

通化东宝 (600867.SH) 买入 (维持评级)

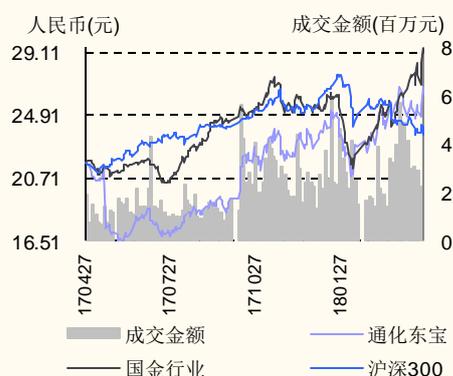
公司点评

市场价格 (人民币): 26.37 元

国际视野, 前瞻布局四代胰岛素市场

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,644.42
总市值(百万元)	45,126.89
年内股价最高最低(元)	26.80/16.51
沪深 300 指数	3755.49
上证指数	3075.03



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.451	0.487	0.638	0.818	1.043
每股净资产(元)	2.77	2.65	3.08	3.70	4.54
每股经营性现金流(元)	0.51	0.56	0.70	0.76	0.98
市盈率(倍)	48.65	46.99	38.72	30.19	23.66
行业优化市盈率(倍)	34.60	34.60	34.60	34.60	34.60
净利润增长率(%)	30.02%	30.07%	30.89%	28.25%	27.60%
净资产收益率(%)	16.27%	18.41%	20.68%	22.09%	22.96%
总股本(百万股)	1,421.93	1,711.30	1,711.30	1,711.30	1,711.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩概览

- 通化东宝 2018 年 1 季度实现营业收入 7.2 亿, 同比增长 27%; 归母净利润 2.7 亿, 同比增长 30%; 扣非后归母净利润 2.7 亿, 同比增长 28%; 经营活动现金流 1.7 亿, 同比下降-27%。

事件

- 公司与 Adocia 公司签订协议, 将有偿获得 BioChaperone Lispro (超速效型胰岛素类似物) 在包括中国在内的全球 19 个国家和潜在 9 个国家、与 BioChaperone Combo (胰岛素基础餐时组合) 在包括中国在内的全球 28 个国家的独家开发、生产并商业化权利。

简评

- 胰岛素制剂发货增长 20%+, 收入端确认与发货趋同;
- 经营活动现金流下降, 主要来自预付款增加;
- 与 Adocia 公司合作, 迈入四代胰岛素+时代;
- 通化东宝自身在研管线产品有序推进。

盈利预测

- 我们预计公司 2018-2020 年将实现净利润 10.9 亿、14 亿、17.9 亿。

投资建议

- 维持“买入”评级。

风险提示

- 药品招标降价风险; 公司新产品研发、审批进展不达预期风险; 国家医药政策风险; 新医保目录的执行进度不达预期风险等。

相关报告

1. 《扣非增长 34%, 在研管线产品有序推进-通化东宝公司点评》, 2018.4.18
2. 《公司深度报告 (三): 抽丝剥茧, 从诺和诺德 发展路径和经营质量》, 2017.11.24
3. 《新靶点降糖药利拉鲁肽临床申请获得受理, 降糖药产品线梯队布局完...》, 2017.11.16
4. 《胰岛素制剂保持快速增长, 三季度业绩亮眼-通化东宝公司点评》, 2017.10.26
5. 《甘精胰岛素报产受理, 胰岛素龙头再起航-通化东宝公司点评》, 2017.10.11

孙笑悦 分析师 SAC 执业编号: S1130517050002
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

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

业绩概况

- 通化东宝 2018 年 1 季度实现营业收入 7.2 亿，同比增长 27%；归母净利润 2.7 亿，同比增长 30%；扣非后归母净利润 2.7 亿，同比增长 28%；经营活动现金流 1.7 亿，同比下降-27%。

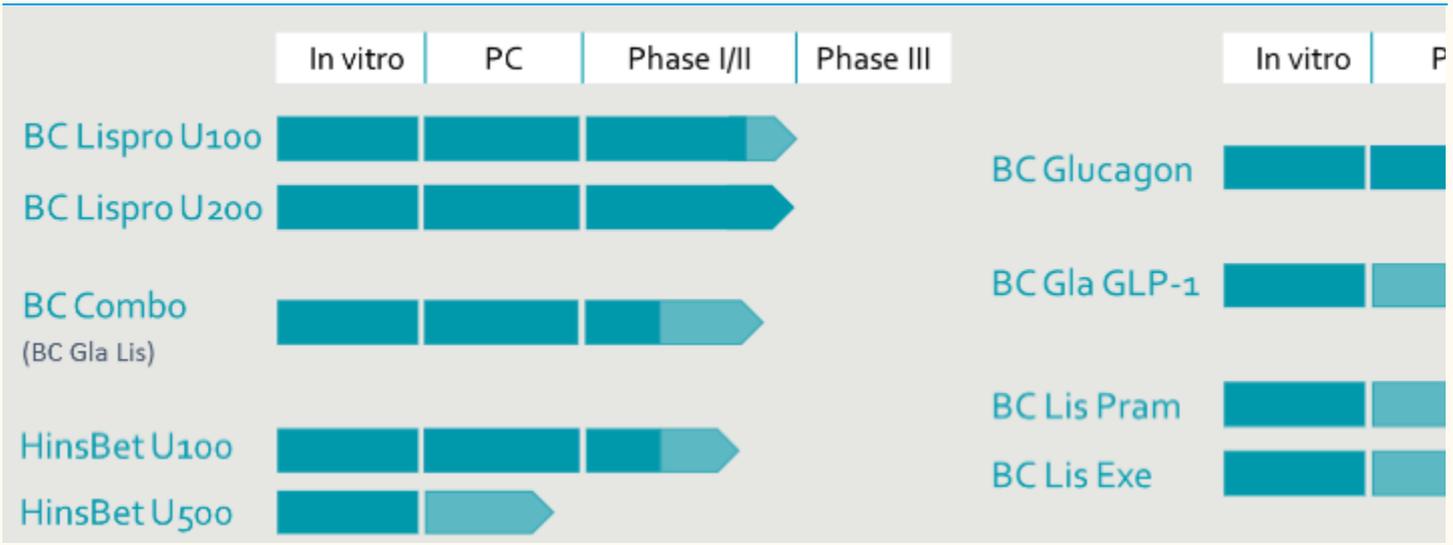
事件

- 公司与 Adocia 公司签订协议，将有偿获得 BioChaperone Lispro（超速效型胰岛素类似物）在包括中国在内的全球 19 个国家和潜在 9 个国家、与 BioChaperone Combo（胰岛素基础餐时组合）在包括中国在内的全球 28 个国家的独家开发、生产并商业化权利。

点评

- **1.胰岛素制剂发货增长 20%+，收入端确认与发货趋同：**
 - 公司一季度二代胰岛素制剂依然保持快速增长，我们估计增速在 20% 左右。
- **2.经营活动现金流下降，主要来自预付款增加：**
 - 公司一季度经营活动现金流 1.7 亿，同比下降-27%，主要由于预付款大幅度增加（+226%）至 1.54 亿。主要由于汇率低，一季度从海外采购较多胰岛素包装材料，因而后三季度材料费用会大幅下降，全年影响将会持平。
- **3.与 Adocia 公司合作，迈入四代胰岛素+时代：**
 - 公司与 Adocia 公司签订协议，将有偿获得 BioChaperone Lispro（超速效型胰岛素类似物）在包括中国在内的全球 19 个国家和潜在 9 个国家、与 BioChaperone Combo（胰岛素基础餐时组合）在包括中国在内的全球 28 个国家的独家开发、生产并商业化权利。
 - 代价：通化东宝将支付总额为 5000 万美元的预付款项，后续预计支付里程碑付款 9500 万美元。
 - 目前，ADOCIA 的糖尿病治疗注射剂，有五个正处于临床研究阶段，有三个正在临床前研究阶段。Adocia 公司的 BioChaperone 专利平台技术，提高了治疗性蛋白质的有效性和/或安全性，并使患者更容易使用药物。

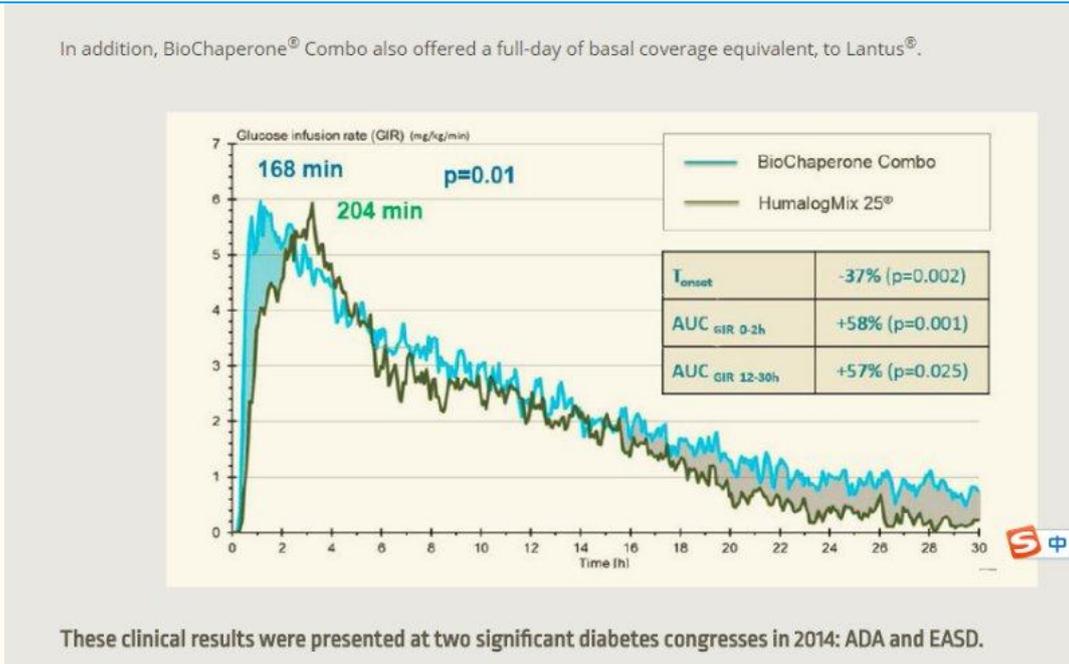
图表 1: Adocia 公司 pipeline:



来源: Adocia 公司网站, 国金证券研究所

- 目前 Adocia 公司的 BioChaperone 赖脯胰岛素 U100 和 U200 这两个产品已经成功完成 9 项一期, 二期临床试验 (1 型和 2 型糖尿病患者)。
- Adocia 公司的 BioChaperone Combo 是目前世界上唯一能将长效甘精胰岛素和速效赖脯胰岛素成功组合的成品制剂。该产品目前处于临床测试 2 期阶段。
- 根据 Adocia 公司的财务报表, 截止 2017 年 12 月 31 日, Adocia 公司总资产 5,376.1 万欧元, 营业收入 2,717.7 万欧元, 净利润 855 万欧元。
- 产品介绍:
 - BC Lispro: 属于超速效胰岛素类似物, 起效优于现在的三代胰岛素, 患者的依从性更好。该产品目前在欧盟处在 III 期临床试验前准备阶段。
 - BC Combo: 该产品是目前世界上唯一将甘精胰岛素和超速效赖脯胰岛素成功组合的中性新预混胰岛素类似物, 该产品在欧洲已进入 II 期临床试验阶段。I 期临床揭盲数据显示, 该产品起效时间和达峰时间优于现在所有的预混胰岛素及预混类似物制剂, 快速降低高血糖, 维持血糖更加平稳, 低血糖发生率低。
 - BC Combo 与优泌乐预混 (赖脯胰岛素 25) 的对照试验显示:
 - BC Combo 起效时间更快 (168min vs. 204min); 餐后一段时间内持续作用时间短、有助于减少餐后低血糖的发生风险; 但又具有基础胰岛素的持续时间久、作用平稳 (尤其在第 12-30 小时) 的作用。

图表 2: BC Combo 与优泌乐预混 (赖脯胰岛素 25) 的对照试验



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 通过此次外延布局, 公司先发进入四代胰岛素全球市场竞争格局, 布局速度、品种选择能力超预期。
- **4.通化东宝自身在研管线产品有序推进:**
 - 截止目前, 公司的四个三代胰岛素产品、和新靶点用药、以及口服降糖药产品的研发均有新的进展, 公司在降糖药产品线方面布局日趋完善:
 - 胰岛素甘精申报生产;
 - 门冬胰岛素完成数据库锁定, 预计 2018 年完成总结报告、申报生产;
 - 门冬 30R, 2017 年 12 月, 公司根据新的临床试验要求修改了试验方案, 目前正在各中心申报伦理, 预计 2018 年上半年全面启动。
 - 门冬 50R, 于 2015 年 12 月获得临床试验批件, 2016 年 8 月开始入组, 目前临床研究正在进行中。
 - 地特胰岛素, 2017 年 10 月获得临床试验批件。现处于临床试验筹备阶段。
 - 度拉糖肽, 在 2017 年度完成了临床申报用三批中试生产, 全面开展了质量研究, 药效学药代动力学研究及药物安全性评价。计划在 2018 年年底前递交临床试验申请。
 - 利拉鲁肽 2017 年 11 月获得临床受理;
 - 瑞格列奈片, 2017 年公司完成了瑞格列奈片的生物等效性研究, 相关的数据处理工作正在进行中;
 - 瑞格列奈二甲双胍片, 正在开展仿制药一致性评价工作, 计划 2018 年完成瑞格列奈二甲双胍片的生物等效性研究。
 - 曲格列汀于 2017 年 6 月获得琥珀酸曲格列汀原料药及其片剂的临床批件, 计划于 2018 年开始开展该项目系统的生物等效性研究。
 - 西格列汀完成了生物等效性预实验, 预计于 2018 年完成正式的生物等效性试验, 并计划在 2019 年上半年完成注册报产。

- 西格列汀二甲双胍片预计于 2018 年完成正式的生物等效性试验，并计划在 2018 年年内完成注册报产。
- 恩格列汀公司在 2017 年开始研发 SGLT-2 靶点药物恩格列净及其制剂，并计划于 2018 年年内完成相关的药学研究。
- 口服 GLP-1 类似物项目，体内药理及处方开发阶段。
- 以上药品目前累计研发费用达到 3 亿多。

图表 3：通化东宝在研管线

类别	产品	研发阶段	进展	累计研发投入(万)
胰岛素类似物	甘精胰岛素注射液	申报生产	申报生产获得受理	5,020
	门冬胰岛素注射液	III 期临床的最后数据整理阶段	月完成数据库锁定，预计 2018 年完成总结报告、申报生产	6,191
	门冬胰岛素 30 注射液	III 期临床研究阶段	2017 年 12 月，公司根据新的临床试验要求修改了试验方案，目前正在各中心申报伦理，预计 2018 年上半年全面启动。	
	门冬胰岛素 50 注射液	III 期临床研究阶段	于 2015 年 12 月获得临床试验批件，2016 年 8 月开始入组，目前临床研究正在进行中。	5,992
	地特胰岛素	获得临床批件	2017 年 10 月获得临床试验批件。现处于临床试验筹备阶段。	
	精脯胰岛素系列	申报临床获得受理	申报临床获得受理	5,983
激动剂类降糖药 (GLP-1)	度拉糖肽注射液	临床前	在 2017 年度完成了临床申报用三批中试生产，全面开展了质量研究，药效学药代动力学研究及药物安全性评价。计划在 2018 年年底前递交临床试验申请。	2441
	利拉鲁肽注射液	临床前	2017 年 11 月获得临床受理	2166
化学口服降糖药	瑞格列奈片	BE	2017 年公司完成了瑞格列奈片的生物等效性研究，相关的数据处理工作正在进行中	654
	瑞格列奈二甲双胍片	BE	片正在开展仿制药一致性评价工作，计划 2018 年完成瑞格列奈二甲双胍片的生物等效性研究。	642
	曲格列汀	BE	于 2017 年 6 月获得琥珀酸曲格列汀原料药及其片剂的临床批件，计划于 2018 年开始开展该项目系统的生物等效性研究。	625
	西格列汀	预 BE	完成了生物等效性预实验，预计于 2018 年完成正式的生物等效性试验，并计划在 2019 年上半年完成注册报产。	396
	西格列汀二甲双胍片	BE	预计于 2018 年完成正式的生物等效性试验，并计划在 2018 年年内完成注册报产。	477
	恩格列汀	临床前	公司在 2017 年开始研发 SGLT-2 靶点药物恩格列净及其制剂，并计划于 2018 年年内完成相关的药学研究。	
	口服 GLP-1 类似物项目	临床前	体内药理及处方开发阶段	

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,669	2,040	2,545	2,974	3,567	4,356
增长率		22.2%	24.7%	16.9%	19.9%	22.1%
主营业务成本	-413	-492	-644	-716	-796	-915
%销售收入	24.7%	24.1%	25.3%	24.1%	22.3%	21.0%
毛利	1,256	1,549	1,901	2,259	2,771	3,441
%销售收入	75.3%	75.9%	74.7%	75.9%	77.7%	79.0%
营业税金及附加	-6	-19	-17	-15	-18	-22
%销售收入	0.3%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-467	-494	-623	-714	-849	-1,024
%销售收入	28.0%	24.2%	24.5%	24.0%	23.8%	23.5%
管理费用	-211	-229	-261	-297	-357	-444
%销售收入	12.6%	11.2%	10.3%	10.0%	10.0%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	573	806	1,000	1,233	1,547	1,951
%销售收入	34.3%	39.5%	39.3%	41.4%	43.4%	44.8%
财务费用	-17	-47	-14	33	72	119
%销售收入	1.0%	2.3%	0.5%	-1.1%	-2.0%	-2.7%
资产减值损失	-7	-6	-19	-6	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	20	-14	16	18	22	26
%税前利润	3.5%	n.a	1.7%	1.4%	1.3%	1.2%
营业利润	569	739	983	1,278	1,641	2,095
营业利润率	34.1%	36.2%	38.6%	43.0%	46.0%	48.1%
营业外收支	1	20	-13	10	10	10
税前利润	571	759	970	1,288	1,651	2,105
利润率	34.2%	37.2%	38.1%	43.3%	46.3%	48.3%
所得税	-80	-120	-133	-193	-248	-316
所得税率	14.1%	15.8%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	490	639	837	1,095	1,403	1,789
少数股东损益	-3	-2	4	4	4	4
归属于母公司的净利润	493	641	834	1,091	1,399	1,786
净利率	29.5%	31.4%	32.8%	36.7%	39.2%	41.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	490	639	840	1,095	1,403	1,789
少数股东损益	-3	-2	4	4	4	4
非现金支出	138	167	186	143	133	127
非经营收益	-5	60	-4	-28	-32	-36
营运资金变动	-329	-141	-62	-10	-201	-205
经营活动现金净流	293	725	960	1,199	1,302	1,676
资本开支	-400	-411	-185	96	0	0
投资	47	-439	56	-1	0	0
其他	-225	12	23	18	22	26
投资活动现金净流	-578	-838	-106	113	22	26
股权募资	28	1,045	34	0	0	0
债权募资	513	-637	-491	13	0	0
其他	-247	-272	-301	-342	-342	-342
筹资活动现金净流	294	136	-758	-330	-342	-342
现金净流量	9	22	95	983	982	1,359

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	212	236	336	1,319	2,301	3,661
应收款项	416	477	558	592	709	866
存货	955	1,048	974	980	1,091	1,253
其他流动资产	51	450	372	378	384	392
流动资产	1,634	2,210	2,240	3,269	4,485	6,173
%总资产	43.1%	47.3%	47.1%	58.8%	67.4%	75.1%
长期投资	193	333	368	368	368	368
固定资产	1,587	1,851	1,873	1,744	1,620	1,501
%总资产	41.9%	39.6%	39.4%	31.4%	24.3%	18.3%
无形资产	105	200	194	101	103	106
非流动资产	2,154	2,465	2,513	2,290	2,168	2,052
%总资产	56.9%	52.7%	52.9%	41.2%	32.6%	24.9%
资产总计	3,788	4,675	4,753	5,559	6,653	8,225
短期借款	873	430	0	30	30	30
应付款项	136	182	134	169	194	228
其他流动负债	18	27	41	47	56	146
流动负债	1,027	639	175	246	279	404
长期贷款	250	60	0	0	0	0
其他长期负债	32	31	40	23	23	23
负债	1,309	730	215	269	302	427
普通股股东权益	2,459	3,939	4,528	5,277	6,334	7,777
少数股东权益	20	6	10	13	17	20
负债股东权益合计	3,788	4,675	4,753	5,559	6,653	8,225

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.434	0.451	0.487	0.638	0.818	1.043
每股净资产	2.165	2.770	2.646	3.083	3.701	4.545
每股经营现金净流	0.258	0.510	0.561	0.701	0.761	0.979
每股股利	0.185	0.185	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	20.04%	16.27%	18.41%	20.68%	22.09%	22.96%
总资产收益率	13.01%	13.71%	17.54%	19.63%	21.03%	21.71%
投入资本收益率	13.66%	15.31%	19.02%	19.69%	20.61%	21.19%
增长率						
主营业务收入增长率	15.02%	22.23%	24.75%	16.86%	19.92%	22.12%
EBIT增长率	57.41%	40.80%	24.02%	23.25%	25.53%	26.11%
净利润增长率	76.19%	30.02%	30.07%	30.89%	28.25%	27.60%
总资产增长率	28.14%	23.41%	1.66%	16.96%	19.69%	23.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.9	74.7	71.3	71.3	71.3	71.3
存货周转天数	700.2	743.1	572.6	500.0	500.0	500.0
应付账款周转天数	46.5	53.3	43.0	43.0	43.0	43.0
固定资产周转天数	247.2	219.0	166.6	120.5	82.7	53.6
偿债能力						
净负债/股东权益	36.73%	6.45%	-7.41%	-24.37%	-35.77%	-46.56%
EBIT利息保障倍数	33.8	17.3	71.4	-37.2	-21.4	-16.4
资产负债率	34.56%	15.61%	4.53%	4.83%	4.55%	5.19%

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	4	16	22	23	45
增持	1	8	11	13	22
中性	1	2	3	3	6
减持	0	0	0	0	1
评分	1.50	1.46	1.47	1.49	1.50

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)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-30	买入	21.39	N/A
2	2017-04-13	买入	21.16	N/A
3	2017-04-26	买入	21.18	N/A
4	2017-10-11	买入	19.90	N/A
5	2017-10-26	买入	22.86	N/A
6	2017-11-16	买入	23.49	N/A
7	2017-11-24	买入	22.27	32.00~32.00
8	2018-04-18	买入	24.69	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH