

通化东宝 (600867)

证券研究报告

2018年03月06日

门冬胰岛素即将报产，糖尿病用药持续扩充

门冬胰岛素即将报产，临床试验结果显示与原研一致

公司公告了第三代胰岛素门冬胰岛素临床试验进展：已经完成了临床试验总结报告，目前正在 23 家医院进行结题和盖章工作，待完成后即进行生产申报，临床试验结果显示：公司研制的门冬胰岛素注射液在有效性和安全性方面均与进口药品（原研对照品）诺和锐一致。

门冬胰岛素是全球第二大胰岛素类似物用药，市场大，竞争格局良好

门冬胰岛素属于第三代胰岛素即胰岛素类似物，相比于可溶性胰岛素起效更快，作用持续时间更短，腹壁皮下注射后 10-20 分钟内起效，最大作用时间 1-3 小时，持续时间为 3-5 小时。因此一般须紧邻餐前注射，称为速效胰岛素或者餐时胰岛素，一般应与每日一次的中效或长效胰岛素联合使用形成标准治疗方案。门冬胰岛素注射液原研丹麦诺和诺德，2017 年全球销售额折算达到 33 亿美元，若加上预混，则达到 50 亿美元，在类似物中仅次于甘精胰岛素。门冬在国内目前仅原研在售，PDB 样本医院显示稳健增长 2016 年销售额为 2.12 亿元，加之预混则门冬系列进一步增加到 6.65 亿元，放大后我们预计市场规模在 40-50 亿元（含预混）。目前暂无国内企业销售，竞争格局良好，在申报的企业包括甘李药业、联邦制药、海正药业、宜昌东阳光药业等，其中甘李药业、联邦制药已报产在审评，公司进度仅稍落后甘李和联邦。我们预计公司有望在二季度报产，乐观估计明年年中获批上市，有望成为继甘精胰岛素之后公司有一个重磅的三代胰岛素品种，丰富了公司的品类，并成为公司利润新增长点。

研发布局加速推进，公司将迎来产品收获期

公司门冬胰岛素注射液即将申报，这是公司研发管线的又一进展：公司自去年 10 月份以来甘精胰岛素报产受理（预计今年年底前获批上市）、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、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，公司从今年开始将迎来产品收获期，未来公司打造的糖尿病综合解决方案提供商已初现雏形。

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、37、28 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，公司有望打造糖尿病综合解决方案提供商，未来发展路径已然清晰，看好公司长期发展，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

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)	586.17	785.63	1,108.63	1,440.82	1,843.22
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)	82.41	63.39	48.65	37.27	28.38
市净率(P/B)	16.52	10.31	8.79	7.84	6.87
市销率(P/S)	24.34	19.91	15.46	12.33	9.74
EV/EBITDA	53.69	39.86	36.54	28.04	21.83

资料来源：wind，天风证券研究所

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	23.74 元
目标价格	28.8 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)	40,626.18
流通 A 股市值(百万元)	39,038.63
每股净资产(元)	2.54
资产负债率(%)	10.22
一年内最高/最低(元)	25.41/16.26

作者

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

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

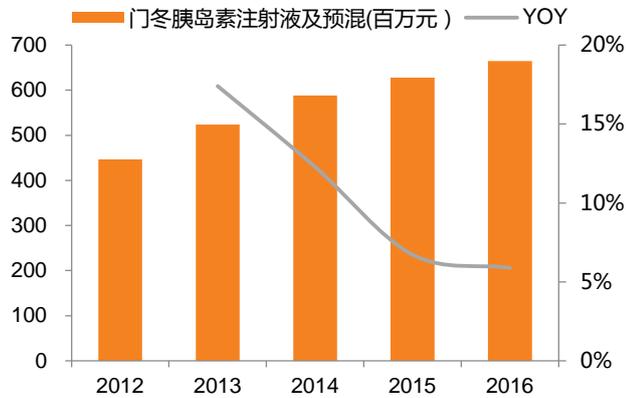
相关报告

- 《通化东宝-公司点评:利拉鲁肽临床申请获受理，研发布局加速推进》 2017-11-16
- 《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
- 《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



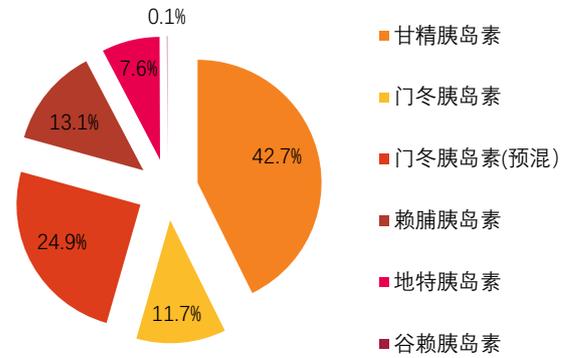
附图表

图 1: 门冬胰岛素系列样本医院收入稳健增长



资料来源: PDB, 天风证券研究所

图 2: 门冬胰岛素系列是第二大的胰岛素类似物



资料来源: PDB, 天风证券研究所

表 1: 国内门冬胰岛素注射液其他申报情况

企业	进展	状态开始日
甘李药业	上市申请在审评	2017.05.31
珠海联邦	上市申请在审评	2018.01.16
海正药业	已获临床批件	2016.05.19
宜昌东阳光药业	已获临床批件	2017.04.07

资料来源: 药智网, 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	104.70	187.93	335.00
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	2,451.51	2,988.16	3,719.06
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	218.46	222.99	206.31
其他	326.64	133.45	119.31	97.08	19.95
非流动资产合计	2,154.26	2,465.23	2,605.30	2,738.31	2,714.50
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	0.00	0.00	98.98	117.54	129.48
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)	(391.86)	(372.62)	(514.77)
其它	388.58	367.81	(5.62)	(5.55)	(6.92)
经营活动现金流	294.58	725.76	594.52	880.40	1,092.50
资本支出	316.56	503.25	190.54	221.92	140.37
长期投资	(15.46)	140.45	60.00	50.00	44.00
其他	(879.52)	(1,481.57)	(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	(130.93)	83.23	147.07

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%	24.93%	29.58%
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%	3.14%	3.22%
流动比率	1.59	3.46	6.12	6.43	9.06
速动比率	0.66	1.82	3.07	2.11	4.85
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	0.35	0.51	0.64
每股净资产	1.44	2.30	2.70	3.03	3.46
估值比率					
市盈率	82.41	63.39	48.65	37.27	28.38
市净率	16.52	10.31	8.79	7.84	6.87
EV/EBITDA	53.69	39.86	36.54	28.04	21.83
EV/EBIT	53.69	39.86	40.12	30.53	23.48

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