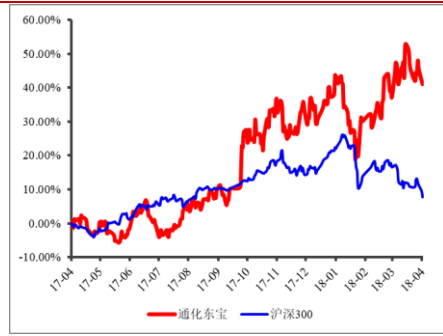


生物制品

报告原因：事件点评

2018年4月18日

公司近一年市场表现



市场数据：2018年4月17日

收盘价(元)：	24.69
一年内最高/最低(元)：	26.87/16.25
流通A股/总股本(亿)：	16.44/17.11
流通A股市值(亿)：	406
总市值(亿)：	423

基础数据：2017年12月31日

基本每股收益	0.49
摊薄每股收益：	0.49
每股净资产(元)：	2.65
净资产收益率：	19.79%

资料来源：wind，山西证券研究所

分析师：刘建宏

执业证书编号：S0760518030002

Tel: 0351-8686724

Email: liujianhong@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

通化东宝（600867.SH）

二代胰岛素快速增长，三代胰岛素蓄势待发

维持

买入

公司研究/点评报告

事件描述

- 公司发布年度报告，2017年实现营业收入254,532.50万元，比上年同期增长24.75%；实现利润总额97,298.18万元，比上年同期增长28.20%；实现归属于母公司所有者的净利润83,655.36万元，比上年同期增长30.52%；实现扣非后归属于母公司的净利润83,487.29万元同比增长34.00%。

事件点评

- 持续深耕基层市场，核心产品维持高增长。**报告期内，公司核心产品重组人胰岛素（二代）实现收入19.21亿，同比增长20.18%，持续推动公司快速发展。二代胰岛素价格经济，主打基层市场，公司多年来持续深耕基层市场，不断加强基层医生教育方面的精力与资金投入，帮助县及县级以下基层医院完善糖尿病诊治能力建设的工作，持续提升基层医疗市场的占有率，目前该产品在人胰岛素市场占有率已达20%以上，居第二位。随着经济的发展和人民生活水平的提高，人们对药品的需求也在不断发生改变，目前基层高达80%-90%的新增病人使用人胰岛素，公司二代胰岛素已由医保乙类调入甲类，未来市场仍有很显著的成长空间。此外，受瑞特血糖试纸(GS260)、舒霖笔、采血针(0.23mm*4mm)等糖尿病产品销量大幅增长推动，医疗器械收入也同比增长16.66%。
- 糖尿病全产品线研发，持续提升公司竞争力。**公司致力于胰岛素类似物（三代）、化学口服降糖药等糖尿病全产品线的研发。目前，三代胰岛素方面，长效甘精胰岛素已于2017年10月申报生产，现处于核查审评阶段；速效门冬胰岛素于2017年12月完成数据库锁定，预计2018年完成总结报告、申报生产；门冬胰岛素30注射液III期临床上半年将全面启动，50注射液III期临床正在进行中；地特胰岛素已获得临床批件；赖脯胰岛素、蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液25R及50R已提交临床申请。此外，公司已完成门冬胰岛素及甘精胰岛素系统生产设备的整体自控测试及相关认证文件的确认，目前处于试车阶段。2016年国内甘精胰岛素、门冬胰岛素（包括预混）市场分别高达约42.5亿元、38.4亿元，未来产品上市将为公司带来极为可观的利润。人胰高血糖素样肽-1类似物（GLP-1）方面，利拉鲁肽已获得临床受理，度拉糖肽计划年底前递交临床试验申请。口服降糖药方面，瑞格列奈片、瑞格列奈二甲双胍片、琥珀酸曲格列汀、西格列汀二甲双胍片已完成或年内将完成生物等效性实验。公司糖尿病药品研发管线丰富全面，梯队合理，持续提升公司竞争力。
- 有序推进慢病管理平台，打造糖尿病综合型企业。**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，截止报告期，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。以慢病管理为基础，串联起人胰岛素，胰岛素注射笔用针头，血糖监测试纸的立体运营体系，打造药物治疗+血糖监测的糖尿病慢病管理平台，使公司成为专业的糖尿病生产及服务综合型企业。

投资建议

- 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.63\0.82\1.02 元(18-19 年上调)，对应公司 4 月 17 日收盘价 24.69 元，2018-2020 年 PE 分别为 39.2\30.3\24.3 倍，维持“买入”评级。

存在风险

- 药品安全风险；行业政策风险；市场竞争风险；研发风险。

表格 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	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,240	3,251	4,431	5,918	营业收入	2,545	2,952	3,543	4,272
现金	336	1,011	1,650	2,596	营业成本	644	700	804	921
应收账款	557	685	806	966	营业税金及附加	17	20	24	29
其他应收款	13	31	31	34	销售费用	623	705	793	953
预付账款	47	45	47	49	管理费用	261	284	323	383
存货	974	1,057	1,236	1,477	财务费用	14	(10)	(20)	(32)
其他流动资产	313	422	661	796	资产减值损失	19	6	1	(1)
非流动资产	2,513	2,375	2,356	2,387	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	302	243	276	274	投资净收益	16	20	25	30
固定资产	1,162	1,088	1,107	1,127	营业利润	986	1,265	1,642	2,050
无形资产	97	91	85	79	营业外收入	0	7	6	6
其他非流动资产	951	953	888	907	营业外支出	13	6	7	7
资产总计	4,753	5,625	6,787	8,305	利润总额	973	1,266	1,642	2,049
流动负债	175	288	335	372	所得税	133	190	246	307
短期借款	0	0	0	0	净利润	840	1,076	1,395	1,742
应付账款	61	95	111	113	少数股东损益	4	(2)	0	2
其他流动负债	114	192	224	259	归属母公司净利润	837	1,077	1,395	1,740
非流动负债	40	41	45	52	EBITDA	1,164	1,335	1,708	2,110
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.63	0.82	1.02
其他非流动负债	40	41	45	52					
负债合计	215	329	380	423					
少数股东权益	10	8	8	10	主要财务比率				
股本	1,711	1,711	1,711	1,711	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	1,215	1,179	1,179	1,179	成长能力				
留存收益	1,599	2,398	3,509	4,982	营业收入	24.75%	15.97%	20.03%	20.56%
归属母公司股东权益	4,528	5,288	6,399	7,871	营业利润	33.47%	28.27%	29.83%	24.80%
负债和股东权益	4,753	5,625	6,787	8,305	归属于母公司净利润	30.52%	28.78%	29.53%	24.69%
					获利能力				
					毛利率(%)	74.68%	76.27%	77.31%	78.44%
					净利率(%)	32.87%	36.50%	39.39%	40.73%
					ROE(%)	18.51%	20.31%	21.78%	22.10%
					ROIC(%)	20.77%	26.05%	29.01%	31.70%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	4.53%	5.85%	5.59%	5.10%
					净负债比率(%)	-2.13%	-15.03%	-20.72%	-28.24%
					流动比率	12.80	11.30	13.24	15.91
					速动比率	7.24	7.63	9.54	11.94
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.57	0.57	0.57
					应收账款周转率	5.12	4.93	4.96	5.01
					应付账款周转率	33.54	37.72	34.32	38.03
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.49	0.63	0.82	1.02
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.48	0.59	0.74
					每股净资产(最新摊薄)	2.65	3.09	3.74	4.60
					估值比率				
					P/E	50.5	39.2	30.3	24.3
					P/B	9.3	8.0	6.6	5.4
					EV/EBITDA	33.29	31.25	24.15	19.17

资料来源: wind, 山西证券研究所

请务必阅读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。