

通化东宝（600867.SH）

甘精胰岛素申报在即，东宝龙头地位稳固

核心观点：

● 事件：临床总结已经完成，甘精胰岛素申报在即

公司公告甘精胰岛素 III 期临床总结已经完成，目前正在进行结题和盖章工作，计划近期申报生产。临床试验结果显示，公司研制的甘精胰岛素注射液在有效性和安全性方面均与原研对照品来得时一致。

● 国际市场以三代胰岛素为主，甘精为最大品种

根据各大公司主要品种销售数据，2016 年全球范围内，胰岛素产品的销售额约为 212 亿美元，占有所有糖尿病治疗药物的 52%。其中，三代胰岛素大约实现销售收入 181 亿美元，占胰岛素市场 85% 的份额，主要产品包括甘精胰岛素（2016 年销售 64 亿美元）、门冬胰岛素（2016 年销售 30 亿美元）、赖脯胰岛素（2016 年销售 28 亿美元）、地特胰岛素（2016 年销售 25 亿美元）。

● 目前国内二代、三代平分秋色，三代增速更快

在国内市场上，三代胰岛素与二代胰岛素目前平分秋色，大约分别为 80 亿元，但是三代胰岛素的市场增速高于二代。PDB 数据显示，甘精胰岛素近 3 年的复合增长率达到 15%，目前主要厂家为原研赛诺菲和国内企业甘李药业、联邦制药。我们认为东宝的甘精胰岛素报产后明年有望上市，之后将凭借公司过硬的营销能力快速抢占市场。

● 盈利预测与投资评级

通化东宝深耕糖尿病领域多年，重磅产品甘精胰岛素上市在即，业绩有望加速增长。我们预计公司 17-19 年 EPS 为 0.49/0.63/0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 35/27/21 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

产品降价的压力；产品研发进展不达预期；胰岛素竞争格局加剧。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,669.31	2,040.39	2,401.36	2,845.46	3,525.96
增长率(%)	15.02%	22.23%	17.69%	18.49%	23.92%
EBITDA(百万元)	704.66	967.84	1,134.44	1,379.94	1,740.27
净利润(百万元)	492.96	640.92	838.69	1,070.71	1,394.22
增长率(%)	76.19%	30.02%	30.86%	27.66%	30.21%
EPS（元/股）	0.434	0.451	0.492	0.627	0.817
市盈率（P/E）	39.63	38.16	34.99	27.41	21.05
市净率（P/B）	7.85	6.18	6.12	5.00	4.04
EV/EBITDA	29.02	25.53	25.08	19.98	15.24

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

17.20 元

前次评级

买入

报告日期

2017-06-19

相对市场表现



分析师： 罗佳荣 S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

相关研究：

通化东宝（600867.SH）：业绩延续高增长，器械有望贡献新增量 2017-04-29

通化东宝（600867.SH）：业绩符合预期，深耕糖尿病市场大有可为 2017-04-12

通化东宝（600867.SH）：胰岛素产品增长稳定，“产品+服务”打开空间 2016-08-19

联系人： 蔡强 0755 88285832

caiqliang@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1634	2210	2710	3871	5378
货币资金	212	236	980	1867	2925
应收及预付	456	519	625	738	914
存货	955	1048	1105	1265	1540
其他流动资产	11	407	0	0	0
非流动资产	2154	2465	2369	2326	2272
长期股权投资	143	283	283	283	283
固定资产	1135	1226	1137	1034	918
在建工程	452	625	725	805	885
无形资产	105	200	173	153	135
其他长期资产	320	130	49	49	49
资产总计	3817	4690	5094	6212	7666
流动负债	1027	639	217	253	306
短期借款	873	410	0	0	0
应付及预收	154	209	217	253	306
其他流动负债	0	20	0	0	0
非流动负债	282	91	80	95	105
长期借款	250	60	240	260	275
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	31	30	25	20
负债合计	1309	730	297	348	411
股本	1136	1422	1706	1706	1706
资本公积	208	1202	918	918	918
留存收益	1144	1331	2169	3240	4634
归属母公司股东权益	2488	3955	4793	5864	7258
少数股东权益	20	6	4	0	-4
负债和股东权益	3817	4690	5094	6212	7666

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1669	2040	2401	2845	3526
营业成本	413	492	574	659	802
营业税金及附加	6	19	22	23	25
销售费用	467	494	564	652	779
管理费用	211	229	264	290	338
财务费用	17	47	9	-4	-9
资产减值损失	7	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	20	-14	10	25	40
营业利润	569	739	979	1251	1630
营业外收入	5	26	10	10	10
营业外支出	3	6	5	5	5
利润总额	571	759	984	1256	1635
所得税	80	120	148	188	245
净利润	490	639	836	1068	1390
少数股东损益	-3	-2	-3	-3	-4
归属母公司净利润	493	641	839	1071	1394
EBITDA	705	968	1134	1380	1740
EPS (元)	0.43	0.45	0.49	0.63	0.82

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	295	726	1286	961	1111
净利润	490	639	836	1068	1390
折旧摊销	132	161	157	158	159
营运资金变动	-329	-141	252	-238	-396
其它	2	66	41	-27	-42
投资活动现金流	-578	-838	-89	-85	-60
资本支出	-400	-411	-99	-110	-100
投资变动	47	-427	10	25	40
其他	-225	0	0	0	0
筹资活动现金流	294	136	-453	12	7
银行借款	872	760	-390	15	10
债券融资	-359	-1397	-51	0	0
股权融资	28	1045	0	0	0
其他	-247	-272	-12	-3	-3
现金净增加额	10	23	744	887	1058
期初现金余额	202	212	236	980	1867
期末现金余额	212	236	980	1867	2925

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	15.0	22.2	17.7	18.5	23.9
营业利润增长	73.8	29.8	32.5	27.8	30.3
归属母公司净利润增长	76.2	30.0	30.9	27.7	30.2
获利能力(%)					
毛利率	75.3	75.9	76.1	76.8	77.2
净利率	29.4	31.3	34.8	37.5	39.4
ROE	19.8	16.2	17.5	18.3	19.2
ROIC	15.3	17.5	23.3	27.6	32.8
偿债能力					
资产负债率(%)	34.3	15.6	5.8	5.6	5.4
净负债比率	0.4	0.1	-0.2	-0.3	-0.4
流动比率	1.59	3.46	12.49	15.33	17.57
速动比率	0.62	1.75	7.16	10.08	12.30
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.48	0.49	0.50	0.51
应收账款周转率	4.30	4.89	4.56	4.56	4.56
存货周转率	0.52	0.49	0.52	0.52	0.52
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.45	0.49	0.63	0.82
每股经营现金流	0.26	0.51	0.75	0.56	0.65
每股净资产	2.19	2.78	2.81	3.44	4.25
估值比率					
P/E	39.6	38.2	35.0	27.4	21.1
P/B	7.9	6.2	6.1	5.0	4.0
EV/EBITDA	29.0	25.5	25.1	20.0	15.2

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 冯 鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 马 帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡 强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心汇丰银行大楼 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。