



2019-10-22

公司点评报告

买入/维持

通化东宝 (600867)

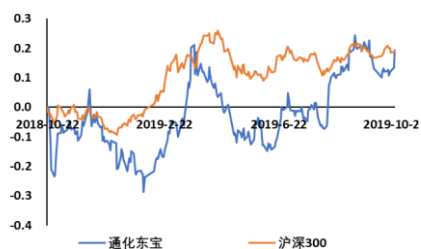
目标价: 23.87

昨收盘: 18.44

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

通化东宝 (600867) : 胰岛素恢复增长, 业绩质量继续改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2034/2034
总市值/流通(百万元)	37500/37500
12个月最高/最低(元)	19.25/11.04

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

事件: 公司发布 2019 年三季报, 1-9 月实现营业收入 200879.13 万元 (+2.41%), 归母净利润 68812.47 万元 (+0.08%), 扣非后归母净利润 68765.73 万元 (+3.40%), 略低于市场预期, 主要是由于房地产业务确认收入大幅下滑。

胰岛素恢复增长, 全年有望达到 15% 增速

1-9 月母公司报表 (主要包括胰岛素和器械) 中营业收入为 195093.25 万元 (+12.37%), 增速与 1-6 月相比提高 7.73pct, 其中 Q3 单季度实现营业收入 59537.43 万元 (+35.05%)。18 年 Q3 公司主动降低胰岛素渠道库存, 减少发货量, 基数偏低导致 19Q3 收入增速大幅提升。我们预计 19 年 Q3 单季度胰岛素收入增长 40% 左右, 1-9 月胰岛素收入增速在 15% 左右 (1-6 月增速为 7.5%)。目前公司终端销售量和发货量已基本匹配, 我们预计胰岛素全年增速仍有望达到 15% 增速。

销售费用增加影响短期利润, 业绩质量持续改善

1-9 月公司销售费用为 55692.70 万元 (+20.67%); 销售费用率为 27.07%, 与去年同期相比增加 4.09pct。母公司报表销售费用为 55493.62 万元 (+20.83%), 销售费用率为 28.44%, 与去年同期相比增加 1.99pct。销售费用增速快于收入增速主要是由于公司加大学术推广工作力度, 为甘精胰岛素上市做好准备, 长期来有利于甘精胰岛素上市后迅速放量。

19 年 Q3 末应收账款余额为 55635.62 万元, 同比增长 0.47%, 与 19 年 H1 末相比下降 9.67%; 1-9 月经营性现金流净额为 94742.69 万元 (+32.48%), 超出归母净利润增速。我们认为上述数据显示出公司渠道库存量仍处持续优化状态, 业绩质量继续改善。

盈利预测和投资评级

我们预计 19-21 年收入 28.29 亿元、32.98 亿元和 38.41 亿元, 增速 5%/17%/16%, 净利润 9.00 亿、10.79 亿和 13.05 亿, 增速 7%/20%/21%。目前公司的甘精胰岛素上市在即, 后续还有门冬胰岛素、门冬胰岛素 30、GLP-1 类似物, 口服降糖药等多个品种陆续上市, 公司即将进入产品线快速丰富期, 业绩有望保持稳健增长。目前股价对应 20 年 PE 为 35 倍, 处于历史低位, 相比医药其他龙头公司, 估值具

吸引力。给予目标价 23.87 元, 对应 20 年 45 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示: 二代胰岛素增速下滑超预期; 在研品种上市进度低于预期; 胰岛素被纳入集采, 价格超预期下降。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2693	2829	3298	3841
(+/-%)	6%	5%	17%	16%
净利润(百万元)	839	900	1079	1305
(+/-%)	0%	7%	20%	21%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.44	0.53	0.64
市盈率(PE)	45	42	35	29

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

华南销售

张文婷

18820150251

zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。