CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

通化东宝 600867.SH

目标估值：N/A
当前股价：17.2 元
2017 年 06 月 18 日

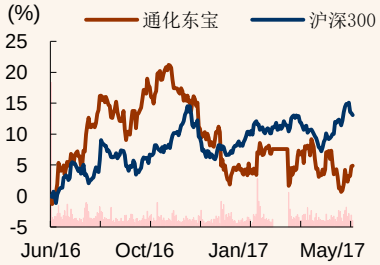
甘精胰岛素即将申报生产

基础数据

上证综指	3123
总股本（万股）	170632
已上市流通股（万股）	163596
总市值（亿元）	293
流通市值（亿元）	281
每股净资产（MRQ）	2.4
ROE（TTM）	16.6
资产负债率	12.8%
主要股东	东宝实业集团有限公
主要股东持股比例	37.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-4	3
相对表现	-2	-9	-10



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《通化东宝（600867）—业绩符合预期，胰岛素继续较快增长》2017-04-11

2、《通化东宝（600867）—销售壁垒坚实，医保政策支持》2017-03-31

吴斌
wubin11@cmschina.com.cn
S1090517040001

通化东宝的甘精胰岛素即将申报生产，临床试验数据很好，可以消除市场一些不必要的担心。维持盈利预测和强烈推荐评级。

- **事件：通化东宝公告甘精胰岛素申报生产的进展情况。**
- **甘精胰岛素申报生产的进展虽然有些晚于预期，但终于即将申报生产。**通化东宝的甘精胰岛素于 2014 年 6 月 6 日获批临床，7 月开始 III 期临床（作为生物仿制药，2、3 期临床合并）；2017 年 3 月 13 日完成临床数据库的锁定；4 月 20 日完成临床试验统计报告；4 月 28 日完成临床试验总结报告；5 月 14 日召开临床试验项目总结会，目前正在 21 家医院进行结题和盖章工作。**由于已经有一部分医院完成了盖章，我们估计 6 月底之前（最晚 7 月中旬之前），公司有望提交申报。**甘精胰岛素的生产申报，比最初的预期晚了半年左右，我们认为原因有两个：一方面是去年下半年药监局发布新的核查标准和要求新增 HIS 查询等程序，导致项目收尾延后；另一方面，公司过去申报的新药较少，可能对临床进展较为乐观，导致市场预期也较为乐观。
- **临床试验结果非常好，市场的不必要担心可以消除。**由于通化东宝的甘精一直没有申报，市场一直有传言临床结果不好。**但我们一直认为，公司的甘精胰岛素与甘李药业是基于同样专利技术，既然甘李药业能批出来，那么公司的甘精胰岛素就不会有太大问题。**这次公告也显示，公司的甘精胰岛素在有效性和安全性方面均与进口产品一致。市场的不必要担心可以消除。
- **对甘精胰岛素批准时间的大概预测。**我们查询 CDE，目前生物制药 NDA（生产申报）排队文号一共 65 个，如果排除 2014 年之前的（很可能是存在问题的申报），则有 59 个排队。2013~2016 年每年 CDE 审批（包括批准和不批准）的生物制药 NDA 数量分别是 22/25/32/26 个，撤回文号数量分别是 16/7/6/34 个，由此可见：CDE 生物制药的审批能力大概是 26 个/年，撤回数量不好预测，我们假设未来每年撤回数量 10 个/年，**因此可以测算，如果本月甘精胰岛素能申报生产，假如不能进入优先审评，大概需要等待 1.6 年左右，即 2019 年年初左右获批。**

财务数据与估值

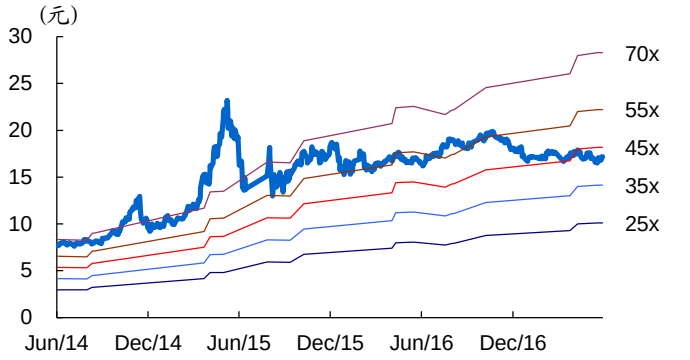
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1669	2040	2398	2822	3301
同比增长	15%	22%	18%	18%	17%
营业利润(百万元)	569	739	979	1228	1534
同比增长	74%	30%	33%	25%	25%
净利润(百万元)	493	641	832	1043	1302
同比增长	76%	30%	30%	25%	25%
每股收益(元)	0.95	0.45	0.49	0.61	0.76
PE	18.2	38.2	35.3	28.1	22.5
PB	3.6	6.2	6.5	5.7	5.0

资料来源：公司数据、招商证券

- **市场可能担心胰岛素市场竞争格局变差，但我们认为通化东宝已经构筑了坚实的销售壁垒。**由于联邦制药的甘精胰岛素已经获批，市场担心通化东宝落后较多。但我们认为，胰岛素作为一个专科性非常强的糖尿病药物，并非简单就能被医生接受，需要强大的学术营销队伍。联邦虽然获批领先，但学术队伍还在搭建中；通化东宝借助过去 10 多年的专家资源和营销优势，有望后来居上。
- **医保基金结余率持续下降，使政策越来越偏向国产二代胰岛素。**一方面，今年 2 月份的新版医保目录，给三代胰岛素加上了适应症限制，如果严格执行，相当于三代胰岛素仅能作为二代胰岛素无效情况下使用，极大利好二代胰岛素；另一方面，福建 3 月阳光采购，医保支付价的设置明显利好于国产二代胰岛素，进口二代胰岛素的医保支付价甚至低于国产，这就表明，医保机构主导的招标，将更偏向于使用国产药物。我们认为，在医保基金结余率越来越低的状况下，未来可以预见更多政策偏向国产二代胰岛素，利好通化东宝。
- **维持"强烈推荐-A"投资评级。**我们维持预测 2017~2019 年净利润分别同比增长 30%/25%/25%，EPS 0.49/0.61/0.76 元。当前 17 年 PE 仅 35 倍，低于历史估值中枢。公司是糖尿病领域的优秀企业，二代胰岛素稳健增长提供业绩支撑，三代胰岛素、胰岛素制剂出口提供未来业绩的成长空间，而糖尿病慢病管理的进展则是提升公司估值的主要因素，长线来看，公司仍然是最值得投资的成长股，维持"强烈推荐"评级。
- **风险提示：**胰岛素销售不达预期，新药获批低于预期。

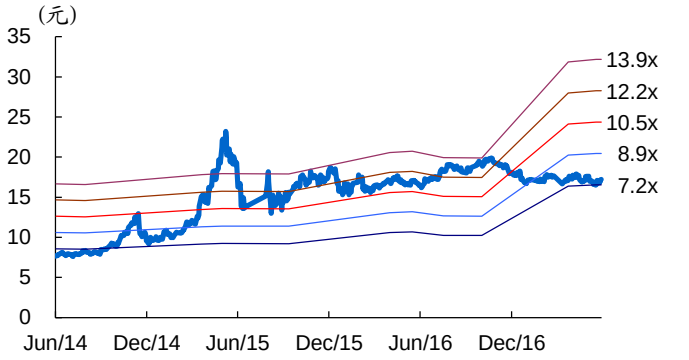
PE-PB Band

图 1：通化东宝历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：通化东宝历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1634	2210	2673	3244	3977
现金	212	236	445	711	1105
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5	4	5	6	7
应收款项	385	450	507	596	698
其它应收款	26	22	26	30	36
存货	955	1048	1165	1285	1415
其他	51	450	526	615	716
非流动资产	2154	2465	2540	2606	2665
长期股权投资	143	283	283	283	283
固定资产	1131	1224	1311	1389	1458
无形资产	50	125	112	101	91
其他	831	833	832	832	832
资产总计	**3788**	**4675**	**5213**	**5850**	**6642**
流动负债	1027	639	631	642	654
短期借款	873	410	410	410	410
应付账款	53	91	101	112	123
预收账款	2	5	6	7	7
其他	99	133	113	113	113
长期负债	282	91	91	91	91
长期借款	250	60	60	60	60
其他	32	31	31	31	31
负债合计	**1309**	**730**	**721**	**732**	**744**
股本	1136	1422	1706	1706	1706
资本公积金	179	1187	902	902	902
留存收益	1144	1331	1879	2506	3286
少数股东权益	20	6	4	3	3
归属于母公司所有者权益	2459	3939	4487	5114	5894
负债及权益合计	**3788**	**4675**	**5213**	**5850**	**6642**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	295	726	749	911	1137
净利润	493	641	832	1043	1302
折旧摊销	132	161	148	156	164
财务费用	18	45	26	24	21
投资收益	(20)	14	(14)	(18)	(24)
营运资金变动	(323)	(135)	(246)	(298)	(332)
其它	(5)	(1)	3	5	6
投资活动现金流	(578)	(838)	(223)	(223)	(223)
资本支出	(400)	(412)	(223)	(223)	(223)
其他投资	(178)	(426)	0	0	0
筹资活动现金流	294	136	(316)	(422)	(519)
借款变动	415	(783)	(20)	0	0
普通股增加	106	286	284	0	0
资本公积增加	32	1007	(284)	0	0
股利分配	(260)	(312)	(284)	(416)	(521)
其他	2	(63)	(12)	(5)	3
现金净增加额	10	23	209	266	394

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1669	2040	2398	2822	3301
营业成本	413	492	551	608	669
营业税金及附加	6	19	22	26	31
营业费用	467	494	564	649	726
管理费用	211	229	264	299	337
财务费用	17	47	26	24	21
资产减值损失	7	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	20	(14)	14	18	24
营业利润	569	739	979	1228	1534
营业外收入	5	26	5	5	5
营业外支出	3	6	3	3	3
利润总额	571	759	980	1229	1536
所得税	80	120	150	188	234
净利润	490	639	831	1042	1302
少数股东损益	(3)	(2)	(2)	(1)	0
归属于母公司净利润	493	641	832	1043	1302
EPS（元）	0.95	0.45	0.49	0.61	0.76

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	15%	22%	18%	18%	17%
营业利润	74%	30%	33%	25%	25%
净利润	76%	30%	30%	25%	25%
获利能力					
毛利率	75.3%	75.9%	77.0%	78.5%	79.7%
净利率	29.5%	31.4%	34.7%	37.0%	39.4%
ROE	20.0%	16.3%	18.6%	20.4%	22.1%
ROIC	13.9%	15.0%	17.1%	18.9%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	34.6%	15.6%	13.8%	12.5%	11.2%
净负债比率	29.6%	10.5%	9.0%	8.0%	7.1%
流动比率	1.6	3.5	4.2	5.1	6.1
速动比率	0.7	1.8	2.4	3.1	3.9
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转率	4.3	4.9	5.0	5.1	5.1
应付帐款周转率	7.9	6.8	5.7	5.7	5.7
每股资料（元）					
每股收益	0.95	0.45	0.49	0.61	0.76
每股经营现金	0.57	0.51	0.44	0.53	0.67
每股净资产	4.72	2.77	2.63	3.00	3.45
每股股利	0.60	0.20	0.24	0.31	0.38
估值比率					
PE	18.2	38.2	35.3	28.1	22.5
PB	3.6	6.2	6.5	5.7	5.0
EV/EBITDA	30.5	23.6	18.7	15.4	12.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8 年证券从业经验，2017 年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。
李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，10 年证券从业经验，注册会计师。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。
张同，天津大学制药工程系硕士，2 年医药行业经验，2011 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。
李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1 年医药行业经验，2013 年 7 月加入招商证券，任医药行业分析师。
蒋一樊，法国波城大学硕士，1 年海外一级市场投资经验，3 年证券从业经验，2017 年 4 月加入招商证券，任医药行业分析师。
李点典，香港科技大学生化系硕士，2016 年加入招商证券，任医药行业分析师助理。
团队荣誉：2011 年新财富最佳分析师第 3 名，证券业金牛分析师第 2 名，卖方分析师水晶球奖第 3 名。2012 年新财富最佳分析师第 4 名，2014 年新财富最佳分析师第 2 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。