

通化东宝 (600867.SH)

生物技术行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

市价(人民币): 15.27元

强化品牌效应, 做基药机遇的最后赢家;

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)	776.21
总市值(百万元)	118.53
年内股价最高最低(元)	15.33/7.24
沪深300指数	2542.80
上证指数	2246.30



相关报告

1. 《轻装上阵, 进入快速增长通道;》, 2013.4.25
2. 《聚焦胰岛素, 未来重组蛋白行业龙头;》, 2013.4.9

郭妮妮 联系人
(8621)61038315
guonini@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.469	0.081	0.369	0.499	0.680
每股净资产(元)	2.64	2.53	2.77	2.85	3.40
每股经营性现金流(元)	-0.07	0.25	0.21	0.40	0.33
市盈率(倍)	17.85	117.59	40.39	29.85	21.91
行业优化市盈率(倍)	24.42	33.55	43.94	43.94	43.94
净利润增长率(%)	104.07%	-82.77%	356.68%	35.29%	36.23%
净资产收益率(%)	17.79%	3.20%	13.34%	17.52%	20.01%
总股本(百万股)	776.21	776.21	776.21	776.21	776.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 我们近期更新了公司的销售情况, 结论如下:
- **招标: 突出国家科学技术进步二等奖, 有望成为人胰岛素进国家基药的最大赢家。**公司依靠与原研药相同的质量层次(国家技术进步二等奖)、完善专业的学术推广和一站式服务、相对外企低廉的价格, 有望在各省招标中取得较大优势。如在 2013 年初的安徽县级医院招标中, 公司的主要规格 30R 仅公司与拜耳两家中标。根据 2012 年和 2013 年的招标结果, 公司招标价格有维稳回升趋势, 我们判断在今年 7、8 月开始的新基药招标中, 公司价格压力不大。
 - **质量标: 公司争取在多数省份推广国家科学技术进步二等奖的质量层次, 在质量标中取得与外资原研药相同的质量层次, 与国内厂家拉开距离。**价格标: 公司的人胰岛素招标价格比诺和诺德等外企的同类产品低 18% 左右, 在价格标中占优。
 - **通过基药放量和深耕基层, 公司有望在胰岛素市场规模整体放大的基础上, 进行进口替代, 预计整体胰岛素市占率提高到 20% 以上。**
- **欧盟认证: 强化品牌效应, 拓宽出口通道。**我们预计人胰岛素的欧盟认证今年上半年现场认证有望通过, 将为原料药出口打开快速通道。人胰岛素原料药出口, 通过现场认证后需要等待欧盟批件, 我们预计 2014 年完成; 人胰岛素生物仿制药出口, 现场认证通过后将进行 III 期临床试验。
 - 欧盟认证一方面可以给公司在国内市场招标加分, 凭借国家科技进步二等奖以及通过欧盟认证使公司处于较高的质量层次, 避免低价竞争; 另一方面可以拓宽公司出口通道, 获得数额较大且长期稳定的订单, 不需要每新进入一个国家而进行重新认证。

投资建议

- 维持对公司的盈利预测, 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.50 元、0.68 元, 同比增长 363%、36%、36%, 考虑到公司的治理改善预期、“基层+基药”拓展人胰岛素的机遇、丰富的产品储备、以及糖尿病大病种的广阔市场空间, 维持“增持”评级。

风险

- 基药招标过程中价格的不确定性; 新产品研发进程的不确定性; 出口规模的不确定性。

招标：突出国家科学技术进步二等奖，有望成为人胰岛素进国家基药的最大赢家

- **质量标：**公司争取在多数省份推广国家科学技术进步二等奖的质量层次，在质量标中取得与外资原研药相同的质量层次，与国内厂家拉开距离。公司的基因重组人胰岛素获国家科学技术进步二等奖，这是我国科技进步较高奖项之一。在部分省份的招标中，获得国家科学技术进步二等奖以上的药品与原研药品，属于同一类质量类型，比普通 GMP 药品和一般进口药品高出一个质量层次。
 - 通化东宝的人胰岛素质量、疗效同进口产品一致，国家发改委将国产人胰岛素和进口人胰岛素定统一最高零售价，是对国产优质产品的最大肯定。2011 年 9 月，发改委调整部分药品价格，在统一定价药品最高零售价中，将外资诺和诺德、礼来等相关产品价格由 73.1 元/支降到 65 元/支，通化东宝的甘舒霖价格由 59.9 元/支提到 65 元/支，成为当次调价中唯一价格上调的医药品种。
- **价格标：**公司的人胰岛素招标价格比诺和诺德等外企的同类产品低 18% 左右，在价格标中占优。

图表1：胰岛素招标价格对比

产品	公司	中标价（元）	
三代胰岛素	甘精胰岛素	赛诺菲	220
		甘李药业	166
	赖脯胰岛素	礼来	80
		甘李药业	78
	门冬胰岛素	诺和诺德	78
二代胰岛素		诺和诺德	56.5
		礼来	56.5
		拜耳	56.5
		通化东宝	46.6
		珠海联邦	46.6
一代胰岛素	江苏万邦	10.5	

来源：招标网站，国金证券研究所

- **公司依靠与原研药相同的质量层次（国家技术进步二等奖）、完善专业的学术推广和一站式服务、相对外企低廉的价格，有望在各省招标中取得较大优势，成为人胰岛素进国家基药的最大赢家。**如在 2013 年初的安徽县级医院招标中，公司的主要规格 30R 仅公司与拜耳两家中标。
 - 根据 2012 年和 2013 年的招标结果，公司招标价格有维稳回升趋势，我们判断在今年 7、8 月开始的新基药招标中，公司价格压力不大。
 - 通过基药放量 and 深耕基层，公司有望在胰岛素市场规模整体放大的基础上，进行进口替代，整体胰岛素市占率提高到 20% 以上。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表2: 2012、2013年招标价格稳中回升

产品	规格	2013				2012	
		全军	湖北	陕西	安徽(县级)	贵州	广东(基药)
甘舒霖30R	300IU/3ml/支	48.00	52.24	48.90	43.20	47.75	46.65
甘舒霖30R	400IU/10ml/支	48.00	52.14	48.90	47.53	47.75	46.11
甘舒霖50R	300IU/3ml/支	52.00	55.17	52.30		52.00	50.46
常规重组R	300IU/3ml/支	48.00	51.73	48.90	47.53	47.75	48.17
常规重组R	400IU/10ml/支	48.00	51.56	48.90	47.53	47.75	46.21
精蛋白重组N	300IU/3ml/支	48.00	52.32	48.90	47.53	49.47	
精蛋白重组N	400IU/10ml/支	48.00	52.32	48.90	47.53	47.75	49.06
产品	规格	2011					
		新疆(基药)	新疆军区	吉林(基药)	广西(基药)	河南(基药)	
甘舒霖30R	300IU/3ml/支	46.66	46.70	47.80	45.20	46.89	
甘舒霖30R	400IU/10ml/支	46.66		47.80	45.26	46.22	
甘舒霖50R	300IU/3ml/支	46.66	55.00		52.90		
常规重组R	300IU/3ml/支	46.66	46.70	47.80	44.13		
常规重组R	400IU/10ml/支	46.66		47.80	44.18	46.43	
精蛋白重组N	300IU/3ml/支	46.66	46.50	47.80	44.99		
精蛋白重组N	400IU/10ml/支	46.66	46.50	47.80	44.99		
产品	规格	2011					
		河北	陕西	上海(基药)	贵州	山西	
甘舒霖30R	300IU/3ml/支	45.60	45.52	44.80	44.00	45.52	
甘舒霖30R	400IU/10ml/支	45.73	46.72	44.80	44.00	46.72	
甘舒霖50R	300IU/3ml/支		53.20		52.00	53.20	
常规重组R	300IU/3ml/支		46.80	44.80	44.00	46.80	
常规重组R	400IU/10ml/支		46.72	44.80	44.00	46.72	
精蛋白重组N	300IU/3ml/支		45.52	44.80	45.59	45.52	
精蛋白重组N	400IU/10ml/支		45.52	44.80	44.00	45.52	
产品	规格	2010					
		湖南	辽宁	四川	河北	北京	
甘舒霖30R	300IU/3ml/支	45.20	45.10	44.50	44.80	44.29	
甘舒霖30R	400IU/10ml/支		45.28	44.50	44.34	44.29	
甘舒霖50R	300IU/3ml/支			53.20	53.34	52.96	
常规重组R	300IU/3ml/支	45.66	45.28	44.50	45.72	44.29	
常规重组R	400IU/10ml/支		45.16	44.50	45.85	44.29	
精蛋白重组N	300IU/3ml/支	45.65	45.14	44.00	45.67	44.29	
精蛋白重组N	400IU/10ml/支	45.70	45.34	44.50	45.79	44.29	
产品	规格	2010					
		江西	广东	江苏	浙江	天津	
甘舒霖30R	300IU/3ml/支	45.73	44.90	44.71	45.15	44.81	
甘舒霖30R	400IU/10ml/支	46.72	45.29		45.15	44.81	
甘舒霖50R	300IU/3ml/支	53.60	51.95		50.24	51.68	
常规重组R	300IU/3ml/支	45.99	45.55	44.80	45.15	44.72	
常规重组R	400IU/10ml/支	45.99	45.14		45.15	44.72	
精蛋白重组N	300IU/3ml/支	46.20	44.92		45.15	44.72	
精蛋白重组N	400IU/10ml/支	46.20	45.10		45.15	44.72	
产品	规格	2009					
		河南	新疆	贵州	安徽	甘肃	
甘舒霖30R	300IU/3ml/支		46.70	45.59	43.20	46.00	
甘舒霖30R	400IU/10ml/支		46.70	45.59	43.80	46.00	
甘舒霖50R	300IU/3ml/支			53.60		54.00	
常规重组R	300IU/3ml/支	47.00	46.70	45.59	43.80	46.00	
常规重组R	400IU/10ml/支	47.00	46.70	45.59	43.80	46.00	
精蛋白重组N	300IU/3ml/支		46.70	45.59	43.80	46.00	
精蛋白重组N	400IU/10ml/支		46.70	45.59	43.80	46.00	
产品	规格	2008					
		内蒙古	吉林	湖北	上海	黑龙江	
甘舒霖30R	300IU/3ml/支	49.40	45.85	44.00	46.00	47.90	
甘舒霖30R	400IU/10ml/支		46.00	44.00	46.00	47.90	
甘舒霖50R	300IU/3ml/支	53.00	54.40	52.00		54.40	
常规重组R	300IU/3ml/支		45.85	44.00	46.00	47.90	
常规重组R	400IU/10ml/支	49.40	45.85	44.00	46.00	47.90	
精蛋白重组N	300IU/3ml/支	49.60	45.85	44.00	46.00	47.90	
精蛋白重组N	400IU/10ml/支	49.40	45.85	44.00	46.00	47.90	

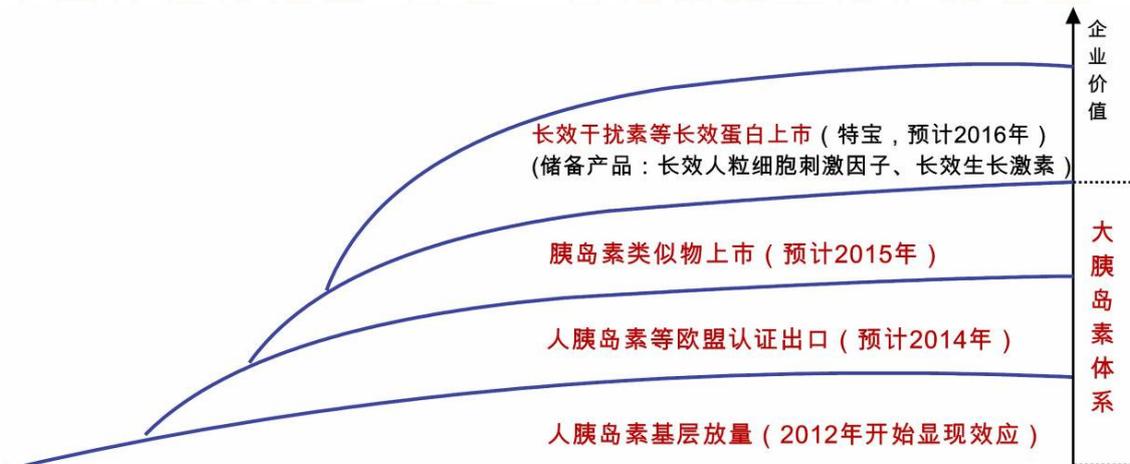
来源: 各省招标网, 国金证券研究所
敬请参阅最后一页特别声明

欧盟认证：强化品牌效应，拓宽出口通道

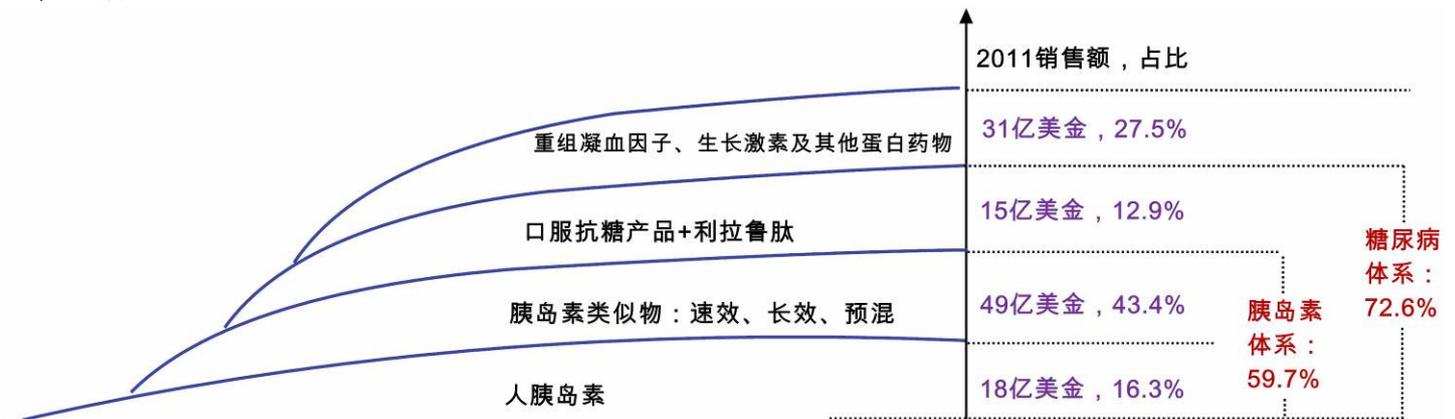
- 人胰岛素在进行出口欧盟认证，我们预计今年上半年现场认证顺利通过，将为原料药出口打开快速通道。人胰岛素原料药出口，通过现场认证后需要等待欧盟批件，预计 2014 年完成；人胰岛素生物仿制药出口，现场认证通过后直接进行 III 期临床试验。
- 欧盟认证一方面可以给公司在国内市场招标加分，凭借国家科技进步二等奖以及通过欧盟认证使公司处于较高的质量层次，避免低价竞争；另一方面可以拓宽公司出口通道，获得数额较大且长期稳定的订单，不需要每新进入一个国家而进行重新认证。
- 公司产品强化品牌效应聚焦打胰岛素体系，聚焦重组蛋白药物，有望成为国内重组蛋白行业龙头，成为“中国的诺和诺德”。

图表3：通化东宝产品叠加，有望成长为中国的“诺和诺德”

通化东宝：



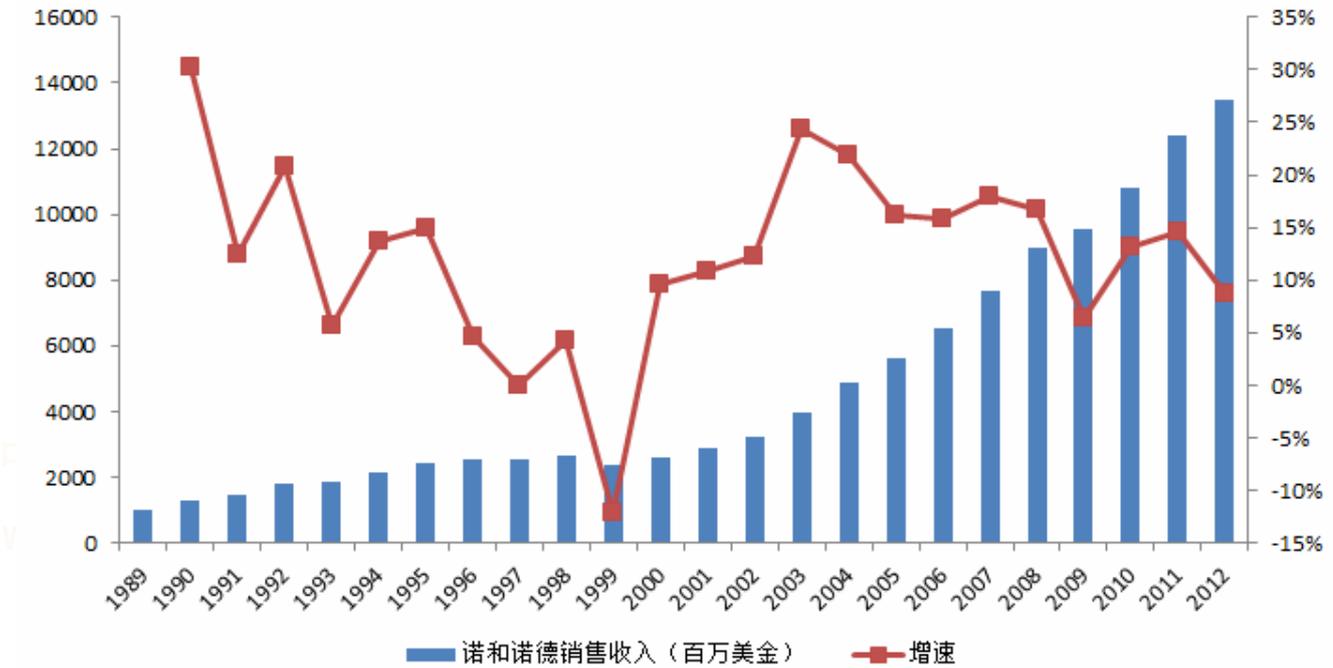
诺和诺德：



来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表4: 诺和诺德销售收入稳步增长, 2012 年达到 135 亿美金



1987 年, 诺和公司开始利用基因工程酵母细胞生产人胰岛素。

1988 年, 诺德公司推出基因工程生产的人生长激素-- Norditropin®。

1998 年, 在美国和许多欧洲国家推出治疗 2 型糖尿病的新型口服药诺和龙®。

1999 年, 推出公司第一个速效胰岛素类似物诺和锐®

1999 年, 推出世界上第一个与专用注射笔配用的液态生长激素 Norditropin® SimpleXx®。

2002 年, 推出诺和锐®-双时相 (预混) 人胰岛素类似物。

2004 年, 长效胰岛素类似物诺和平®上市。

2009 年, 人胰高糖素样肽(GLP-1)类似物 Victoza® (利拉鲁肽) 在欧洲上市。

来源: 公司年报, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	638	784	992	1,235	1,540	2,079	货币资金	63	244	125	291	447	632
增长率	23.0%	26.4%	24.6%	24.7%	24.7%	35.0%	应收账款	399	467	388	744	906	1,223
主营业务成本	-243	-295	-357	-383	-477	-644	存货	187	198	233	246	288	388
%销售收入	38.2%	37.7%	36.0%	31.0%	31.0%	31.0%	其他流动资产	81	145	123	136	169	228
毛利	394	489	634	852	1,063	1,435	流动资产	731	1,054	869	1,417	1,810	2,471
%销售收入	61.8%	62.3%	64.0%	69.0%	69.0%	69.0%	%总资产	33.4%	44.3%	36.5%	50.1%	57.5%	66.1%
营业税金及附加	-8	-5	-7	-8	-9	-13	长期投资	209	139	173	174	173	173
%销售收入	1.2%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,148	1,087	1,233	1,160	1,084	1,007
营业费用	-211	-282	-352	-358	-424	-563	%总资产	52.5%	45.7%	51.8%	41.0%	34.4%	26.9%
%销售收入	33.1%	35.9%	35.5%	29.0%	27.5%	27.1%	无形资产	78	76	75	75	81	87
管理费用	-105	-148	-142	-161	-185	-249	非流动资产	1,455	1,323	1,512	1,411	1,340	1,269
%销售收入	16.4%	18.9%	14.3%	13.0%	12.0%	12.0%	%总资产	66.6%	55.7%	63.5%	49.9%	42.5%	33.9%
息税前利润 (EBIT)	70	55	134	326	445	609	资产总计	2,186	2,377	2,380	2,828	3,150	3,740
%销售收入	11.0%	7.0%	13.5%	26.4%	28.9%	29.3%	短期借款	64	93	79	131	346	430
财务费用	-23	-14	-14	-19	-25	-31	应付款项	76	64	59	164	204	274
%销售收入	3.5%	1.8%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%	其他流动负债	29	6	-2	117	121	128
资产减值损失	-2	-23	-79	0	0	0	流动负债	169	163	136	413	671	833
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	267	122	239	239	239	240
投资收益	144	406	8	5	5	5	其他长期负债	18	14	14	0	0	0
%税前利润	72.5%	95.2%	12.3%	1.6%	1.1%	0.8%	负债	454	299	389	651	910	1,073
营业利润	190	423	49	312	425	583	普通股股东权益	1,700	2,046	1,962	2,147	2,211	2,638
营业利润率	29.8%	53.9%	4.9%	25.2%	27.6%	28.0%	少数股东权益	33	32	29	29	29	29
营业外收支	8	4	18	10	10	10	负债股东权益合计	2,186	2,377	2,380	2,828	3,150	3,740
税前利润	199	427	67	322	435	593	比率分析						
利润率	31.2%	54.4%	6.8%	26.1%	28.3%	28.5%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-26	-64	-7	-35	-48	-65	每股指标						
所得税率	12.8%	15.0%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%	每股收益	0.310	0.469	0.081	0.369	0.499	0.680
净利润	173	363	60	286	387	528	每股净资产	2.956	2.636	2.527	2.766	2.848	3.398
少数股东损益	-5	-1	-3	0	0	0	每股经营现金流	0.279	-0.071	0.250	0.209	0.400	0.333
归属于母公司的净利润	178	364	63	286	387	528	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	28.0%	46.4%	6.3%	23.2%	25.2%	25.4%	回报率						
							净资产收益率	10.49%	17.79%	3.20%	13.34%	17.52%	20.01%
							总资产收益率	8.16%	15.31%	2.63%	10.13%	12.30%	14.11%
							投入资本收益率	2.97%	2.03%	5.15%	11.39%	14.01%	16.24%
							增长率						
							主营业务收入增长率	11.14%	23.00%	26.39%	24.56%	24.70%	35.00%
							EBIT增长率	-26.75%	-22.24%	144.29%	143.74%	36.51%	36.87%
							净利润增长率	141.97%	104.07%	-82.77%	356.68%	35.29%	36.23%
							总资产增长率	-2.89%	8.74%	0.12%	18.82%	11.39%	18.71%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	180.5	154.0	118.3	125.0	120.0	120.0
							存货周转天数	268.0	238.0	220.0	235.0	220.0	220.0
							应付账款周转天数	65.5	52.2	35.0	40.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	595.4	505.3	380.1	283.4	209.3	141.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	15.46%	-1.39%	9.70%	3.62%	6.17%	1.42%
							EBIT利息保障倍数	3.1	3.8	9.4	17.0	18.1	19.7
							资产负债率	20.75%	12.59%	16.34%	23.03%	28.88%	28.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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	0	9	9	10	11
增持	0	4	4	4	22
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.31	1.31	1.30	1.47

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-04-09	增持	13.31	14.00 ~ 16.00
2 2013-04-25	增持	14.91	N/A

来源：国金证券研究所

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



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20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 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%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

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为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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net