

证券研究报告

公司研究——事项点评

通化东宝（600867.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2017.08.08

李惜浣 行业分析师

执业编号：S1500512040001
联系电话：+86 10 8332 6736
邮箱：lixihuan@cindasc.com

吴临平 行业分析师

执业编号：S1500514070004
联系电话：+86 10 8332 6738
邮箱：wulinping@cindasc.com

龚琴容 研究助理

联系电话：+86 10 8332 6750
邮箱：gongqinrong@cindasc.com

相关研究

《20170808 通化东宝（600867）业绩稳步增长，甘精胰岛素注射液近日即将申报生产》
《20160823 通化东宝（600867）主营业务保持稳定增长，慢病管理平台进展顺利》
《20170413 通化东宝（600867）业绩基本符合预期，在研项目及慢病平台稳步推进》

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

公司甘精胰岛素原料药及制剂获得生产批文

2017年10月11日

事件：公司于2017年10月10日获得吉林省食品药品监督管理局关于甘精胰岛素（原料药）、甘精胰岛素注射液（制剂）申报生产的受理通知书。

点评：

- **公司是国内第三家获得甘精胰岛素生产批文的企业。**甘精胰岛素及其注射液是一种新型的胰岛素类似物，具有长效、血药浓度无峰值、平稳地降低患者血糖的作用。原研药商品名为来得时（lantus），生产厂家是法国赛诺菲安万特公司，2015年全球销售额为70.9亿美元。来得时2004年开始在中国上市，上市以来销售额连续多年位列同类产品的第一位。截止日前，国内已有三家企业获得甘精胰岛素生产批文，其余两家是甘李药业（2005年获得生产批件）和珠海联邦制药（2017年获得生产批件）。
- **除了甘精胰岛素，公司仍有多个胰岛素类似物品种在研。**公司研发主要围绕糖尿病治疗领域进行产品开发，包括四大类胰岛素类似物、激动剂类降糖药人胰高血糖素样肽-1类似物（GLP-1）、化学口服降糖药等。四大类胰岛素类似物中，门冬胰岛素注射液处于III期临床研究的最后数据整理阶段；门冬胰岛素30/50注射液处于III期临床研究阶段；地特胰岛素注射液处于临床试验申请阶段；赖脯胰岛素原料和三种制剂（6个规格）处于临床试验申请资料整理阶段。随着各个胰岛素类似物未来相继拿到CFDA的生产批文，公司在胰岛素类似物领域的竞争力不断得到增强，进一步提高公司的综合实力。
- **盈利预测及评级：**我们预计2017~2019年公司营业收入分别为23.89、28.24、33.93亿元，归属于母公司净利润分别为8.94、10.88、13.32亿元，按最新股本17.11亿股计算每股收益分别为0.52、0.64、0.78元，按照2017年10月10日收盘价计算，对应PE分别为38、31、26倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**招标降价风险；研发进度不及预期风险；糖尿病管理平台建设不及预期风险。

表 1: 胰岛素类似物销售情况

通用名	原研生产企业	2015 年全球销售额	国内生产企业
甘精胰岛素注射液	法国赛诺菲安万特	70.9 亿美元	甘李药业股份有限公司、珠海联邦制药股份有限公司、通化东宝
门冬胰岛素注射液	丹麦诺和诺德	30.81 亿美元	-
门冬胰岛素 30/50 注射液	丹麦诺和诺德	16.56 亿美元	-
地特胰岛素注射液	丹麦诺和诺德	27.21 亿美元	甘李药业股份有限公司
赖脯胰岛素注射液	美国礼来制药	28.42 亿美元	甘李药业股份有限公司

资料来源: 信达证券研发中心整理

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,669.31	2,040.39	2,388.91	2,824.19	3,393.51
增长率 YoY %	15.02%	22.23%	17.08%	18.22%	20.16%
归属母公司净利润(百万元)	492.96	640.92	893.89	1,087.91	1,331.77
增长率 YoY%	76.19%	30.02%	39.47%	21.71%	22.42%
毛利率%	75.26%	75.89%	78.13%	79.13%	80.20%
净资产收益率 ROE%	21.45%	20.03%	21.06%	22.11%	23.00%
每股收益 EPS(元)	0.43	0.45	0.52	0.64	0.78
市盈率 P/E(倍)	57	53	38	31	26
市净率 P/B(倍)	9.19	7.18	7.49	6.43	5.42

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 10 月 10 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,633.87	2,209.78	2,266.32	2,947.24	3,945.70
货币资金	212.21	235.63	146.78	581.97	1,270.77
应收票据	4.57	4.45	5.21	6.16	7.40
应收账款	384.80	450.16	527.05	623.08	748.69
预付账款	39.92	42.65	45.30	51.11	58.26
存货	954.77	1,047.95	1,113.04	1,255.97	1,431.63
其他	37.60	428.95	428.95	428.95	428.95
非流动资产	2,154.26	2,465.23	2,615.82	2,695.49	2,705.35
长期投资	142.98	283.44	283.44	283.44	283.44
固定资产	1,130.75	1,224.16	1,727.51	1,747.24	2,076.98
无形资产	49.61	124.88	109.11	93.33	77.56
其他	830.91	832.75	495.77	571.49	267.38
资产总计	3,788.13	4,675.01	4,882.14	5,642.73	6,651.05
流动负债	1,026.73	639.03	239.06	256.92	279.29
短期借款	872.79	410.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	53.19	90.50	96.12	108.47	123.64
其他	100.74	138.53	142.94	148.45	155.65
非流动负债	282.38	90.73	90.73	90.73	90.73
长期借款	250.00	60.00	60.00	60.00	60.00
其他	32.38	30.73	30.73	30.73	30.73
负债合计	1,309.11	729.76	329.79	347.65	370.02
少数股东权益	19.70	6.03	3.63	0.72	-2.85
归属母公司股东权益	2,459.32	3,939.22	4,548.72	5,294.37	6,283.88
负债和股东权益	3788.13	4675.01	4882.14	5642.73	6651.05

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,669.31	2,040.39	2,388.91	2,824.19	3,393.51
同比	15.02%	22.23%	17.08%	18.22%	20.16%
归属母公司净利润	492.96	640.92	893.89	1,087.91	1,331.77
同比	76.19%	30.02%	39.47%	21.71%	22.42%
毛利率	75.26%	75.89%	78.13%	79.13%	80.20%
ROE	21.45%	20.03%	21.06%	22.11%	23.00%
每股收益(元)	0.43	0.45	0.52	0.64	0.78
P/E	57	53	38	31	26
P/B	9.19	7.18	7.49	6.43	5.42
EV/EBITDA	32.92	29.83	27.43	22.95	18.99

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,669.31	2,040.39	2,388.91	2,824.19	3,393.51
营业成本	412.92	491.85	522.40	589.49	671.93
营业税金及附加	5.55	18.98	22.22	26.26	31.56
营业费用	467.29	494.41	549.45	649.56	780.51
管理费用	210.83	228.78	238.89	282.42	339.35
财务费用	16.96	46.73	13.96	2.99	1.39
资产减值损失	6.77	6.44	7.55	8.58	9.49
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.22	-14.31	3.99	3.30	-2.34
营业利润	569.21	738.89	1,038.43	1,268.18	1,556.94
营业外收入	4.51	26.32	26.32	26.32	26.32
营业外支出	3.21	6.28	6.28	6.28	6.28
利润总额	570.52	758.93	1,058.47	1,288.22	1,576.98
所得税	80.45	119.73	166.98	203.23	248.78
净利润	490.06	639.21	891.49	1,084.99	1,328.20
少数股东损益	-2.89	-1.72	-2.40	-2.92	-3.57
归属母公司净利润	492.96	640.92	893.89	1,087.91	1,331.77
EBITDA	720.67	964.99	1,244.36	1,487.37	1,797.18
EPS (摊薄)	0.29	0.37	0.52	0.64	0.78

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	294.58	725.76	936.91	1,051.68	1,262.04
净利润	490.06	639.21	891.49	1,084.99	1,328.20
折旧摊销	131.95	161.46	171.23	195.83	216.88
财务费用	18.21	44.60	14.66	3.32	3.32
投资损失	-20.22	14.31	-3.99	-3.30	2.34
营运资金变动	-329.44	-141.08	-142.91	-236.46	-296.77
其它	4.02	7.27	6.43	7.30	8.07
投资活动现金流	-578.42	-837.86	-316.72	-270.92	-227.66
资本支出	-400.06	-411.00	-320.71	-274.22	-225.32
长期投资	48.66	312.05	3.99	3.30	-2.34
其他	-227.03	-738.91	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	293.91	135.53	-709.04	-345.58	-345.58
吸收投资	28.18	1,044.86	0.00	0.00	0.00
借款	512.85	-636.90	-410.00	0.00	0.00
支付利息或股息	247.13	271.77	299.04	345.58	345.58
现金净增加额	10.33	23.42	-88.85	435.19	688.80

研究团队简介

李惜浣，药学学士，工商管理硕士，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，2012年加入信达证券研究开发中心。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券研究开发中心。

龚琴容，北京师范大学物理学学士，北京大学理论物理专业博士，2017年加入信达证券研究开发中心。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。