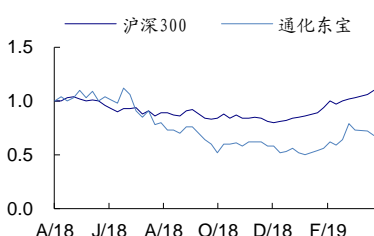


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药与生物
通化东宝(600867)
买入
2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 22 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,034/1,954
总市值/流通(百万元)	33,012/31,709
上证综指/深圳成指	3,271/10,418
12 个月最高/最低(元)	27.51/10.94

相关研究报告:

《通化东宝-600867-2018 年三季报点评: 调整渠道库存, 为三代胰岛素上市蓄势》——2018-10-27

《通化东宝-600867-2018 年半年报点评: 业绩符合预期, 研发有序推进》——2018-08-15

《通化东宝-600867-2017 年年报点评: 长期赛道聚“宝”盆》——2018-04-18

《通化东宝-600867-2017 年三季报点评: 业绩稳健快速增长, 甘精上市进入倒计时阶段》——2017-10-26

《通化东宝-600867-重大事件快评: 甘精胰岛素报产, 重磅品种打开中长期发展空间》——2017-10-11

证券分析师: 张智聪

电话: 021-60933151

E-MAIL: zhangzhicong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030001

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

库存调整完成, 研发稳步推进

● 业绩低于预期, 调整渠道库存导致业绩低点。

2018 年度公司实现营业收入 26.93 亿元 (+5.80%), 归母净利润 8.39 亿元 (+0.25%), 扣非归母净利润 8.14 亿元 (-1.23%), 业绩低于预期。2018Q3 公司主动降低渠道库存, 导致当期营收和净利润增速下滑, 造成短期业绩低点。公司深耕基层胰岛素市场多年, 渠道优势明显, 2019 年三代胰岛素获批贡献增量, 二代胰岛素保持 10%~15 的稳健增长, 公司主业将恢复稳健增长。

● 降糖产品线快速扩充, 借优势渠道放量增厚业绩。

公司甘精胰岛素目前正等待接受生产现场检查, 获批上市在即。门冬胰岛素的上市注册申请已获得受理, 有望在明年获批上市。其他三代胰岛素类似物在研产品进展顺利, 门冬 30、门冬 50 正在进行临床 3 期试验。利拉鲁肽已进入临床三期试验, 研发进展处于国内领先地位。口服降糖药磷酸西格列汀片、西格列汀二甲双胍片的报产申请已获得受理。随着甘精胰岛素等重磅产品陆续获批上市, 降糖药品产品线将快速扩充, 有望借优势渠道快速放量, 增厚业绩。

● 期间费用率和毛利率保持基本稳定。

2018 年公司销售队伍大幅扩张, 销售费用率 26.03% (+1.56pp); 管理费用率 9.70% (-0.55pp), 财务费用率 0.38% (-0.17pp), 期间费用率保持大体稳定。公司毛利率 72.33% (-2.35pp), 主要由于二代胰岛素制剂调整渠道库存, 导致当期增速放缓, 而人胰岛素原料药、医疗器械和房地产等低毛利业务收入占比增加, 拉低公司整体毛利率水平; 公司净利润率 31.15% (-1.86pp) 出现小幅下滑, 盈利能力保持基本稳定。

● 风险提示: 三代胰岛素研发和上市推广进展不及预期; 二代胰岛素竞争恶化、招标降价风险; 厦门特宝在科创板 IPO 进展不及预期等。
● 投资建议: 合理估值 18.3-19.5 元, 维持“买入”评级。

预计 EPS 分别为 0.51/0.61/0.71 元, 当前股价对应 PE 分别为 32/27/23x。公司在胰岛素的基础推广渠道、生产成本控制、产品品牌等方面优势明显, 二代胰岛素业绩增长压力释放, 甘精胰岛素获批在即, 有望带量业绩弹性, 子公司厦门特宝有望登陆科创板, 我们给予 2020 年合理估值 30-32 倍, 对应股价 18.3-19.5 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

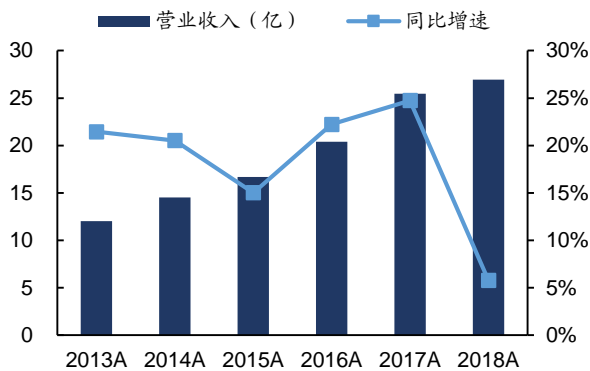
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,545	2,693	3,200	3,770	4,341
(+/-%)	24.7%	5.8%	18.8%	17.8%	15.1%
净利润(百万元)	837	839	1043	1239	1453
(+/-%)	30.5%	0.2%	24.4%	18.8%	17.3%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.41	0.51	0.61	0.71
EBIT Margin	39.3%	39.5%	38.1%	38.5%	38.9%
净资产收益率(ROE)	18.5%	17.8%	19.3%	20.0%	20.3%
市盈率(PE)	33.2	39.4	31.6	26.6	22.7
EV/EBITDA	24.0	27.3	24.5	20.2	17.3
市净率(PB)	6.13	6.99	6.11	5.32	4.62

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

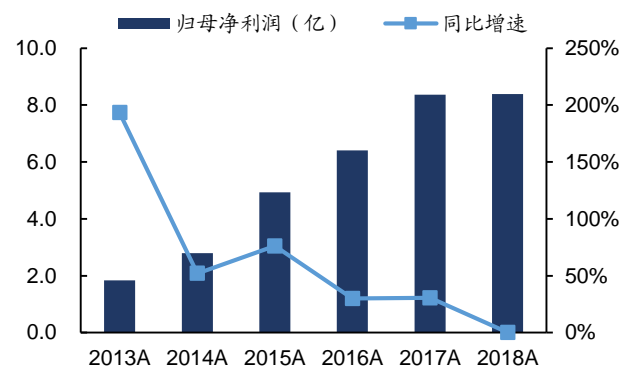
全年业绩低于预期，调整渠道库存导致业绩低点。2018 年度公司实现营业收入 26.93 亿元 (+5.80%)，归母净利润 8.39 亿元 (+0.25%)，扣非归母净利润 8.14 亿元 (-1.23%)，业绩低于预期。其中四季度单季营收 6.84 亿元 (同比-1.23%，环比+25.43%)，归母净利润 1.51 亿元 (-19.67%)，扣非归母净利润 1.49 亿元 (-22.83%)。2018 年第三季度，公司通过调整发货，主动降低渠道库存，导致当期营业收入和净利润增速下滑，拖累全年业绩，造成短期业绩低点。公司深耕基层胰岛素市场多年，渠道优势明显，二代胰岛素国内市场份额在 25% 以上，未来随着三代胰岛素类似物获批贡献增量，二代胰岛素保持 10%~15% 的稳健增长，公司主业将恢复稳健增长。

图 1：通化东宝营业收入及增速



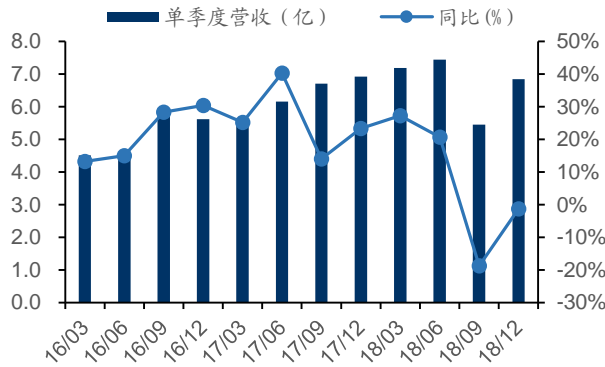
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：通化东宝归母净利润及增速



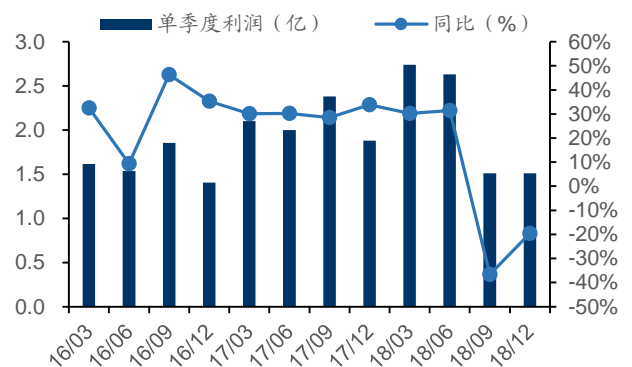
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：通化东宝单季营业收入及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：通化东宝单季归母净利润及增速



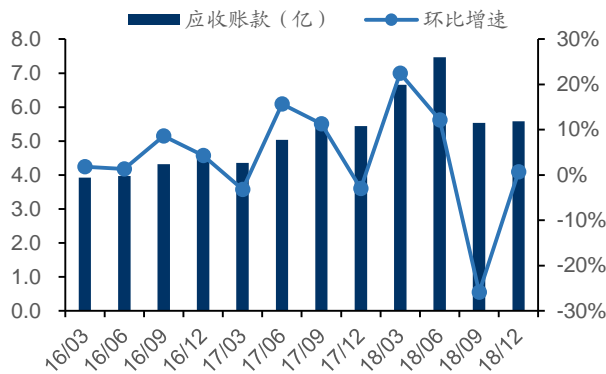
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

降糖产品线快速扩充，借优势渠道放量增厚业绩。公司甘精胰岛素注射液已于 2018 年 12 月完成临床数据核查，目前正等待接受生产现场检查，获批上市在即。门冬胰岛素注射液的上市注册申请已于 2019 年 4 月获得受理，预计申报进度将短于甘精胰岛素，有望在明年获批上市。其他三代胰岛素类似物在研产品进展顺利，门冬 30、门冬 50 正在进行临床 3 期试验，地特胰岛素、赖脯胰岛素、赖脯 25R、赖脯 50R 已获得临床批件，现处于临床试验筹备阶段。与法国 Adocia 公司合作开发的超速效型胰岛素类似物和胰岛素基础餐时组合处于临床前研究阶段。利拉鲁肽已进入临床三期试验，研发进展处于国内领先地位。口服降糖药磷酸西格列汀片、西格列汀二甲双胍片的报产申请已获得受理。随着甘精胰岛素等重磅产品获批上市，公司降糖药品产品线将快速扩充，有望借

多年积累的优势渠道快速放量，增厚业绩。

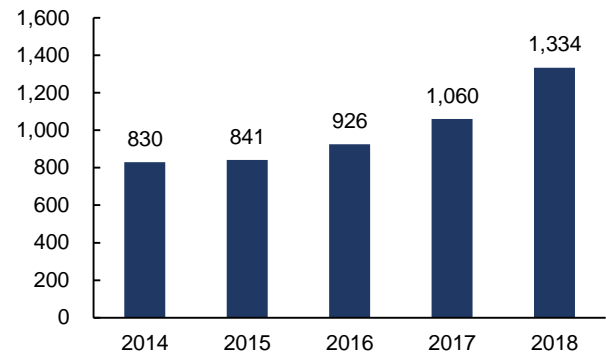
渠道调整完成、销售队伍扩张，为甘精上市蓄力。2018Q3 公司应收账款 5.54 亿元，回到 2017 年下半年的合理水平，渠道库存调整基本完成。2018 年，公司销售团队大幅扩张，销售人员人数达到 1300 余人，比去年增长 25.85%，为甘精胰岛素的上市和推广工作做好充足的准备。

图 5: 通化东宝应收账款变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

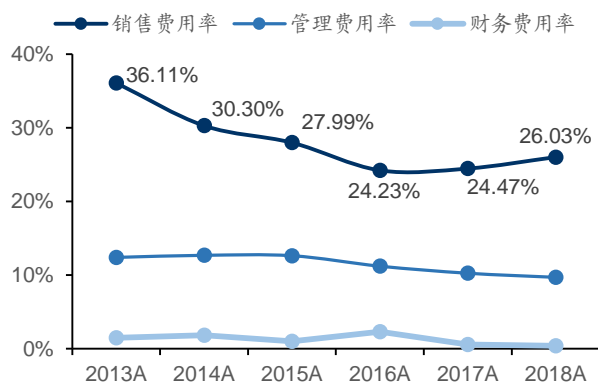
图 6: 通化东宝销售人员数量变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

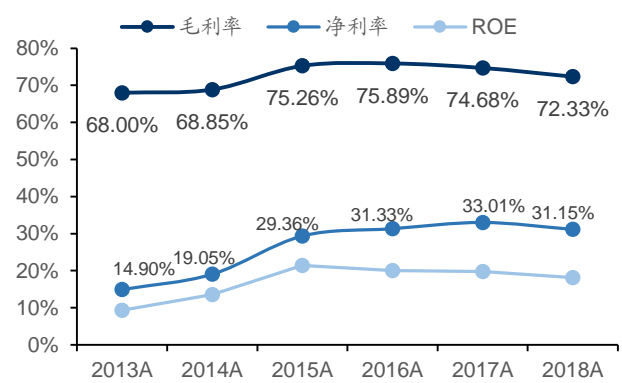
期间费用率和毛利率保持基本稳定。2018 年公司销售队伍大幅扩张，销售费用率 26.03% (+1.56pp); 管理费用率 9.70% (-0.55pp)，财务费用率 0.38% (-0.17pp)，期间费用率保持大体稳定。2018 年，公司研发投入 1.51 亿元，占营业收入的 5.60% (+0.92%)。公司毛利率 72.33% (-2.35pp)，主要由于二代人胰岛素制剂调整渠道库存，导致当期增速放缓，而人胰岛素原料药出口大幅增加，拉低主业毛利率水平；另一方面毛利率水平较低的糖尿病相关医疗器械和房地产业务营业收入分别增长 20.04%、47.23%，收入占比提升，也拉低了公司综合毛利率水平。公司净利润率 31.15% (-1.86pp) 出现小幅下滑，盈利能力保持基本稳定。

图 7: 通化东宝的三项费用变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 通化东宝的毛利率、净利率和 ROE 水平变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 合理估值 18.3-19.5 元，维持“买入”评级。预计 EPS 分别为 0.51/0.61/0.71 元，当前股价对应 PE 分别为 32/27/23x。公司在胰岛素的基础推广渠道、生产成本控制、产品品牌等方面优势明显，二代人胰岛素业绩增长压力释放，甘精胰岛素获批在即，有望带量业绩弹性，子公司厦门特宝有望登陆科创板，我们给予 2020 年合理估值 30-32 倍，对应股价 18.3-19.5 元，维持

“买入”评级。

表 1: 通化东宝业绩拆分和关键假设 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	2040	2545	2693	3200	3770	4341	
增速	22%	25%	6%	19%	18%	15%	
重组人胰岛素	1599	1921	1941	2232	2544	2875	
增速	16%	20%	1%	15%	14%	13%	二代人胰岛素保持 10%-15% 平稳增长
三代胰岛素				50	150	250	
增速					200%	67%	三代胰岛素借优势渠道快速上量, 贡献业绩弹性
糖尿病相关器械	233	272	326	398	477	573	
增速	55%	17%	20%	22%	20%	20%	医疗器械保持 20% 以上快速增长
中成药	78	79	74	70	66	62	
增速		1%	-6%	-5%	-6%	-7%	
塑钢门窗	26	40	10	10	10	10	
增速		55%	-76%	0%	0%	0%	非主业逐步减少
房地产	69	214	315	410	492	541	
增速		210%	47%	30%	20%	10%	
其他	36	19	27	30	30	30	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理、预测

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190419	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600276	恒瑞医药	64.45	2,851	0.92	1.45	1.87	2.39	70.1	44.4	34.5	27.0	23.2	1.2	买入
600196	复星医药	29.72	762	1.06	1.21	1.45	1.72	28.1	24.6	20.5	17.3	10.2	1.4	买入
000661	长春高新	311.25	529	5.92	8.85	11.79	15.22	52.6	35.2	26.4	20.5	20.7	1.0	买入
300003	乐普医疗	26.55	473	0.68	0.96	1.26	1.68	38.8	27.7	21.1	15.8	19.1	0.8	买入
600867	通化东宝	16.23	330	0.41	0.51	0.61	0.71	39.4	31.6	26.6	22.7	18.1	1.6	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	356	350	350	980	营业收入	2693	3200	3770	4341
应收款项	645	754	878	999	营业成本	745	874	1046	1185
存货净额	901	1078	1236	1395	营业税金及附加	20	24	28	33
其他流动资产	371	416	490	564	销售费用	701	784	905	1042
流动资产合计	2273	2598	2954	3938	管理费用	163	298	341	392
固定资产	1960	2492	2962	2899	财务费用	10	14	16	5
无形资产及其他	239	230	220	211	投资收益	18	15	15	15
投资性房地产	701	701	701	701	资产减值及公允价值变动	(6)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	290	290	290	290	其他收入	(72)	0	0	0
资产总计	5463	6311	7127	8039	营业利润	993	1216	1444	1694
短期借款及交易性金融负债	450	563	529	450	营业外净收支	(15)	0	0	0
应付款项	132	153	175	197	利润总额	978	1216	1444	1694
其他流动负债	109	145	167	191	所得税费用	139	173	205	241
流动负债合计	691	861	871	838	少数股东损益	0	0	0	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	839	1043	1239	1453
其他长期负债	38	38	38	38					
长期负债合计	38	38	38	38	现金流量表 (百万元)				
负债合计	729	898	909	876	净利润	839	1043	1239	1453
少数股东权益	10	10	11	11	资产减值准备	(13)	6	2	0
股东权益	4724	5402	6208	7152	折旧摊销	172	166	232	267
负债和股东权益总计	5463	6311	7127	8039	公允价值变动损失	6	5	5	5
					财务费用	10	14	16	5
关键财务与估值指标					营运资本变动	(425)	(268)	(309)	(308)
每股收益	0.41	0.51	0.61	0.71	其它	13	(6)	(2)	(0)
每股红利	0.17	0.18	0.21	0.25	经营活动现金流	592	946	1168	1418
每股净资产	2.32	2.66	3.05	3.52	资本开支	(212)	(700)	(700)	(200)
ROIC	21%	20%	21%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	19%	20%	20%	投资活动现金流	(199)	(700)	(700)	(200)
毛利率	72%	73%	72%	73%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	39%	38%	38%	39%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	46%	43%	45%	45%	支付股利、利息	(356)	(365)	(434)	(509)
收入增长	6%	19%	18%	15%	其它融资现金流	338	113	(34)	(79)
净利润增长率	0%	24%	19%	17%	融资活动现金流	(373)	(252)	(468)	(588)
资产负债率	14%	14%	13%	11%	现金净变动	20	(6)	0	630
息率	1.1%	1.1%	1.3%	1.5%	货币资金的期初余额	336	356	350	350
P/E	39.4	31.6	26.6	22.7	货币资金的期末余额	356	350	350	980
P/B	7.0	6.1	5.3	4.6	企业自由现金流	448	245	468	1209
EV/EBITDA	27.3	24.5	20.2	17.3	权益自由现金流	786	346	420	1125

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032