

公司点评

通化东宝 (600867)

医药生物 | 生物制品

二季度业绩环比改善，甘精胰岛素初步放量

2020年08月24日

评级 推荐

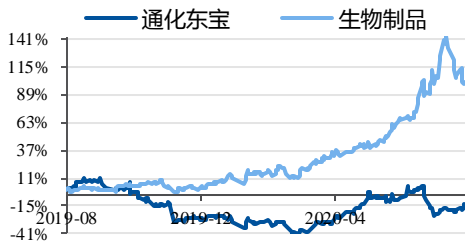
评级变动 首次

合理区间 16.0-17.5 元

交易数据

当前价格 (元)	14.72
52 周价格区间 (元)	10.01-19.35
总市值 (百万)	29940.31
流通市值 (百万)	29940.31
总股本 (万股)	203398.85
流通股 (万股)	203398.85

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
通化东宝	3.88	0.79	-12.76
生物制品	0.51	44.4	100.82

李侃

分析师

执业证书编号: S0530519110001  
likan@cfzq.com

0731-84779554

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	2692.93	2777.15	2867.66	3109.98	3531.69
净利润 (百万元)	838.61	811.21	877.34	1035.55	1248.73
每股收益 (元)	0.41	0.40	0.43	0.51	0.61
每股净资产 (元)	2.32	2.46	2.74	3.00	3.31
P/E	35.70	36.91	34.13	28.91	23.98
P/B	6.34	5.99	5.37	4.91	4.45

资料来源: 贝格数据, 财信证券

**事件:** 公司公布 2020 年半年报, 公司 2020 年上半年实现营业收入 14.75 亿元, 同比增长 2.80%; 归属上市公司股东净利润 5.41 亿元, 同比增长 1.73%; 扣非归母净利润 5.42 亿元, 同比增长 3.14%; 实现每股收益 0.27 元。

投资要点:

- **二季度业绩环比改善, 销售费用叠加研发投入提速导致净利润率降低。** 第二季度公司实现收入 7.56 亿元, 同比增长 4.98%, 归母净利润 2.64 亿元, 同比增长 2.08%, 扣非归母净利润 2.63 亿元, 同比增长 2.92%。公司第二季度收入环比一季度有所改善, 增速提升 4.38pct., 主要系新上市甘精胰岛素销售放量所致。上半年公司毛利率 79.05%, 同比提升 4.14pct., 主要系重组人胰岛素制剂收入占比提高及甘精胰岛素销售贡献; 销售费用率为 26.84%, 较上年同期提升 3.04pct., 销售费用率提升主要是因为公司加大新产品甘精胰岛素推广力度; 上半年研发费用为 5164.29 万元, 占收入比例达 3.50%, 较上年同期提升 1.04pct.; 净利率 36.65%, 较上年同期减少 0.34pct.。
- **重组人胰岛素制剂稳增长, 甘精胰岛素成为新的业绩增长点。** 分产品来看, 重组人胰岛素原料药及注射剂系列产品上半年实现收入 12.08 亿元, 同比增长 3.62%, 其中重组人胰岛素注射剂收入 11.61 亿元, 同比增长 5.93%; 注射用笔、血糖试纸、采血针等医疗器械实现收入 1.59 万元, 同比减少 2.94%; 重组甘精胰岛素注射液实现收入 4051.16 万元; 房地产实现收入 2266.59 万元, 同比减少 67.34%; 中药实现收入 1872.31 万元, 同比减少 25.18%。公司的甘精胰岛素于 2 月份上市销售, 是公司未来销售重点, 上半年实现 19 省、市挂网及备案工作, 已开发二级以上医院 1100 多家。
- **在研产品进展顺利, 管线逐渐丰富。** 公司自 2011 年启动 4 种胰岛素类似物研究, 其中甘精胰岛素已成功上市; 门冬胰岛素注射液目前完成发补意见; 门冬胰岛素 30 注射液完成三期临床试验病人入组; 门冬胰岛素 50 注射液, 即将申报生产; 地特胰岛素处于临床试验筹备阶段, 赖脯胰岛素、重组赖脯胰岛素注射液、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 25R、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 50R 已启动临床试验; 利拉鲁肽注射液三期临床试验入组率超过 50%。
- **盈利预测与推荐评级。** 公司为国内糖尿病领域龙头企业, 甘精胰岛素的上市进一步丰富产品线, 公司业绩有望恢复增长, 我们预计公司

2020-2022 年收入将达到 28.68/31.10/35.32 亿元，净利润分别为 8.77/10.36/12.49 亿元，EPS 分别为 0.43/0.51/0.61 元。目前公司股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 34.13/28.91/23.98 倍，我们给予公司 2021 年 32-34 倍 PE，6-12 个月合理区间为 16.0-17.5 元，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品降价，新产品销售不及预期，政策变动。

**财务预测摘要**

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2692.93</b>	<b>2777.15</b>	<b>2867.66</b>	<b>3109.98</b>	<b>3531.69</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	745.03	721.51	673.90	634.44	584.49	营业收入增长率	5.8%	3.1%	3.3%	8.5%	13.6%
营业税费	20.15	18.49	19.85	21.83	24.25	营业利润增长率	0.7%	-2.5%	6.2%	17.2%	21.3%
销售费用	701.02	848.79	929.12	1,005.14	1,154.16	净利润增长率	0.2%	-3.3%	8.2%	18.0%	20.6%
管理费用	163.46	157.45	270.99	319.08	393.08	EBITDA 增长率	7.2%	-1.1%	-8.2%	15.4%	19.8%
财务费用	10.34	13.50	-4.92	-15.17	-22.54	EBIT 增长率	7.8%	0.5%	-5.3%	16.3%	20.9%
资产减值损失	6.06	-9.12	6.30	1.08	-0.58	NOPLAT 增长率	-0.3%	-3.1%	6.2%	16.8%	19.9%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	4.2%	-2.7%	8.7%	4.9%	2.9%
投资和汇兑收益	18.04	40.70	55.60	61.40	62.30	净资产增长率	4.3%	5.8%	11.5%	9.4%	10.3%
<b>营业利润</b>	<b>992.98</b>	<b>967.85</b>	<b>1,028.02</b>	<b>1,204.97</b>	<b>1,461.13</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-15.45	-15.35	-14.02	-14.94	-14.77	毛利率	72.3%	74.0%	76.5%	79.6%	83.5%
<b>利润总额</b>	<b>977.53</b>	<b>952.50</b>	<b>1,014.00</b>	<b>1,190.03</b>	<b>1,446.36</b>	营业利润率	36.9%	34.9%	35.8%	38.7%	41.4%
减:所得税	138.61	142.85	135.88	154.70	198.15	净利润率	31.1%	29.2%	30.6%	33.3%	35.4%
<b>净利润</b>	<b>838.61</b>	<b>811.21</b>	<b>877.34</b>	<b>1035.55</b>	<b>1248.73</b>	EBITDA/营业收入	46.3%	44.4%	39.5%	42.0%	44.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	39.9%	38.9%	35.7%	38.3%	40.7%
货币资金	355.98	368.01	662.14	1,001.44	1,470.37	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	152	139	130	123	113
应收帐款	557.74	606.33	661.81	742.86	830.70	<b>流动营业资本周转天数</b>	228	198	178	171	148
应收票据	40.85	-	33.46	27.02	18.11	流动资产周转天数	302	272	263	283	288
预付帐款	27.09	27.16	30.12	24.85	23.24	应收帐款周转天数	74	75	80	81	80
存货	901.02	628.76	585.38	556.95	408.44	存货周转天数	125	99	76	66	49
其他流动资产	390.55	296.37	287.60	278.40	268.10	总资产周转天数	683	701	690	683	660
可供出售金融资产	36.20	-	-	-	-	投资资本周转天数	541	528	526	518	473
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	290.04	307.02	307.02	307.02	307.02	ROE	17.8%	16.2%	15.7%	17.0%	18.5%
投资性房地产	58.68	72.82	72.82	72.82	72.82	ROA	15.4%	15.1%	15.6%	16.8%	18.4%
固定资产	1,116.00	1,024.13	1,046.80	1,080.73	1,137.66	ROIC	21.7%	20.2%	22.1%	23.7%	27.1%
在建工程	843.73	1,086.88	1,241.48	1,408.98	1,593.28	<b>费用率</b>					
无形资产	239.33	256.33	226.91	197.48	168.06	销售费用率	26.0%	30.6%	32.4%	32.3%	32.7%
其他非流动资产	606.11	676.10	485.20	456.70	487.60	管理费用率	6.1%	5.7%	9.5%	10.3%	11.1%
<b>资产总额</b>	<b>5,463.33</b>	<b>5,349.91</b>	<b>5,640.74</b>	<b>6,155.25</b>	<b>6,785.40</b>	财务费用率	0.4%	0.5%	-0.2%	-0.5%	-0.6%
短期债务	450.00	125.00	-	-	-	三费/营业收入	32.5%	36.7%	41.7%	42.1%	43.2%
应付帐款	131.96	95.42	51.04	44.83	40.90	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	13.3%	6.4%	3.1%	2.7%	2.5%
其他流动负债	109.44	84.43	91.95	88.62	91.26	负债权益比	15.4%	6.8%	3.2%	2.8%	2.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.29	6.32	15.81	19.72	22.84
其他非流动负债	37.66	36.25	38.07	37.33	37.22	速动比率	1.98	4.26	11.71	15.55	19.75
<b>负债总额</b>	<b>729.06</b>	<b>341.10</b>	<b>181.07</b>	<b>170.78</b>	<b>169.38</b>	利息保障倍数	104.03	80.03	-207.85	-78.44	-63.83
<b>少数股东权益</b>	<b>9.98</b>	<b>8.42</b>	<b>9.20</b>	<b>8.97</b>	<b>8.45</b>	<b>分红指标</b>					
股本	2,033.99	2,033.99	2,033.99	2,033.99	2,033.99	DPS(元)	0.20	0.20	0.21	0.25	0.30
留存收益	2,685.48	3,091.61	3,541.69	4,066.71	4,698.79	分红比率	48.5%	50.1%	48.7%	49.3%	49.4%
<b>股东权益</b>	<b>4,734.27</b>	<b>5,008.81</b>	<b>5,584.87</b>	<b>6,109.67</b>	<b>6,741.22</b>	股息收益率	1.4%	1.4%	1.4%	1.7%	2.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	838.92	809.64	877.34	1,035.55	1,248.73	EPS(元)	0.41	0.40	0.43	0.51	0.61
加:折旧和摊销	172.35	152.92	109.05	116.99	127.10	BVPS(元)	2.32	2.46	2.74	3.00	3.31
资产减值准备	6.06	15.84	-	-	-	PE(X)	35.70	36.91	34.13	28.91	23.98
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.34	5.99	5.37	4.91	4.45
财务费用	12.81	19.92	-4.92	-15.17	-22.54	P/FCF	26.67	50.18	56.52	36.44	26.80
投资收益	-18.04	-40.70	-55.60	-61.40	-62.30	P/S	11.12	10.78	10.44	9.63	8.48
少数股东损益	0.32	-1.56	0.78	-0.23	-0.52	EV/EBITDA	23.53	23.47	25.38	21.75	17.83
营运资金的变动	-510.70	106.75	116.12	-13.49	49.18	CAGR(%)	7.3%	15.5%	1.5%	7.3%	15.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>876.94</b>	<b>1,152.17</b>	<b>1,042.77</b>	<b>1,062.25</b>	<b>1,339.65</b>	PEG	4.92	2.38	22.96	3.98	1.54
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-749.71</b>	<b>-152.50</b>	<b>-201.30</b>	<b>-227.60</b>	<b>-276.60</b>	ROIC/WACC	2.07	1.92	2.10	2.26	2.58
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-207.69</b>	<b>-954.20</b>	<b>-547.34</b>	<b>-495.36</b>	<b>-594.12</b>	REP	3.43	3.75	3.13	2.75	2.30

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438