

09月20日 脱水研报

市值要从300亿干到1000亿，切入5G、半导体、燃料电池高端领域，多细分全球第一、唯一、PK掉日本财团；此品种火速涨价4...

导读：

1、**通化东宝**：此前市场质疑公司研发不足以及三代胰岛素替代效应，导致股价深度调整。联讯充分对比二代和三代胰岛素后，认为国内胰岛素未来10年将有8倍以上空间，二代渗透率与农村普及空间依然巨大。**通化东宝**是国内唯一能实现进口替代的厂商，产能全球第1，三代将于19年初获批。

2、**三环集团**：去年高基数下，单三季度仍实现归母净利3.63亿-4.04亿，同比增35%-50%，超预期增长。收入规模体量虽无法比肩世界百强企业，但它的多类产品技术+已掌握细分行业话语权。**光纤插芯**击败京瓷拿下全球份额第一，且受益5G红利。**PKG陶瓷封装基座**成为国内唯一量产企业，陶瓷劈刀正在半导体封装厂商进行验证。

3、**电解液**：进入9月主流电解液厂商开始上调产品价格，涨幅5-10%，**上涨主要受成本端溶剂DMC（碳酸二甲酯）价格上涨驱动**。目前国内能生产高纯度电池级DMC的仅3家，山东海科（被水淹）、石大胜华占据80%市场份额。**DMC价格每涨1000元/吨，石大胜华业绩增厚8700万；4家电解液公司中，国君、国盛唯独看好新宙邦。**

4、**快递**：每年四季度快递板块都存在超额收益，且板块经过近2年调整，平均PE降至29倍，处历史较低位置。特别是**申通快递业务持续调整后，7月增速超行业，出现拐点**；单票市值、PE也都低于行业，有望出现戴维斯双击。

5、**教育出版**：由于高考升学制度，属于必需消费品，具有刚性；K12在校学生数约1.66亿，庞大的学生人口基数给行业带来巨额利润；“单独二胎”政策后的新生儿即将进入义务教育阶段，行业迎来长达10年的增长周期；出版发行集团普遍账上现金充沛、现金流稳定、固定资产低估。**中南传媒、长江传媒**。

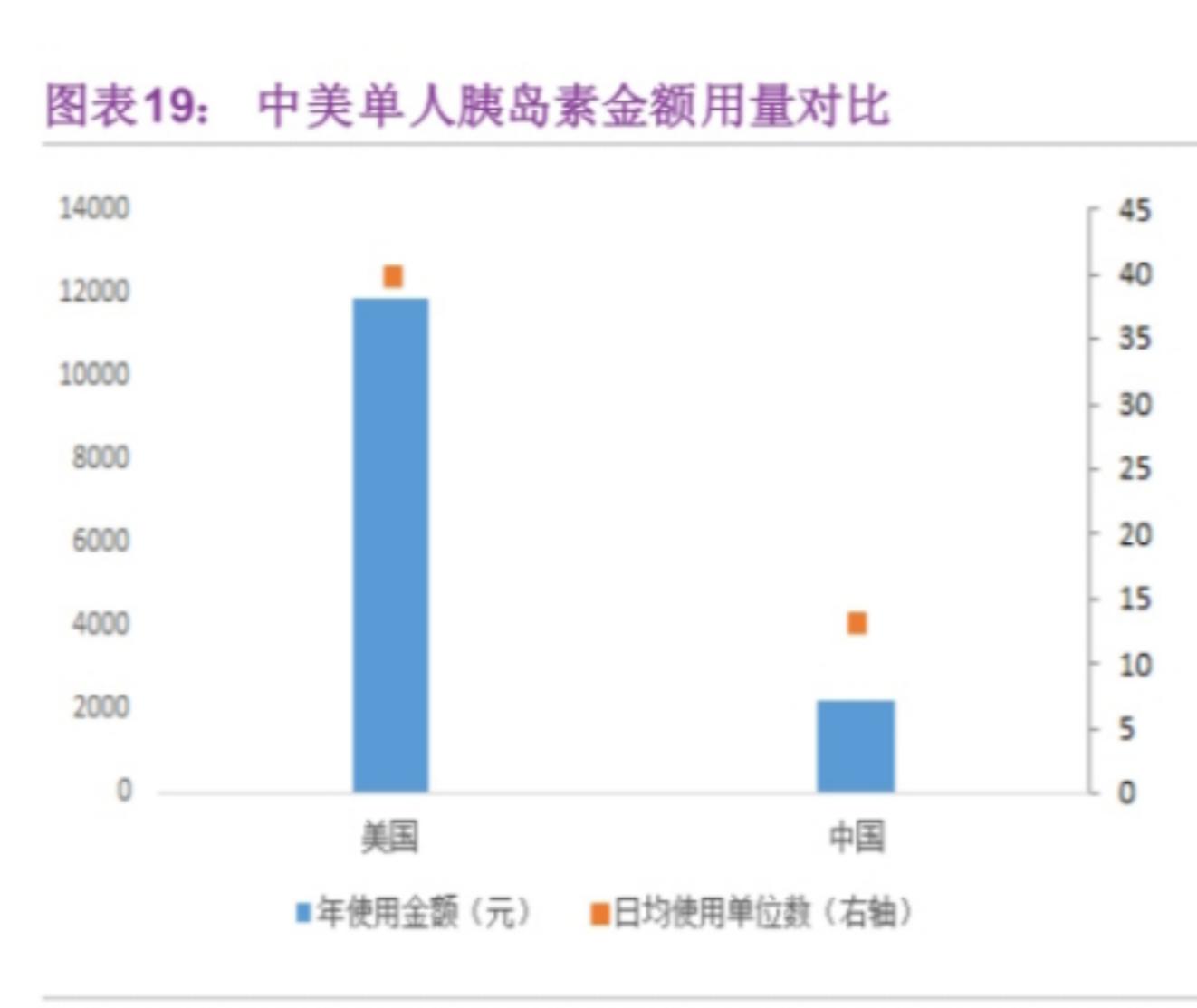
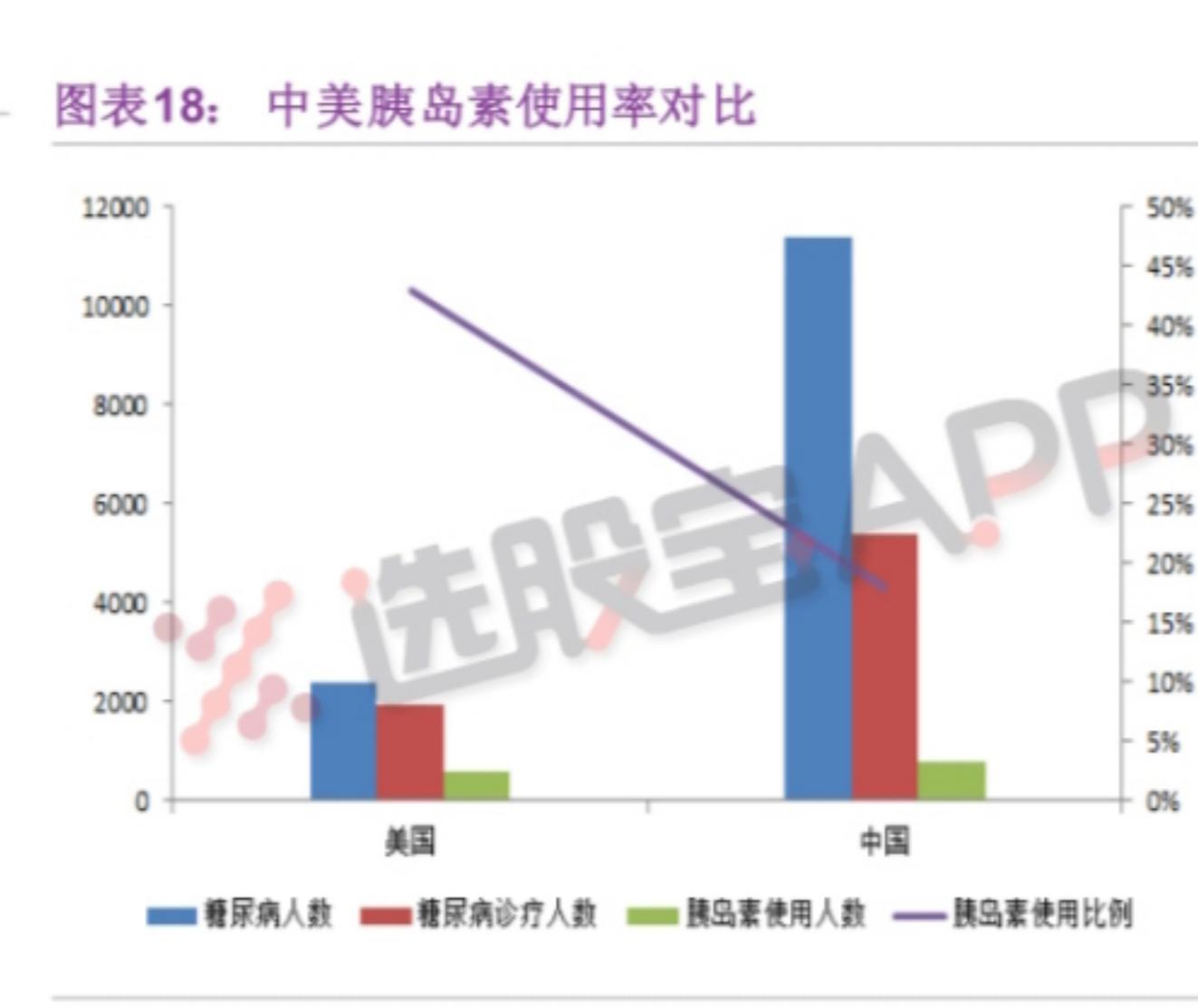
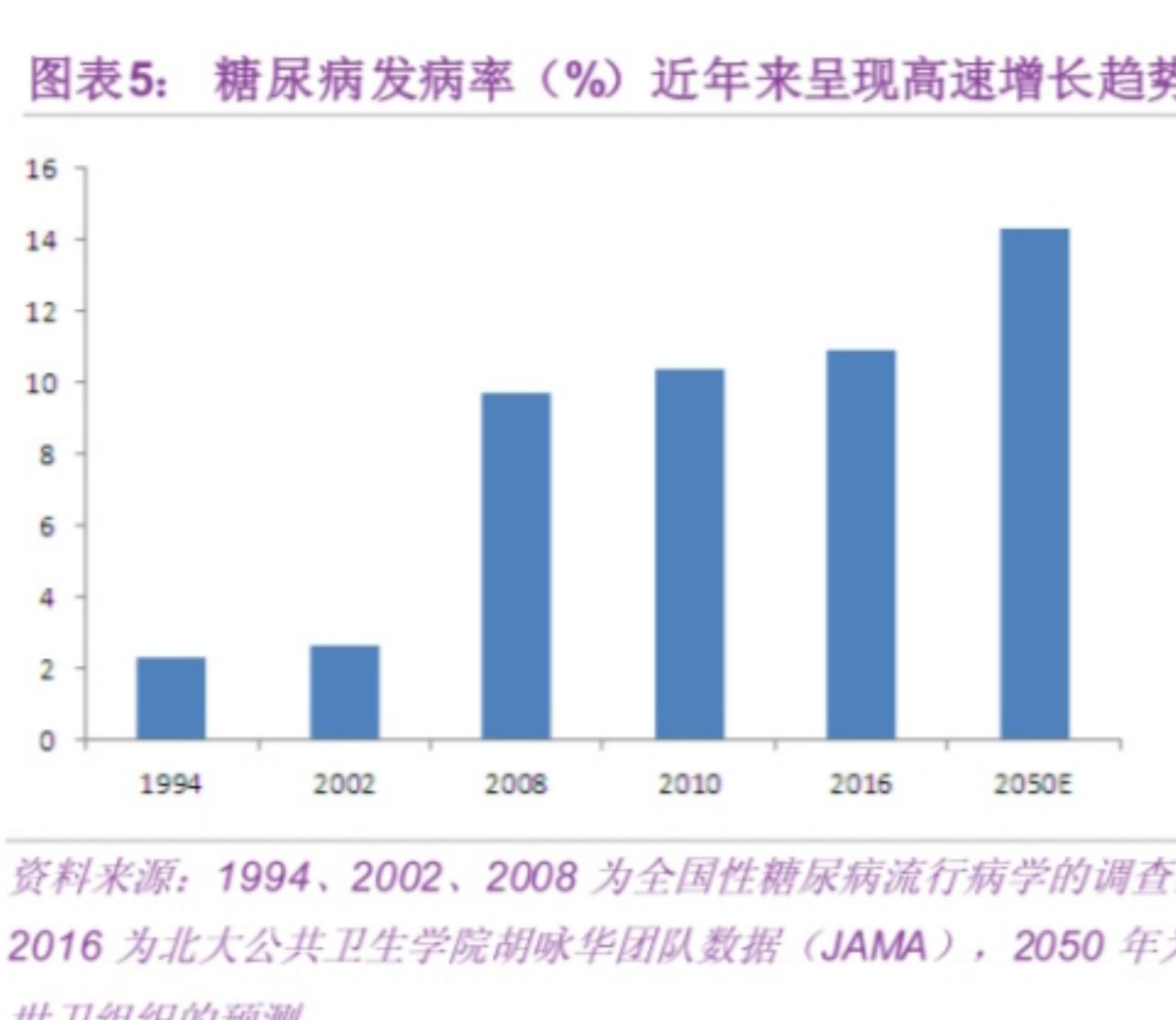
正文：

1、国内唯一+技术吊打拜耳，一家独揽8倍市场空间，医药股中不可错过的绝佳黄金坑（联讯证券）

市场普遍认为三代胰岛素上市会对二代产生巨大冲击，而从国内情况来看**二代胰岛素仍是未来10年主流，胰岛素市场空间超8倍**。**通化东宝**是国内唯一龙头，技术吊打拜耳，这轮调整中估值降到历史最低被砸出黄金坑。

①胰岛素未来10年有8倍市场增量。

我国糖尿病发病率提升很快，2017年我国糖尿病发病率高达10.9%，达1.14亿人。**胰岛素**是糖尿病治疗不可或缺的品种，而中国糖尿病患者中胰岛素使用人数仅800万左右，占确诊人数不足20%，使用率也仅为美国1/3。对比中国巨大患者基数，参照美国，联讯证券预测未来10年中国胰岛素较目前将有8倍以上市场空间。



②二代胰岛素提升为医保甲级基药，覆盖面积大增。

从美国经验来看，**医保是胰岛素增速的指挥棒**，甘精胰岛素进入美国医保后覆盖66.7%人群；在胰岛素纳入湖北基药采购后，金额也明显增长。**中国17版医保将二代胰岛素从乙类提升至甲类**，报销比例仅提高10%-15%，但进入甲类（基药）后基层医疗机构全面予以配置，覆盖面大量增加。

相关板块

国产软件

国产芯片

业绩预增

光通信

新能源汽车

医药

被动元件

锂电池

白马股

高股息

石油化工

半导体

国产操作系统

燃料电池

LED

5G

快递物流

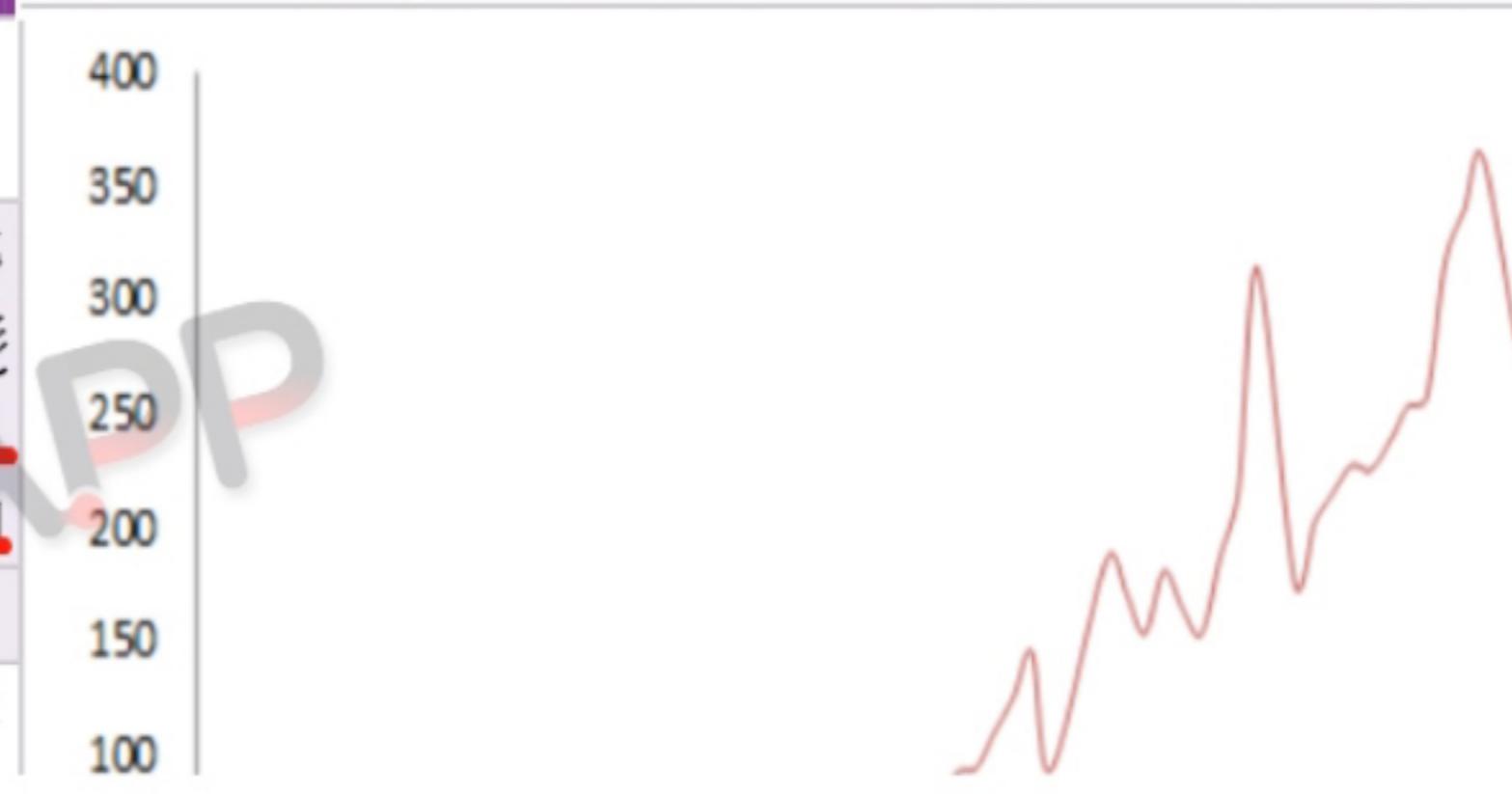
年报季报

创业板人气股

图表43: 新版医保目录糖尿病用药的市场变化及评价

	09医保	17医保	评价
动物胰岛素及预混	甲类	甲类	
重组人胰岛素	乙类	甲类	二代胰岛素全面进入医保甲类，报销比例提升10%-15%只是表面行为，核心影响力在于进入甲类（基药）之后基层医疗结构全面予以配置，覆盖面大量增加
重组人胰岛素预混	乙类	甲类	
人胰岛素	乙类	乙类	
短效三代胰岛素	乙类（限反复）	乙类（限I型糖尿病人）	表面上看，乙类与甲类差距不大，适

图表48: 胰岛素进基药后湖北基层采购金额明显增加



低PE

大基建

虽然三代胰岛素金额占比70%+，但在用量上二代仍拥有50%市场份额，主因在于三代价格是二代3倍以上，且大部分处自费范畴。未来中国市场仍以二代普及为主，尤其农村，糖尿病数量达4310万人，发病率较2008年急剧提升，然确诊率不足30%，基层普及的需求十分广阔。

③通化东宝是国内龙头。

(1) 技术门槛极高。

胰岛素生产的主要门槛在发酵表达和酶催化脱C链上，全球能独立生产胰岛素的企业非常稀缺，即使强如拜耳也只能代理波兰biotonSA的重组人胰岛素产品。

通化的二代胰岛素有2个30吨的大型发酵罐，甘精胰岛素（三代胰岛素，预计19年初获批）的30吨发酵罐建设完毕，在生产线预留位置，随时准备投产。是目前全球最大的胰岛素发酵系统（全球能进行吨级发酵的企业寥寥），运行经验国内最先进。

通化在发酵+酶催化脱C链的两个关键步骤找到最优反应条件，收率能达70%以上，处国际一流水平。

(2) 竞争格局优秀。

国内二代胰岛素仅4张批文，除通化外，还有诺和诺德、礼来和联邦制药，前两者将注意力转向三代对二代已不再积极促销，市场份额正逐步被每年保持20%增速以上通化蚕食，市占率仅次于诺和诺德。

对新进入者来说，药品从临床到申报上市要经过6-7年时间，通化将享受长时间的市场独占期，是国内唯一能实现进口替代的二代胰岛素厂商。

图表63: 二代胰岛素市场竞争情况

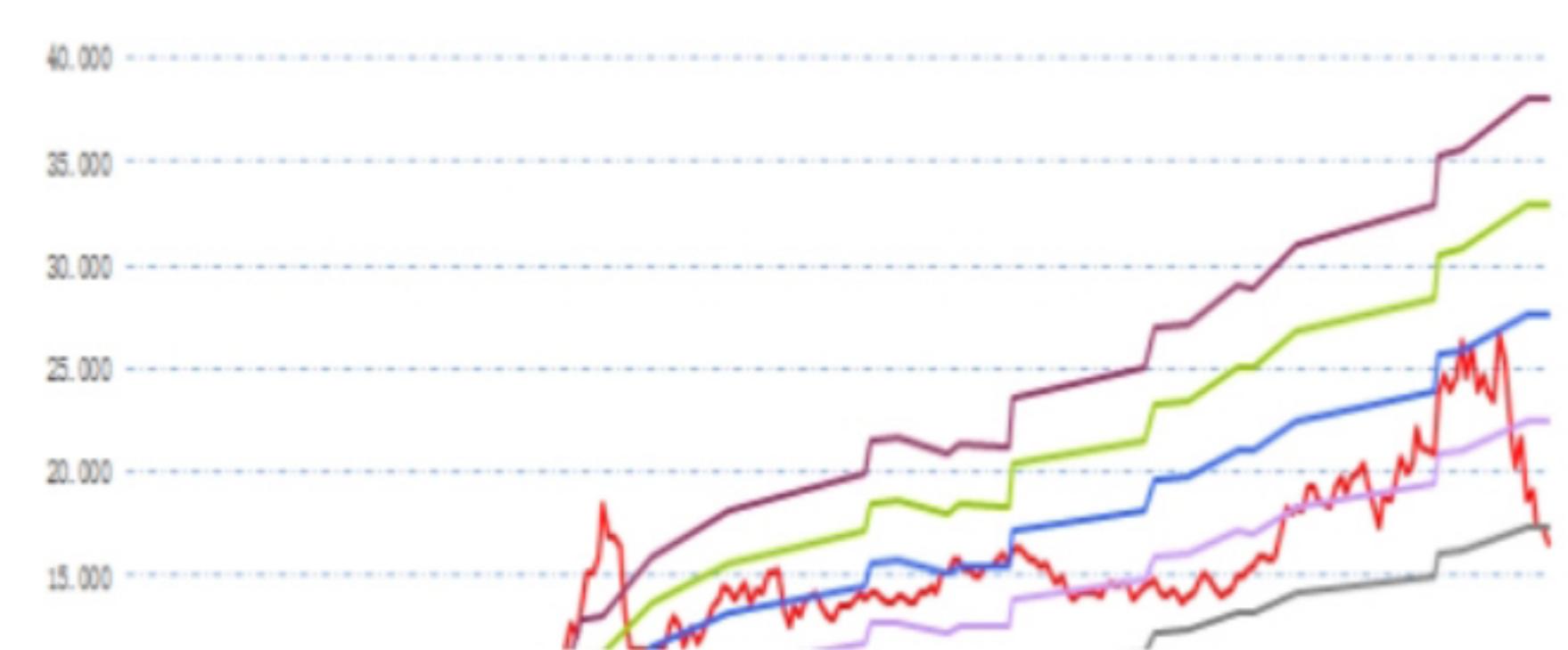
企业	投入
诺和诺德	原研药，市场份额约为50%，但已不积极促销，市场份额正在下降
礼来	原研药，市场份额约为15%，代理权已归三生，不积极促销
通化东宝	国产龙头企业，市场份额已超过20%，大力在基层促销

图表66: 国内二代胰岛素销售额变化(百万)

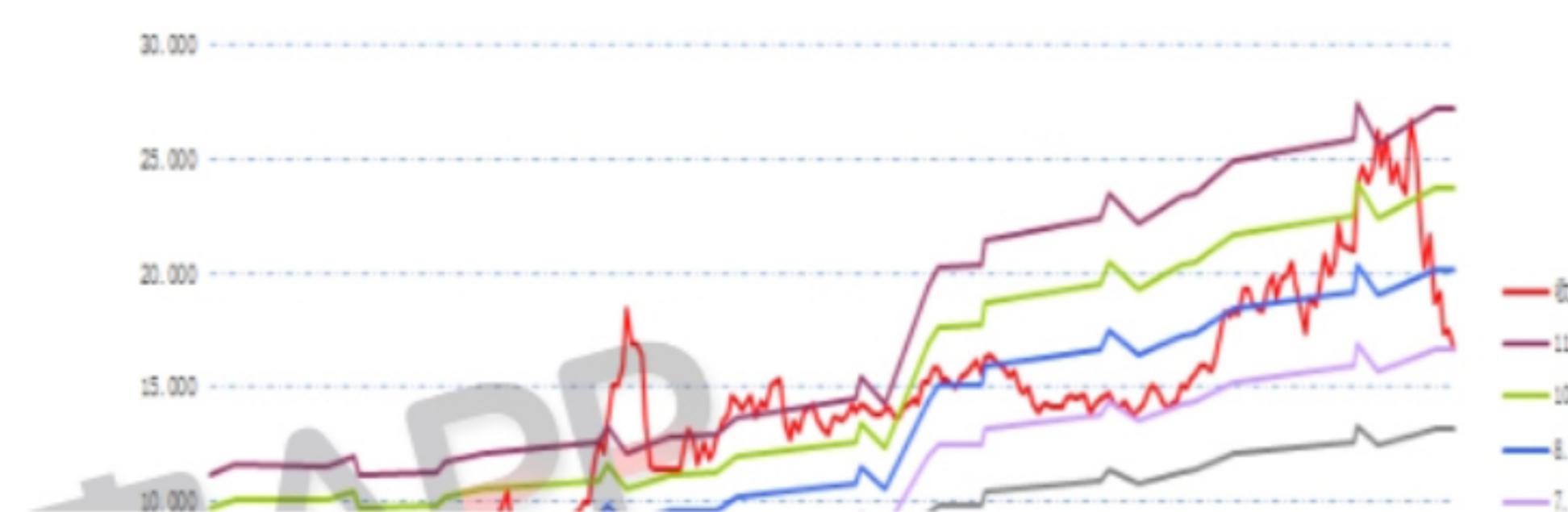


④估值被砸到历史底部。

图表70：通化东宝估值目前处于最底部



图表71：通化东宝 PB-Band



2、千亿市值实力大黑马，目前300亿！全球多个细分第1、东方红死死坚守（光大证券）

前期跟踪的三环集团于近日公告Q3业绩预告，超市场预期。光大对此点评：

前三季度归母净利8.74亿-9.8亿，同比增25%-40%；**单三季度归母净利3.63亿-4.04亿，同比增35%-50%**。在去年三季度基数较高情况下仍取得如此快速增长表明公司各项产品线全面向好。

值得关注的是，预计**前三季度非经常性损益同比减少30%+**，单纯经营性业绩将更好。

四季度陶瓷后盖等业务有望超预期，全年业绩将在三、四季度带动下实现高增长。

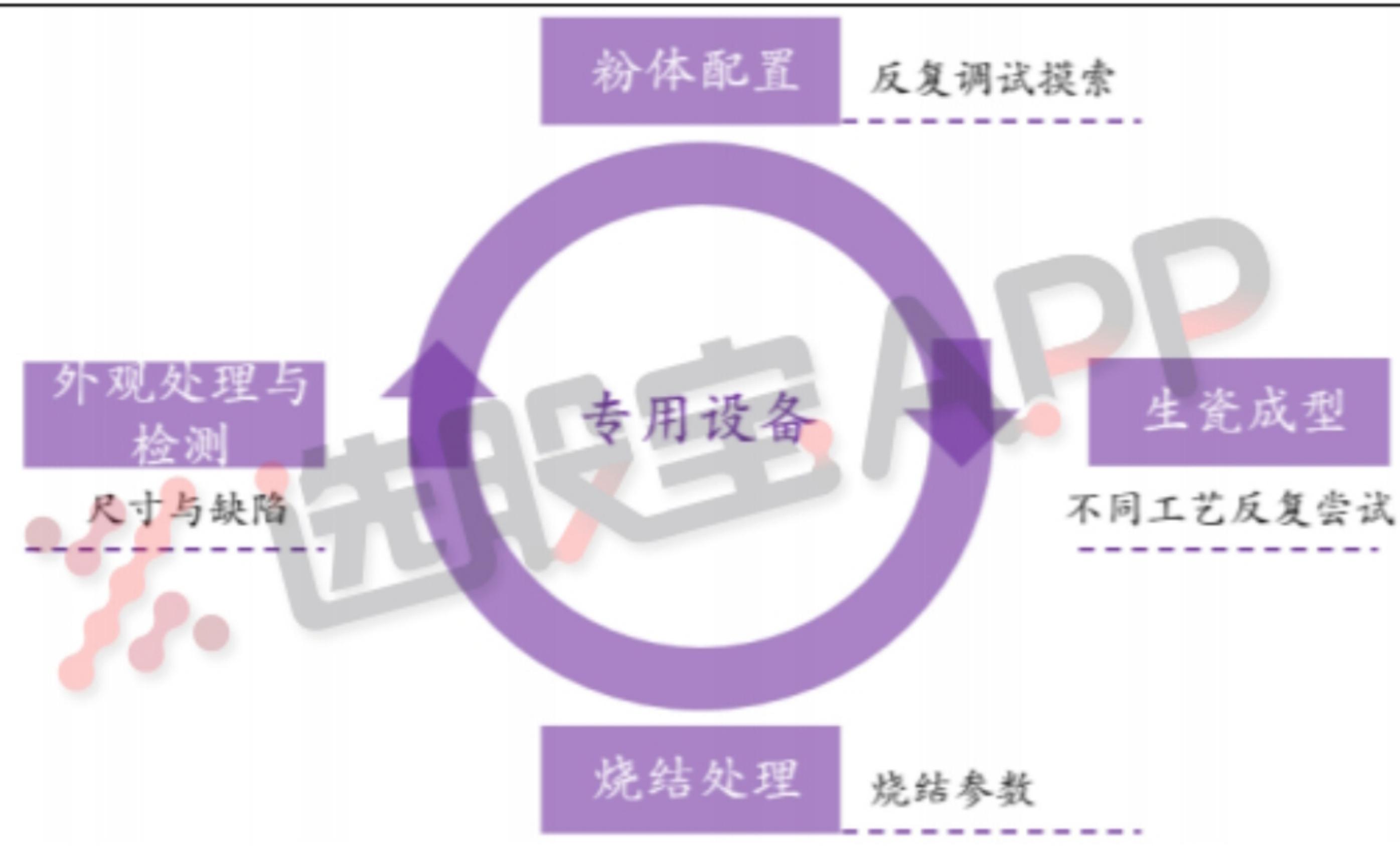
简单梳理下公司基本面。

①**全球唯一一家实现从粉体到成品加工完成垂直一体化的厂商**，产业稀缺性十分明显。

三环所处的电子陶瓷是一个空间大（有电子、有通信的地方就有陶瓷）且**壁垒极高的行业**。三环产品工艺包括材料配置、生瓷成型、烧结、烧后处理和外观检测等四大主要环节。每个环节都面临无数种方案可选，每种方案导致产品性能千差万别，需要很长时间去寻找最优工艺路线。

其中，**粉体配置是核心**。三环区别于国内其它陶瓷厂商的关键就在于掌握了上游先进材料技术，如粉体配置核心技术。而国内很多结构陶瓷厂商通过外购粉体，再进行成型加工。

图 6：先进电子陶瓷是封闭系统，逆向工程难度大



资料来源：新材料在线，光大证券研究所

②每项产品壁垒都超高！

三环并不是市场仅认知的陶瓷背壳企业，该业务收入只占16%，而是利用“**材料+”战略不断扩展产品线**。此前太平洋证券曾点评公司**有望成为千亿市值的全球先进材料平台龙头**。

从产品上看，三环收入规模体量虽无法比肩世界百强企业，但它的多类产品技术牛、已掌握细分行业话语权。

光纤插芯：击败京瓷，市场份额（70%+）全球第1。推出MT插芯，是极少能进入该高端连接器市场的中国企业。从明后年开始的5G建设将增加全球对于光纤陶瓷插芯需求量，预计年增长有望达20%。

PKG陶瓷封装基座：打破垄断成为国内唯一量产企业，迫使竞争对手NTK开始部分退出该市场。高端SAW滤波器及摄像头CMOS用PKG研发成功。

陶瓷劈刀：产品成功攻克性能与国外相近，正在半导体封装厂商和LED封装厂商进行验证。

MLCC、基片在被动元件的高景气驱动下不断扩产；固体燃料电池供货给德国厂商陶瓷后盖量产顺利，明年有望看到更多机型采用。

表 1：三环集团主要产品的应用领域及市场空间

主要产品	应用领域	市场空间
光纤插芯	光通信，所有光纤需要连接的地方都需要光纤插芯，以基站、FTTH、数据中心等领域应用为主	约 18 亿元 (2013 年数据，中国电子元件行业协会)
PKG 陶瓷封装基座	晶振、SAW、高端 CMOS	约 57 亿元 (2013 年数据，中国电子元件行业协会)
陶瓷基片	用于加工片式电阻	约 10.7 亿元 (2013 年数据，中国电子元件行业协会)
陶瓷基体	用于加工圆柱形电阻	-
MLCC	消费电子、通信、汽车等各领域	81.8 亿美元 (2013 年数据)
电子浆料	用于生产片式电阻	-
燃料电池隔膜片	用于固体燃料电池	-
陶瓷外观件	用于手机、智能手表等	约 300 亿元

资料来源：中国电子元件行业协会，光大证券研究所整理

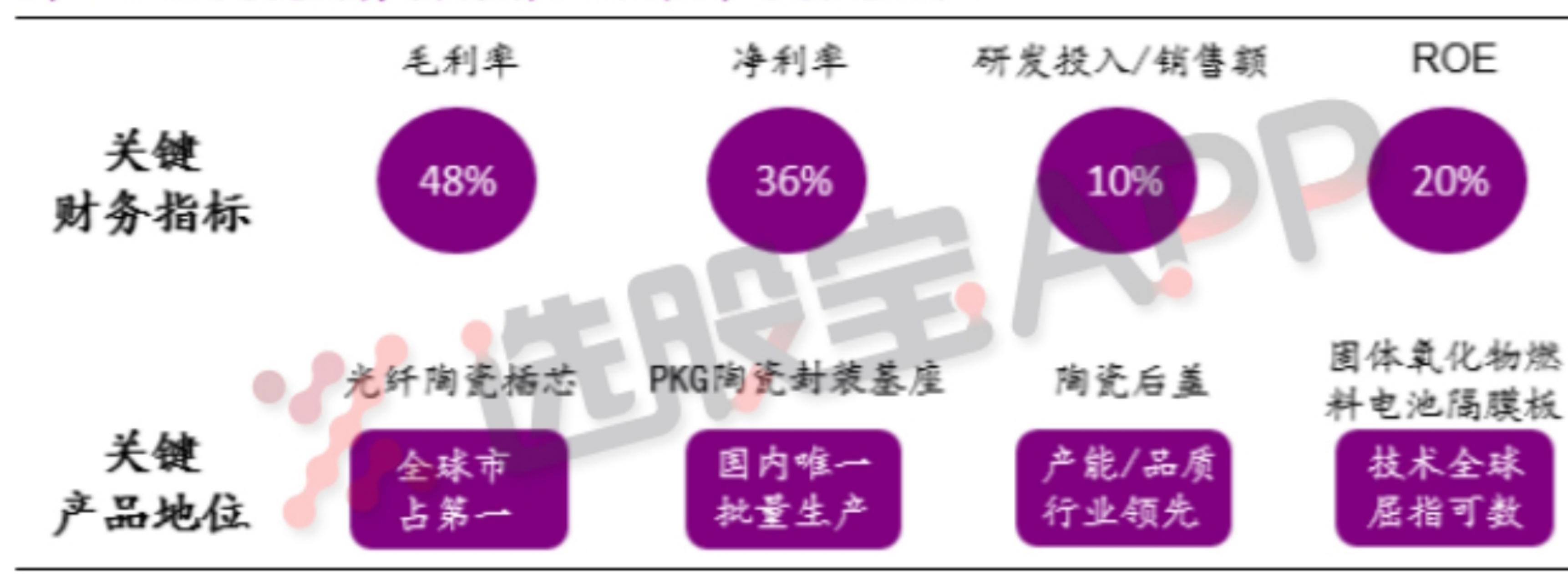
图 16：三环集团的竞争对手主要以日美厂商为主

三环集团产品	竞争对手
陶瓷光纤插芯	日本京瓷（过去）
PKG陶瓷封装基座	日本京瓷，日本住友等
MLCC	日本的村田、京瓷，韩国的三星电机，台湾地区的国巨，中国大陆的风华高科
电阻级浆料	美国杜邦、美国ESL等
.....	

资料来源：光大证券研究所整理

③多项财务指标验证优秀，全球多个第1，高研发、高ROE。

图 3：从关键财务指标看三环集团的领先地位



资料来源：光大证券研究所整理，备注：财务指标取自 2017 年年报

元件适配未来手机发展趋势，未来有望出现高增长。我们维持公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.86/1.15/1.43 元，维持公司 6 个月目标价 31.74 元，维持“买入”评级。

3、此品种火速涨价40%，竞争对手被淹此公司独享盛宴，每涨价1000元业绩增厚8700万（东北证券）

最近电解液涨价市场关注度很高，此次价格调涨主要是来自溶剂市场的强力支撑，券商已组织买方奔赴上市公司调研了。

①受溶剂涨价影响，电解液价格开始上调，行业底部拐点已现。

进入9月开始，主流电解液厂商开始上调产品价格，涨幅在5-10%，上涨主要受成本端溶剂DMC（碳酸二甲酯）价格上涨驱动。

②山东海科、石大胜华约占据80%的市场份额。

据国盛证券研究，目前国内能够生产高纯度电池级DMC的仅3家企业，产能在5-6万吨，其中山东海科、石大胜华约占据80%市场份额（本周五国盛证券将调研石大胜华）。

在山东海科工厂被水淹的同时，石大胜华又停产检修，DMC供给紧张，推动价格上涨，目前价格已上涨至1.1-1.2万元/吨，涨幅在40%左右，推动电解液成本上涨2000-3000元/吨。

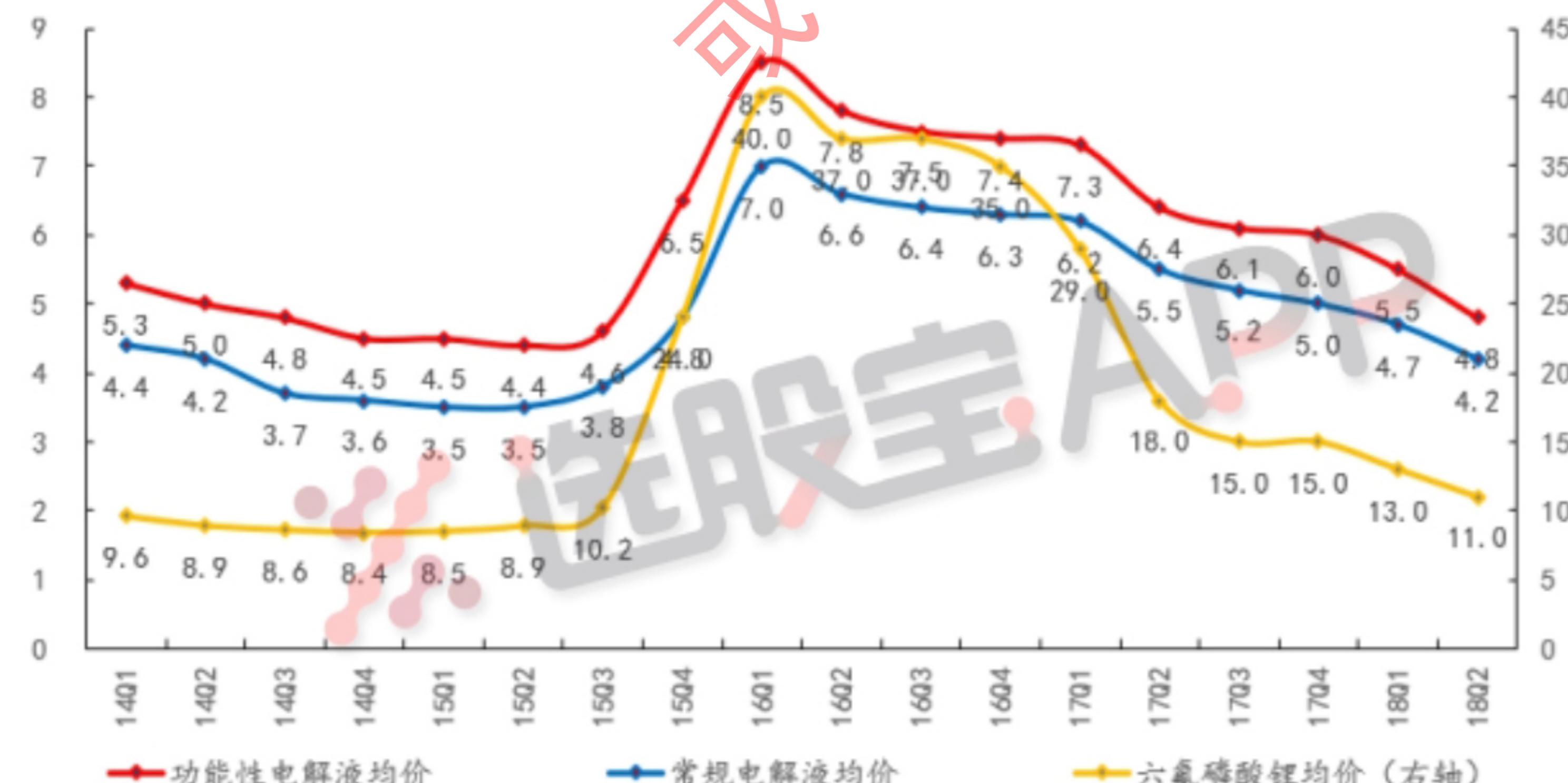
原料环丙产业链一体化配套，大幅受益价格上涨。和16年三季度的涨价类似，本轮DMC涨价叠加了原料环丙涨价因素，石大胜华作为DMC行业龙头，目前拥有年产12.5万吨DMC产能（实际年产量约10.5万吨，同时配套6万吨环丙自用），价格每上涨1000元/吨，对应EPS增厚0.43元，业绩增厚8700万元，业绩弹性巨大。由于公司具备从上游液化气到环氧丙烷到DMC的完整产业链，因此公司望大幅受益于成本驱动的产品价格大涨。

2018上半年电解液价格战竞争激烈，龙头公司盈利能力下降明显，此次主流电解液厂商开始上调报价，将成本压力向下游电池厂商传导表明电解液价格底部拐点已现，未来有望量升价平。

③行业率先出清，价格战已经缓和，电解液底部拐点出现。

东北证券认为，价格战驱动力减弱，主流企业产能均至万吨级，提升市场份额带来的规模效应优势有限，且价格战是对自身盈利能力的挤压，价格战驱动力已大幅弱化。

图 5、历史电解液与六氟磷酸锂均价（万元/吨）



数据来源：高工锂电，东北中小盘

④4家公司市占率85%，只有新宙邦盈利。

值得一提的是，梳理了各家机构研报发现，国君、国盛只推了新宙邦一个公司。

目前电解液四家新宙邦、天赐材料、江苏国泰、杉杉股份四家市占率高达85%，但是从经营情况来看，目前江苏国泰电解液毛利率仅为10%左右，整体处于微利状态；天赐材料为23%，电解液业务也是处于微利；杉杉股份上半年电解液基本也处于亏损状态，四家主要电解液公司仅新宙邦略有盈利，因此我们判断行业价格基本触底，本次借成本上涨机会上涨，是行业基本触底的信号。

图 8、天赐材料、新宙邦电解液业务毛利率 (%)



图 9、2017 年电解液行业市场格局

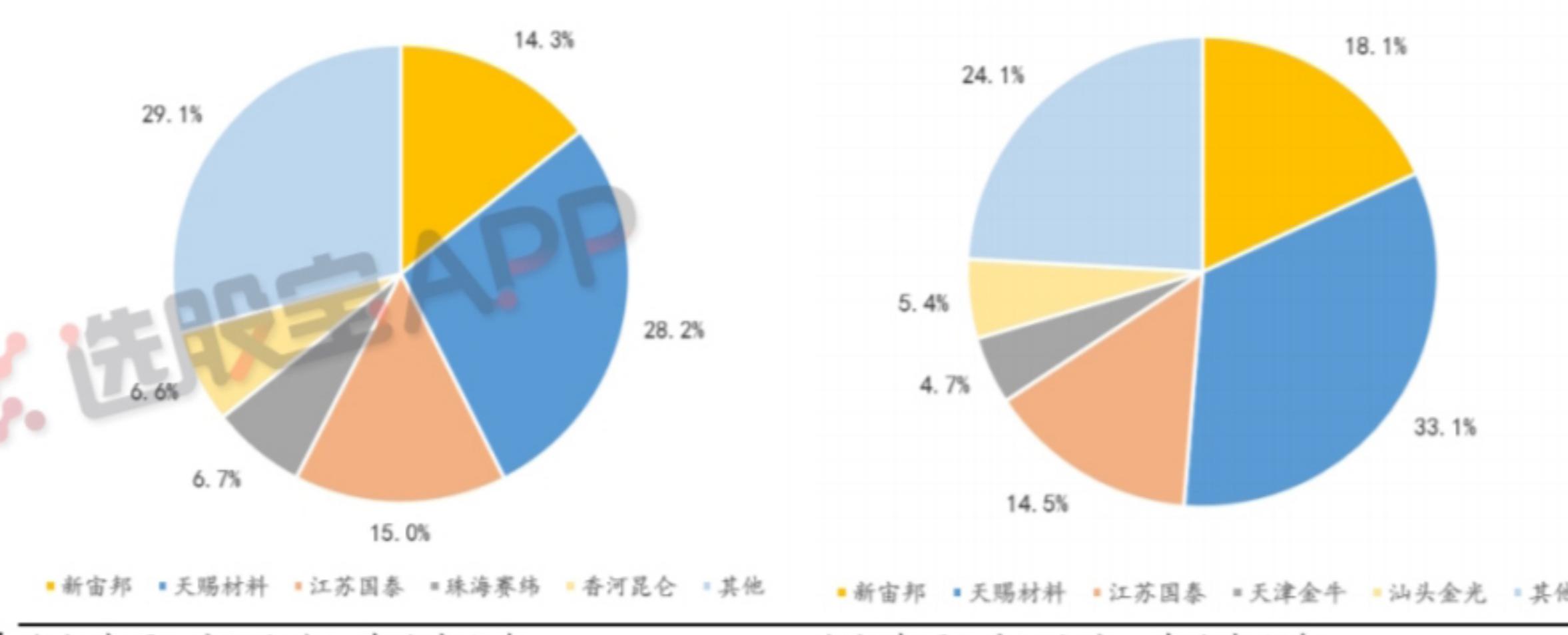
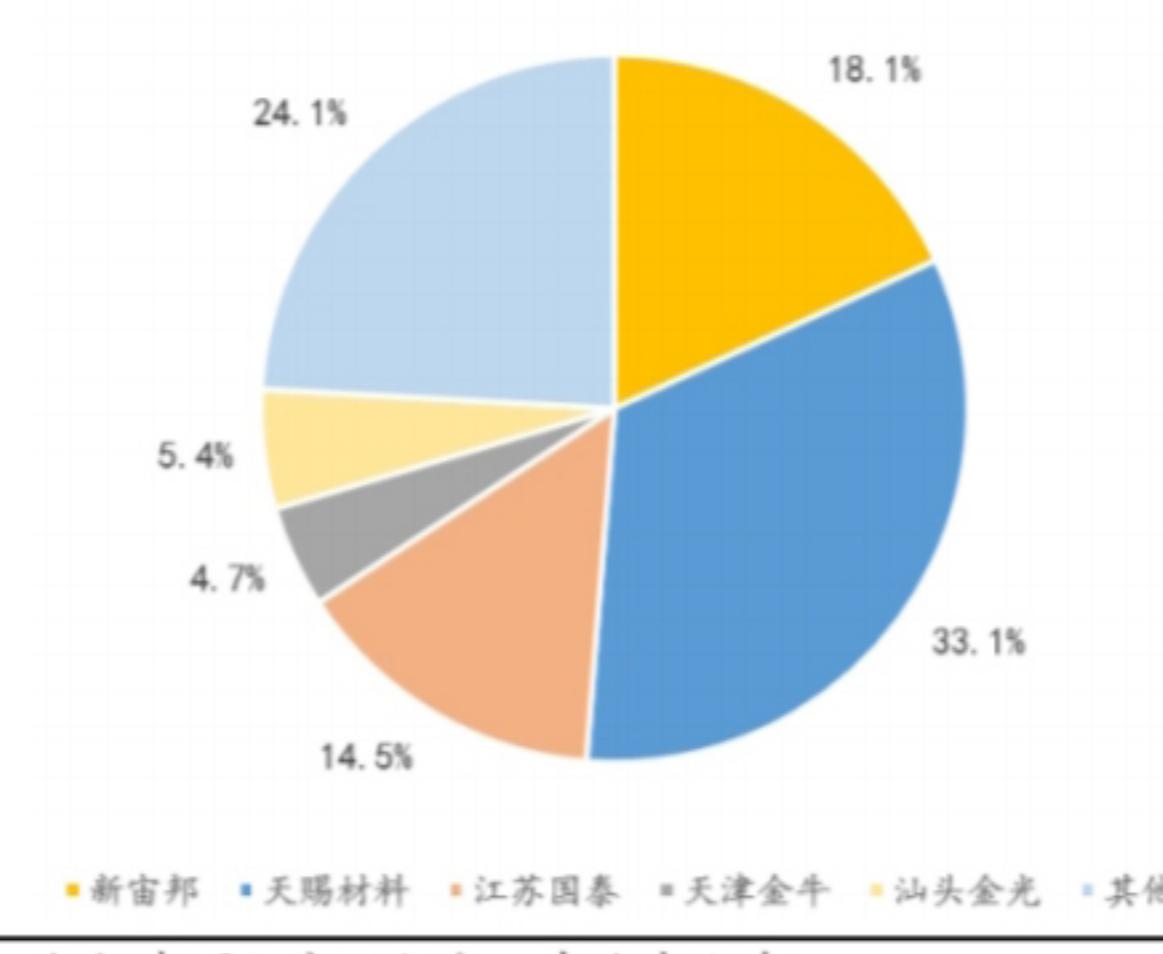


图 10、2018Q2 年电解液行业市场格局



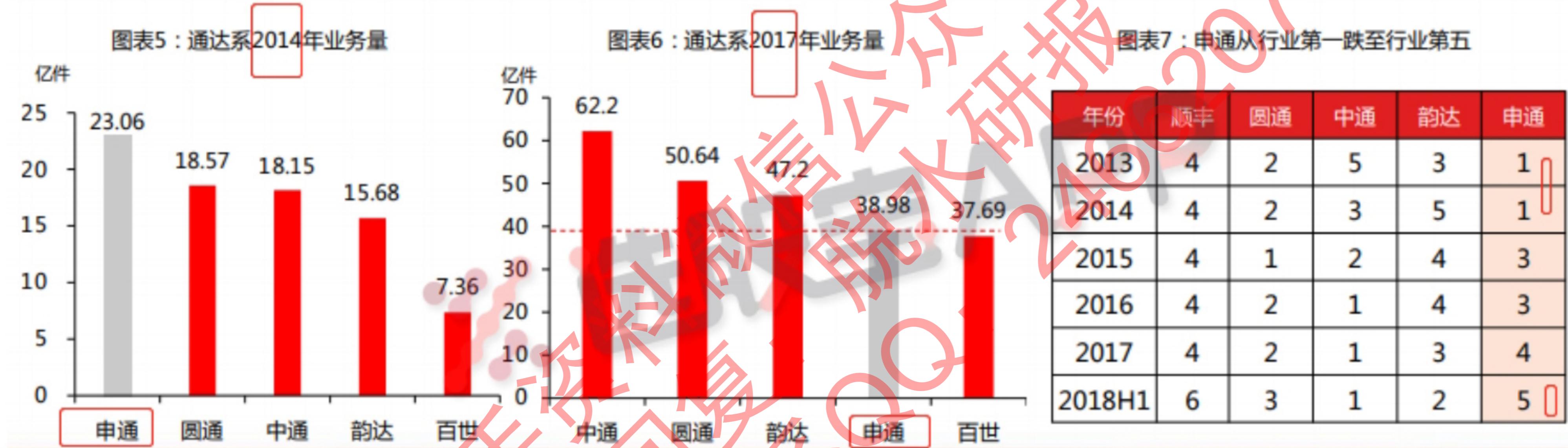
4、此板块底部蠢蠢欲动，行业龙头即将戴维斯双击+每年四季度都有行情（方正证券）

作为四季度旺季的快递板块，近期关注度明显上升。方正证券深度研报，介绍了A股行业内几家公司的数据对比，并力推估值最低，存在戴维斯双击机会的申通快递。

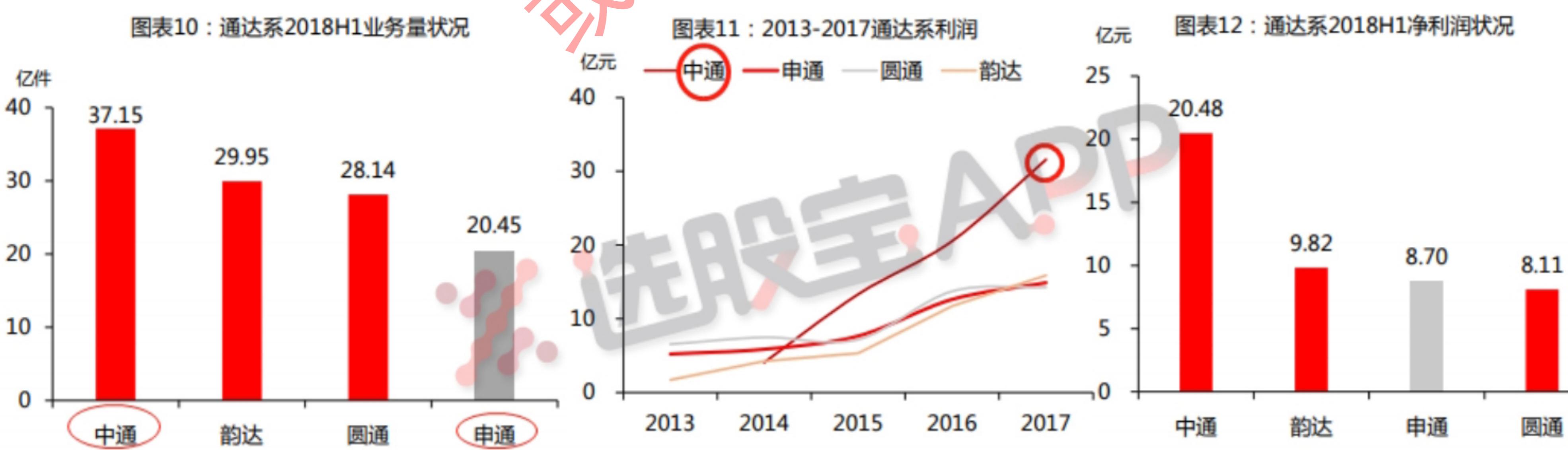
①行业数据大PK。

申通是上一轮快递黄金10年（2006-2015）的绝对王者，凭借先发优势，加盟制度实现了扩张，牢牢占据通达系领头羊位置。但从2015年开始，快递转向精细化，调整滞后的申通护城河逐步被攻破。

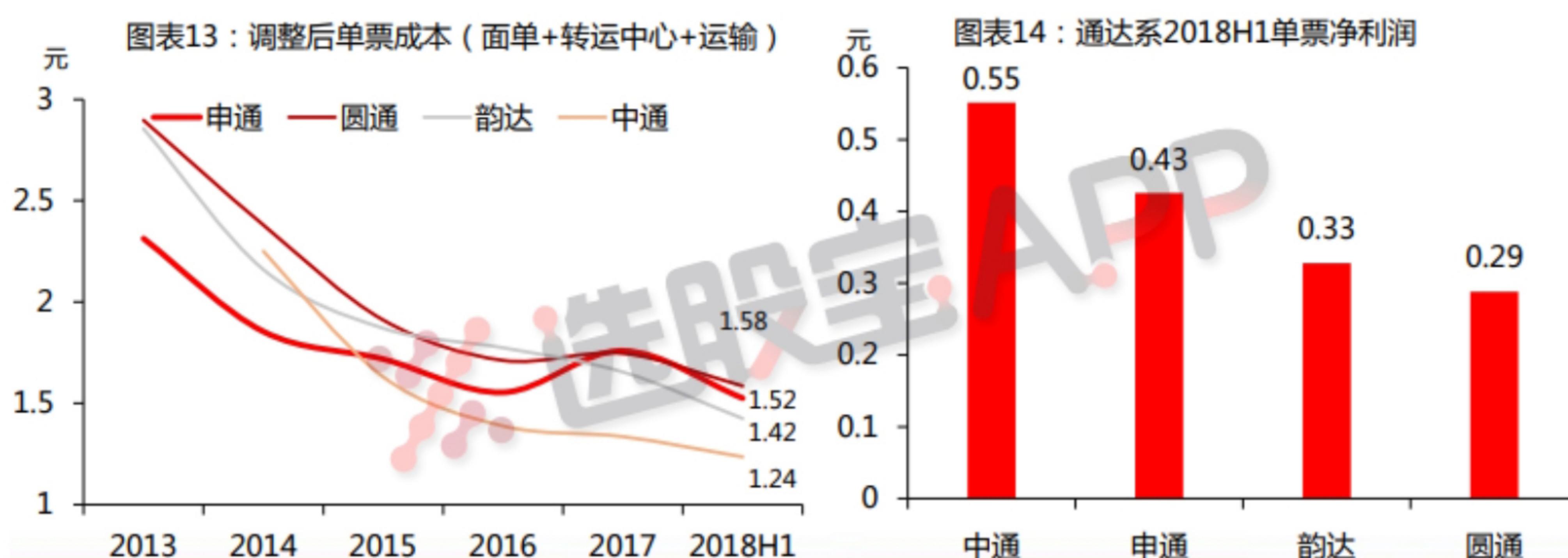
业务规模：申通从行业第1滑落到第5。中通、圆通快速崛起。



利润方面，中通遥遥领先，申通和其他几家区别不大。



终端价格是申通竞争力下滑的直接原因。2018H1单票成本方面：中通（1.24）<韵达（1.42）<申通（1.52）<圆通（1.58）。申通单票利润高于行业，仅利润角度看是好事，是实现业绩的有力保障。但从业务量角度，申通的高额单票利润是以牺牲市场份额为代价，面对同行价格持续下探，申通并没有实时跟进，从而导致当前在业务层面的被动。



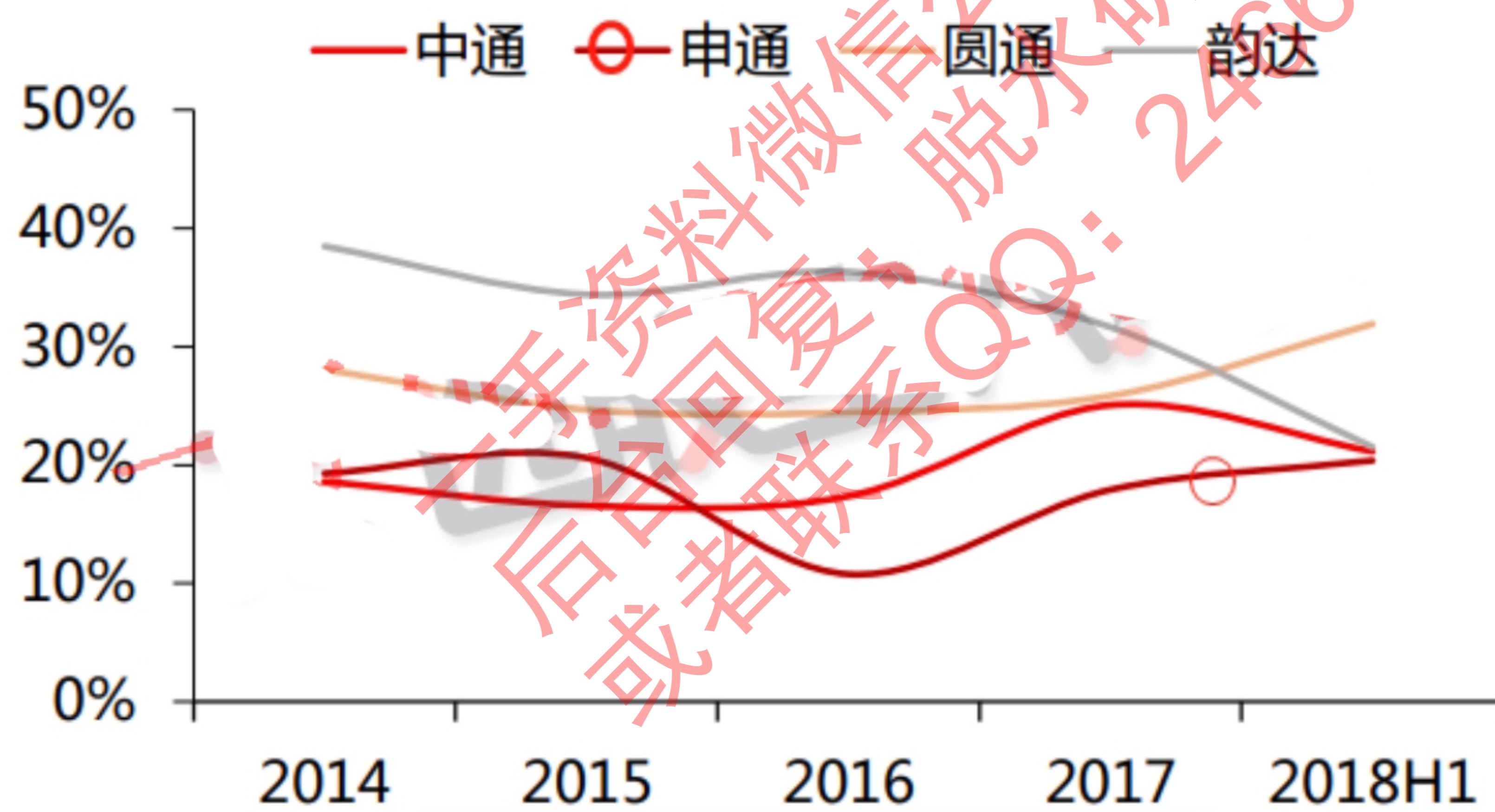
申通县区覆盖率达97%，快递网点数量亦达到通达系平均水平，其网络布局完善，较其他通达系无明显差距。

综上对比来看，中通各项指标最优秀，申通和另外几家比输规模不输利润，本质上没被甩远。

②积极因素在出现。

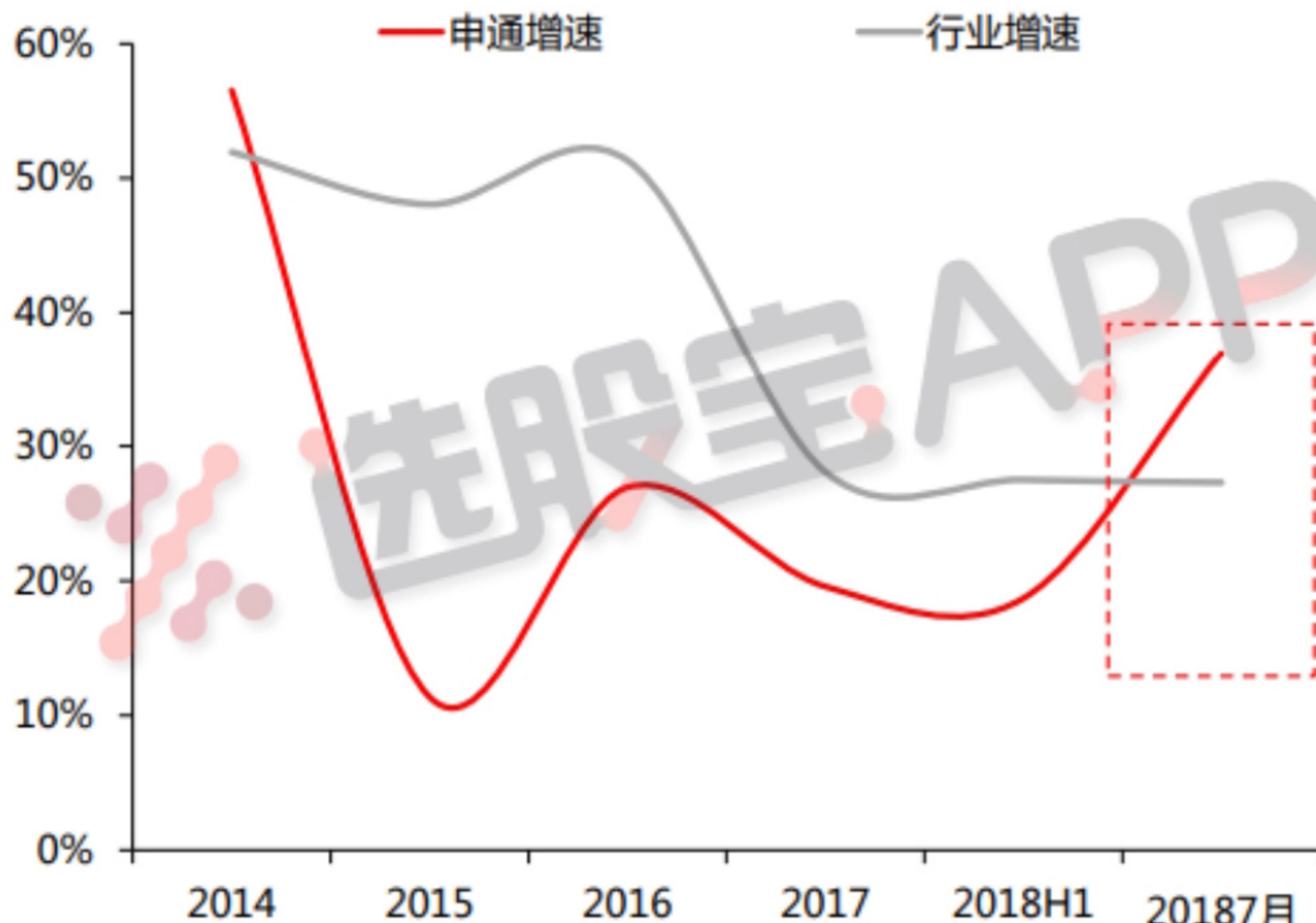
业务层面，效仿中通和韵达，通过加大对转运中心和车辆等固定资产的投资成功降低成本。申通固定资产在2017年达12.9亿，比15年增长近3倍，固定资产18H1达86.89%，而18H1固定资产占总资产的比重也达到20.38%，接近中通和韵达。

图表27：各快递企业固定资产与在建工程占总资产比重

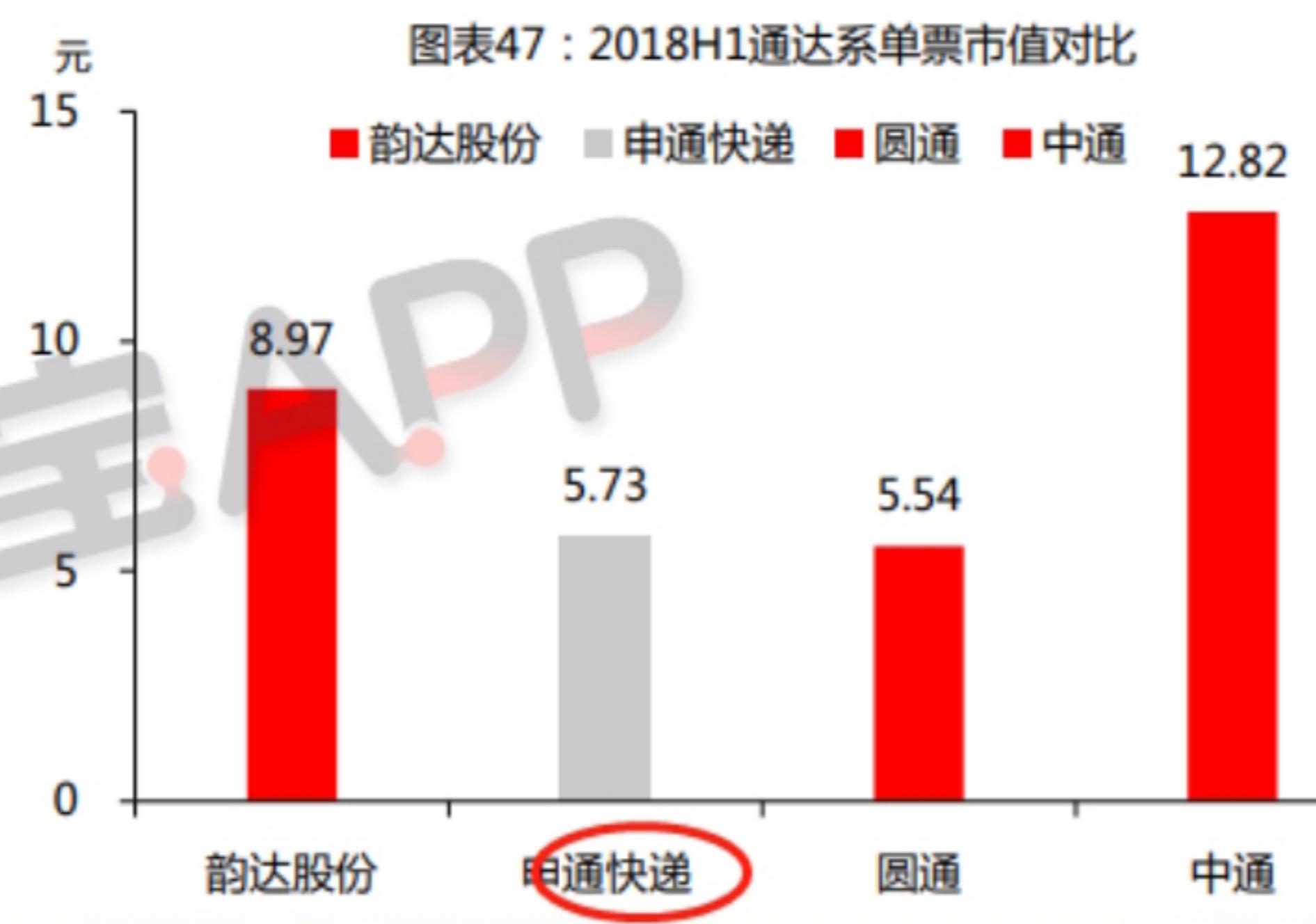
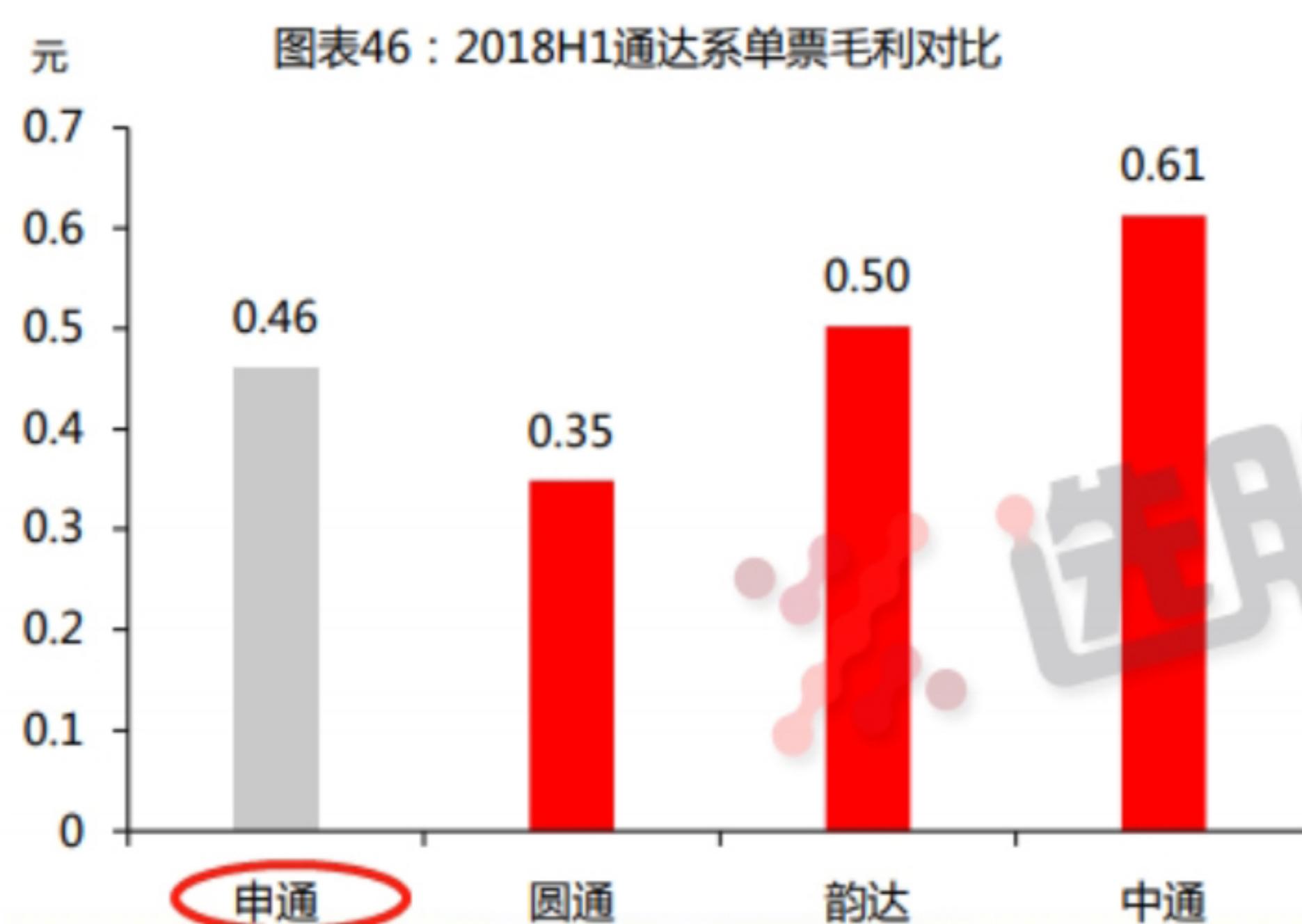


此外，管理层面团队关系理顺，推出职业经理人制度。管理或直接收购加盟商，做大转运中心直营化，提高自动化。业务在今年7月开始明显回暖，超越行业，是一个重要迹象。

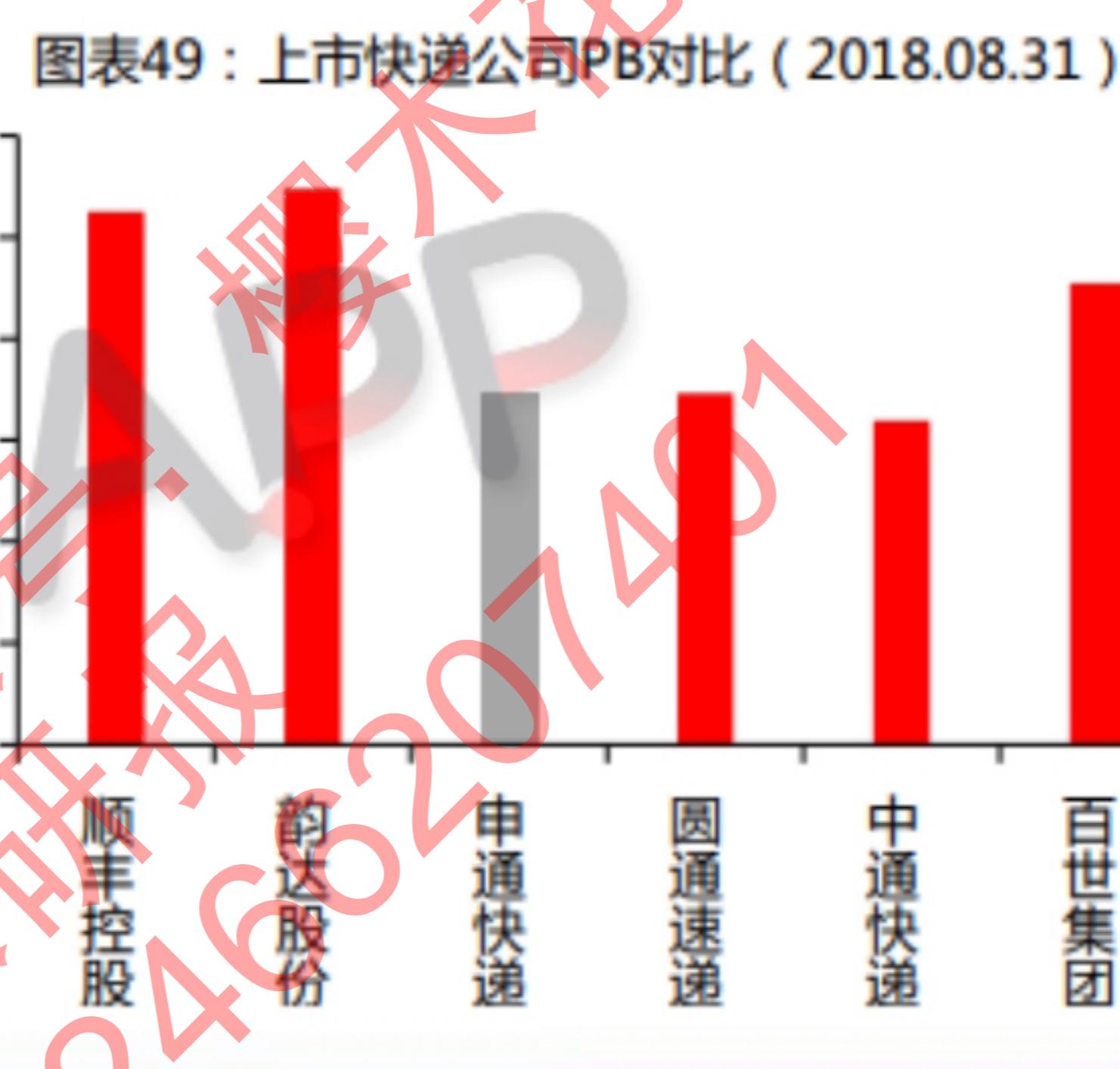
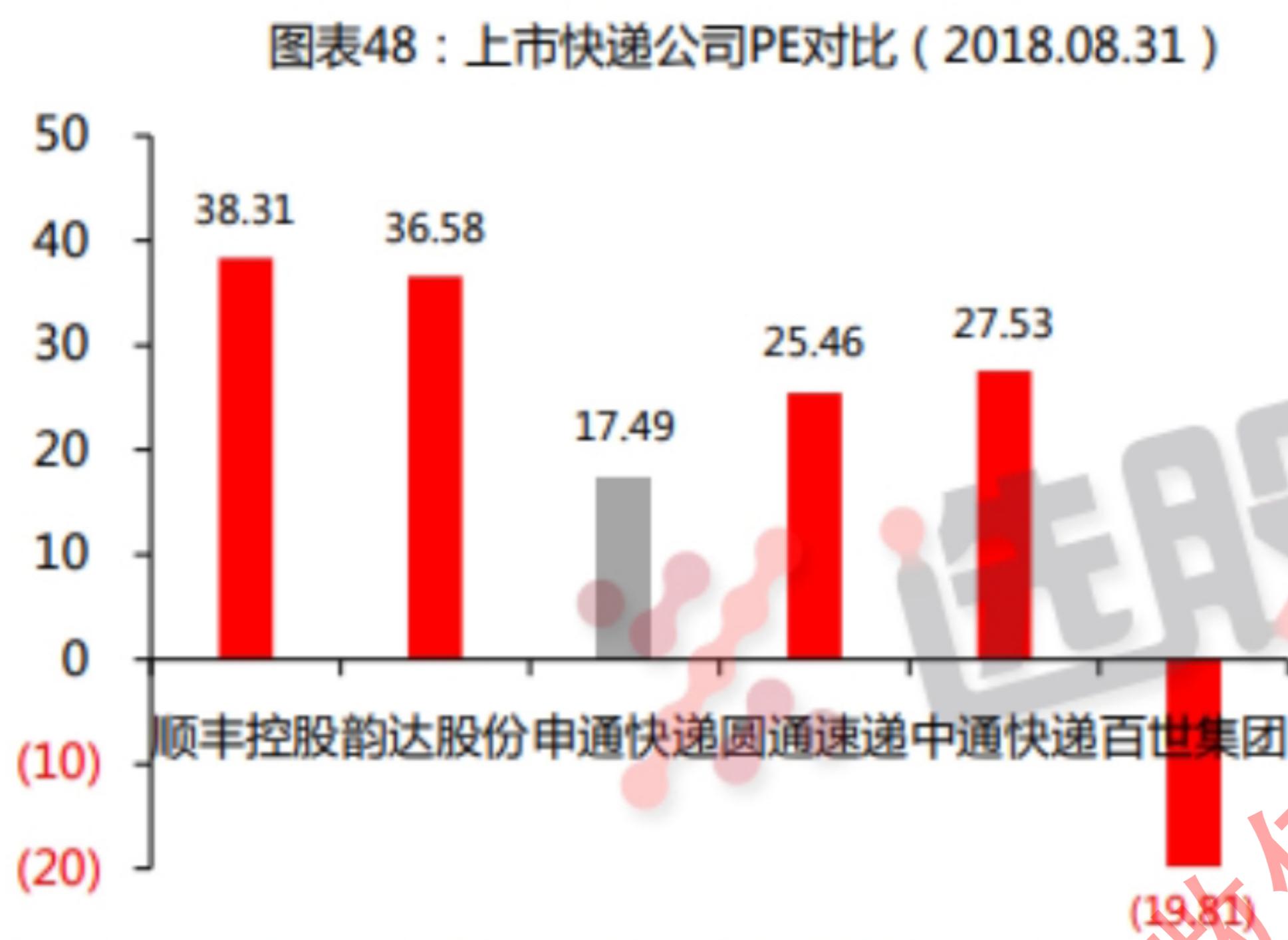
图表45：2018年7月申通增速已经显现回暖迹象



估值方面，申通单票市值是韵达的64%，中通的45%，但其单票毛利是韵达的92%，中通的75%。申通具备较强盈利能力，仅单票市值角度来看，存在被低估可能。



目前行业PE均值29.07（不含百世），单就个股来看，**申通**估值最低。



方正证券认为，申通估值最低，业务开始有回暖迹象，存在戴维斯双击机会。

5、即将进入长达10年的增长周期！分析师狂跑路演推这个需求刚、估值低的现金奶牛 (华泰证券)

要说的需求刚、估值低的行业就是教育出版行业，华泰传媒分析师又是狂跑路演又是开电话会狂推此板块。最近行业内几个主要标的都是一步一步踏实向上趋势。

(1) 教育出版行业

2017年我国图书市场整体规模约1800亿码洋（码洋为图书行业专有价值计量单位，为一本书或一批书的货币总额），其中教育出版市场规模约为1100亿，占比超60%，是图书出版市场中最大门类。

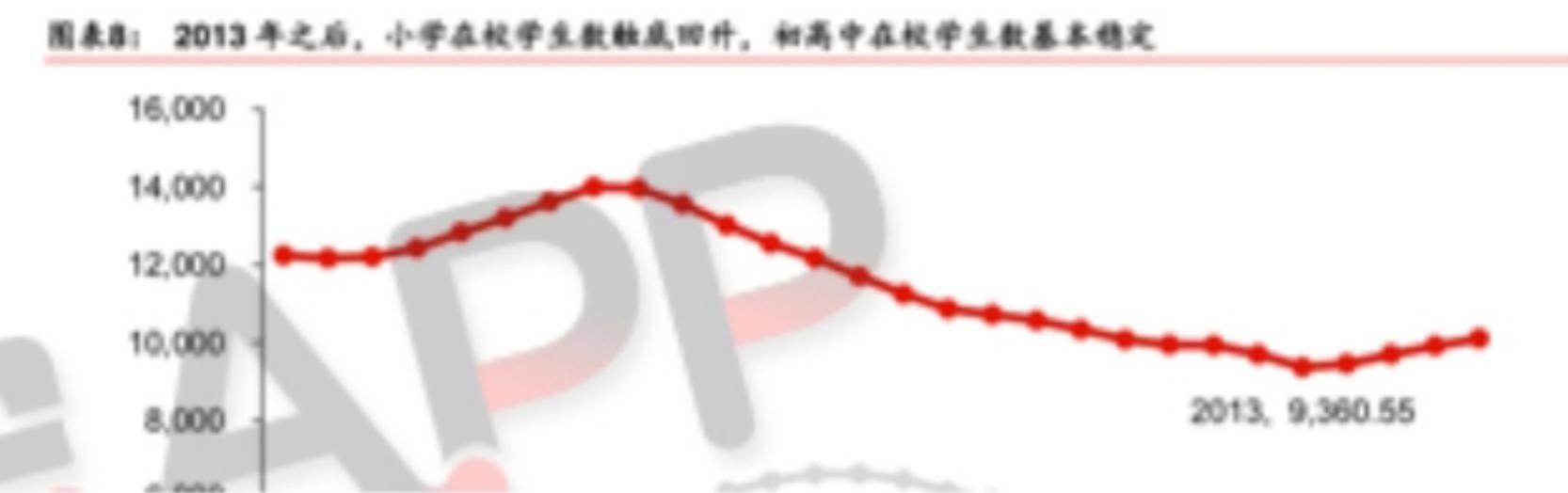
①需求刚

主要消费者是学生，由于高考升学制度，属于必需消费品，具有刚性。

在校学生数是影响教育出版的市场规模的主要因素，2016年我国接受学历教育和非学历教育的在校学生数达3.23亿，K12在校学生数约1.66亿。庞大的学生人口基数使得教育出版成为我国出版业的支柱，带来主要利润。

②即将进入长达10年的增长周期

我国新生儿数量2010年后步入稳定增长通道，2013年“单独二胎”政策出台后，新生儿数量更是走高，2016年和2017年出生人口均超过1700万。这些新生儿逐渐进入义务教育阶段，未来10年小学、初中、高中学生数量将陆续迎来入学人数增长。



③资产质地扎实，现金流稳定，传统出版板块具有估值支撑。

从资产重估角度来看，出版发行集团普遍具有较为充沛的现金储备和稳定

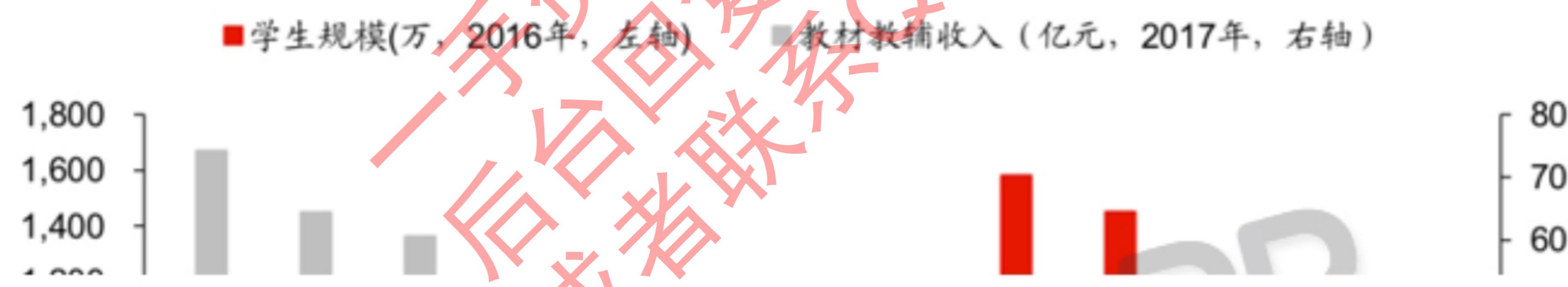
(2) 上市公司比较

由于教材内容和“课前到书，人手一册”的时间、数量、质量保证具有较高要求，中小学教材出版和发行进入门槛高，业务存续性强。这里从三个角度对比教育出版行业上市公司：

①市场基础：上市公司教材教辅规模受省内在校学生规模制约

从学生数上来说，中原传媒（河南）、南方传媒（广东）、山东出版（山东）本省K12在校学生数超1000万人，具有庞大生源基数。

图表9：各上市公司学生规模及教材教辅业务收入

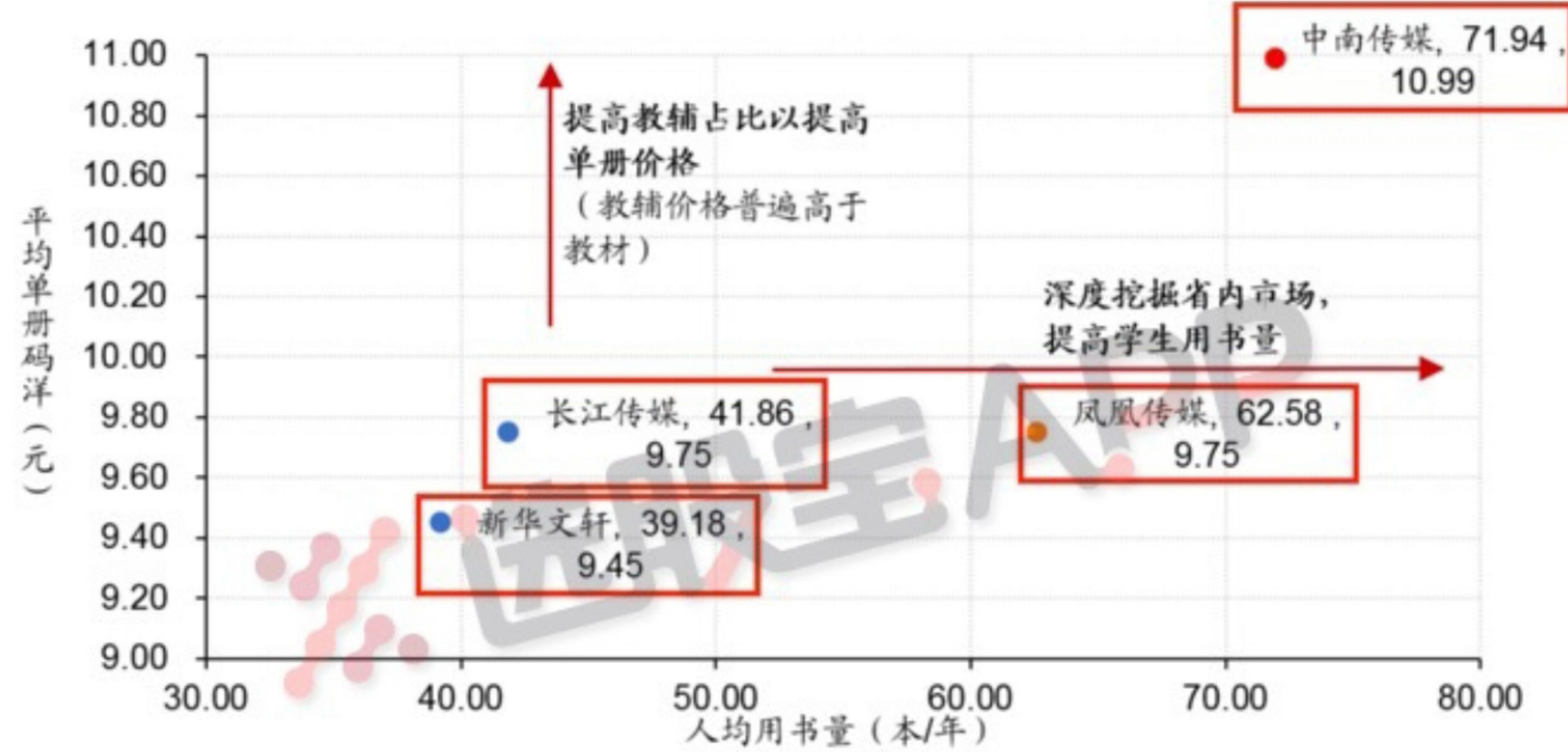


②学生规模增长潜力：出生人口增长&人口流入共同驱动。

山东、广东、四川、湖北、河南新生儿增长趋势较明显，江苏、湖南新生儿数量基本稳定。人口流入方面，东部沿海经济相对发达的江苏、浙江、广东等省份更具优势。

③教材教辅出版资质：中南传媒、凤凰传媒、山东出版自主教材能力较强。

中南传媒和凤凰传媒、山东出版拥有全科自主版本教材，自主教材开发能力领先。除本省市场外，以全国渗透率来看，中南传媒湘版教材>凤凰传媒苏版教材>山东出版鲁版教材。



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

沪公网安备 31010102003447号

© 2016-2018 选股宝-上海阿牛信息科技有限公司 xuangubao.cn 沪ICP备13019121号-4

联系微信 : xuangumei666 工作时间 : 周一至周五 9:30-18:30 | 中国 (上海) 自由贸易试验区张杨路707号二层西区 风险提示 : 市场有风险 , 投资需谨慎
友情链接: 华尔街见闻 图表家 犀牛之星 财视中国 云掌财经 龙讯财经 金联创 ZOL手机应用 比克尔下载

一手资料
选股宝
后台回复
或者联系QQ:
2405207401