

通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级: 买入 维持评级

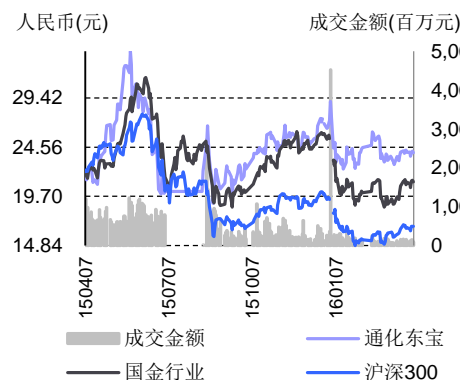
公司点评

市场价格 (人民币): 24.01 元
 目标价格 (人民币): 40.00-40.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,131.60
总市值(百万元)	27,271.30
年内股价最高最低(元)	34.02/19.02
沪深 300 指数	3221.89
上证指数	3009.53



布局吸入式胰岛素，持续完善产业链

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.197	0.272	0.427	0.558	0.777
每股净资产(元)	2.14	2.08	2.42	2.90	3.63
每股经营性现金流(元)	0.24	0.20	0.29	0.63	1.05
市盈率(倍)	77.54	57.44	56.22	43.03	30.90
行业优化市盈率(倍)	59.08	75.16	127.79	103.71	103.71
净利润增长率(%)	193.28%	52.13%	73.30%	30.65%	39.25%
净资产收益率(%)	9.24%	13.09%	19.48%	21.20%	23.61%
总股本(百万股)	931.46	1,030.10	1,135.83	1,135.83	1,135.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

通化东宝发布公告，与上海东宝生物医药有限公司、Harmony Biopharm Limited 三方签署了合资合同，三方共同出资，成立合资公司上海卓信生物制药有限公司。其中通化东宝现金出资 5000 万，股份占比 40%；Harmony 以专有技术许可权出资，作价 4250 万，现金 2000 万，股份占比 50%；上海东宝专有技术作价 1250 万，股份占比 10%。卓信生物将与通化东宝合作完成吸入式胰岛素的临床试验和药品注册，并在中国市场销售吸入式胰岛素产品。

点评

- **Harmony 技术源于 DANCE。**合作方 Harmony 拥有美国 DNACE 公司吸入式胰岛素在亚洲地区的独家权益。DANCE 用于十余年药物吸入技术的研发经验，其吸入式胰岛素技术优势在于制剂技术，雾化效果，设备便于携带。制剂方面，纯度较高，不含防腐剂，安全性好，很少或不会导致咳嗽并具有良好的耐受性；雾化技术体现在公司拥有独家授权的振动网技术，能够使制剂产生良好的雾化效果；便携在于公司的设备非常小，只有卡片大小，便于随身携带等。2013 年通化东宝就开始给 DNACE 公司提供原料开展吸入式胰岛素的临床试验。在欧洲，临床二期已经顺利完成，正在筹备三期；在美国 IIb 期临床已经接近完成，项目发展顺利。
- **DANCE 技术比其他企业有明显进步。**吸入技术的优势在于减少注射的痛苦，但是缺点在于生物利用度偏低，我们预计与注射的量比较，吸入式的量要高 7-8 倍。对于最早的辉瑞的 Exubera，产品设备太大不方便携带，而且雾化效果差，容易造成肺损伤，因此 FDA 加注黑框提醒：吸烟、哮喘、气管炎等肺部功能不佳者不建议使用，并且要进行肺功能测定，所以这影响了其销售。FDA 在 2014 年 6 月批准了 Mannkind 公司的吸入式胰岛素 Afrezza，但同时黑框提醒潜在的支气管痉挛风险。Afrezza 的设备也较小便于携带，雾化效果有进步，但是获批后到现在销售情况一般，我们认为核心可能还是对安全性问题的担忧。DANCE 的产品不同点在于：(1) 制剂是液体，且专利振动网雾化效果较好，而 Afrezza 等的产品是粉末的机械雾化。(2) 制剂添加剂少，安全性好。公司的产品其他添加剂较少 (15%左右)，且均为体内存在的成分，安全性好。而 Afrezza 的粉末制剂中添加剂成分远多于胰岛素成分，且是外源性物质。(3) DANCE 产品在临床中没有严重副

相关报告

1. 《预混门冬获批临床，研发储备极为丰富-通化东宝公司点评》，2016.1.20
2. 《业绩持续超预期，现在为最佳买点-通化东宝公司点评》，2016.1.19
3. 《华广收购完成，业务布局持续推进-通化东宝公司点评》，2016.1.18
4. 《东宝优势、全球资源-通化东宝公告点评》，2016.1.7
5. 《三季度利润高增长，长期投资价值突出;-通化东宝业绩点评》，2015.10.27

李涛 分析师 SAC 执业编号: S1130515090004
litaol@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

反应出现。由于雾化效果好，因此在临床过程中几乎副反应出现，甚至咳嗽等出现的情况也极少。而其他已获批产品均出现了副反应问题，并被 FDA 加以黑框提醒。

- **吸入式技术至少可以作为注射方式的补充。**如果能够较好解决安全性问题（包括对肺功能的影响、低血糖事件的控制），吸入式胰岛素有对现有注射式给药进行替代的潜力，但是需要较长期的临床观察。我们认为即使不是对注射技术的替代，也能做到有效的补充，对于那些肺功能较好而且对注射恐惧的人而言是另一种很好的选择方式。
- **布局创新，完善产业链。**通化东宝布局吸入式胰岛素，是对潜在的“颠覆性”创新的提早布局，以保持自身对于创新前沿的关注，保持自身在行业内的领先地位。通化东宝围绕糖尿病这个大行业不断进行产品布局，目前已经具备胰岛素、注射笔、针头、血糖仪等产品，在研发的包括胰岛素类似物、口服药、GLP1 等糖尿病所有相关产品。此次投资吸入式胰岛素，也是公司布局全产业链的一部分。

盈利预测

- 我们维持此前的盈利预测，预计公司 2015-2017 年每股收益分别为：0.43、0.56、0.78 元。

投资建议

- 我们预计公司 2016 年公司净利润增长 40%（不考虑 2015 年出售通葡股份的利润贡献），公司产业竞争优势显著，互联网平台会贡献新的增长并能提高公司估值，给予“买入”评级，目标价 40 元，对应 2015-2017 年动态市盈率分别为 93 倍、71 倍、51 倍。

风险提示

慢病管理平台不达预期等

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	992	1,204	1,451	1,741	2,210	2,785
增长率		21.5%	20.5%	20.0%	26.9%	26.1%
主营业务成本	-357	-385	-452	-486	-583	-741
% 销售收入	36.0%	32.0%	31.1%	27.9%	26.4%	26.6%
毛利	634	819	999	1,255	1,627	2,044
% 销售收入	64.0%	68.0%	68.9%	72.1%	73.6%	73.4%
营业税金及附加	-7	-8	-12	-14	-18	-22
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-352	-435	-440	-503	-590	-677
% 销售收入	35.5%	36.1%	30.3%	28.9%	26.7%	24.3%
管理费用	-142	-149	-184	-183	-221	-265
% 销售收入	14.3%	12.4%	12.7%	10.5%	10.0%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	134	226	364	555	798	1,080
% 销售收入	13.5%	18.8%	25.1%	31.9%	36.1%	38.8%
财务费用	-14	-18	-27	-45	-64	-55
% 销售收入	1.4%	1.5%	1.8%	2.6%	2.9%	2.0%
资产减值损失	-79	-8	-16	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	6	6	55	7	8
% 税前利润	12.3%	2.6%	1.9%	9.7%	0.9%	0.8%
营业利润	49	207	327	565	741	1,033
营业利润率	4.9%	17.2%	22.6%	32.4%	33.5%	37.1%
营业外收支	18	5	-4	2	0	0
税前利润	67	212	324	567	741	1,033
利润率	6.8%	17.6%	22.3%	32.6%	33.5%	37.1%
所得税	-7	-32	-47	-84	-110	-153
所得税率	11.1%	15.3%	14.6%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	60	179	277	483	631	880
少数股东损益	-3	-4	-3	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	63	184	280	485	633	882
净利率	6.3%	15.3%	19.3%	27.8%	28.7%	31.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	60	179	277	483	631	880
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	187	117	129	101	122	137
非经营收益	-3	15	22	23	62	54
营运资金变动	-50	-91	-223	-309	-163	16
经营活动现金净流	194	221	206	299	652	1,086
资本开支	-242	-130	-106	-610	-709	-310
投资	-17	-34	0	-1	0	0
其他	14	-4	0	55	7	8
投资活动现金净流	-245	-168	-106	-556	-702	-302
股权募资	1	0	41	0	0	0
债权募资	101	220	67	335	303	-539
其他	-171	-182	-223	-49	-203	-195
筹资活动现金净流	-69	39	-114	285	100	-734
现金净流量	-119	91	-14	28	50	50

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	125	216	202	230	280	330
应收款项	388	396	431	561	712	898
存货	233	344	630	772	798	609
其他流动资产	123	151	50	148	177	224
流动资产	869	1,107	1,312	1,711	1,967	2,061
% 总资产	36.5%	41.1%	44.4%	44.6%	42.1%	41.7%
长期投资	173	213	243	244	243	243
固定资产	1,233	1,260	1,280	1,783	2,367	2,536
% 总资产	51.8%	46.8%	43.3%	46.5%	50.6%	51.3%
无形资产	75	86	85	92	97	101
非流动资产	1,512	1,587	1,644	2,122	2,709	2,882
% 总资产	63.5%	58.9%	55.6%	55.4%	57.9%	58.3%
资产总计	2,380	2,694	2,956	3,832	4,676	4,944
短期借款	79	283	310	694	1,097	608
应付款项	59	74	129	188	225	277
其他流动负债	-2	18	21	159	165	173
流动负债	136	375	461	1,041	1,487	1,058
长期贷款	239	256	298	258	158	108
其他长期负债	14	47	37	24	24	24
负债	389	678	796	1,323	1,669	1,190
普通股股东权益	1,962	1,991	2,138	2,489	2,988	3,736
少数股东权益	29	25	23	21	19	17
负债股东权益合计	2,380	2,694	2,956	3,832	4,676	4,944

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.081	0.197	0.272	0.427	0.558	0.777
每股净资产	2.527	2.138	2.075	2.416	2.901	3.627
每股经营现金净流	0.250	0.237	0.200	0.290	0.633	1.055
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	3.20%	9.24%	13.09%	19.48%	21.20%	23.61%
总资产收益率	2.63%	6.83%	9.46%	12.65%	13.55%	17.84%
投入资本收益率	5.15%	7.50%	11.11%	13.57%	15.87%	20.49%
增长率						
主营业务收入增长率	26.39%	21.45%	20.52%	19.96%	26.92%	26.05%
EBIT增长率	144.29%	69.20%	60.81%	52.65%	43.71%	35.37%
净利润增长率	-82.77%	193.28%	52.13%	73.30%	30.65%	39.25%
总资产增长率	0.12%	13.21%	9.72%	29.63%	22.02%	5.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	118.3	96.2	91.8	96.0	96.0	96.0
存货周转天数	220.0	273.1	393.0	580.0	500.0	300.0
应付账款周转天数	35.0	33.0	36.7	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	380.1	289.3	305.7	297.7	264.9	206.1
偿债能力						
净负债/股东权益	9.70%	16.03%	19.91%	29.75%	33.23%	10.93%
EBIT利息保障倍数	9.4	12.8	13.6	12.4	12.5	19.6
资产负债率	16.34%	25.17%	26.92%	34.52%	35.70%	24.08%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

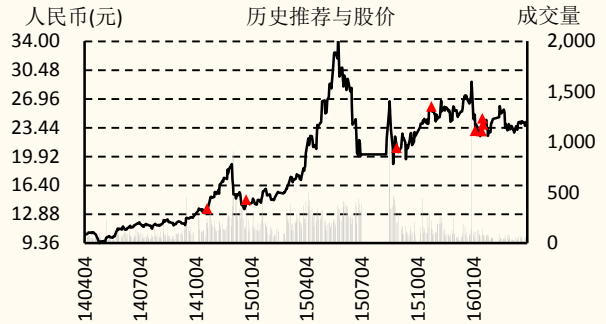
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

季	日期	评级	市价	目标价
1	2014-10-23	增持	15.22	N/A
2	2014-12-26	增持	15.38	N/A
3	2015-08-31	买入	22.37	30.00~30.00
4	2015-10-27	买入	25.93	35.00~35.00
5	2016-01-07	买入	23.06	30.00~30.00
6	2016-01-18	买入	22.41	30.00~30.00
7	2016-01-19	买入	23.04	40.00~40.00
8	2016-01-20	买入	24.58	40.00~40.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD