

通化东宝 (600867)

证券研究报告

2019年08月13日

经营质量持续提升，甘精胰岛素有望近期获批

上半年收入下降 1.96%，业绩下降 0.85%

公司公告 2019 年半年报：营收 14.34 亿元，同比下降 1.96%；归母净利润 5.32 亿元，同比下降 0.85%；归母扣非后净利润 5.26 亿元，同比增长 1.00%。公司整体业绩符合市场预期。报告期内公司经营净现金流为 5.78 亿元，同比增长 27.26%，体现出公司良好的经营质量。展望下半年，考虑到基数因素和公司持续优化的经营质量，我们判断公司有望重拾较快的增长，迎来业绩拐点。

核心胰岛素系列增长 7.5%，持续深耕基层市场

具体业务看：公司上半年核心品种重组人胰岛素原料药及注射剂系列产品营收 11.66 亿元，同比增长 7.49%，在去年高基数高库存的情况下依然实现了良好的增长，而现金流的持续好转也意味着渠道库存的优化。公司重组人胰岛素经过多年努力，销售已占市场份额 25% 以上，居行业第二位。公司持续推进等级医院规格的完善，增加胰岛素科室覆盖，提升了整体销量；公司继续加强基层市场开发，加快乡镇医院和社区服务中心开发力度，通过“路标”研究项目探索符合中国国情的糖尿病分级诊疗模型，利用科室会、城市会、区域年会等多种形式对基层医师进行宣教，增加基层医师病案讨论会和典型病例会诊，不断提高基层市场医生的诊疗水平。公司持续的营销拓展有望推动重组人胰岛素的稳健增长。

公司房地产及塑料门窗业务持续收缩，收入下滑。公司销售费用为 3.41 亿元，同比增长 2.15%；管理费用 0.76 亿元，同比下降 2.81%，均相对平稳。

甘精胰岛素获批在即，研发管线持续推进

公司专注于糖尿病药物的研发和生产，产品梯队日益丰富，为公司未来发展形成了强力支撑。重磅品种甘精胰岛素已完成生产现场检查 and 现场抽样工作，目前所抽样品正处于中检院复核阶段，我们预计有望在三季度获批。其他品种方面，门冬胰岛素已报产并获得受理；门冬胰岛素 30 注射液、门冬胰岛素 50 注射液、利拉鲁肽均处于 III 期临床研究的不同阶段；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；同时公司还与法国 Adocia 公司合作，共同推进第四代胰岛素——超速效赖脯胰岛素及甘精胰岛素与超速效胰岛素预混制剂的研究，提升了公司管线的深度。随着公司管线的持续推进，公司有望迎来产品的收获期。

看好公司长期发展，维持“买入评级”

考虑到公司房地产业务的收缩，我们调整公司盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48、0.60、0.75 元（较上次变化-4.17%/-4.76%/-3.85%）对应 PE 分别为 30、24、19 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

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	14.49 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)	2,033.99
A 股总市值(百万元)	29,472.49
流通 A 股市值(百万元)	29,472.49
每股净资产(元)	2.38
资产负债率(%)	13.96
一年内最高/最低(元)	22.17/10.94

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-季报点评:一季度现金流改善超预期，甘精胰岛素有望三季度获批》 2019-04-27
- 《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

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	2,899.27	3,327.35	3,929.48
增长率(%)	24.75	5.80	7.66	14.77	18.10
EBITDA(百万元)	1,163.75	1,247.21	1,286.13	1,598.60	1,964.83
净利润(百万元)	836.55	838.61	983.12	1,223.98	1,527.20
增长率(%)	30.52	0.25	17.23	24.50	24.77
EPS(元/股)	0.41	0.41	0.48	0.60	0.75
市盈率(P/E)	35.23	35.14	29.98	24.08	19.30
市净率(P/B)	6.51	6.24	5.60	4.96	4.36
市销率(P/S)	11.58	10.94	10.17	8.86	7.50
EV/EBITDA	33.26	22.31	22.35	17.54	14.24

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	336.44	355.98	899.46	1,551.22	1,562.61	营业收入	2,545.32	2,692.93	2,899.27	3,327.35	3,929.48
应收票据及应收账款	545.52	598.59	545.01	615.49	754.37	营业成本	644.46	745.03	730.55	770.13	891.81
预付账款	47.21	27.09	54.08	35.84	61.55	营业税金及附加	16.85	20.15	22.62	24.29	29.58
存货	973.92	901.02	1,128.27	1,010.97	1,565.38	营业费用	622.97	701.02	724.82	791.91	903.78
其他	336.89	390.55	359.18	396.76	367.37	管理费用	261.01	163.46	159.46	166.37	157.18
流动资产合计	2,239.98	2,273.23	2,986.01	3,610.28	4,311.28	研发费用	96.79	97.65	101.47	116.46	137.53
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	1,146.76	1,436.22	1,787.05
资产总计	4,752.72	5,463.33	5,994.27	6,741.40	7,484.87	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	59.69	134.71	95.42	利润总额	972.98	977.53	1,143.89	1,425.72	1,777.45
其他	113.70	109.44	173.61	164.56	120.84	所得税	132.88	138.61	160.15	199.60	248.84
流动负债合计	174.99	691.40	683.30	749.26	666.26	净利润	840.10	838.92	983.75	1,226.12	1,528.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	3.54	0.32	0.63	2.14	1.41
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	983.12	1,223.98	1,527.20
其他	40.31	37.66	36.23	38.07	37.32	每股收益(元)	0.41	0.41	0.48	0.60	0.75
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	719.53	787.33	703.58	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	9.57	9.98	10.60	12.74	14.15	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%	7.66%	14.77%	18.10%
资本公积	1,214.78	932.89	932.89	932.89	932.89	营业利润	33.47%	0.69%	15.49%	25.24%	24.43%
留存收益	2,813.28	2,685.48	3,230.15	3,907.34	4,733.15	归属于母公司净利润	30.52%	0.25%	17.23%	24.50%	24.77%
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	5,274.74	5,954.07	6,781.29	毛利率	74.68%	72.33%	74.80%	76.85%	77.30%
负债和股东权益总	4,752.72	5,463.33	5,994.27	6,741.40	7,484.87	净利率	32.87%	31.14%	33.91%	36.79%	38.87%
						ROE	18.48%	17.75%	18.68%	20.60%	22.57%
						ROIC	21.23%	21.22%	23.42%	27.63%	34.47%
						偿债能力					
						资产负债率	4.53%	13.34%	12.00%	11.68%	9.40%
						净负债率	-7.41%	1.99%	-8.39%	-18.46%	-16.36%
						流动比率	12.80	3.29	4.37	4.82	6.47
						速动比率	7.24	1.98	2.72	3.47	4.12
						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	2.86	3.11	3.05
						总资产周转率	0.54	0.53	0.51	0.52	0.55
						每股指标(元)					
						每股收益	0.41	0.41	0.48	0.60	0.75
						每股经营现金流	0.47	0.43	0.58	0.71	0.43
						每股净资产	2.23	2.32	2.59	2.92	3.33
						估值比率					
						市盈率	35.23	35.14	29.98	24.08	19.30
						市净率	6.51	6.24	5.60	4.96	4.36
						EV/EBITDA	33.26	22.31	22.35	17.54	14.24
						EV/EBIT	38.81	25.88	24.68	19.26	15.46

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	840.10	838.92	983.12	1,223.98	1,527.20
折旧摊销	167.67	172.35	121.37	142.38	155.78
财务费用	15.48	12.81	18.00	20.00	22.00
投资损失	(16.47)	(18.04)	(15.00)	(10.00)	(9.00)
营运资金变动	46.84	(431.75)	65.87	57.80	(830.95)
其它	(92.43)	302.64	0.63	2.14	1.41
经营活动现金流	961.19	876.94	1,173.99	1,436.30	866.44
资本支出	192.79	443.56	193.42	221.17	138.75
长期投资	18.94	(12.33)	60.00	50.00	44.00
其他	(318.22)	(1,180.93)	(429.32)	(484.47)	(315.15)
投资活动现金流	(106.49)	(749.71)	(175.90)	(213.30)	(132.40)
债权融资	0.00	450.00	456.67	452.22	452.96
股权融资	306.85	32.02	(22.83)	(20.00)	(22.00)
其他	(1,065.04)	(689.71)	(888.45)	(1,003.46)	(1,153.61)
筹资活动现金流	(758.19)	(207.69)	(454.61)	(571.23)	(722.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	96.50	(80.47)	543.48	651.76	11.39

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