

公司研究/公告点评

2019年12月12日

医药生物/生物制品 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 12.06
合理价格区间(元): 15.95~17.05

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

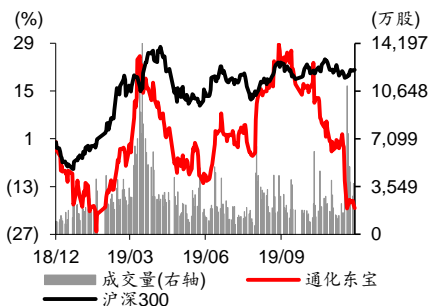
李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

岳梅梅 021-38476098
联系人 yuemeimei@htsc.com

相关研究

- 1《通化东宝(600867 SH,买入): 业绩低于预期》2019.10
- 2《通化东宝(600867 SH,买入): 苦尽“甘”来, 励“精”图发》2019.09
- 3《通化东宝(600867,买入): 拐点已至, 上升通道重启》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

甘精上市, 开启新征程

通化东宝(600867)

甘精胰岛素获批上市

2019年12月11日公司发布公告, 甘精胰岛素正式获批上市, 自此开启三代胰岛素时代。公司在胰岛素领域深耕多年, 具有广泛的医生与患者基础, 考虑到去库存后二代胰岛素的良性增长(未来3年销售+10%-13%)与三代上市贡献增量, 公司业绩有望迎来拐点。我们维持2019-2021年EPS为0.45/0.55/0.68元, 给予2020年29-31倍PE(二轮集采品种扩围超预期, 板块估值下行, 公司为胰岛素龙头享受溢价, 高于可比公司均值29x), 给予目标价15.95-17.05元, 维持买入评级。

胰岛素龙头更进一步, 二三代产品协同发展

甘精胰岛素为经典的长效胰岛素制剂, 2018年原研企业赛诺菲全球销售额为49.95亿美元。PDB数据库显示, 2018年甘精胰岛素样本医院销售额为8.7亿元, 我们假设以5倍放大, 则终端市场规模约为43亿元, 其中原研赛诺菲占据77.1%的市场份额, 甘李药业与珠海联邦分别占据22.5%和0.4%的份额。公司在胰岛素领域积淀深厚, 强大的基层销售能力叠加甘精胰岛素进入18版基药目录, 甘精胰岛素有望快速放量贡献业绩, 我们预计2020年销售有望超过1亿元。

胰岛素集采: 武汉率先试点, 效果有待观察

2019年12月9日, 武汉发布《武汉市2019年第一批药品集中带量采购实施细则》, 首次将胰岛素纳入集采。我们认为在当前价格全国联动的形势下, 武汉集采效果有待观察: 1) 武汉市胰岛素使用量占比较小(2018年PDB数据(下同): 湖北省采购金额占比仅为5.5%), 预计价格降幅较为温和; 2) 与普药不同, 胰岛素仍需销售推广与售后服务。在未来降价的大背景下, 由于三代整体用药金额占比更高(81%)且更贵(2019年最新招标价同规格三代价格约为二代3-4倍), 三代胰岛素或将面临较大压力, 但公司有望凭借产能优势持续攫取市场份额。

胰岛素领域全布局, 研发逐步落地

公司为国内胰岛素龙头企业, 深度布局胰岛素管线并辐射至全降糖领域, 研发逐步进入收获期: 1) 门冬胰岛素申请上市, 门冬50已完成3期临床, 30处于3期临床入组后期阶段; 2) 超速效型胰岛素类似物和胰岛素基础餐时组合已完成处方筛选工作, 预计1H20申报临床; 3) 地特胰岛素、赖脯胰岛素与精蛋白锌重组赖脯胰岛素预混(25R/50R)当前处于临床试验筹备阶段; 5) 利拉鲁肽研发位于国内第一梯队, 当前处于3期临床入组阶段; 6) 口服降糖药西格列汀/西格列汀二甲双胍已报产。

风险提示: 胰岛素全国集采的风险, 胰岛素产品大幅降价的风险, 二代胰岛素基层增速下滑的风险, 产品研发进展低于预期的风险

公司基本资料

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 2,034 |
| 流通A股(百万股) | 2,034 |
| 52周内股价区间(元) | 11.20-19.25 |
| 总市值(百万元) | 24,530 |
| 总资产(百万元) | 5,340 |
| 每股净资产(元) | 2.46 |

资料来源: 公司公告

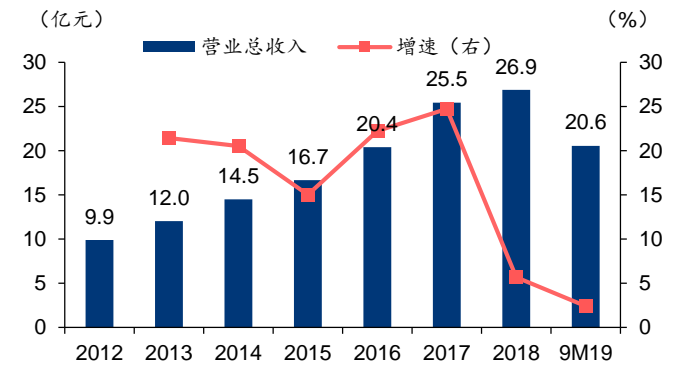
经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,545 | 2,693 | 2,820 | 3,280 | 3,886 |
| +/-% | 24.75 | 5.80 | 4.71 | 16.33 | 18.48 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 836.55 | 838.61 | 923.34 | 1,124 | 1,377 |
| +/-% | 30.52 | 0.25 | 10.10 | 21.77 | 22.50 |
| EPS(元, 最新摊薄) | 0.41 | 0.41 | 0.45 | 0.55 | 0.68 |
| PE(倍) | 29.32 | 29.25 | 26.57 | 21.82 | 17.81 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

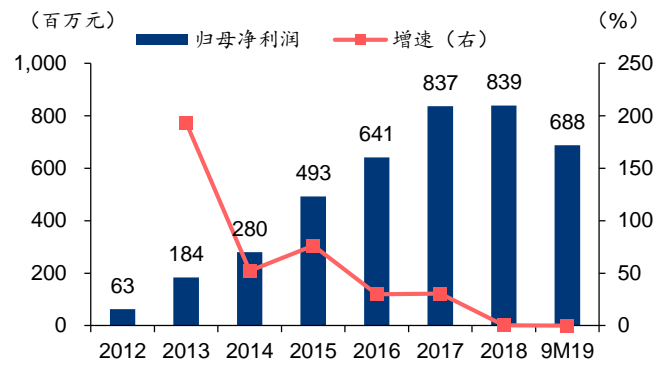
公司经营指标概览

图表1：公司营业收入



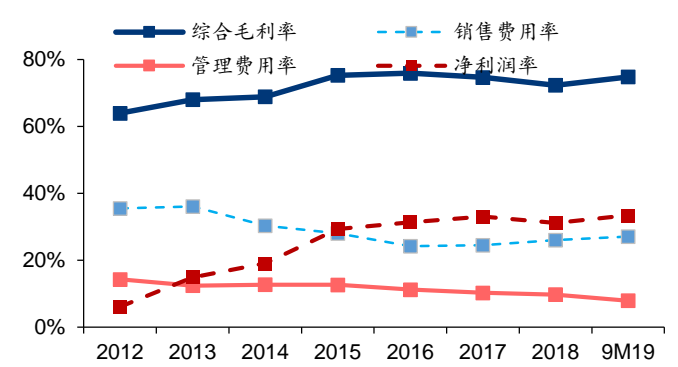
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：公司归母净利润



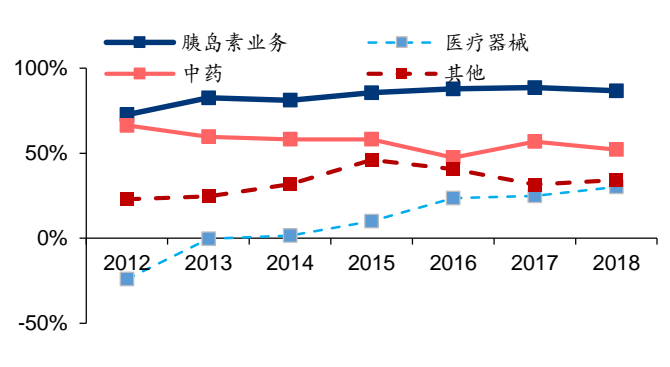
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司销售毛利率、净利率和费用率



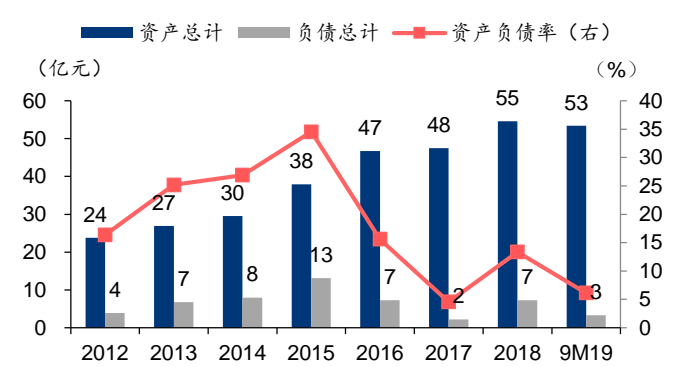
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：公司各项业务毛利率



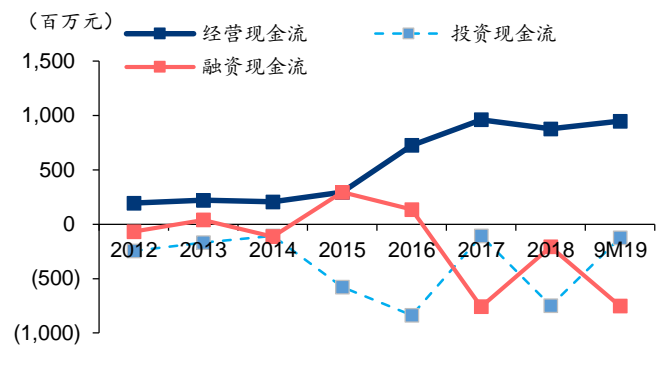
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：公司资产负债率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：公司现金流量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：可比公司估值表 (更新至20191211)

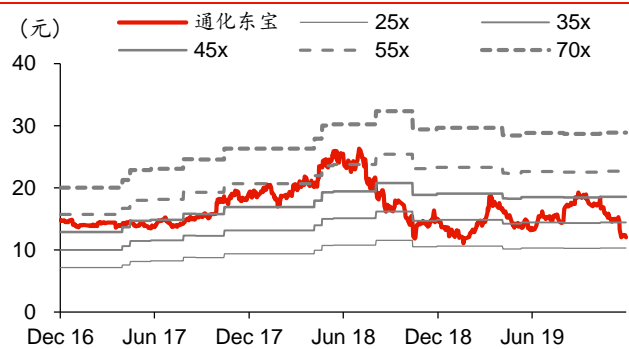
| 公司 | 代码 | 收盘价(元) (2019/12/11) | 总市值 (亿元) | EPS(元) | | | P/E (x) | | | EPS CAGR(%) 2019E-2021E |
|-----------|--------|------------------------|-------------|--------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|----------------------------|
| | | | | 19E | 20E | 21E | 19E | 20E | 21E | |
| 长春高新 | 000661 | 440.09 | 880 | 7.47 | 10.18 | 13.04 | 59 | 43 | 34 | 32% |
| 华兰生物 | 002007 | 33.40 | 469 | 1.02 | 1.22 | 1.41 | 33 | 27 | 24 | 18% |
| 安科生物 | 300009 | 14.76 | 155 | 0.34 | 0.45 | 0.59 | 44 | 33 | 25 | 32% |
| 华东医药 | 000963 | 22.85 | 400 | 1.59 | 1.93 | 2.32 | 14 | 12 | 10 | 21% |
| 平均 | | | | | | | 45 | 29 | 28 | 27% |

注：可比公司增加同为糖尿病龙头公司的华东医药

资料来源：Wind 一致预测、华泰证券研究所

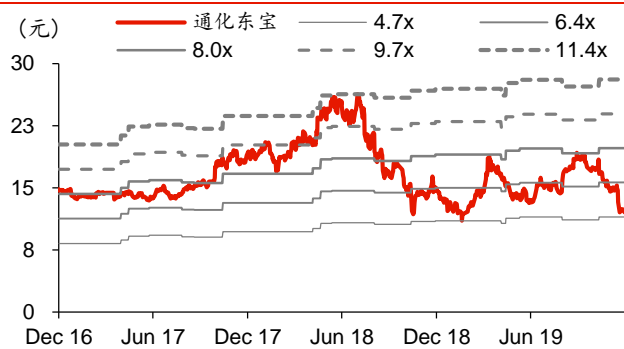
PE/PB - Bands

图表8: 通化东宝历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 通化东宝历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 2,240 | 2,273 | 2,900 | 3,795 | 4,899 |
| 现金 | 336.44 | 355.98 | 979.87 | 1,553 | 2,214 |
| 应收账款 | 544.01 | 557.74 | 688.98 | 894.60 | 1,165 |
| 其他应收账款 | 12.55 | 46.76 | 48.96 | 56.96 | 67.49 |
| 预付账款 | 47.21 | 27.09 | 128.45 | 134.90 | 156.58 |
| 存货 | 973.92 | 901.02 | 400.57 | 451.40 | 526.16 |
| 其他流动资产 | 325.85 | 384.64 | 652.80 | 703.26 | 769.70 |
| 非流动资产 | 2,513 | 3,190 | 3,110 | 3,006 | 2,886 |
| 长期投资 | 302.37 | 290.04 | 290.04 | 290.04 | 290.04 |
| 固定投资 | 1,162 | 1,116 | 1,427 | 1,711 | 1,967 |
| 无形资产 | 97.44 | 239.33 | 359.82 | 462.15 | 549.06 |
| 其他非流动资产 | 951.02 | 1,545 | 1,033 | 542.84 | 80.38 |
| 资产总计 | 4,753 | 5,463 | 6,010 | 6,800 | 7,785 |
| 流动负债 | 174.99 | 691.40 | 721.05 | 834.70 | 986.80 |
| 短期借款 | 0.00 | 450.00 | 471.19 | 548.13 | 649.45 |
| 应付账款 | 61.29 | 131.96 | 133.94 | 150.37 | 174.53 |
| 其他流动负债 | 113.70 | 109.44 | 115.93 | 136.20 | 162.82 |
| 非流动负债 | 40.31 | 37.66 | 37.66 | 37.66 | 37.66 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 40.31 | 37.66 | 37.66 | 37.66 | 37.66 |
| 负债合计 | 215.30 | 729.06 | 758.71 | 872.35 | 1,024 |
| 少数股东权益 | 9.57 | 9.98 | 10.33 | 10.76 | 11.28 |
| 股本 | 1,711 | 2,034 | 2,034 | 2,034 | 2,034 |
| 资本公积 | 1,215 | 932.89 | 937.71 | 937.71 | 937.71 |
| 留存公积 | 1,599 | 1,753 | 2,269 | 2,946 | 3,777 |
| 归属母公司股东权益 | 4,528 | 4,724 | 5,241 | 5,917 | 6,749 |
| 负债和股东权益 | 4,753 | 5,463 | 6,010 | 6,800 | 7,785 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 961.19 | 876.94 | 1,128 | 1,079 | 1,264 |
| 净利润 | 836.55 | 838.61 | 923.34 | 1,124 | 1,377 |
| 折旧摊销 | 167.67 | 172.35 | 209.66 | 255.50 | 298.60 |
| 财务费用 | 14.00 | 10.34 | 8.14 | 5.11 | 4.75 |
| 投资损失 | (16.47) | (18.04) | (19.77) | (21.65) | (23.72) |
| 营运资金变动 | (65.01) | (34.73) | 138.72 | (151.90) | (260.20) |
| 其他经营现金 | 24.45 | (91.59) | (132.52) | (132.44) | (132.35) |
| 投资活动现金 | (106.49) | (749.71) | (109.94) | (129.24) | (155.06) |
| 资本支出 | 185.50 | 773.07 | 129.71 | 150.89 | 178.78 |
| 长期投资 | (56.00) | 11.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | (23.00) | (34.36) | (19.77) | (21.65) | (23.72) |
| 筹资活动现金 | (758.19) | (207.69) | (393.75) | (376.07) | (448.83) |
| 短期借款 | (410.00) | 450.00 | 21.19 | 76.94 | 101.32 |
| 长期借款 | (60.00) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 289.36 | 322.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 12.86 | (281.89) | 4.83 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (590.42) | (698.49) | (419.77) | (453.02) | (550.14) |
| 现金净增加额 | 96.50 | (80.47) | 623.89 | 573.62 | 660.44 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 2,545 | 2,693 | 2,820 | 3,280 | 3,886 |
| 营业成本 | 644.46 | 745.03 | 756.18 | 848.95 | 985.38 |
| 营业税金及附加 | 16.85 | 20.15 | 21.10 | 24.54 | 29.08 |
| 营业费用 | 622.97 | 701.02 | 766.96 | 885.65 | 1,042 |
| 管理费用 | 261.01 | 261.11 | 328.22 | 344.42 | 361.44 |
| 财务费用 | 14.00 | 10.34 | 8.14 | 5.11 | 4.75 |
| 资产减值损失 | 19.28 | 6.06 | (132.87) | (132.87) | (132.87) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | (16.47) | (18.04) | (19.77) | (21.65) | (23.72) |
| 营业利润 | 986.17 | 992.98 | 1,092 | 1,326 | 1,621 |
| 营业外收入 | 0.11 | 1.80 | 1.80 | 1.80 | 1.80 |
| 营业外支出 | 13.29 | 17.25 | 17.25 | 17.25 | 17.25 |
| 利润总额 | 972.98 | 977.53 | 1,076 | 1,311 | 1,605 |
| 所得税 | 132.88 | 138.61 | 152.62 | 185.83 | 227.64 |
| 净利润 | 840.10 | 838.92 | 923.69 | 1,125 | 1,378 |
| 少数股东损益 | 3.54 | 0.32 | 0.35 | 0.43 | 0.52 |
| 归属母公司净利润 | 836.55 | 838.61 | 923.34 | 1,124 | 1,377 |
| EBITDA | 1,167 | 1,138 | 1,157 | 1,432 | 1,767 |
| EPS (亿元, 基本) | 0.41 | 0.41 | 0.45 | 0.55 | 0.68 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 24.75 | 5.80 | 4.71 | 16.33 | 18.48 |
| 营业利润 | 33.48 | 0.69 | 9.95 | 21.46 | 22.23 |
| 归属母公司净利润 | 30.52 | 0.25 | 10.10 | 21.77 | 22.50 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 74.68 | 72.33 | 73.18 | 74.12 | 74.65 |
| 净利率 | 32.87 | 31.14 | 32.75 | 34.28 | 35.44 |
| ROE | 19.76 | 18.13 | 18.53 | 20.15 | 21.75 |
| ROIC | 20.69 | 18.32 | 16.61 | 20.50 | 24.54 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 4.53 | 13.34 | 12.62 | 12.83 | 13.16 |
| 净负债比率 (%) | 0 | 61.72 | 62.10 | 62.83 | 63.39 |
| 流动比率 | 12.80 | 3.29 | 4.02 | 4.55 | 4.96 |
| 速动比率 | 7.24 | 1.98 | 3.47 | 4.01 | 4.43 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.54 | 0.53 | 0.49 | 0.51 | 0.53 |
| 应收账款周转率 | 5.12 | 4.89 | 4.52 | 4.14 | 3.77 |
| 应付账款周转率 | 8.49 | 7.71 | 5.69 | 5.97 | 6.07 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.41 | 0.41 | 0.45 | 0.55 | 0.68 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.47 | 0.43 | 0.55 | 0.53 | 0.62 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 2.23 | 2.32 | 2.58 | 2.91 | 3.32 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 29.32 | 29.25 | 26.57 | 21.82 | 17.81 |
| PB (倍) | 5.42 | 5.19 | 4.68 | 4.15 | 3.63 |
| EV_EBITDA (倍) | 21.03 | 21.56 | 21.21 | 17.13 | 13.88 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com