

通化东宝 (600867)

证券研究报告

2018年07月31日

管理层稳定，公司业绩有望延续高增长态势

公司澄清公告管理层稳定，生产经营情况正常

公司针对近日的管理层变动的市场传言发布了澄清公告，公司董事会声明公司管理层稳定，生产经营情况正常。

- 1、公司5月15日公告聘任了三位副总，其中张文海和张国栋先生均由销售大区经理晋升为公司副总，负责相关区域的销售工作，关于销售决策则是由总经理李总把握大方向，并带领几位副总共同讨论论证。
- 2、年报显示公司总经理李总任期到2020年，且公司公告声明管理层稳定，我们认为其在任期内不会离开公司。考虑到李总年龄因素以及东宝已经是国内糖尿病领域最佳平台，即便其可能在2020年后离开，估计也不会到国内其他胰岛素竞争对手方。

我们认为管理层的稳定有利于市场的预期，也有利于为后续东宝的产品销售、慢病管理的发展保驾护航。

二代胰岛素有望延续快速增长

我们预计未来3-5年公司重组人胰岛素系列仍有望实现20-25%的复合增长，持续驱动公司业绩增长：1、公司胰岛素深耕基层多年，有着深厚的医生及渠道资源和患者群体，基层市占率超过20%，仅次于外企诺和诺德，品牌影响力大，优势明显，后续公司将继续加强基层教育，夯实领先地位。2、糖尿病诊疗率仍有极大的提升空间，公司作为基层国内龙头尽享行业高景气度。3、药政受益：胰岛素属于典型的刚性用药，是糖尿病患者最后一道防线，政策整将持续倾斜，一方面二代胰岛素从医保乙类升甲类（预计正向影响今年将进一步体现），提高了报销比例，另一方面价格预计能保持相对平稳，在药价普遍下行和临床路径逐步推进的背景下相对优势凸显。

与Adocia合作布局两大胰岛素重磅品种，取得产品布局优势

公司与Adocia合作，Adocia公司将BioChaperone的专利平台技术、专利权有偿许可东宝利用该等专利平台技术，获得许可产品BC Lispro及BC Combo在大中华区国家和地区等地的独家临床开发、生产和商业化权利。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，其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。东宝获得BC Lispro产品和BC Combo产品，公司打造糖尿病综合解决方案提供商再添重磅品种，在国内企业产品布局上取得领先优势。

研发加速推进，慢病平台进展顺利，糖尿病综合解决方案提供商初现雏形

根据公司2017年年报，公司甘精胰岛素已准备国家临床现场核查相关工作（预计今年年底前获批上市）、地特胰岛素获批临床、重组人胰岛素临床申请获得欧盟批准，可在欧盟进行III期临床试验、重组赖脯胰岛素、利拉鲁肽申报临床获得受理、门冬胰岛素注射液完成临床试验总结报告等，其他化学口服降糖药也进展顺利，公司在糖尿病领域的研发布局加速向前推进，公司有望从今年开始将迎来产品收获期。而慢病管理平台也进展顺利：已经有9000多名内分泌一线专业医生利用该平台有效管理超过20万病人，通过平台进行的病人教育受益病人达75万余人次，未来公司打造的糖尿病综合解决方案提供商已初现雏形。

看好公司持续高增长，维持“买入”评级

我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.53、0.70、0.92元，对应PE分别为40、30、23倍，看好公司长期发展以及打造糖尿病综合解决方案运营商的前景，维持买入评级。

风险提示：合作产品上市风险，研发进展低于预期，甘精胰岛素上市进程低于预期，基层胰岛素竞争加剧

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	20.97元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,053.56
流通A股股本(百万股)	1,973.31
A股总市值(百万元)	43,063.06
流通A股市值(百万元)	41,380.29
每股净资产(元)	2.81
资产负债率(%)	4.53
一年内最高/最低(元)	31.98/17.10

作者

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

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

杨烨辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@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：一季报延续高增长，合作再添两大胰岛素重磅品种》 2018-04-27
- 2 《通化东宝-年报点评报告：业绩持续高增长，三代胰岛素有望开启公司新成长》 2018-04-18
- 3 《通化东宝-公司点评：门冬胰岛素即将报产，糖尿病用药持续扩充》 2018-03-06

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,040.39	2,545.32	3,115.89	3,864.16	4,796.83
增长率(%)	22.23	24.75	22.42	24.01	24.14
EBITDA(百万元)	945.98	1,163.75	1,429.23	1,864.89	2,422.58
净利润(百万元)	640.92	836.55	1,088.78	1,439.60	1,897.87
增长率(%)	30.02	30.52	30.15	32.22	31.83
EPS(元/股)	0.31	0.41	0.53	0.70	0.92
市盈率(P/E)	67.19	51.48	39.55	29.91	22.69
市净率(P/B)	10.93	9.51	7.86	6.84	5.83
市销率(P/S)	21.11	16.92	13.82	11.14	8.98
EV/EBITDA	33.10	33.26	29.27	22.28	16.89

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)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	235.63	336.44	1,039.42	1,417.31	2,083.41	营业收入	2,040.39	2,545.32	3,115.89	3,864.16	4,796.83
应收账款	472.21	556.56	655.17	709.33	984.51	营业成本	491.85	644.46	813.34	955.89	1,121.58
预付账款	42.65	47.21	43.16	90.16	55.65	营业税金及附加	18.98	16.85	19.99	28.77	32.75
存货	1,047.95	973.92	1,285.35	1,369.89	1,870.24	营业费用	494.41	622.97	694.84	842.39	1,007.33
其他	411.35	325.85	258.82	328.93	312.80	管理费用	228.78	261.01	280.43	309.13	359.76
流动资产合计	2,209.78	2,239.98	3,281.91	3,915.63	5,306.62	财务费用	46.73	14.00	50.00	55.00	59.00
长期股权投资	283.44	302.37	362.37	412.37	456.37	资产减值损失	6.44	19.28	10.83	12.18	14.09
固定资产	1,224.16	1,161.91	1,477.93	1,708.02	1,826.08	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	625.45	711.51	462.90	325.74	225.45	投资净收益	(14.31)	16.47	15.00	10.00	9.00
无形资产	198.73	193.61	200.90	191.26	159.76	其他	28.62	(35.88)	(30.00)	(20.00)	(18.00)
其他	133.45	143.34	147.90	54.43	22.37	营业利润	738.89	986.17	1,261.46	1,670.80	2,211.30
非流动资产合计	2,465.23	2,512.74	2,652.01	2,691.83	2,690.02	营业外收入	26.32	0.11	10.31	12.24	7.55
资产总计	4,675.01	4,752.72	5,933.93	6,607.45	7,996.64	营业外支出	6.28	13.29	7.59	9.05	9.98
短期借款	410.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	758.93	972.98	1,264.18	1,673.99	2,208.88
应付账款	176.23	89.96	363.54	146.56	415.83	所得税	119.73	132.88	176.99	234.36	309.24
其他	52.80	85.03	49.07	68.63	55.46	净利润	639.21	840.10	1,087.20	1,439.63	1,899.64
流动负债合计	639.03	174.99	412.61	215.19	471.29	少数股东损益	(1.72)	3.54	(1.59)	0.04	1.76
长期借款	60.00	0.00	0.00	50.00	90.00	归属于母公司净利润	640.92	836.55	1,088.78	1,439.60	1,897.87
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.31	0.41	0.53	0.70	0.92
其他	30.73	40.31	34.47	35.17	36.65						
非流动负债合计	90.73	40.31	34.47	85.17	126.65						
负债合计	729.76	215.30	447.09	300.36	597.94						
少数股东权益	6.03	9.57	7.99	8.02	9.78	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1,421.93	1,711.30	2,053.56	2,053.56	2,053.56	成长能力					
资本公积	1,201.91	1,214.78	1,214.78	1,214.78	1,214.78	营业收入	22.23%	24.75%	22.42%	24.01%	24.14%
留存收益	2,532.64	2,813.28	3,425.30	4,245.52	5,335.36	营业利润	29.81%	33.47%	27.92%	32.45%	32.35%
其他	(1,217.26)	(1,211.51)	(1,214.78)	(1,214.78)	(1,214.78)	归属于母公司净利润	30.02%	30.52%	30.15%	32.22%	31.83%
股东权益合计	3,945.25	4,537.42	5,486.84	6,307.09	7,398.70	获利能力					
负债和股东权益总	4,675.01	4,752.72	5,933.93	6,607.45	7,996.64	毛利率	75.89%	74.68%	73.90%	75.26%	76.62%
						净利率	31.41%	32.87%	34.94%	37.26%	39.57%
						ROE	16.27%	18.48%	19.87%	22.85%	25.69%
						ROIC	21.57%	21.23%	27.80%	34.95%	40.82%
						偿债能力					
						资产负债率	15.61%	4.53%	7.53%	4.55%	7.48%
						净负债率	-0.66%	0.09%	-2.21%	-9.50%	-15.89%
						流动比率	3.46	12.80	7.95	18.20	11.26
						速动比率	1.82	7.24	4.84	11.83	7.29
						营运能力					
						应收账款周转率	4.62	4.95	5.14	5.66	5.66
						存货周转率	2.04	2.52	2.76	2.91	2.96
						总资产周转率	0.48	0.54	0.58	0.62	0.66
						每股指标(元)					
						每股收益	0.31	0.41	0.53	0.70	0.92
						每股经营现金流	0.35	0.47	0.52	0.59	0.79
						每股净资产	1.92	2.20	2.67	3.07	3.60
						估值比率					
						市盈率	67.19	51.48	39.55	29.91	22.69
						市净率	10.93	9.51	7.86	6.84	5.83
						EV/EBITDA	33.10	33.26	29.27	22.28	16.89
						EV/EBIT	39.86	38.81	31.90	24.07	18.02

现金流量表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	639.21	840.10	1,088.78	1,439.60	1,897.87
折旧摊销	161.46	167.67	117.77	139.09	152.28
财务费用	44.60	15.48	50.00	55.00	59.00
投资损失	14.31	(16.47)	(15.00)	(10.00)	(9.00)
营运资金变动	(340.16)	46.84	(178.77)	(412.67)	(470.38)
其它	206.35	(92.43)	(1.59)	0.04	1.76
经营活动现金流	725.76	961.19	1,061.19	1,211.05	1,631.53
资本支出	663.61	192.79	199.03	220.00	138.82
长期投资	140.45	18.94	60.00	50.00	44.00
其他	(1,641.92)	(318.22)	(436.13)	(481.00)	(317.52)
投资活动现金流	(837.86)	(106.49)	(177.10)	(211.00)	(134.70)
债权融资	490.00	0.00	6.67	58.89	95.19
股权融资	1,246.58	306.85	288.99	(55.00)	(59.00)
其他	(1,601.05)	(1,065.04)	(476.76)	(626.05)	(866.92)
筹资活动现金流	135.53	(758.19)	(181.11)	(622.16)	(830.73)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	23.44	96.50	702.98	377.89	666.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com