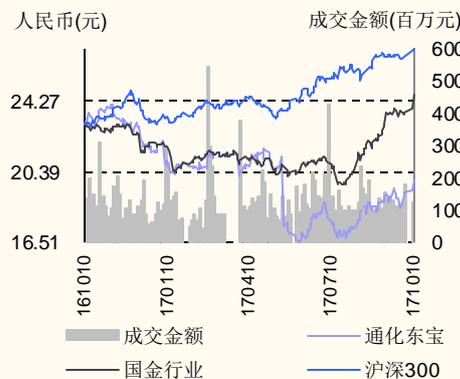


市场价格 (人民币): 19.90 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

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)	34,054.80
年内股价最高最低(元)	24.09/16.51
沪深 300 指数	3889.86
上证指数	3382.99



相关报告

1. 《一季报业绩增长 31%，收入端超预期-通化东宝公司点评》，2017.4.26
2. 《2016 年收入增长超预期，经营质量全面提升-通化东宝公司点评》，2017.4.13
3. 《复牌点评：业绩消化估值，具备投资价值-通化东宝公司点评》，2017.3.30
4. 《医保目录调整，促进胰岛素市场放量-通化东宝：医保目录调整，促...》，2017.2.24
5. 《专业销售模式和后续产品构筑长期竞争壁垒-通化东宝公司点评》，2017.1.8

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

甘精胰岛素报产受理，胰岛素龙头再起航

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.434	0.451	0.484	0.617	0.806
每股净资产(元)	2.17	2.77	3.15	3.70	4.46
每股经营性现金流(元)	0.26	0.51	0.60	0.73	0.97
市盈率(倍)	62.60	48.65	41.14	32.23	24.70
行业优化市盈率(倍)	34.60	34.60	34.60	34.60	34.60
净利润增长率(%)	76.19%	30.02%	29.16%	27.64%	30.46%
净资产收益率(%)	20.04%	16.27%	18.47%	20.11%	21.71%
总股本(百万股)	1,135.83	1,421.93	1,711.30	1,711.30	1,711.30

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

事件

- 公司甘精胰岛素已申报生产。于 2017 年 10 月 10 日获得吉林省食品药品监督管理局关于甘精胰岛素、甘精胰岛素注射液申报生产的受理通知书，受理号为 CXSS1700020 吉、CXSS1700021 吉、CXSS1700022 吉。

公司点评

- 1. 甘精胰岛素申报生产，临床试验结果显示与原研药安全性、有效性一致：
 - 公司甘精胰岛素从临床试验到申报生产的进程如下：
 - 2014 年 6 月 6 日获得甘精胰岛素注射液临床试验批件；
 - 2014 年 7 月开展 III 期临床试验；
 - 2017 年 3 月 13 日完成临床数据库的锁定；
 - 2017 年 4 月 20 日完成临床试验供给报告；
 - 2017 年 4 月 28 日完成临床试验总结报告；
 - 2017 年 5 月 14 日召开了临床试验项目总结会，审核通过临床试验总结报告；之后在 21 家医院进行结题和盖章工作。
 - 临床试验结果显示公司研发的甘精胰岛素注射液在安全性和有效性上与原研产品赛诺菲的来得时一致：治疗 24 周后通化东宝研制的甘精胰岛素注射液组与赛诺菲的来得时组两组间主要有效性指标“糖化血红蛋白”、次要有效性指标“空腹血糖和餐后 2 小时血糖相对基线时的下降水平”均无差异，两组疗效一致。两组的每日胰岛素剂量无差异。两组低血糖事件发生率、体重变化以及实验室检查指标均无差异，表明两种药物用药安全性一致。
 - 公司在甘精胰岛素投入研发费用 3832 万元。
- 2. 围绕糖尿病产品积极研发，公司多个品类有新的进展：
 - 公司目前的研发焦点主要围绕糖尿病产品，包括四种胰岛素类似物、GLP-1、口服降糖药等。
 - 除甘精获得受理以外：
 - 门冬胰岛素已完成临床试验，处于 III 期临床的最后数据整理阶段；门冬预混 30、50 处于 III 期临床试验；
 - 地特、赖脯处于临床申请和临床申请资料整理阶段；
 - 瑞格列奈 BE 预试验结果符合预期，即将启动正式 BE 研究；

- 曲格列汀、GLP-1 等产品都有新的进展。
- **3. 三代胰岛素丰富公司胰岛素产品线布局，使得公司在胰岛素市场“攻防兼备”：**
- 我们近期发布了糖尿病用药行业深度报告《糖尿病用药大市场，胰岛素内资企业崛起》，从全球胰岛素厂家的角度数量了国际胰岛素以及糖尿病其他用药的趋势，认为国内糖尿病用药待开发市场广阔，胰岛素使用空间更大；胰岛素占据全球降糖药过半市场，参与者少、集中度高；三代胰岛素是国际明星产品，国内发展势头强劲。
- 公司此前在二代胰岛素的市场耕耘获得巨大成功，市占率从 2012 年的 8% 提升到 2016 年的 20%，此次获批三代胰岛素，打开基层以上市场渠道，在未来的胰岛素市场可谓攻守兼备。
- 由于二代胰岛素进入国家基药，而三代胰岛素主打大中城市市场，两代产品面临的销售渠道有所不同。
- 公司在二代胰岛素的销售网络日益巩固、国产重组人胰岛素不断切割进口胰岛素市场、且近期招标降价影响很小，我们继续看好公司在重组人胰岛素市场的长期发展。
- 随着人口老龄化、国民生活水平的提高，我们认为三代胰岛素未来在中国有更广阔的发展市场。目前三代胰岛素的参与者不多，其中甘精胰岛素市场有赛诺菲、甘李、联邦制药，门冬胰岛素市场有诺和诺德。我们期待公司未来在三代胰岛素、以及糖尿病组合用药市场里的整体发展。
- **4. 药审改革环境净化，重大疾病用药审批速度加快：**
- 从 2015 年 7 月 22 日开始的临床自查核查风暴，拉开了国内为期两年的药审改革大幕。时至今日，药审改革相关政策细则出台 200 余条，国内药品申报审批环境净化，药品获批速度加快。我们认为，公司当前甘精胰岛素申报受理，一年左右时间有望获批。
- 公司对甘精胰岛素临床试验数据整理完备、详细，在当前严苛的临床试验数据自查核查监管下申报，表明公司对临床数据的信心，而且公司在二代胰岛素研发、申报、销售都取得成功，使用同一研发团队、CRO、以及公司多年积累的胰岛素制备工艺，我们认为公司主、客观条件都具备，有望快速获批生产。
- **5. 引领血糖监测技术前沿，通化东宝布局 CGM：**
- 公司不久前参股国内公司凯立特，布局 CGM 产品，填补国内近乎空白的连续动态血糖监测市场。产品已获 CE 认，有望通过通化东宝的慢病管理平台实现患者教育、精准投放、付费模式探索等。合作有望实现双赢的局面，我们预计 CGM 将作为通化东宝“爱心药房”中的一个产品，体现公司提供糖尿病患者一站式服务的理念和布局。
- 在 2016 年公司参股华广生技，在 2016 年便实现了一亿多人民币的血糖仪、试纸销售，估计同比增长 400%，随着销售量的快速增长，毛利率也有 13 个点的提升。华广生技产品的迅速放量，证明了公司在血糖仪市场的销售能力。我们认为，CGM 作为公司在血糖监测领域布局的又一产品，未来有望快速打开新的市场。
- **6. 提供从前端诊断检测到后端用药指导一体化的糖尿病一站式解决方案：**
- 公司未来不仅是糖尿病治疗端的公司，更提供从前端诊断检测到后端用药指导一体化的糖尿病解决方案。

盈利预测

- 我们预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 8.3 亿、11 亿、14 亿，维持“买入”评级。

风险提示

- 招标政策、市场推广等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,451	1,669	2,040	2,442	2,911	3,615	货币资金	202	212	236	300	320	454
增长率		15.0%	22.2%	19.7%	19.2%	24.2%	应收款项	431	416	477	526	628	779
主营业务成本	-452	-413	-492	-577	-652	-743	存货	630	955	1,048	1,175	1,327	1,512
%销售收入	31.1%	24.7%	24.1%	23.6%	22.4%	20.5%	其他流动资产	50	51	450	458	464	472
毛利	999	1,256	1,549	1,865	2,259	2,872	流动资产	1,312	1,634	2,210	2,459	2,739	3,217
%销售收入	68.9%	75.3%	75.9%	76.4%	77.6%	79.5%	%总资产	44.4%	43.1%	47.3%	46.6%	46.0%	47.3%
营业税金及附加	-12	-6	-19	-12	-15	-18	长期投资	243	193	333	333	333	333
%销售收入	0.8%	0.3%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,280	1,587	1,851	2,300	2,715	3,097
营业费用	-440	-467	-494	-606	-699	-875	%总资产	43.3%	41.9%	39.6%	43.6%	45.6%	45.6%
%销售收入	30.3%	28.0%	24.2%	24.8%	24.0%	24.2%	无形资产	85	105	200	100	81	67
管理费用	-184	-211	-229	-269	-314	-390	非流动资产	1,644	2,154	2,465	2,813	3,210	3,578
%销售收入	12.7%	12.6%	11.2%	11.0%	10.8%	10.8%	%总资产	55.6%	56.9%	52.7%	53.4%	54.0%	52.7%
息税前利润 (EBIT)	364	573	806	979	1,232	1,589	资产总计	2,956	3,788	4,675	5,272	5,949	6,795
%销售收入	25.1%	34.3%	39.5%	40.1%	42.3%	44.0%	短期借款	310	873	430	500	372	0
财务费用	-27	-17	-47	-27	-25	-8	应付款项	129	136	182	193	220	260
%销售收入	1.8%	1.0%	2.3%	1.1%	0.9%	0.2%	其他流动负债	21	18	27	33	38	125
资产减值损失	-16	-7	-6	-5	-1	-1	流动负债	461	1,027	639	725	631	384
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	298	250	60	60	60	61
投资收益	6	20	-14	15	25	30	其他长期负债	37	32	31	0	0	0
%税前利润	1.9%	3.5%	n.a	1.5%	2.0%	1.9%	负债	796	1,309	730	785	691	445
营业利润	327	569	739	962	1,231	1,610	普通股股东权益	2,138	2,459	3,939	4,483	5,255	6,349
营业利润率	22.6%	34.1%	36.2%	39.4%	42.3%	44.5%	少数股东权益	23	20	6	4	3	1
营业外收支	-4	1	20	10	10	10	负债股东权益合计	2,956	3,788	4,675	5,272	5,949	6,795
税前利润	324	571	759	972	1,241	1,620	比率分析						
利润率	22.3%	34.2%	37.2%	39.8%	42.6%	44.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-47	-80	-120	-146	-186	-243	每股指标						
所得税率	14.6%	14.1%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.272	0.434	0.451	0.484	0.617	0.806
净利润	277	490	639	826	1,055	1,377	每股净资产	2.075	2.165	2.770	3.152	3.696	4.465
少数股东损益	-3	-3	-2	-2	-2	-2	每股经营现金净流	0.199	0.258	0.510	0.601	0.730	0.967
归属于母公司的净利润	280	493	641	828	1,057	1,378	每股股利	0.185	0.185	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	19.3%	29.5%	31.4%	33.9%	36.3%	38.1%	回报率						
							净资产收益率	13.09%	20.04%	16.27%	18.47%	20.11%	21.71%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.46%	13.01%	13.71%	15.70%	17.76%	20.29%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	11.21%	13.66%	15.31%	16.48%	18.40%	21.07%
净利润	277	490	639	826	1,055	1,377	增长率						
少数股东损益	-3	-3	-2	-2	-2	-2	主营业务收入增长率	20.52%	15.02%	22.23%	19.69%	19.21%	24.16%
非现金支出	128	138	167	193	215	243	EBIT增长率	60.81%	57.41%	40.80%	21.36%	25.86%	28.99%
非经营收益	22	-5	60	7	-4	-24	净利润增长率	52.13%	76.19%	30.02%	29.16%	27.64%	30.46%
营运资金变动	-223	-329	-141	-172	-228	-220	总资产增长率	9.72%	28.14%	23.41%	12.78%	12.83%	14.23%
经营活动现金净流	205	293	725	854	1,038	1,376	资产管理能力						
资本开支	-106	-400	-411	-526	-600	-600	应收账款周转天数	91.8	84.9	74.7	74.7	74.7	74.7
投资	0	47	-439	-1	0	0	存货周转天数	393.0	700.2	743.1	743.1	743.1	743.1
其他	0	-225	12	15	25	30	应付账款周转天数	36.7	46.5	53.3	53.3	53.3	53.3
投资活动现金净流	-106	-578	-838	-512	-575	-570	固定资产周转天数	305.7	247.2	219.0	205.1	186.5	158.5
股权募资	41	28	1,045	0	0	0	偿债能力						
债权募资	67	513	-637	39	-127	-371	净负债/股东权益	18.80%	36.73%	6.45%	5.79%	2.14%	-6.19%
其他	-223	-247	-272	-317	-316	-300	EBIT利息保障倍数	13.6	33.8	17.3	36.5	49.7	205.7
筹资活动现金净流	-114	294	136	-278	-443	-672	资产负债率	26.92%	34.56%	15.61%	14.90%	11.62%	6.55%
现金净流量	-15	9	22	64	20	134							

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	2	3	7	18	19
增持	0	1	3	12	13
中性	0	0	1	4	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.45	1.59	1.58

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	2016-09-20	买入	21.85	N/A
2	2016-10-19	买入	23.37	N/A
3	2016-11-04	买入	23.93	30.00~36.00
4	2017-01-08	买入	20.85	N/A
5	2017-02-24	买入	21.23	N/A
6	2017-03-30	买入	21.39	N/A
7	2017-04-13	买入	21.16	N/A
8	2017-04-26	买入	21.18	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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机构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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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