

通化东宝 (600867)

证券研究报告

2017年11月16日

利拉鲁肽临床申请获受理，研发布局加速推进

利拉鲁肽临床申请获受理，研发布局加速推进

公司公告利拉鲁肽原料药和利拉鲁肽注射液药品注册申请获得 CFDA 受理，后续还需要吉林省食药监局的现场考核以及国家食药监总局审评中心的技术审评，获得临床试验批件方可进行临床试验。这是公司研发管线上又一进展：10 月份以来公司先后获得甘精胰岛素报产受理、地特胰岛素获批临床、重组人胰岛素获得欧盟 III 期临床试验批准、重组赖脯胰岛素申报临床获得受理以及此次的利拉鲁肽申报临床受理，公司在糖尿病领域的研发布局加速向前推进，未来公司打造的糖尿病综合解决方案提供商已初现雏形。

利拉鲁肽是重磅的新兴糖尿病新靶点治疗药物

利拉鲁肽是新一代的人胰高糖素样肽-1 (GLP-1) 高度同源长效类似物 (每日只需皮下注射 1 次)，临床用于改善成年人 2 型糖尿病的血糖控制，GLP-1 是近年来兴起的糖尿病治疗新靶点，具有多种生理功能：血糖依赖性促进胰岛素分泌、保护胰岛 β 细胞、延迟胃排空降低食欲等，不仅降低血糖水平，且避免了低血糖风险。此外，根据诺和诺德名为 LEADER 的实验结果显示，利拉鲁肽还能使心血管受益，降低糖尿病患者患心血管疾病的风险。近年来在降糖药市场，GLP-1 受体激动剂高速增长，根据 EvaluatePharma 的预测，到 2022 年，全球糖尿病用药将发生重大变化，胰岛素占比将从 47% 下降到 37%，GLP-1 的市场份额将从 17% 上升到 22%，成为糖尿病市场扩容的最大动力。

利拉鲁肽由丹麦诺和诺德原研，于 2009 年 7 月首先在欧盟上市，2010 年在美国上市，2011 年进入中国市场，商品名“诺和力”，成为了最畅销的 GLP-1 受体激动剂，2016 年的全球销售额已达 29.10 亿美元，在全球降糖药中排名第 3 位。2016 年在国内销售额达到 2.03 亿元，2011-2016 复合增长超过 200%。“诺和力”若以 1 年使用 24 支标准用量计，年治疗费用约 1.8 万元左右，今年 7 月份国家医保谈判通过降价纳入医保 (唯一的 GLP-1 受体激动剂)，降价后年费用约 1 万元左右，患者可及性大大增加，在国内市场前景可期。

目前国内仅原研在售，“诺和力”在我国的化合物专利于 2017 年到期，在国内研发进展方面，目前只有九源基因 (批件及技术转让中美华东制药)、翰宇药业 (按照化学合成仿制药申报) 获批临床，公司此次申报临床，将力争处于国内研发进展第一梯队，抢占行业先机。

打造糖尿病综合解决方案提供商

公司立志打造成为国内领先的糖尿病综合解决方案提供商。围绕糖尿病管理“五驾马车”，持续布局糖尿病血糖监测系统、全方位治疗药物 (胰岛素、口服药物、GLP-1 等新型药物)、慢病管理及服务 (东宝慢病管理平台)，大平台综合解决方案提供商雏形已现，而作为未来持续高景气度的大病领域，糖尿病市场潜力巨大，公司作为国内龙头企业，将尽享行业增长红利且强者恒强。

公司有望开启二次成长，看好长期发展，维持“买入评级”

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49、0.64、0.84 元，对应 PE 分别为 49、38、29 倍，公司胰岛素刚性用药，市场空间大且药政受益，后续甘精胰岛素上市有望为公司贡献可观的业绩增量，开启公司二次成长期，公司未来发展路径已然清晰，打造糖尿病综合解决方案提供商，看好公司长期发展，考虑到行业估值中枢提升，我们给予 2018 年合理估值 45 倍，6 个月目标价 28.8 元，维持买入评级。

风险提示：研发进展低于预期，甘精胰岛素审评审批进程低于预期，基层市场竞争日趋激烈，慢病管理平台进展低于预期

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	23.95 元
目标价格	28.8 元
上次目标价	24.93 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,711.30
流通 A 股股本(百万股)	1,644.42
A 股总市值(百万元)	40,198.35
流通 A 股市值(百万元)	38,627.52
每股净资产(元)	2.54
资产负债率(%)	10.22
一年内最高/最低(元)	23.85/16.26

作者

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《通化东宝-季报点评:业绩持续高速增长,甘精胰岛素值得期待》 2017-10-26
- 2 《通化东宝-公司点评:三代胰岛素报产,有望开启二次成长》 2017-10-11
- 3 《通化东宝-半年报点评:半年度业绩延续高增长,三代胰岛素即将申报》 2017-08-07



财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,669.31	2,040.39	2,628.06	3,295.08	4,169.02
增长率(%)	15.02	22.23	28.80	25.38	26.52
EBITDA(百万元)	717.01	945.98	1,133.34	1,468.78	1,872.41
净利润(百万元)	492.96	640.92	835.02	1,090.03	1,431.72
增长率(%)	76.19	30.02	30.28	30.54	31.35
EPS(元/股)	0.29	0.37	0.49	0.64	0.84
市盈率(P/E)	83.14	63.95	49.08	37.60	28.63
市净率(P/B)	16.67	10.40	8.87	7.90	6.93
市销率(P/S)	24.55	20.09	15.60	12.44	9.83
EV/EBITDA	43.89	33.10	36.04	27.71	21.63

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	212.21	235.63	129.52	241.02	417.01
应收账款	411.18	472.21	835.69	554.07	1,204.29
预付账款	39.92	42.65	138.11	48.74	187.91
存货	954.77	1,047.95	1,219.68	2,006.80	1,728.84
其他	15.79	411.35	153.33	190.61	263.02
流动资产合计	1,633.87	2,209.78	2,476.32	3,041.25	3,801.06
长期股权投资	142.98	283.44	343.44	393.44	437.44
固定资产	1,130.75	1,224.16	1,512.82	1,730.05	1,843.95
在建工程	451.84	625.45	411.27	294.76	206.86
无形资产	102.04	198.73	193.75	170.31	124.45
其他	326.64	133.45	119.21	96.66	19.80
非流动资产合计	2,154.26	2,465.23	2,580.49	2,685.22	2,632.49
资产总计	3,788.13	4,675.01	5,056.81	5,726.47	6,433.56
短期借款	872.79	410.00	160.00	110.00	22.00
应付账款	133.79	176.23	199.48	320.59	328.90
其他	20.15	52.80	41.30	33.99	59.75
流动负债合计	1,026.73	639.03	400.78	464.58	410.65
长期借款	250.00	60.00	0.00	50.00	90.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.38	30.73	33.39	32.17	32.10
非流动负债合计	282.38	90.73	33.39	82.17	122.10
负债合计	1,309.11	729.76	434.17	546.75	532.74
少数股东权益	19.70	6.03	0.41	(5.15)	(12.07)
股本	1,135.83	1,421.93	1,711.30	1,711.30	1,711.30
资本公积	208.23	1,201.91	1,201.91	1,201.91	1,201.91
留存收益	1,352.36	2,532.64	2,910.93	3,473.57	4,201.59
其他	(237.10)	(1,217.26)	(1,201.91)	(1,201.91)	(1,201.91)
股东权益合计	2,479.02	3,945.25	4,622.63	5,179.72	5,900.81
负债和股东权益总	3,788.13	4,675.01	5,056.81	5,726.47	6,433.56

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	490.06	639.21	835.02	1,090.03	1,431.72
折旧摊销	131.95	161.46	123.69	145.51	158.67
财务费用	18.21	44.60	50.00	55.00	59.00
投资损失	(20.22)	14.31	8.00	(4.00)	(6.00)
营运资金变动	(582.05)	(340.16)	(391.76)	(372.31)	(515.04)
其它	256.63	206.35	(5.62)	(5.55)	(6.92)
经营活动现金流	294.58	725.76	619.33	908.68	1,121.41
资本支出	447.40	663.61	190.54	221.92	140.37
长期投资	(15.46)	140.45	60.00	50.00	44.00
其他	(1,010.37)	(1,641.92)	(450.64)	(488.92)	(322.07)
投资活动现金流	(578.42)	(837.86)	(200.10)	(217.00)	(137.70)
债权融资	1,122.79	490.00	166.67	168.89	123.85
股权融资	120.68	1,246.58	254.71	(55.00)	(59.00)
其他	(949.57)	(1,601.05)	(946.73)	(694.06)	(872.58)
筹资活动现金流	293.91	135.53	(525.34)	(580.17)	(807.73)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	10.06	23.44	(106.11)	111.51	175.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,669.31	2,040.39	2,628.06	3,295.08	4,169.02
营业成本	412.92	491.85	676.10	859.42	1,087.83
营业税金及附加	5.55	18.98	18.02	21.40	31.48
营业费用	467.29	494.41	630.74	757.87	917.18
管理费用	210.83	228.78	275.95	329.51	416.90
财务费用	16.96	46.73	50.00	55.00	59.00
资产减值损失	6.77	6.44	9.61	7.61	7.89
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)	(8.00)	4.00	6.00
其他	(40.44)	28.62	16.00	(8.00)	(12.00)
营业利润	569.21	738.89	959.65	1,268.27	1,654.74
营业外收入	4.51	26.32	11.69	14.17	17.39
营业外支出	3.21	6.28	5.78	5.09	5.72
利润总额	570.52	758.93	965.56	1,277.36	1,666.42
所得税	80.45	119.73	136.16	192.88	241.63
净利润	490.06	639.21	829.40	1,084.48	1,424.79
少数股东损益	(2.89)	(1.72)	(5.62)	(5.55)	(6.92)
归属于母公司净利润	492.96	640.92	835.02	1,090.03	1,431.72
每股收益(元)	0.29	0.37	0.49	0.64	0.84

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.02%	22.23%	28.80%	25.38%	26.52%
营业利润	73.84%	29.81%	29.88%	32.16%	30.47%
归属于母公司净利润	76.19%	30.02%	30.28%	30.54%	31.35%
获利能力					
毛利率	75.26%	75.89%	74.27%	73.92%	73.91%
净利率	29.53%	31.41%	31.77%	33.08%	34.34%
ROE	20.04%	16.27%	18.07%	21.02%	24.21%
ROIC	20.62%	21.57%	21.32%	25.06%	29.90%
偿债能力					
资产负债率	34.56%	15.61%	8.59%	9.55%	8.28%
净负债率	-0.57%	-0.66%	0.09%	2.66%	2.32%
流动比率	1.59	3.46	6.18	6.55	9.26
速动比率	0.66	1.82	3.14	2.23	5.05
营运能力					
应收账款周转率	3.99	4.62	4.02	4.74	4.74
存货周转率	2.11	2.04	2.32	2.04	2.23
总资产周转率	0.50	0.48	0.54	0.61	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.37	0.49	0.64	0.84
每股经营现金流	0.17	0.42	0.36	0.53	0.66
每股净资产	1.44	2.30	2.70	3.03	3.46
估值比率					
市盈率	83.14	63.95	49.08	37.60	28.63
市净率	16.67	10.40	8.87	7.90	6.93
EV/EBITDA	43.89	33.10	36.04	27.71	21.63
EV/EBIT	53.69	39.86	40.46	30.76	23.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com