

通化东宝 (600867)

证券研究报告

2019年04月11日

门冬胰岛素报产获得受理，管线持续推进有望逐步迎来产品收获期

门冬胰岛素注射液报产获得受理

公司公告门冬胰岛素注射剂申报生产获得国家药监局受理。公司的Ⅲ期临床试验中，疗效结果显示该试验药物（门冬胰岛素注射液）其有效性非劣于对照药（诺和锐®）。临床试验药物与对照药物两者间的不良事件发生情况相近，表明其安全性相似。临床试验结果表明：公司的门冬胰岛素注射液在安全性和有效性方面与进口药品（原研对照品）诺和锐®一致。

门冬胰岛素系列产品是重要的胰岛素类似物

三代胰岛素是主流的胰岛素用药，第三代胰岛素重组胰岛素类似物利用人工方法改变了天然人胰岛素的结构，与人胰岛素（二代胰岛素）有几个氨基酸的差异。与二代相比可进一步模拟人体生理性胰岛素分泌曲线，精准调节人体血糖浓度，降低低血糖风险，安全性及有效性进一步提高。目前胰岛素类似物是大中城市胰岛素用药主导产品，也是未来胰岛素用药的主流方向，存在替代二代胰岛素的大行业趋势（目前基层市场仍以二代胰岛素为主），PDB 重点城市样本医院数据显示胰岛素类似物占比 2018 年达到 81%。门冬胰岛素 2018 年 PDB 样本医院销售额为 2.64 亿元，2012-2018 年复合增长率达到 16.7%，显示出良好的增长态势，2018 年占类似物比为 13.0%；而门冬胰岛素系列（含预混）则是仅次于甘精胰岛素的第二大胰岛素类似物，PDB 样本医院数据显示门冬胰岛素系列 2018 年销售占类似物比达到 34.9%，根据诺和诺德 2018 年财报，门冬胰岛素销售额达到 29.7 亿美元，中国区销售 2.30 亿美元，门冬系列（含预混）全球销售达到 45.7 亿美元，中国区销售达到 8.29 亿美元。门冬在国内销售主要分布于大中城市的三甲医院和部分二级医院。目前国内上市的主要是诺和诺德公司的门冬系列，竞争格局良好。除了门冬胰岛素之外，根据公司 2018 年半年报，公司门冬胰岛素 30 注射液Ⅲ期临床研究及门冬胰岛素 50 注射液的临床研究也在稳步推进中，国内企业布局门冬胰岛素系列产品，在申报或在临床的企业包括甘李药业、联邦制药、东阳光药、海正药业等。

公司研发管线持续推进，成果有望逐步落地

公司自 2018 年 10 月以来利拉鲁肽、重组赖脯胰岛素陆续获批临床、西格列汀二甲双胍片（Ⅱ）药品注册申请获得受理，药品管线持续推进，甘精胰岛素目前已经进入生产现场检查阶段，有望在年中获批，打开公司新成长空间；此外公司还与法国 Adocia 公司合作，布局有四代胰岛素产品等，公司的研发成果有望逐步落地，迎来产品的收获期。

看好公司长期发展，维持“买入评级”

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.46、0.56、0.70 元，对应 PE 分别为 39、32、25 倍，我们看好糖尿病赛道和公司卡位以及甘精胰岛素后续进程，研发管线持续推进有望逐步迎来产品收获期，维持买入评级

风险提示：门冬胰岛素进展低于预期，甘精胰岛素上市进程及后续销售低于预期，二代胰岛素下滑超预期，厦门特宝科创板进度和结果低于预期

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	17.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,033.99
流通 A 股股本(百万股)	1,953.74
A 股总市值(百万元)	36,245.68
流通 A 股市值(百万元)	34,815.68
每股净资产(元)	2.37
资产负债率(%)	11.04
一年内最高/最低(元)	31.98/10.94

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

- 《通化东宝-公司研究简报:2019 年业绩有望重回增长快车道，甘精进展值得期待》 2019-03-25
- 《通化东宝-半年报点评:业绩符合预期，研发管线持续推进》 2018-08-15
- 《通化东宝-公司点评:管理层稳定，公司业绩有望延续高增长态势》 2018-07-31

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	2,853.34	3,316.91	3,933.16
增长率(%)	22.23	24.75	12.10	16.25	18.58
EBITDA(百万元)	945.98	1,163.75	1,209.43	1,480.30	1,851.05
净利润(百万元)	640.92	836.55	927.04	1,134.66	1,431.72
增长率(%)	30.02	30.52	10.82	22.40	26.18
EPS(元/股)	0.32	0.41	0.46	0.56	0.70
市盈率(P/E)	56.55	43.33	39.10	31.94	25.32
市净率(P/B)	9.20	8.01	6.75	6.03	5.30
市销率(P/S)	17.76	14.24	12.70	10.93	9.22
EV/EBITDA	33.10	33.26	28.97	23.55	18.55

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	235.63	336.44	1,015.18	1,281.36	1,833.67
应收账款	472.21	556.56	553.07	618.19	770.68
预付账款	42.65	47.21	43.92	86.79	51.26
存货	1,047.95	973.92	1,304.44	1,298.77	1,768.74
其他	411.35	325.85	257.74	328.03	310.80
流动资产合计	2,209.78	2,239.98	3,174.35	3,613.13	4,735.15
长期股权投资	283.44	302.37	362.37	412.37	456.37
固定资产	1,224.16	1,161.91	1,477.93	1,708.02	1,826.08
在建工程	625.45	711.51	462.90	325.74	225.45
无形资产	198.73	193.61	200.90	191.26	159.76
其他	133.45	143.34	147.90	54.43	22.37
非流动资产合计	2,465.23	2,512.74	2,652.01	2,691.83	2,690.02
资产总计	4,675.01	4,752.72	5,826.36	6,304.96	7,425.17
短期借款	410.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	176.23	89.96	367.37	132.73	399.69
其他	52.80	85.03	47.92	63.95	52.24
流动负债合计	639.03	174.99	415.29	196.69	451.93
长期借款	60.00	0.00	0.00	50.00	90.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	449.77	281.86	578.58
少数股东权益	6.03	9.57	8.22	8.25	9.58
股本	1,421.93	1,711.30	2,033.99	2,033.99	2,033.99
资本公积	1,201.91	1,214.78	1,214.78	1,214.78	1,214.78
留存收益	2,532.64	2,813.28	3,334.38	3,980.86	4,803.02
其他	(1,217.26)	(1,211.51)	(1,214.78)	(1,214.78)	(1,214.78)
股东权益合计	3,945.25	4,537.42	5,376.59	6,023.10	6,846.59
负债和股东权益总	4,675.01	4,752.72	5,826.36	6,304.96	7,425.17

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	639.21	840.10	927.04	1,134.66	1,431.72
折旧摊销	161.46	167.67	117.77	139.09	152.28
财务费用	44.60	15.48	18.00	25.00	30.00
投资损失	14.31	(16.47)	(15.00)	(10.00)	(9.00)
营运资金变动	(340.16)	46.84	(92.75)	(350.64)	(316.05)
其它	206.35	(92.43)	(1.35)	0.03	1.33
经营活动现金流	725.76	961.19	953.70	938.14	1,290.28
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	301.42	(25.00)	(30.00)
其他	(1,601.05)	(1,065.04)	(405.94)	(494.85)	(668.45)
筹资活动现金流	135.53	(758.19)	(97.85)	(460.96)	(603.27)
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	678.75	266.17	552.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,040.39	2,545.32	2,853.34	3,316.91	3,933.16
营业成本	491.85	644.46	820.21	937.15	1,061.83
营业税金及附加	18.98	16.85	18.30	24.70	26.85
营业费用	494.41	622.97	670.54	729.72	845.63
管理费用	228.78	261.01	256.80	281.94	294.99
财务费用	46.73	14.00	18.00	25.00	30.00
资产减值损失	6.44	19.28	10.83	12.18	14.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(14.31)	16.47	15.00	10.00	9.00
其他	28.62	(35.88)	(30.00)	(20.00)	(18.00)
营业利润	738.89	986.17	1,073.67	1,316.22	1,668.76
营业外收入	26.32	0.11	10.31	12.24	7.55
营业外支出	6.28	13.29	7.59	9.05	9.98
利润总额	758.93	972.98	1,076.39	1,319.41	1,666.34
所得税	119.73	132.88	150.69	184.72	233.29
净利润	639.21	840.10	925.69	1,134.69	1,433.05
少数股东损益	(1.72)	3.54	(1.35)	0.03	1.33
归属于母公司净利润	640.92	836.55	927.04	1,134.66	1,431.72
每股收益(元)	0.32	0.41	0.46	0.56	0.70

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	22.23%	24.75%	12.10%	16.25%	18.58%
营业利润	29.81%	33.47%	8.87%	22.59%	26.78%
归属于母公司净利润	30.02%	30.52%	10.82%	22.40%	26.18%
获利能力					
毛利率	75.89%	74.68%	71.25%	71.75%	73.00%
净利率	31.41%	32.87%	32.49%	34.21%	36.40%
ROE	16.27%	18.48%	17.27%	18.86%	20.94%
ROIC	21.57%	21.23%	23.14%	27.72%	31.52%
偿债能力					
资产负债率	15.61%	4.53%	7.72%	4.47%	7.79%
净负债率	-0.66%	0.09%	-2.25%	-9.50%	-15.46%
流动比率	3.46	12.80	7.64	18.37	10.48
速动比率	1.82	7.24	4.50	11.77	6.56
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	2.50	2.55	2.56
总资产周转率	0.48	0.54	0.54	0.55	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.41	0.46	0.56	0.70
每股经营现金流	0.36	0.47	0.47	0.46	0.63
每股净资产	1.94	2.23	2.64	2.96	3.36
估值比率					
市盈率	56.55	43.33	39.10	31.94	25.32
市净率	9.20	8.01	6.75	6.03	5.30
EV/EBITDA	33.10	33.26	28.97	23.55	18.55
EV/EBIT	39.86	38.81	32.10	26.00	20.22

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