

2019年08月13日

通化东宝 (600867.SH)

甘精胰岛素获批在即，公司有望迎来业绩拐点

■事件：公司19年半年度报告归母净利润同比下降0.85%。通化东宝发布19年半年度报告，实现营业收入14.35亿元，同比下降1.96%；归母净利润5.32亿元，同比下降0.85%；扣非归母净利润5.26亿元，同比增长1.00%；加权平均ROE为10.81%，业绩整体符合市场预期。

■期间费用率维持良好，胰岛素业务环比改善明显。分季度看，公司19Q2单季度营业收入与归母净利润增速分别为-3.18%和-1.67%，略低于19Q1业绩增速，这主要与去年同期业绩基数较高、房地产业务确认收入显著减少有关。分产品看，根据半年报披露，公司19H1胰岛素系列产品的营收占比为81.29%，即实现营业收入11.66亿元，同比增长7.49%，较18下半年营收增速(-15.21%)环比改善明显。其他业务方面，公司医疗器械与中成药业务预计维持相对稳定，而房地产业务预计确认收入较去年同期下滑明显。19H1公司期间费用率控制良好，其中销售费用率为23.79%，同比增加0.96pct；研发费用率为2.46%，同比下降0.69pct；财务费用率为0.81%，同比增加0.75pct；管理费用率与去年同期基本持平。

■胰岛素业务深耕基层市场，下半年有望迎来业绩拐点。自18Q3开始，公司主动调整胰岛素系列产品的销售策略与渠道库存，导致业绩增速出现短期波动。但根据公司公告，目前公司渠道去库存已基本完成，胰岛素系列产品恢复稳健增长，在去年同期业绩基数较高的情况下，19H1销售增速依旧达到7.49%，环比改善明显。随着国家分级诊疗逐步推进和新的基药目录的推出，公司加快乡镇医院和社区服务中心开发力度，基层市场覆盖率与医生粘性不断提升。同时，公司继续深化与商业公司的合作，保证胰岛素和针头试纸的终端覆盖。考虑到公司18下半年业绩基数较低，同时叠加胰岛素系列产品销售稳健增长，我们预计，公司有望在19下半年迎来业绩拐点。

■围绕糖尿病治疗布局多产品研发，甘精胰岛素有望年内获批上市。公司围绕糖尿病治疗领域，积极布局多种产品的研发。公司半年报披露，胰岛素类似物方面，公司甘精胰岛素于19年5-6月份完成生产现场检查 and 抽样工作，目前正处于中检院复核阶段，有望19年获批上市；门冬胰岛素于19年3月申报生产，并于4月份获得受理，预计20年获批上市；门冬胰岛素50预混于19年3月完成患者入组，门冬胰岛素30预混计划于19年完成患者入组；地特胰岛素与赖脯胰岛素处于

公司快报

证券研究报告

生物医药

投资评级 买入-A

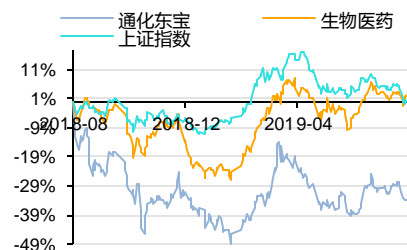
维持评级

6个月目标价：16.45元
股价(2019-08-12) 14.49元

交易数据

总市值(百万元)	29,472.49
流通市值(百万元)	29,472.49
总股本(百万股)	2,033.99
流通股本(百万股)	2,033.99
12个月价格区间	11.20/22.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.29	5.86	-32.79
绝对收益	-5.23	1.63	-32.09

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

齐震

报告联系人

qizhen@essence.com.cn

相关报告

通化东宝：核心产品继续保持较快增长，甘精胰岛素上市后有望优化产品结构增长提速/崔文亮

2018-08-14

临床准备阶段。公司还与法国 Adocia 公司合作，共同推进第四代胰岛素的开发，超速效型胰岛素类似物 (THDB0206) 计划 19 年底完成临床前研究，并于 20H1 申报临床。GLP-1 类似物方面，利拉鲁肽于 19 年 6 月完成 III 期临床首例患者入组，度拉糖肽正在开展临床前研究。口服降糖药方面，瑞格列奈、曲格列汀及西格列汀等产品有望于 20 年以后陆续获批上市。甘精胰岛素等在研产品的陆续上市，有望成为公司新的业绩增长点。

■**投资建议：** 买入-A 投资评级，6 个月目标价 16.45 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 8.8%、16.4%、14.8%，净利润增速分别为 15.0%、22.3%、19.3%，成长性突出；给予买入-A 投资评级，6 个月目标价为 16.45 元，相当于 2019 年 35 倍动态市盈率。

■**风险提示：** 产品研发与获批进度不及预期、胰岛素销售及市场推广不及预期等

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,545.3	2,692.9	2,931.1	3,410.4	3,913.9
净利润	836.6	838.6	964.1	1,179.5	1,407.2
每股收益(元)	0.41	0.41	0.47	0.58	0.69
每股净资产(元)	2.23	2.32	2.58	2.90	3.28
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	35.2	35.1	30.6	25.0	20.9
市净率(倍)	6.5	6.2	5.6	5.0	4.4
净利润率	32.9%	31.1%	32.9%	34.6%	36.0%
净资产收益率	18.5%	17.8%	18.4%	20.0%	21.1%
股息收益率	1.2%	1.4%	1.5%	1.8%	2.2%
ROIC	21.2%	21.2%	23.0%	25.7%	34.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,545.3	2,692.9	2,931.1	3,410.4	3,913.9	成长性					
减:营业成本	644.5	745.0	688.3	777.1	874.0	营业收入增长率	24.7%	5.8%	8.8%	16.4%	14.8%
营业税费	16.9	20.1	22.9	24.9	29.5	营业利润增长率	33.5%	0.7%	14.7%	21.8%	19.3%
销售费用	623.0	701.0	759.2	879.9	978.5	净利润增长率	30.5%	0.2%	15.0%	22.3%	19.3%
管理费用	261.0	163.5	307.8	349.6	391.4	EBITDA 增长率	23.0%	7.2%	6.9%	17.4%	16.8%
财务费用	14.0	10.3	10.1	-7.0	-11.8	EBIT 增长率	26.9%	7.8%	6.9%	20.2%	19.1%
资产减值损失	19.3	6.1	10.6	12.0	9.5	NOPLAT 增长率	30.5%	-0.3%	14.1%	20.7%	18.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.3%	5.4%	7.8%	-10.4%	12.9%
投资和汇兑收益	16.5	18.0	6.7	13.7	12.8	净资产增长率	15.0%	4.3%	11.2%	12.4%	12.9%
营业利润	986.2	993.0	1,139.1	1,387.7	1,655.7	利润率					
加:营业外净收支	-13.2	-15.5	-10.3	-11.8	-12.5	毛利率	74.7%	72.3%	76.5%	77.2%	77.7%
利润总额	973.0	977.5	1,128.8	1,376.0	1,643.2	营业利润率	38.7%	36.9%	38.9%	40.7%	42.3%
减:所得税	132.9	138.6	164.1	194.4	234.7	净利润率	32.9%	31.1%	32.9%	34.6%	36.0%
净利润	836.6	838.6	964.1	1,179.5	1,407.2	EBITDA/营业收入	45.7%	46.3%	45.5%	45.9%	46.7%
						EBIT/营业收入	39.2%	39.9%	39.2%	40.5%	42.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	169	152	128	94	69
						流动资产周转天数	247	228	238	216	208
						流动资产周转天数	315	302	309	336	373
						应收帐款周转天数	73	78	76	75	76
						存货周转天数	143	125	137	122	117
						总资产周转天数	667	683	674	619	607
						投资资本周转天数	575	557	546	461	405
						投资回报率					
						ROE	18.5%	17.8%	18.4%	20.0%	21.1%
						ROA	17.7%	15.4%	17.5%	19.0%	20.2%
						ROIC	21.2%	21.2%	23.0%	25.7%	34.1%
						费用率					
						销售费用率	24.5%	26.0%	25.9%	25.8%	25.0%
						管理费用率	10.3%	6.1%	10.5%	10.3%	10.0%
						财务费用率	0.5%	0.4%	0.3%	-0.2%	-0.3%
						三费/营业收入	35.3%	32.5%	36.7%	35.8%	34.7%
						偿债能力					
						资产负债率	4.5%	13.3%	4.4%	4.8%	4.3%
						负债权益比	4.7%	15.4%	4.6%	5.0%	4.5%
						流动比率	12.80	3.29	13.25	13.86	17.12
						速动比率	7.24	1.98	6.85	10.11	11.15
						利息保障倍数	71.25	104.03	114.15	-198.50	-138.74
						分红指标					
						DPS(元)	0.17	0.20	0.21	0.26	0.32
						分红比率	40.9%	48.5%	44.6%	44.7%	45.9%
						股息收益率	1.2%	1.4%	1.5%	1.8%	2.2%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	336.4	356.0	353.5	1,445.1	1,618.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	556.6	604.5	634.7	795.6	865.6
应收票据	1.5	40.9	11.0	18.1	23.3
预付帐款	47.2	27.1	66.3	30.8	74.2
存货	973.9	901.0	1,330.3	973.9	1,567.7
其他流动资产	324.3	343.8	358.3	342.2	348.1
可供出售金融资产	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	302.4	290.0	290.0	290.0	290.0
投资性房地产	29.2	58.7	58.7	58.7	58.7
固定资产	1,161.9	1,116.0	968.6	821.2	673.8
在建工程	711.5	843.7	843.7	843.7	843.7
无形资产	193.6	388.6	351.9	315.3	278.6
其他非流动资产	77.9	456.9	205.0	246.4	302.7
资产总额	4,752.7	5,463.3	5,508.3	6,217.1	6,981.2
短期债务	-	450.0	-	-	-
应付帐款	90.0	157.6	158.0	153.8	193.5
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	85.0	83.8	49.9	106.3	69.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	40.3	37.7	36.2	38.1	37.3
负债总额	215.3	729.1	244.1	298.3	300.1
少数股东权益	9.6	10.0	10.6	12.7	14.0
股本	1,711.3	2,034.0	2,034.0	2,034.0	2,034.0
留存收益	2,813.3	2,685.5	3,219.6	3,872.2	4,633.2
股东权益	4,537.4	4,734.3	5,264.2	5,918.9	6,681.1

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	840.1	838.9	964.1	1,179.5	1,407.2
加:折旧和摊销	167.7	172.4	184.1	184.1	184.1
资产减值准备	19.3	6.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	15.5	12.8	10.1	-7.0	-11.8
投资损失	-16.5	-18.0	-6.7	-13.7	-12.8
少数股东损益	3.5	0.3	0.6	2.1	1.3
营运资金的变动	46.8	-436.5	-266.4	252.8	-772.9
经营活动产生现金流量	961.2	876.9	885.7	1,597.8	795.0
投资活动产生现金流量	-106.5	-749.7	6.7	13.7	12.8
融资活动产生现金流量	-758.2	-207.7	-894.9	-520.0	-634.4

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.41	0.41	0.47	0.58	0.69
BVPS(元)	2.23	2.32	2.58	2.90	3.28
PE(X)	35.2	35.1	30.6	25.0	20.9
PB(X)	6.5	6.2	5.6	5.0	4.4
P/FCF	82.6	27.6	163.9	17.8	33.7
P/S	11.6	10.9	10.1	8.6	7.5
EV/EBITDA	33.3	22.3	21.6	17.7	15.0
CAGR(%)	12.0%	18.9%	14.7%	12.0%	18.9%
PEG	2.9	1.9	2.1	2.1	1.1
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马帅声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034