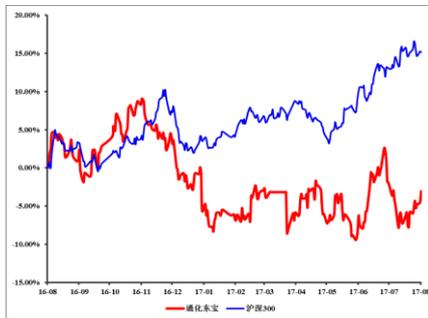


生物制品

报告原因：半年度报告点评

2017年8月8日

近一年股价走势



市场数据：2017年8月8日

收盘价（元）	17.65
年内最高/最低（元）	20.07
流通股/总股本（亿）	16.25
流通股市值（亿元）	289
总市值（亿元）	301

基础数据：2017年8月8日

每股净资产（元）	2.38
每股资本公积（元）	0.70
每股未分配利润（元）	0.46

数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师

张旭

执业证书编号：S0760511010001

Tel: 0351-8686835

Email: zhangxu@sxzq.com

研究助理

刘建宏

Tel: 0351-8686724

Email: liujianhong@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

通化东宝（600867.SH）

首次

二代胰岛素维持稳步增长，三代胰岛素上市在望 买入

公司研究/点评报告

事件描述：通化东宝发布 2017 年半年度报告，上半年公司经营业绩维持稳步增长，实现营业收入 11.8 亿元，比上年同期增长 32.69%，实现利润总额 4.8 亿元，比上年同期增长 29.19%，实现归属于母公司所有者的净利润 4.1 亿元，比上年同期增长 30.21%，业绩增长符合市场预期。

事件点评：

- **持续重点开拓基层医疗市场，公司核心产品市场维持稳步增长。**公司是国内二代胰岛素龙头，主要产品重组人胰岛素已占据 20% 以上的市场份额，居行业第二位。上半年该系列产品营业收入 9.1 亿元，同比增长 25.13%，占营业收入比重 77.18%。产品销售增长的主要原因是公司多年来持续重点开拓基层医疗市场，在基层医疗市场的占有率有所提升所致。二代胰岛素由于价格经济，主打基层市场，占据基层胰岛素市场约 80% 以上份额，我国糖尿病基层诊疗率低，市场仍将持续放量。同时，依托 2017 年国家新医保目录重组人胰岛素由医保乙类调入甲类的契机，公司核心产品仍将持续稳步增长。
- **三代胰岛素新产品上市在望，公司即将步入跨越式发展。**国内三代胰岛素市场发展迅速，占比所有胰岛素市场份额已超过 60%。公司主要研发项目中，甘精胰岛素注射液已通过临床试验总结报告，即将进行申报生产，门冬胰岛素注射液处于临床总结阶段，两种产品有望于 2018 年起陆续上市。这两类产品目前占据国内三类胰岛素 75% 以上的市场份额，上市后将为公司带来较高的经济效益，同时也将打破三代胰岛素的垄断格局，降低患者用药成本。此外，三代胰岛素价位较高，消费人群主要集中在一线城市及三甲医院，公司产品的丰富将进一步推动公司业务区域的全覆盖。

投资建议：

- 短期来看，公司主要产品二代胰岛素维持稳步增长；长期来看，三代胰岛素新产品在上市后将陆续打开市场，公司将迎来跨越式发展。我们预计公司的 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.49、0.60 和 0.75 元，以 8 月 8 日收盘价 17.65 元计算，2017-2019 年 PE 分别为 35.7、29.3 和 23.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：药品安全风险、行业政策风险、研发风险。

图表 1 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,210	3,059	3,655	4,550	营业收入	2,040	2,475	2,975	3,640
现金	236	719	671	728	营业成本	492	583	686	840
应收账款	472	636	729	890	营业税金及附加	19	15	18	22
其他应收款	22	41	43	51	销售费用	494	589	702	839
预付账款	43	1	(20)	(47)	管理费用	229	275	328	398
存货	1,060	1,143	1,472	1,755	财务费用	47	17	14	14
其他流动资产	377	520	760	1,174	资产减值损失	6	(5)	5	3
非流动资产	2,465	2,324	2,369	2,283	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	283	195	207	229	投资净收益	(14)	0	0	0
固定资产	1,224	1,147	1,069	992	营业利润	739	1,001	1,223	1,523
无形资产	125	117	109	102	营业外收入	26	0	0	0
其他非流动资产	833	866	984	961	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	4,675	5,383	6,024	6,833	利润总额	759	1,001	1,223	1,523
流动负债	639	624	667	730	所得税	120	150	183	228
短期借款	410	409	409	416	净利润	639	851	1,040	1,295
应付账款	91	83	104	134	少数股东损益	(2)	(6)	(5)	(6)
其他流动负债	139	131	154	181	归属母公司净利润	641	856	1,045	1,301
非流动负债	91	84	78	71	EBITDA	946	1,104	1,322	1,622
长期借款	60	60	60	60	EPS (元)	0.38	0.49	0.60	0.75
其他非流动负债	31	24	18	11					
负债合计	730	707	745	801					
少数股东权益	6	0	(5)	(11)	主要财务比率				
股本	1,422	1,733	1,733	1,733	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	1,202	1,166	1,166	1,166	成长能力				
留存收益	1,331	1,777	2,386	3,144	营业收入	22.23%	21.30%	20.22%	22.33%
归属母公司股东权益	3,939	4,676	5,285	6,043	营业利润	29.81%	35.45%	22.22%	24.53%
负债和股东权益	4,675	5,383	6,024	6,833	归属于母公司净利润	30.02%	33.63%	22.02%	24.49%
					获利能力				
					毛利率(%)	75.89%	76.44%	76.96%	76.91%
					净利率(%)	31.41%	34.61%	35.12%	35.74%
					ROE(%)	16.20%	18.19%	19.69%	21.47%
					ROIC(%)	22.05%	21.04%	21.91%	24.03%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	15.61%	13.14%	12.36%	11.73%
					净负债比率(%)	-1.25%	-10.25%	-8.33%	-7.65%
					流动比率	3.46	4.90	5.48	6.23
					速动比率	1.80	3.07	3.27	3.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.49	0.52	0.57
					应收账款周转率	4.89	4.74	4.65	4.77
					应付账款周转率	28.40	28.50	31.78	30.57
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.38	0.49	0.60	0.75
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.30	0.24	0.37
					每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.74	3.10	3.54
					估值比率				
					P/E	47.0	35.7	29.3	23.5
					P/B	7.6	6.4	5.7	5.0
					EV/EBITDA	33.15	27.83	23.25	19.02

资料来源: wind, 山西证券研究所

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明