



2019年10月23日

通化东宝 (600867): 胰岛素增速回升, 业绩略低于预期

推荐 (维持)

医药生物

当前股价: 16.68元

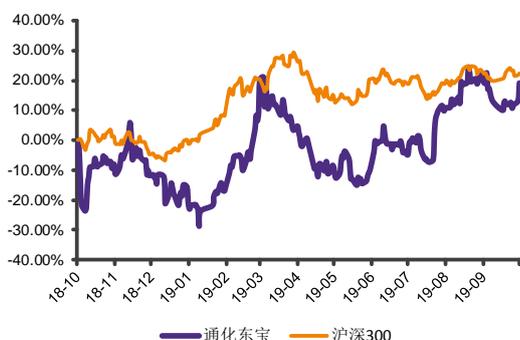
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,693	3,053	3,516	4,138
(+/-)	5.8%	13.4%	15.2%	17.7%
营业利润	993	1,105	1,321	1,619
(+/-)	0.7%	11.3%	19.5%	22.6%
归属母公司净利润	839	942	1,126	1,382
(+/-)	0.2%	12.3%	19.6%	22.7%
EPS (元)	0.41	0.46	0.55	0.68
市盈率	40.5	36.0	30.1	24.5

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	203399 / 203399
流通市值 (亿元)	339.3
每股净资产 (元)	2.46
资产负债率 (%)	6.1

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

- **公司业绩略低于预期。**公司2019年前三季度实现营业收入20.57亿元, 同比增长2.41%; 归属于上市公司股东净利润6.88亿元, 同比增长0.08%; 扣非后归属于上市公司股东净利润6.88亿元, 同比增长3.40%, 对应EPS 0.34元。其中Q3单季营收6.23亿元, 同比增长14.14%; 归属于上市公司股东净利润1.56亿元, 同比增长3.36%。公司业绩略低于预期。

- **胰岛素增速回升。**从主营胰岛素的母公司利润表来看, 2019Q3实现营业收入5.95亿元, 同比增长35.05%; 实现净利润1.53亿元, 同比增长20.53%。母公司存货较年初减少33.01%, 现金流较去年同期增加71.76%。总体来看, 母公司收入和利润增速较高, 一方面由于去年三季度公司主动清库存导致的基数较低, 另一方面我们预计二代胰岛素的销售有提速趋势, 全年有望实现两位数增长。

- **销售费用投入加大。**报告期内, 公司销售费用为5.57亿元, 销售费用率达27.07%, 同比上升4.09pp; 其中Q3单季销售费用为2.16亿元, 相比Q1、Q2的1.85亿元和1.57亿元有着明显的提高。公司销售费用的大幅增长预计主要由于甘精胰岛素即将上市, 公司提前进行市场导入, 扩充销售人员和加大市场推广力度等有关。

- **甘精胰岛素上市在即。**公司的甘精胰岛素预计年内正式获批上市; 门冬胰岛素处于审评阶段; 门冬30、50和利拉鲁肽三期临床稳步推进。公司糖尿病用药产品丰富, 逐步迈入收获期。公司9月董事会通过设立全资子公司议案, 拟设立通化紫星生物制药有限公司, 用于生物制品研发、生产和销售。

- **盈利预测：**我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 9.42 亿元、11.26 亿元、13.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.46 元、0.55 元、0.68 元，当前股价对应 PE 分别为 36.0/30.1/24.5 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**二代胰岛素销售不达预期的风险；三代胰岛素等研发项目进展不达预期的风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	2,693	3,053	3,516	4,138
货币资金	356	978	1,492	2,131	营业成本	745	837	937	1,061
应收款	650	729	820	931	营业税金及附加	20	20	20	20
存货	901	977	1,067	1,179	销售费用	701	788	897	1,043
其他流动资产	366	370	376	382	管理费用	163	183	207	240
流动资产合计	2,273	3,054	3,756	4,622	财务费用	10	22	18	14
非流动资产:					费用合计	875	993	1,122	1,297
可供出售金融资产	36	36	36	36	资产减值损失	6	10	10	10
固定资产+在建工程	1,960	2,051	2,168	2,314	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	239	250	270	300	投资收益	18	18	18	18
其他非流动资产	955	800	850	900	营业利润	993	1,105	1,321	1,619
非流动资产合计	3,190	3,137	3,324	3,550	加: 营业外收入	2	2	2	3
资产总计	5,463	6,191	7,080	8,172	减: 营业外支出	17	11	13	14
流动负债:					利润总额	978	1,095	1,310	1,607
短期借款	450	460	470	480	所得税费用	139	153	183	225
应付账款、票据	132	147	161	180	净利润	839	942	1,126	1,382
其他流动负债	109	120	130	140	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	691	727	761	800	归母净利润	839	942	1,126	1,382
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	38	40	50	60					
非流动负债合计	38	40	50	60					
负债合计	729	767	811	860					
所有者权益									
股本	2,034	2,034	2,034	2,034					
资本公积金	933	933	933	933					
未分配利润	1,208	1,804	2,536	3,442					
少数股东权益	10	10	10	10					
所有者权益合计	4,734	5,425	6,268	7,313					
负债和所有者权益	5,463	6,191	7,080	8,172					

现金流量表(百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	839	942	1126	1382
折旧与摊销	172	159	183	204
财务费用	13	22	18	14
存货的减少	74	-76	-90	-111
营运资本变化	-111	-65	-76	-92
其他非现金部分	-110	153	-56	-66
经营活动现金净流量	877	1135	1105	1331
投资活动现金净流量	-750	-250	-300	-350
筹资活动现金净流量	-208	-264	-291	-342
现金流量净额	-80	622	514	639

主要财务指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	5.8%	13.4%	15.2%	17.7%
营业利润增长率	0.7%	11.3%	19.5%	22.6%
归母净利润增长率	0.2%	12.3%	19.6%	22.7%
总资产增长率	15.0%	13.3%	14.4%	15.4%
盈利能力				
毛利率	72.3%	72.6%	73.4%	74.4%
营业利润率	36.9%	36.2%	37.6%	39.1%
三项费用/营收	32.5%	32.5%	31.9%	31.3%
EBIT/销售收入	36.6%	36.8%	38.0%	39.5%
净利润率	31.2%	30.8%	32.0%	33.4%
ROE	17.7%	17.4%	18.0%	18.9%
营运能力				
总资产周转率	49.3%	49.3%	49.7%	50.6%
资产结构				
资产负债率	13.3%	12.4%	11.5%	10.5%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	1.05	1.21	0.98	0.96
每股数据(元/股)				
每股收益	0.41	0.46	0.55	0.68
每股净资产	2.33	2.67	3.08	3.60

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>