

通化东宝 (600867)

证券研究报告
2019年04月27日

一季度现金流改善超预期，甘精胰岛素有望三季度获批

2019年一季报收入增长-0.70%，归母净利润增长-0.06%

公司公告 2019 年一季报，营收 7.14 亿元，同比增长-0.70%；归母净利润 2.74 亿元，同比增长-0.06%，归母扣非后净利润 2.70 亿元，同比增长 0.41%。公司整体业绩基本符合市场预期。经营净现金流达到 3.91 亿元，同比增长 130.96%，大幅改善，超市场预期。母公司（胰岛素产品经营主体）报表看，收入同比增长 5.07%，经营净现金流 3.51 亿元，同比增长 180.31%。展望 2019 年全年，公司业绩有望恢复快速增长，公司 2019 年计划母公司（核心胰岛素系列产品经营主体）收入增长 15%，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。

预计胰岛素系列一季度收入增长 5%左右

经营胰岛素系列的母公司收入 6.71 亿元，同比增长 5.07%，我们预计胰岛素系列增长在 5%左右，增速环比进一步提升，经过公司持续的渠道去库存，目前公司经营质量显著提升：母公司层面一季度经营净现金流 3.51 亿元，同比大增 180.31%，应收账款周转天数从 2018 年半年报时的 79.4 天降至 71.02 天，已经接近上市以来的最佳水平。其他方面：房地产业务预计一季度收入 3500-4000 万；针头等器械预计实现稳健增长。公司持续加强营销布局，一季度销售费用继续保持增长态势，同比增长 5.71%。

甘精胰岛素有望三季度获批，研发成果有望逐步落地

根据公司 2018 年年报：公司甘精胰岛素目前已经报产，已完成临床数据的核查，等待现场检查，有望三季度获批，打开公司新成长空间，公司的门冬胰岛素申报生产已获受理，门冬胰岛素 30 注射液、门冬胰岛素 50 注射液等目前正处于临床入组阶段；利拉鲁肽注射液现已开始 III 期临床试验，此外，重组赖脯胰岛素获批临床、西格列汀二甲双胍片（II）药品注册申请获得受理，公司管线持续推进，打开公司新成长空间；此外公司还与法国 Adocia 公司合作，布局有四代胰岛素产品等，公司的研发成果有望逐步落地，迎来产品的收获期。

看好公司长期发展，维持“买入评级”

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.50、0.63、0.78 元（对应 PE 分别为 31、24、20 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，研发管线持续推进有望逐步迎来产品收获期，维持买入评级。

风险提示：甘精胰岛素上市进程及后续销售低于预期，二代胰岛素增速下滑超预期，研发及产品审评进展低于预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,545.32	2,692.93	2,902.66	3,460.30	4,069.31
增长率(%)	24.75	5.80	7.79	19.21	17.60
EBITDA(百万元)	1,163.75	1,247.21	1,324.08	1,662.28	2,036.66
净利润(百万元)	836.55	838.61	1,015.74	1,278.65	1,588.91
增长率(%)	30.52	0.25	21.12	25.88	24.27
EPS(元/股)	0.41	0.41	0.50	0.63	0.78
市盈率(P/E)	37.42	37.33	30.82	24.48	19.70
市净率(P/B)	6.91	6.63	5.75	4.87	4.04
市销率(P/S)	12.30	11.62	10.78	9.05	7.69
EV/EBITDA	33.26	22.31	22.89	17.83	14.08

资料来源：wind，天风证券研究所

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	15.39 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)	31,303.08
流通 A 股市值(百万元)	30,068.08
每股净资产(元)	2.46
资产负债率(%)	16.63
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

- 《通化东宝-年报点评报告:2018 年预计将是业绩低点，2019 年有望恢复快速增长》 2019-04-17
- 《通化东宝-公司点评:门冬胰岛素报产获得受理，管线持续推进有望逐步迎来产品收获期》 2019-04-11
- 《通化东宝-公司研究简报:2019 年业绩有望重回增长快车道，甘精进展值得期待》 2019-03-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	336.44	355.98	1,167.33	1,784.82	2,683.83	营业收入	2,545.32	2,692.93	2,902.66	3,460.30	4,069.31
应收票据及应收账款	545.52	598.59	546.35	660.53	758.08	营业成本	644.46	745.03	694.80	795.48	916.11
预付账款	47.21	27.09	50.11	42.77	57.27	营业税金及附加	16.85	20.15	22.64	25.26	30.63
存货	973.92	901.02	1,028.98	1,180.69	1,465.86	营业费用	622.97	701.02	725.66	823.55	935.94
其他	336.89	390.55	359.24	399.06	367.88	管理费用	261.01	163.46	159.65	173.01	162.77
流动资产合计	2,239.98	2,273.23	3,152.01	4,067.86	5,332.92	研发费用	96.79	97.65	101.59	121.11	142.43
长期股权投资	302.37	290.04	350.04	400.04	444.04	财务费用	14.00	10.34	18.00	20.00	22.00
固定资产	1,161.91	1,116.00	1,484.92	1,746.25	1,880.75	资产减值损失	19.28	6.06	10.59	11.98	9.54
在建工程	711.51	843.73	542.24	373.34	254.01	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	193.61	388.57	391.78	379.96	347.01	投资净收益	16.47	18.04	15.00	10.00	9.00
其他	143.34	551.75	239.29	231.52	247.77	其他	(132.66)	(61.80)	(30.00)	(20.00)	(18.00)
非流动资产合计	2,512.74	3,190.10	3,008.27	3,131.11	3,173.58	营业利润	986.17	992.98	1,184.72	1,499.90	1,858.88
资产总计	4,752.72	5,463.33	6,160.28	7,198.98	8,506.50	营业外收入	0.11	1.80	9.41	3.77	4.99
短期借款	0.00	450.00	450.00	450.00	450.00	营业外支出	13.29	17.25	12.27	14.27	14.60
应付票据及应付账款	61.29	131.96	50.31	150.48	85.91	利润总额	972.98	977.53	1,181.85	1,489.40	1,849.28
其他	113.70	109.44	166.66	118.01	173.46	所得税	132.88	138.61	165.46	208.52	258.90
流动负债合计	174.99	691.40	666.97	718.49	709.37	净利润	840.10	838.92	1,016.39	1,280.88	1,590.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	3.54	0.32	0.65	2.24	1.46
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	836.55	838.61	1,015.74	1,278.65	1,588.91
其他	40.31	37.66	36.23	38.07	37.32	每股收益(元)	0.41	0.41	0.50	0.63	0.78
非流动负债合计	40.31	37.66	36.23	38.07	37.32						
负债合计	215.30	729.06	703.20	756.56	746.69	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	9.57	9.98	10.62	12.86	14.33	成长能力					
股本	1,711.30	2,033.99	2,033.99	2,033.99	2,033.99	营业收入	24.75%	5.80%	7.79%	19.21%	17.60%
资本公积	1,214.78	932.89	932.89	932.89	932.89	营业利润	33.47%	0.69%	19.31%	26.60%	23.93%
留存收益	2,813.28	2,685.48	3,412.46	4,395.57	5,711.50	归属于母公司净利润	30.52%	0.25%	21.12%	25.88%	24.27%
其他	(1,211.51)	(928.06)	(932.89)	(932.89)	(932.89)	获利能力					
股东权益合计	4,537.42	4,734.27	5,457.08	6,442.42	7,759.81	毛利率	74.68%	72.33%	76.06%	77.01%	77.49%
负债和股东权益总	4,752.72	5,463.33	6,160.28	7,198.98	8,506.50	净利率	32.87%	31.14%	34.99%	36.95%	39.05%
						ROE	18.48%	17.75%	18.65%	19.89%	20.51%
						ROIC	21.23%	21.22%	24.19%	29.39%	33.92%
						偿债能力					
						资产负债率	4.53%	13.34%	11.42%	10.51%	8.78%
						净负债率	-7.41%	1.99%	-13.02%	-20.68%	-28.75%
						流动比率	12.80	3.29	4.73	5.66	7.52
						速动比率	7.24	1.98	3.18	4.02	5.45
						营运能力					
						应收账款周转率	5.09	4.71	5.07	5.73	5.74
						存货周转率	2.52	2.87	3.01	3.13	3.08
						总资产周转率	0.54	0.53	0.50	0.52	0.52
						每股指标(元)					
						每股收益	0.41	0.41	0.50	0.63	0.78
						每股经营现金流	0.47	0.43	0.64	0.57	0.65
						每股净资产	2.23	2.32	2.68	3.16	3.81
						估值比率					
						市盈率	37.42	37.33	30.82	24.48	19.70
						市净率	6.91	6.63	5.75	4.87	4.04
						EV/EBITDA	33.26	22.31	22.89	17.83	14.08
						EV/EBIT	38.81	25.88	25.20	19.50	15.25

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