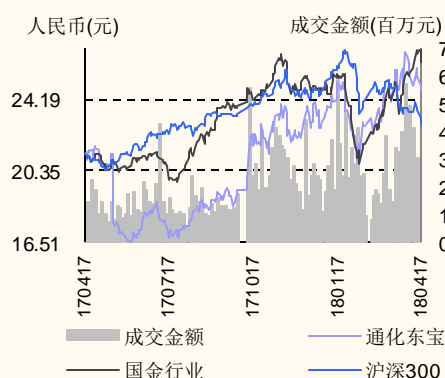


市场价格 (人民币): 24.69 元

扣非增长 34%，在研管线产品有序推进

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)	42,251.91
年内股价最高最低(元)	26.74/16.51
沪深 300 指数	3748.64
上证指数	3066.80



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

业绩简评

- 2017 年公司实现营业收入 25.45 亿, 同比增长 25%; 实现归母净利润 8.4 亿, 同比增长 31%; 实现扣非后归母净利润 8.35 亿, 同比增长 34%; 实现经营性现金流 9.6 亿, 同比增长 32%。

经营分析

- 二代胰岛素维持强劲增长, 且招标价格稳定: 通化东宝 2017 年实现重组人胰岛素制剂收入 18.9 人民币, 同比增长 20.6%, 我们测算招标价格稳定。公司重组人胰岛素制剂保持多年的增长, 与公司深耕糖尿病市场、产品下沉、打造糖尿病慢病管理平台等因素相关。
- 通化东宝在研管线产品有序推进: 2017 年, 公司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。
- 胰岛素笔、血糖仪及试纸实现 17% 增长, 毛利率达到 25%, 预计 2018 年产品线稳定后毛利率将有较大幅度提升。
- 胰岛素业务毛利率持续提升, 糖尿病相关板块占比提升, 期间费用率持平。

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. 《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
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

- 2017 年公司实现营业收入 25.45 亿，同比增长 25%；实现归母净利润 8.4 亿，同比增长 31%；实现扣非后归母净利润 8.35 亿，同比增长 34%；实现经营性现金流 9.6 亿，同比增长 32%。

业绩点评

1.二代胰岛素维持强劲增长，且招标价格稳定：

- 通化东宝 2017 年实现重组人胰岛素制剂收入 18.9 人民币，同比增长 20.6%，我们测算招标价格稳定。
- 公司重组人胰岛素制剂保持多年的增长，与公司深耕糖尿病市场、产品下沉、打造糖尿病慢病管理平台等因素相关。
- （1）通化东宝二代胰岛素的生产能力：
 - 通化东宝历经 10 年攻关，攻克了产能、产率、生产时间等产业化技术难题，建成了年产 3000 公斤的吨级胰岛素原料药生产线，其工艺步骤更少、收率更高、产品质量更高，技术达国际先进水平。2014 年重组人胰岛素注射液三车间通过新版 GMP 认证，年产重组人胰岛素注射液 1.26 亿支，能够满足国内市场需求，同时也能够适应市场对新剂型变化的需求。
- （2）通化东宝深耕基层市场多年打造的营销壁垒：
 - 胰岛素的临床应用方面，需要病人有很强的依从性。各个胰岛素生产商为了消费者使用便利，相继开发了自己产品的胰岛素注射笔，当患者使用该企业的胰岛素笔把血糖控制在一定范围内后，不大可能随意更换品牌。因此，胰岛素生产企业的存量消费人群是稳定的，每年开发一批新用户就能够保持业绩的正增长。
 - 然而二代胰岛素的市场更散、产品价格更低，需要真正与医生形成长期的信任度、常年的学术推广积淀，才能铺开市场。

2.通化东宝在研管线产品有序推进

- 2017 年，公司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片剂，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 1：通化东宝在研产品管线进展

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。	
	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。	
	赖脯胰岛素系列	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片剂，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：公司年报，药智网，国金证券研究所

3. 胰岛素笔、血糖仪及试纸实现 17% 增长，毛利率达到 25%，预计 2018 年产品线稳定后毛利率将有较大幅度提升。

- 公司与合作伙伴共同建立的糖尿病慢病管理平台正在有序推进。该平台以“你的医生 APP”为核心，辅助以无限量会员血糖监测和医院智能血糖管理的，正在逐渐成为糖尿病营销团队一个独家的医患专业沟通工具。截止

去年年底，公司有 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。

- 同时，以慢病管理为基础，以提供糖尿病胰岛素治疗整体解决方案为出发点的全方位营销模式，加强了业务人员和客户的合作关系，提升了公司的品牌效应，拉动公司人胰岛素销售增长，在糖尿病慢病管理的品牌下，串联起人胰岛素，32G、4mm、超薄壁胰岛素注射笔用针头，血糖监测试纸的立体运营体系。

4.胰岛素业务毛利率持续提升，糖尿病相关板块占比提升，期间费用率持平。

- 2017 年公司胰岛素制剂和原料药毛利率提升 1 个百分点达到 88.61%；器械板块毛利率略微提升，这两个与糖尿病领域相关的板块收入占比达到 86%。
- 其他板块除房地产销售贡献以外，均呈现占比越来越小的趋势。未来随着商品房的销售、库存的清理，公司的现金流情况将会更好。
- 公司期间费用率与同期相比持平：
- 销售费用率下半年比上半年提升，主要由于下半年学术活动等营销活动费用增加，季度分布情况与去年类似，全年情况与去年持平。虽然公司销售代表持续增加，但销售费用率持平，这与公司深耕胰岛素市场十余年的努力相关；
- 管理费用率与去年同期相比略降，其中研发费用大幅增长；
- 财务费用率与去年持平。
- 由于公司三代胰岛素厂房已落成、二代胰岛素厂房目前产能 1.26 亿支胰岛素（去年销售量 4000 多万只），我们认为公司未来三年不存在大的资本开支；此外公司未来有可能通过产品引入方式丰富产品线，但考虑到公司历史上几乎没有并购，商誉、特许权等无形资产较小，我们判断未来三年公司无形资产增加较小。

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。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。

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,669	2,040	2,545	2,974	3,567	4,356	货币资金	212	236	336	1,319	2,301	3,661
增长率		22.2%	24.7%	16.9%	19.9%	22.1%	应收账款	416	477	558	592	709	866
主营业务成本	-413	-492	-644	-716	-796	-915	存货	955	1,048	974	980	1,091	1,253
%销售收入	24.7%	24.1%	25.3%	24.1%	22.3%	21.0%	其他流动资产	51	450	372	378	384	392
毛利	1,256	1,549	1,901	2,259	2,771	3,441	流动资产	1,634	2,210	2,240	3,269	4,485	6,173
%销售收入	75.3%	75.9%	74.7%	75.9%	77.7%	79.0%	%总资产	43.1%	47.3%	47.1%	58.8%	67.4%	75.1%
营业税金及附加	-6	-19	-17	-15	-18	-22	长期投资	193	333	368	368	368	368
%销售收入	0.3%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,587	1,851	1,873	1,744	1,620	1,501
营业费用	-467	-494	-623	-714	-849	-1,024	%总资产	41.9%	39.6%	39.4%	31.4%	24.3%	18.3%
%销售收入	28.0%	24.2%	24.5%	24.0%	23.8%	23.5%	无形资产	105	200	194	101	103	106
管理费用	-211	-229	-261	-297	-357	-444	非流动资产	2,154	2,465	2,513	2,290	2,168	2,052
%销售收入	12.6%	11.2%	10.3%	10.0%	10.0%	10.2%	%总资产	56.9%	52.7%	52.9%	41.2%	32.6%	24.9%
息税前利润 (EBIT)	573	806	1,000	1,233	1,547	1,951	资产总计	3,788	4,675	4,753	5,559	6,653	8,225
%销售收入	34.3%	39.5%	39.3%	41.4%	43.4%	44.8%	短期借款	873	430	0	30	30	30
财务费用	-17	-47	-14	33	72	119	应付款项	136	182	134	169	194	228
%销售收入	1.0%	2.3%	0.5%	-1.1%	-2.0%	-2.7%	其他流动负债	18	27	41	47	56	146
资产减值损失	-7	-6	-19	-6	-1	-2	流动负债	1,027	639	175	246	279	404
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	250	60	0	0	0	0
投资收益	20	-14	16	18	22	26	其他长期负债	32	31	40	23	23	23
%税前利润	3.5%	n.a	1.7%	1.4%	1.3%	1.2%	负债	1,309	730	215	269	302	427
营业利润	569	739	983	1,278	1,641	2,095	普通股股东权益	2,459	3,939	4,528	5,277	6,334	7,777
营业利润率	34.1%	36.2%	38.6%	43.0%	46.0%	48.1%	少数股东权益	20	6	10	13	17	20
营业外收支	1	20	-13	10	10	10	负债股东权益合计	3,788	4,675	4,753	5,559	6,653	8,225
税前利润	571	759	970	1,288	1,651	2,105	比率分析						
利润率	34.2%	37.2%	38.1%	43.3%	46.3%	48.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-80	-120	-133	-193	-248	-316	每股指标						
所得税率	14.1%	15.8%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.434	0.451	0.487	0.638	0.818	1.043
净利润	490	639	837	1,095	1,403	1,789	每股净资产	2.165	2.770	2.646	3.083	3.701	4.545
少数股东损益	-3	-2	4	4	4	4	每股经营现金净流	0.258	0.510	0.561	0.701	0.761	0.979
归属于母公司的净利润	493	641	834	1,091	1,399	1,786	每股股利	0.185	0.185	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	29.5%	31.4%	32.8%	36.7%	39.2%	41.0%	回报率						
							净资产收益率	20.04%	16.27%	18.41%	20.68%	22.09%	22.96%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.01%	13.71%	17.54%	19.63%	21.03%	21.71%
净利润	490	639	840	1,095	1,403	1,789	投入资本收益率	13.66%	15.31%	19.02%	19.69%	20.61%	21.19%
少数股东损益	-3	-2	4	4	4	4	增长率						
非现金支出	138	167	186	143	133	127	主营业务收入增长率	15.02%	22.23%	24.75%	16.86%	19.92%	22.12%
非经营收益	-5	60	-4	-28	-32	-36	EBIT增长率	57.41%	40.80%	24.02%	23.25%	25.53%	26.11%
营运资金变动	-329	-141	-62	-10	-201	-205	净利润增长率	76.19%	30.02%	30.07%	30.89%	28.25%	27.60%
经营活动现金净流	293	725	960	1,199	1,302	1,676	总资产增长率	28.14%	23.41%	1.66%	16.96%	19.69%	23.62%
资本开支	-400	-411	-185	96	0	0	资产管理能力						
投资	47	-439	56	-1	0	0	应收账款周转天数	84.9	74.7	71.3	71.3	71.3	71.3
其他	-225	12	23	18	22	26	存货周转天数	700.2	743.1	572.6	500.0	500.0	500.0
投资活动现金净流	-578	-838	-106	113	22	26	应付账款周转天数	46.5	53.3	43.0	43.0	43.0	43.0
股权募资	28	1,045	34	0	0	0	固定资产周转天数	247.2	219.0	166.6	120.5	82.7	53.6
债权募资	513	-637	-491	13	0	0	偿债能力						
其他	-247	-272	-301	-342	-342	-342	净负债/股东权益	36.73%	6.45%	-7.41%	-24.37%	-35.77%	-46.56%
筹资活动现金净流	294	136	-758	-330	-342	-342	EBIT利息保障倍数	33.8	17.3	71.4	-37.2	-21.4	-16.4
现金净流量	9	22	95	983	982	1,359	资产负债率	34.56%	15.61%	4.53%	4.83%	4.55%	5.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	8	10	45
增持	1	2	5	8	19
中性	0	0	1	1	6
减持	0	0	0	0	1
评分	1.33	1.50	1.50	1.53	1.48

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。

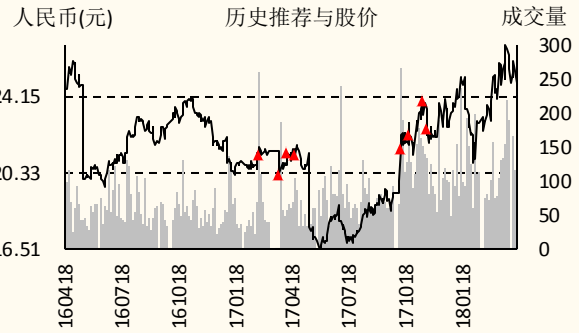
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-02-24	买入	21.23	N/A
2	2017-03-30	买入	21.39	N/A
3	2017-04-13	买入	21.16	N/A
4	2017-04-26	买入	21.18	N/A
5	2017-10-11	买入	19.90	N/A
6	2017-10-26	买入	22.86	N/A
7	2017-11-16	买入	23.49	N/A
8	2017-11-24	买入	22.27	32.00~32.00

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