033  | 营业利润            | 0.7%        | 16.5%        | 23.8%        | 22.4%        |
| 归属母公司股东权益      | 4724 | 5707  | 6719  | 8000  | 归属于母公司净利润       | 0.2%        | 17.2%        | 23.9%        | 22.5%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 5463 | 6219  | 7223  | 8514  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率 (%)         | 72.3%       | 76.4%        | 77.2%        | 78.5%        |
|                |      |       |       |       | 净利率 (%)         | 31.1%       | 33.9%        | 35.3%        | 37.9%        |
|                |      |       |       |       | ROE (%)         | 17.8%       | 17.2%        | 18.1%        | 18.7%        |
|                |      |       |       |       | ROIC (%)        | 21.4%       | 23.5%        | 28.0%        | 33.9%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率 (%)       | 13.3%       | 8.0%         | 6.8%         | 5.9%         |
|                |      |       |       |       | 净负债比率 (%)       | 61.72%      | 48.94%       | 42.95%       | 40.13%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 3.29        | 6.65         | 8.52         | 10.43        |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.96        | 4.26         | 5.89         | 7.82         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.53        | 0.50         | 0.51         | 0.50         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 4           | 4            | 4            | 4            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 7.71        | 5.82         | 7.10         | 6.78         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益 (最新摊薄)     | 0.41        | 0.48         | 0.60         | 0.73         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.43        | 0.46         | 0.52         | 0.69         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产 (最新摊薄)    | 2.32        | 2.81         | 3.30         | 3.93         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 37.45       | 31.94        | 25.78        | 21.04        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 6.65        | 5.50         | 4.67         | 3.93         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 26          | 23           | 19           | 16           |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。