

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

通化东宝 (600867)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2016年09月21日

长效干扰素获批，创新产品逐步落地

证券分析师: 江维娜	021-60933157	jiangwn@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001
证券分析师: 邓周宇	0755-82133263	dengzy@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030001
联系人: 徐衍鹏	021-60875165	xuyanp@guosen.com.cn	
联系人: 谢长雁	0755-82133263	xiecy@guosen.com.cn	

事项:

通化东宝公告: 子公司厦门特宝的聚乙二醇干扰素 α -2b(以下简称PEG干扰素 α -2b)注射液获得新药证书及药品注册批件。

国信医药观点: PEG干扰素 α -2b是干扰素的长效化产品, 现在国内市场为罗氏与先灵葆雅占据, 厦门特宝的PEG干扰素 α -2b获批有望开始进口替代过程, 考虑到厦门特宝在研产品陆续推出, 未来利好母公司通化东宝, 母公司创新品种逐步兑现, 继续给以“增持”评级。

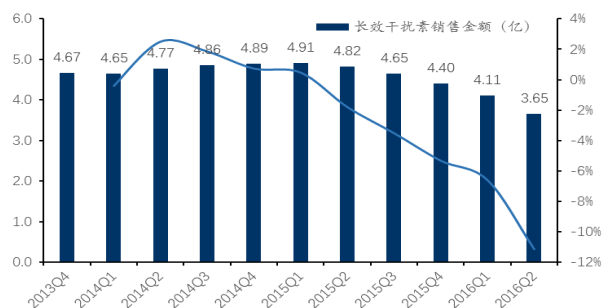
评论:

■ 长效干扰素获批, 20亿进口替代空间可期

长效干扰素估计存在 20 亿进口替代空间。干扰素用于治疗慢性丙肝、乙肝患者, 近年来受到核苷类抗病毒药物的竞争, 增长陷于停滞。但是长效品种均为进口品种, 分别是罗氏的派罗欣(聚乙二醇干扰素 α -2a)和先灵葆雅(默沙东)的佩乐能(聚乙二醇干扰素 α -2b)。这两项品种价格均较高, 180 μ g的派罗欣约 1100 元, 80 μ g的佩乐能定价约 1000 元, 其每周一次的注射剂量分别为 180 μ g 和 40 μ g, 换算成每周消费约在 500-1100 元。国产干扰素价格远低于此, 以北京三元的干扰素 α -1b 为例, 每次需要 50 μ g, 每天注射, 单次价格在 60 元左右, 换算每周消费约为 350 元。样本医院滚动全年的长效干扰素在最近两个季度出现了断崖式下滑, 但是仍有全年 3.65 亿左右空间。假设以样本医院消费金额乘以 5, 大致估计存在 20 亿左右的进口替代空间。

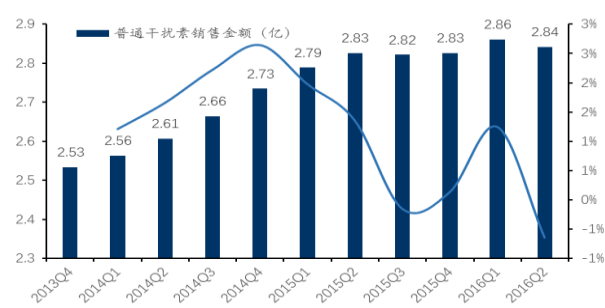
短期对上市公司影响不大。 1) 本次产品获批尚需完成 GMP 认证之后才能开始生产销售; 2) 进口替代需要销售团队建立、推广, 仍需时间; 3) 通化东宝在厦门特宝的股权为 34.41%, 占比不大。综合以上因素, 短期来看长效干扰素的获批对通化东宝影响不大。

图 1: 样本医院长效干扰素滚动全年环比增长情况



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

图 2: 样本医院普通干扰素滚动全年环比增长情况



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

■ 厦门特宝在研产品线丰富, 未来有望陆续兑现

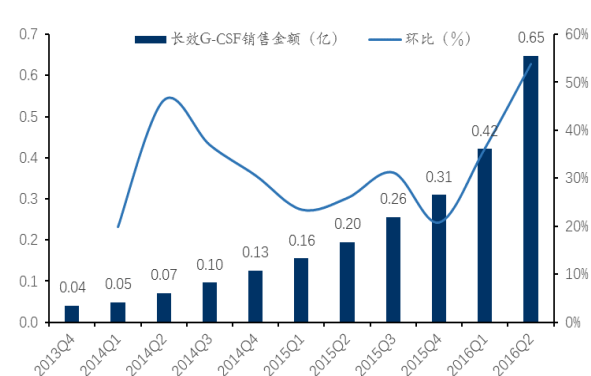
厦门特宝的长效生长激素与 G-CSF 更令人期待。厦门特宝在研产品中除了 PEG 干扰素 α 2a 以外, 还有长效生长激素以及长效 G-CSF。生长激素处于年化 30% 的高速增长期, 而长效 G-CSF 年化增长更高达 250%。样本医院生长激素约为 2.5 亿, 估计生长激素市场在 15 亿左右。长效 G-CSF 对普通 G-CSF 具有明显的依从性优势, 普通 G-CSF 样本医院消费约在 7.2 亿, 因此估计短效和长效 G-CSF 合计在 8 亿左右, 整体市场空间估计在 40 亿左右。未来如果厦门特宝能够逐渐渗透进入这两个高增长市场, 将进一步提升效益。

表 1: 厦门特宝在研产品线

在研产品	申报类别	适应症	研发阶段
Y 型 PEG 化重组人粒细胞刺激因子注射液	治疗生物制品 I 类	治疗化疗引起的粒细胞减少症	II 期临床研究。
Y 型 PEG 化重组人生长激素注射液	治疗生物制品 I 类	治疗矮小症及生长激素缺乏症	II 期临床研究
Y 型 PEG 化重组人干扰素 α 2a 注射液	治疗生物制品 I 类	治疗慢性乙型、丙型肝炎	II 期临床研究

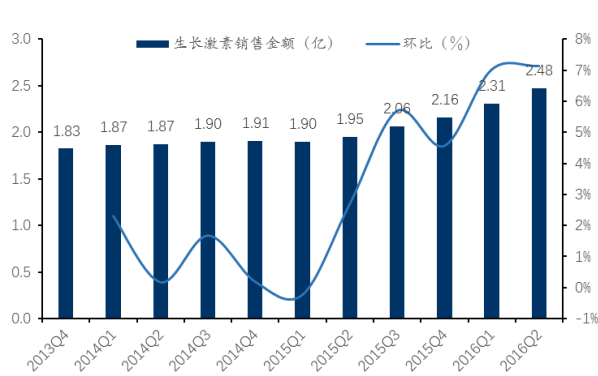
资料来源: 公司半年报、国信证券经济研究所整理

图 3: 样本医院长效 G-CSF 滚动全年环比增长情况



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

图 4: 样本医院生长激素滚动全年环比增长情况



资料来源: PDB、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)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	212	255	306	367
应收款项	416	494	604	742
存货净额	955	978	1244	1641
其他流动资产	51	69	85	104
流动资产合计	1634	1796	2239	2854
固定资产	1587	1647	1682	1606
无形资产及其他	50	49	48	47
投资性房地产	375	375	375	375
长期股权投资	143	148	153	158
资产总计	3788	4015	4496	5040
短期借款及交易性金融负债	873	659	567	384
应付款项	53	54	69	91
其他流动负债	101	114	139	172
流动负债合计	1027	828	775	647
长期借款及应付债券	250	250	250	250
其他长期负债	32	32	32	32
长期负债合计	282	282	282	282
负债合计	1309	1110	1058	929
少数股东权益	20	17	14	10
股东权益	2459	2887	3425	4100
负债和股东权益总计	3788	4015	4496	5040

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.43	0.43	0.54	0.68
每股红利	0.22	0.13	0.16	0.20
每股净资产	2.17	2.04	2.42	2.89
ROIC	16%	18%	20%	23%
ROE	20%	21%	22%	24%
毛利率	75%	78%	78%	77%
EBIT Margin	34%	38%	38%	39%
EBITDA Margin	42%	45%	45%	45%
收入增长	15%	19%	22%	23%
净利润增长率	76%	24%	26%	26%
资产负债率	35%	28%	24%	19%
息率	1.0%	0.7%	0.9%	1.1%
P/E	51.3	51.6	41.1	32.7
P/B	10.3	10.9	9.2	7.7
EV/EBITDA	37.8	36.7	29.9	24.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1669	1985	2425	2978
营业成本	413	430	537	671
营业税金及附加	6	7	8	10
销售费用	467	552	667	813
管理费用	211	240	281	330
财务费用	17	42	34	26
投资收益	20	5	5	5
资产减值及公允价值变动	(7)	(5)	(5)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	569	715	898	1129
营业外净收支	1	0	0	0
利润总额	571	715	898	1129
所得税费用	80	107	135	169
少数股东损益	(3)	(4)	(5)	(6)
归属于母公司净利润	493	611	768	965

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	493	611	768	965
资产减值准备	(9)	3	0	(0)
折旧摊销	131	135	161	173
公允价值变动损失	7	5	5	5
财务费用	17	42	34	26
营运资本变动	(547)	(103)	(351)	(499)
其它	7	(5)	(4)	(4)
经营活动现金流	82	646	579	640
资本开支	(414)	(201)	(201)	(101)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(398)	(206)	(206)	(106)
权益性融资	28	0	0	0
负债净变化	(48)	0	0	0
支付股利、利息	(247)	(183)	(230)	(289)
其它融资现金流	888	(214)	(92)	(183)
融资活动现金流	326	(397)	(322)	(473)
现金净变动	10	42	51	61
货币资金的期初余额	202	212	255	306
货币资金的期末余额	212	255	306	367
企业自由现金流	(338)	474	401	555
权益自由现金流	503	225	280	349

相关研究报告

- 《通化东宝-600867-2016年半年报点评：胰岛素快速增长，新品获批在即》——2016-08-19
- 《通化东宝-600867-胰岛素龙头向糖尿病整体解决方案提供商升级》——2016-04-19
- 《通化东宝-600867-2015年一季报点评：业绩有望持续超预期，“东宝糖尿病平台”更具价值》——2015-04-23
- 《通化东宝-600867-2014年年报点评：胰岛素稳健增长，“东宝糖尿病”平台渐成》——2015-04-09
- 《通化东宝-600867-2014年三季报点评：胰岛素稳健增长，全年业绩有望超预期》——2014-10-23

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±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±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

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。