

## 方正证券研究所证券研究报告

通化东宝(600867)

公司研究

医药生物行业

公司财报点评

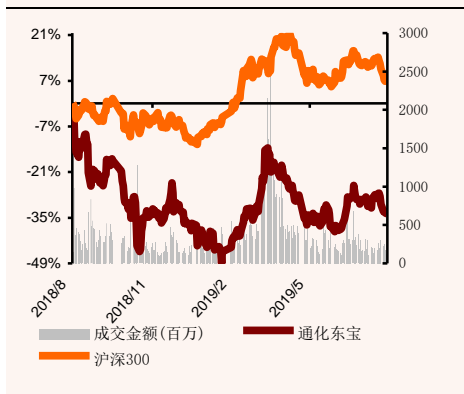
2019.08.12/推荐(维持)

首席医药分析师：周小刚  
 执业证书编号：S1220517070001  
 TEL：  
 E-mail zhouxiaogang@foundersec

### 联系人：

TEL：  
 E-mail：

### 历史表现：



数据来源：Wind 方正证券研究所

### 相关研究

- 《经营现金流向好，静待三代胰岛素获批》2019.04.26
- 《二代胰岛素终端销售逐步恢复，三代胰岛素获批在即》2019.04.18
- 《受渠道主动去库存调整影响，三季度业绩短暂波动下滑》2018.10.24

请务必阅读最后特别声明与免责条款

2019年上半年公司实现营业收入14.35亿元，同比增长-1.96%；实现归母净利润5.32亿元，同比增长-0.85%；实现归母扣非净利润5.26亿元，同比增加1.00%。经营活动现金流5.78亿元，同比增加27.26%，总体来说业绩符合预期。

### 受到2018H渠道压货影响，2019H表现业绩不佳

2018H公司应收账款和票据合计7.64亿元，主要是因为公司采取渠道压货的方式释放业绩压力，由此导致了2018H利润虚高。随着2018年后半年渠道去库存降低应收账款，公司业绩逐步恢复了正常增长，但是2018H业绩虚高最终拖累2019H表现业绩。2019H公司应收账款6.86亿元，推算渠道库存量略大于1个月，但仍在合理范围。

此外，2019H房地产收入和净利润分别为0.69亿元和0.22亿元，相比于2018H房地产收入和净利润分别为1.58亿元和0.39元呈现下滑趋势，这在一定程度上拖累了公司业绩。

### 母公司经营状况向好，看好胰岛素全年10-15%增长

2019H母公司收入13.56亿元，同比增长4.71%，其中二代胰岛素实现营收11.66亿元，同比增长7.47%，考虑到公司2018年下半年收入低基数，我们看好胰岛素全年10-15%增长（目前医院端增速为15%）。2019H公司经营活动产生的现金流5.10亿元，同比增加56.44%，整体来看母公司经营现金流向好，看好公司未来健康发展。

### 后续研发管线稳步推进，甘精胰岛素获批在即

公司始终立足自主创新，以二代胰岛素为核心不断优化产品结构，先后布局1)胰岛素类似物：甘精胰岛素、门冬胰岛素、地特胰岛素和赖脯胰岛素四大类三代胰岛素；2)四代胰岛素：BC Lispro和BC Combo；3)GLP-1激动剂：利拉鲁肽和度拉鲁肽；4)DPP-4抑制剂：曲格列汀和西格列汀。5)SGLT-2抑制剂：恩格列净。其中甘精胰岛素生产样品已于2019年6月送审中检院，我们预计9月有望获批；门冬胰岛素2019年4月申报生产，预计2020年获批上市；门冬30和50已经完成临床III期入组，我们预计2020年申报生产，2021年陆续上市；利拉鲁肽2019年6月入组开始，预计2020年完成试验；四代胰岛素BC Lispro完成桥接并处于药理和毒理研究，预计2020年上半年申报临床。后续研发管线稳步推进，产品逐步步入收获期（详见图表1梳理）。

**盈利预测：**我们预计公司 2019-2021 归母净利润分别为 9.67 亿元、11.09 亿元、13.51 亿元，同比分别增长 15.33%、14.71%、21.75%；公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48 元、0.55 元、0.66 元，对应 PE 分别为 30X、27X、22X，维持“推荐”投资评级。

**风险提示：**二代胰岛素销售不达预期；甘精胰岛素销售不达预期；四代胰岛素研发不达预期。

**盈利预测：**

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2692.93	3003.29	3244.03	3718.72
(+/-) (%)	5.80	11.52	8.02	14.63
净利润	838.61	967.13	1109.36	1350.63
(+/-) (%)	0.25	15.33	14.71	21.75
EPS(元)	0.41	0.48	0.55	0.66
P/E	33.71	30.47	26.57	21.82

数据来源：Wind 方正证券研究所

图表1: 公司在研管线梳理

分类	药物名称	注册分类	研发进度	备注
三代胰岛素	甘精胰岛素	生物15类	2019年6月完成生产现场检查, 样品送中检院复核	预计2019年9月获批上市
	门冬胰岛素	生物15类	2019年4月申报生产	预计2020年获批上市
	门冬胰岛素30	生物15类	2018年10月III期临床入组开始	2019年年底完成临床试验, 2020年申报生产, 2021年上市
	门冬胰岛素50	生物15类	2019年3月完成III期临床全部入组, 目前随访阶段	预计2020年上半年报生产, 2021年上市
	地特胰岛素	生物15类	2017年10月获临床批件	准备临床试验
	赖脯胰岛素	生物15类	2018年9月获临床批件	预计2019年下半年启动临床试验
	赖脯胰岛素25R	生物15类	2018年9月获临床批件	预计2019年下半年启动临床试验
	赖脯胰岛素50R	生物15类	2018年9月获临床批件	预计2019年下半年启动临床试验
四代胰岛素	BC Lispro	-	中试, 临床前药学和药理毒理研究	超速效胰岛素类似物, 2020年上半年申报临床
	BC Combo	-	桥接试验	甘精胰岛素和超速效赖脯胰岛素预混
GLP-1激动剂	利拉鲁肽	生物15类	2019年6月III期入组开始	预计2020年年底完成入组, 2021年申报生产, 2022年获批
	度拉鲁肽	-	临床前	预计2020年年底申报临床
DPP-4抑制剂	曲格列汀	化药3.1	BE实验中	-
	西格列汀及复方	化药3.1	2019年上半年申报生产	预计2020年获批
SGLT-2抑制剂	恩格列净	-	临床前	预计2020年底申报临床

资料来源: 公司公告, 方正证券

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2273.23	2789.37	3837.07	5172.58	<b>营业总收入</b>	2692.93	3003.29	3244.03	3718.72
现金	355.98	733.07	1812.08	2887.57	营业成本	745.03	787.48	720.39	836.63
应收账款	557.74	614.36	663.61	760.71	营业税金及附加	20.15	22.47	24.27	27.82
其它应收款	46.76	33.08	35.73	40.95	营业费用	701.02	840.92	973.21	1041.24
预付账款	27.09	28.63	26.19	30.42	管理费用	163.46	120.13	129.76	148.75
存货	901.02	990.88	906.46	1052.73	财务费用	10.34	11.82	0.51	-31.86
其他	384.64	389.34	393.00	400.20	资产减值损失	6.06	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	3190.10	3253.93	3312.33	3366.59	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	384.93	402.97	421.01	439.06	投资净收益	18.04	18.04	18.04	18.04
固定资产	1959.73	1907.36	1860.82	1820.11	<b>营业利润</b>	992.98	1142.88	1308.67	1589.93
无形资产	388.64	486.80	573.70	650.62	营业外收入	1.80	0.00	0.00	0.00
其他	456.80	456.80	456.80	456.80	营业外支出	17.25	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	5463.33	6043.30	7149.40	8539.17	<b>利润总额</b>	977.53	1127.43	1293.22	1574.48
<b>流动负债</b>	691.40	710.61	706.86	745.40	所得税	138.61	159.86	183.37	223.25
短期借款	450.00	450.00	450.00	450.00	<b>净利润</b>	838.92	967.56	1109.85	1351.23
应付账款	131.96	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.32	0.43	0.49	0.60
其他	109.44	260.61	256.86	295.40	<b>归属母公司净利润</b>	838.61	967.13	1109.36	1350.63
<b>非流动负债</b>	37.66	37.66	37.66	37.66	EBITDA	1137.97	1294.56	1454.48	1707.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.41	0.48	0.55	0.66
其他	37.66	37.66	37.66	37.66					
<b>负债合计</b>	729.06	748.27	744.52	783.05	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	9.98	10.41	10.90	11.50	<b>成长能力</b>				
股本	2033.99	2033.99	2033.99	2033.99	营业收入	0.06	0.12	0.08	0.15
资本公积	932.89	932.89	932.89	932.89	营业利润	0.01	0.15	0.15	0.21
留存收益	1752.59	2312.93	3422.29	4772.92	归属母公司净利润	0.00	0.15	0.15	0.22
归属母公司股东权益	4724.29	5284.63	6393.99	7744.62	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	5463.33	6043.30	7149.40	8539.17	毛利率	0.72	0.74	0.78	0.78
					净利率	0.31	0.32	0.34	0.36
					ROE	0.18	0.18	0.17	0.17
					ROIC	0.19	0.21	0.24	0.27
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.13	0.12	0.10	0.09
					净负债比率	0.10	0.09	0.07	0.06
					流动比率	3.29	3.93	5.43	6.94
					速动比率	1.98	2.53	4.15	5.53
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.53	0.52	0.49	0.47
					应收账款周转率	4.89	5.12	5.08	5.22
					应付账款周转率	27.87	45.52	—	—
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.41	0.48	0.55	0.66
					每股经营现金	0.43	0.52	0.66	0.66
					每股净资产	2.32	2.60	3.14	3.81
					<b>估值比率</b>				
					P/E	33.71	30.47	26.57	21.82
					P/B	5.98	5.58	4.61	3.81
					EV/EBITDA	24.93	22.33	19.13	15.67

数据来源：Wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com