

UBS Investment Research

通化东宝

首次覆盖：时势造英雄

■ 基层胰岛素市场有望快速放量

我们认为未来2-3年基层胰岛素市场将迎来快速放量：重组人胰岛素进入新版基药目录大幅减轻了患者的支付压力，是基层胰岛素放量的前提；政府与胰岛素厂商加强对基层医生培训、教育，提高医生对糖尿病的诊疗能力，是放量的促发因素。

■ 通化东宝深耕基层市场多年，有望成为市场快速放量中最受益公司

公司自2009年开始布局基层市场，我们估算已覆盖约3000多家地县级医院，未来将实现地县级医院全覆盖。公司长期在基层市场着力构建营销网络、教育医生，我们相信随着基层胰岛素市场快速放量，公司将最受益。

■ 中国糖尿病患者众多，看好通化东宝未来广阔发展空间

2012年中国约有糖尿病患者9240万人，是世界糖尿病患病人数最多的国家，庞大的患者基数将造就极大的降糖药物市场。通化东宝作为国内胰岛素龙头企业，未来随着胰岛素类似物、口服降糖药物的上市，有望成长为与诺和诺德、礼来并驾齐驱的全球胰岛素专家。

■ 估值：首次覆盖 给予公司“买入”评级，12个月目标价18元

我们预计公司13-15年EPS为0.29/0.42/0.58元。我们根据瑞银VCAM估值（WACC 8.5%）得到目标价18元，对应14年PE 43倍，低于可比公司平均估值47倍，我们认为公司估值合理，给予“买入”评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	784	992	1,272	1,655	2,119
息税前利润 (UBS)	55	134	344	566	727
净利润 (UBS)	21	47	268	393	540
每股收益 (UBS, Rmb)	0.02	0.05	0.29	0.42	0.58
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.17	0.17	0.12	0.18	0.25

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	13.2	13.5	27.1	34.2	34.3
ROIC (EBIT) %	-	6.9	16.0	23.4	26.6
EV/EBITDA (core) x	34.9	27.2	23.2	15.7	12.6
市盈率 (UBS) (x)	>100	>100	51.2	34.9	25.4
净股息收益率 (%)	0.7	2.0	0.8	1.2	1.7

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年11月28日20时26分的股价 (Rmb14.72) 得出。

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.jj@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

全球证券研究报告

中国

药品

12个月评级

买入
之前：未予评级

12个月目标价

Rmb18.00/US\$2.95

股价

Rmb14.72/US\$2.42

路透代码: 600867.SS 彭博代码600867 CH

2013年11月29日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb18.47-8.24/US\$3.02-1.32

市值 Rmb11.4十亿/US\$1.88十亿

已发行股本 776百万 (ORDA)

流通股比例 61%

日均成交量 (千股) 8,183

日均成交额(Rmb 百万) Rmb129.9

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb2.07十亿

市净率 (UBS) 6.6x

净现金 (债务) (Rmb0.35十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 +22.3%

预测股息收益率 1.2%

预测股票回报率 +23.5%

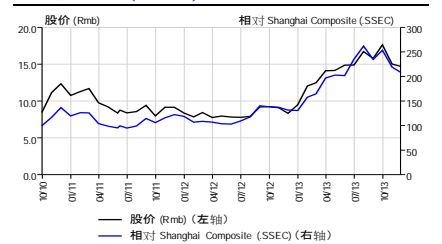
市场回报率假设 9.0%

预测超额回报率 +14.5%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12	12/12
	从	到市场预测		
Q1	-	0.07	-	0.05
Q2	-	0.05	-	0.03
Q3	-	0.08	-	0.06
Q4E	-	0.09	-	(0.08)
12/13E	-	0.29	-	-
12/14E	-	0.42	-	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第 29 页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2013/11/29 06:03

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	3
— 风险	4
— 估值和推导目标价的基础.....	4
— 瑞银预测对比市场一致预期	5
— 敏感性分析.....	6
竞争分析	7
— 行业吸引力评估	7
— 竞争优势	11
— 管理层策略.....	12
糖尿病高发，预计胰岛素产业空间极大	12
— 胰岛素是1型与2型糖尿病治疗必需药物，预计未来成长空间很大	14
— 二代胰岛素市场未来重要增量应会在基层.....	18
通化东宝深耕市场，后续品种潜力大	22
— 通化东宝已完成布局，有能力抓住胰岛素基层市场快速放量机会.....	22
— 看好后续品种潜力大	23
财务分析	25
— 财务分析	25
— 杜邦分析	25
乐观/悲观情景分析	26

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

投资主题

通化东宝是国内胰岛素领域龙头，是世界上第三家成功研发生产重组人胰岛素的企業。我们认为凭借公司多年的技术沉淀和渠道资源的积累，未来能够成长为与诺和诺德、礼来并驾齐驱的全球胰岛素专家。

预计未来3-5年公司将抓住国内胰岛素基层市场快速放量的机遇，快速成长。公司目前市场重心主要在基层地县级医院，已进行市场培育多年，从13年开始有望迎来收获期。我们认为公司在基层市场具备“天时、地利、人和”：

“天时”：政策扶持大大增强了基层市场购买力

- 新农合自 2003 年开始试点，筹资总额从 2005 年的 75 亿元提高到 2012 年 2485 亿元。
- 基层患者支付压力不断减小。2009 年之后，重组人胰岛素被纳入 12 个省级基药增补目录，并最终在 2013 年进入全国基药目录，报销比例不断提升，大大增强了基层市场患者的支付能力。

“地利”：公司长期布局基层市场

公司的主战场在基层地县级医院，经过多年的培育和渠道积累，在基层市场公司已具有一定话语权。我们估计公司目前覆盖各级各类医疗机构5000多家，其中地县级医院3000家，扣除由于地域偏远不能配送的医院，公司基层医疗机构覆盖率接近80%，这是其他任一对手所不能比拟的。胰岛素在基层市场使用的重要限制因素，是基层医生对胰岛素的用药能力。较竞争对手而言，公司更加重视对基层医院医生的教育，例如11年开始公司协办“蒲公英行动-中国糖尿病基层医生培训项目”，为期三年，在26个省自治区直辖市建立培训基地，挑选培训4000名地县级医院内分泌科或内分泌专科医生。这些举动无疑有利于赢得基层医生对东宝产品的认可。

“人和”：产品质量得到国家认可，享受政策红利

自2011年9月1日起，重组人胰岛素将最高零售价统一为65元/支。对通化东宝产品“甘舒霖”而言，从原最高零售价59.9元提价至65元/支；对外资产品则是从原最高零售价73.1元/支降价。最高零售价的统一，意味着通化东宝为代表的国产胰岛素质量得到国家层面认可。通化东宝享受政策红利，分地区逐步提高产品价格。通过我们测算，我国二代胰岛素理论市场规模将达到1000亿元，我们预计通化东宝凭借对基层市场的多年投入，未来销售规模将超过300亿元，成长空间极大。

关键催化剂

- 更多省份陆续进行新一轮基药招标，且公司中标，快速扩大基层市场；
- 胰岛素类似物临床试验进展顺利，如期获得生产文号。

风险

我们认为可能的风险包括：

- 二代胰岛素基层销售速度慢于预期；
- 三代胰岛素研发进展慢于预期；

估值和推导目标价的基础

公司盈利预测

我们预测公司2013-1015年销售收入分别为12.7/16.6/21.2亿元，归母净利润为2.7/3.9/5.4亿元，EPS分别为0.29/0.42/0.58元，CAGR41%左右。2013年关键假设如下：

- 二代重组人胰岛素业务收入10.1亿元，同比增长32%；
- 塑钢窗业务收入1.2亿元，同比增长15%。

估值与投资评级

我们根据瑞银VCAM给通化东宝估值（WACC 8.5% ,具体估值条件参见图1），得到目标价为18元。

我们将VCAM 估值结果对应的PE水平与可比公司（A股中生物制药公司）进行了比较。我们的目标价18元对应PE为43倍（基于2014 年预测业绩），低于可比公司平均估值水平47倍，我们认为目标价合理。给予“买入”评级。

表1: 可比公司估值

证券简称	证券代码	EPS			当前股价	PE		
		2012	2013E	2014E		2012E	2013E	2014E
长春高新	000661.SZ	2.28	2.45	3.26	103.97	46	43	32
智飞生物	300122.SZ	0.54	0.67	0.88	48.51	89	73	55
上海莱士	002252.SZ	0.46	0.47	0.56	30.29	66	64	54
平均						67	60	47
通化东宝	600867.SH	0.05	0.29	0.42	14.72	245	51	37

数据来源：万得资讯，瑞银证券估算，股价以11月28日收盘价为准，除通化东宝业绩为瑞银证券预测外，其余公司业绩预测为万得资讯提供的市场一致预期。

图1: UBS-VCAM 对通化东宝[600867.SS]的估值摘要

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	293	475	589	723	890	745	910	1,105	1,334	1,601
折旧及摊销*	175	193	213	234	258	204	215	219	212	188
资本支出	(221)	(233)	(246)	(270)	(295)	(244)	(291)	(344)	(404)	(471)
运营资本变动	(323)	(187)	(315)	(374)	(380)	(587)	(678)	(822)	(990)	(1,185)
所得税(营运)	(33)	(53)	(66)	(80)	(99)	(112)	(148)	(193)	(250)	(320)
其他	(8)	(11)	(14)	(16)	(18)	(24)	(30)	(36)	(43)	(52)
自由现金流	(118)	184	161	218	354	(18)	(22)	(72)	(142)	(238)
增长		NM	-12.3%	35.1%	62.8%	-105.1%	NM	NM	NM	NM

估值	
明计现金流现值	314
期末价值(第25年)现值	12,812
企业价值	13,125
占永续价值百分比	98%
联营公司及其他	191
-少数股东权益	39
现金盈余**	2
-债务***	410
权益价值	12,869
已发行股数[m]	776.2
每股权益价值(Rmb/股)	16.60
权益成本	8.6%
股息收益率	0.2%
1年期目标价(Rmb/股)	18.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	22.3%	16.0%	12.0%
息税前利润率	17.0%	14.8%	12.0%
资本支出/销售收入	5.0%	4.0%	4.0%
投资资本回报率	16.8%	14.2%	12.1%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值 / 息税前利润	28.0x	19.6x	20.5x
企业价值 / 息税前利润	44.8x	27.6x	29.1x
自由现金流收益率	NM	1.4%	1.1%
市盈率(现值)	57.6x	41.2x	42.9x
市盈率(目标)	62.5x	44.8x	46.5x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.00%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.93
债务/权益比	3.6%
边际税率	25.0%
权益成本	8.6%
债务成本	6.3%
WACC	8.5%

期末假设值	
VCH(年数)	25
对应的自由现金流增长	8.3%
投资资本回报率增幅	9.2%
企业价值 / 息税前利润	7.0x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

瑞银预测对比市场一致预期

市场认为公司:

- 1) 销售能力一般: 公司在重组人胰岛素市场中占据的份额小, 因此不少投资者不认可公司的销售能力;
- 2) 产品老化: 胰岛素类似物(所谓“第三代胰岛素”)比重组人胰岛素(“第二代胰岛素”)更先进。进口的胰岛素类似物已经开始销售, 国内的竞争对手(甘李药业)也已推出类似产品; 待通化东宝的胰岛素类似物上市之时, 在市场上已不是新品种;

3) 面临较大竞争压力：其它国内企业如联邦药业也已进入重组人胰岛素市场，将对通化东宝形成较大的竞争压力。

对于以上三点，我们与市场有不同的看法：

我们认为公司销售能力很强：尤其在机会最大的基层市场，公司投入极大精力，成效良好。为何很大一部分投资者不认可公司销售能力？因为投资者通常可及的数据库均主要以城市医院（尤其是三甲医院）作为样本。例如，PDB数据库12年样本医院销售数据显示，二代胰岛素的市場格局中，公司仅占比9%。但这个数据未能反映市场的真实情况和公司的销售能力，原因在于公司销售重心在基层市场，而非城市三甲医院。公司重组胰岛素销售收入05-11年复合增速达43%，12年二代胰岛素销售约7亿元，我们估算市场份额已攀升至16%，这证明公司的销售能力很强。

公司在胰岛素类似物上，仍有实现“进口替代”的可能：通化东宝已经在重组人胰岛素（“二代胰岛素”）上部分实现了进口替代，三代胰岛素虽然上市时间较晚，但我们认为公司凭借产品高性价比的优势，将能够冲击已有的市场格局，再次实现进口替代。

公司与其它国内企业的关系，更多地是“共同做大”，而非“零和竞争”：二代重组胰岛素增补进入新版基药目录，市场规模有望大幅增长。我们认为现阶段对于国内企业（如东宝和联邦）而言，更多的是共同分享基药放量的红利，而非“零和竞争”。

表2: 瑞银预测对比市场一致预期

百万元	2013E	2014E	2015E
营业收入			
瑞银预测	1,272	1,655	2,119
市场预期	1,281	1,609	2,016
差幅	-1%	3%	5%
每股净收益（元）			
瑞银预测	0.29	0.42	0.58
市场预期	0.3	0.42	0.57
差幅	-3%	0%	2%

数据来源：Wind，瑞银证券估算

敏感性分析

二代胰岛素业务是公司最大的利润来源，12年实现收入约7.6亿元，占公司总收入的77%。我们对二代胰岛素业务做敏感性分析，结果如下：

表3: 敏感性分析

二代胰岛素销售收入 (亿元)	13EPS (元)
8	0.26
9	0.27
10	0.29
11	0.3
12	0.32

数据来源: 瑞银证券估算

竞争分析

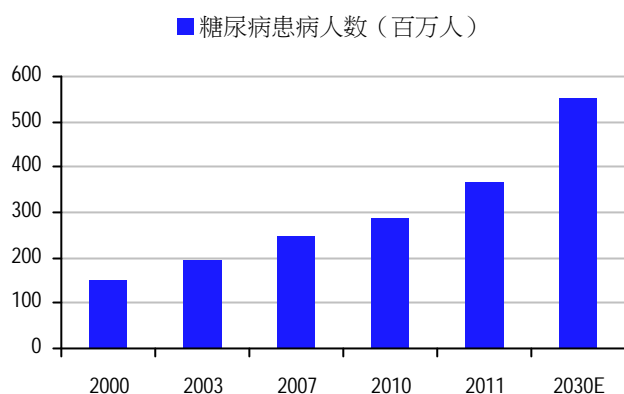
行业吸引力评估

中国糖尿病患者数量全球最多, 降糖药物市场空间极大

2011年全球共有糖尿病患者3.7亿人, 同比2010年增长28%, 患病率为8.3%; 2011年因糖尿病致死460万人, 是全球第三大致死疾病。糖尿病领域用药市场空间极大, 11年全球降糖药物市场销售规模超400亿美元, 医疗费用支出达4650亿美元(占总疾病开销的11%), 患者人均花费1274美元。

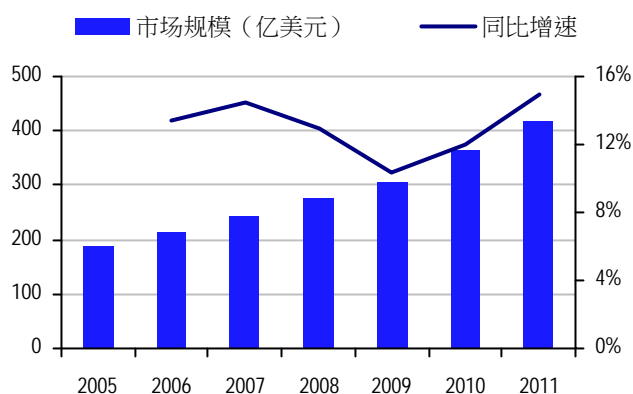
全球糖尿病局势急剧恶化。2010年, IDF预计2025年全球糖尿病人接近3.8亿人, 然而2011年实际统计结果是患病人数约3.7亿人, 远超IDF预期。我们认为目前糖尿病发病情况急剧恶化, 降糖药物市场空间极大。

图2: 2011年全球糖尿病患者人数3.7亿人, 同比增28%



数据来源: IDF

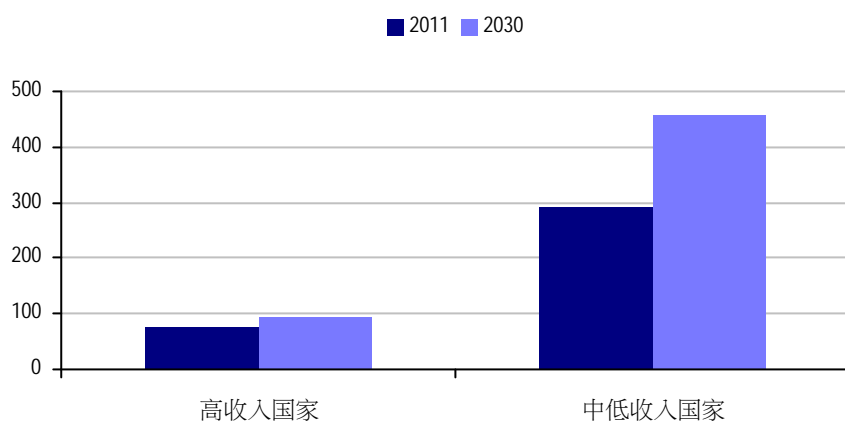
图3: 全球降糖药物市场销售规模超400亿美元



数据来源: IMS

糖尿病患者主要来自于发展中国家与欠发达国家。由于中低收入国家拥有更大的人口基数, 受人口老龄化及生活方式的改变等因素的影响, 糖尿病患者占全球的80%。我们预计未来糖尿病的新增患者也主要来自于中低收入国家。

图4:糖尿病患者80%来自中低收入国家（百万人）



数据来源：IDF

值得注意的是2012年中国糖尿病患者已达9240万人，是世界上糖尿病患者最多的国家，我国的糖尿病病情十分严峻，降糖药物面临极好的市场机遇。

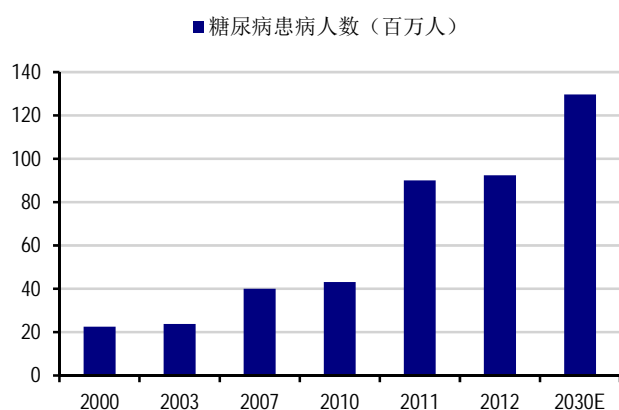
表4: 中国是世界上糖尿病患者最多国家，占全球患者的25%

排序	2012		2030	
	国家	患病人数（百万人）	国家	患病人数（百万人）
1	中国	92.4	中国	129.7
2	印度	63.0	印度	101.2
3	美国	24.1	美国	29.6
4	巴西	13.4	巴西	19.6
5	俄罗斯	12.7	孟加拉	16.8
6	墨西哥	10.6	墨西哥	16.4
7	印尼	7.6	俄罗斯	14.1
8	埃及	7.3	埃及	12.4
9	日本	7.1	印尼	11.8
10	巴基斯坦	6.6	巴基斯坦	11.4

数据来源：IDF

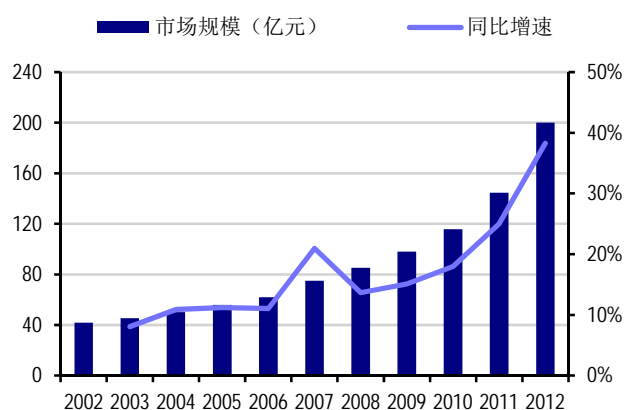
2012年中国共有糖尿病患者9,240万人，同比2011年增长3%，患病率达9.4%，超出全球患病率1.1个百分点；2012年糖尿病医疗费用支出约250亿美元，其中糖尿病药物销售金额接近200亿元。我们认为糖尿病用药市场的快速增长的原因除患者数增加外，胰岛素等创新药物进入医保目录，减轻患者经济负担，也是降糖药物市场高速增长的重要因素。

图5:2012年中国糖尿病患者约9240万



数据来源: IDF

图6:中国糖尿病药物市场规模接近200亿元



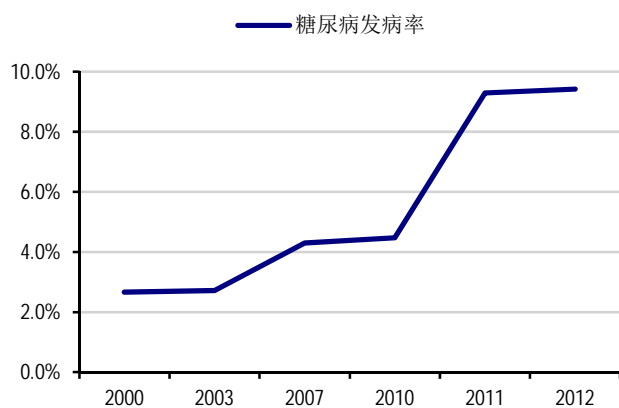
数据来源: 瑞银证券估算

目前中国同时面临人口老龄化、城镇化、饮食结构改变以及运动量不断下降等问题，糖尿病发病率不断攀升，12年约9.4%。

糖尿病是典型的与老龄化相关的疾病。将糖尿病与前驱糖尿病按年龄段分类，60岁以上年龄段的发病率是40-59岁年龄段的1倍以上。

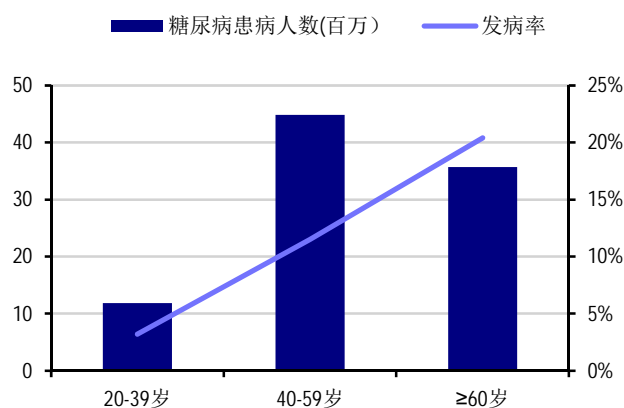
而我国正面临极严重的人口老龄化趋势，且预计该趋势将延续整个世纪。自1999年中国进入老龄社会开始，老年人口数量不断增加，老龄化程度持续加深，我们根据卫生部数据估算，到2100年，65岁以上的老年人口将占总人口的31.09%。考虑到不断攀升的糖尿病发病率，我们预计未来的老年糖尿病患者将接近9000万人。我们相信庞大的患者人数将使降糖药市场成长空间非常大。

图7:中国糖尿病发病率加速上升



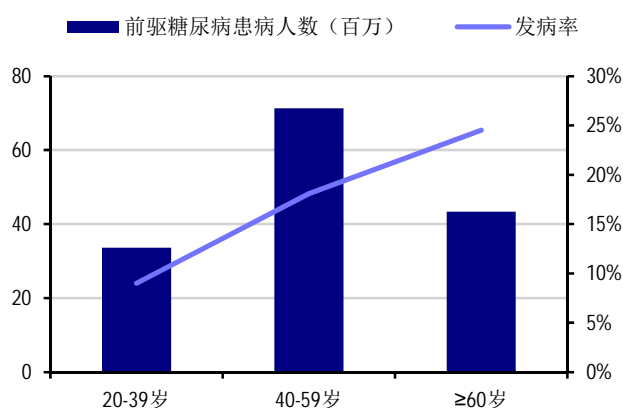
数据来源: IDF

图8:中国糖尿病发病率随年龄增长快速提高



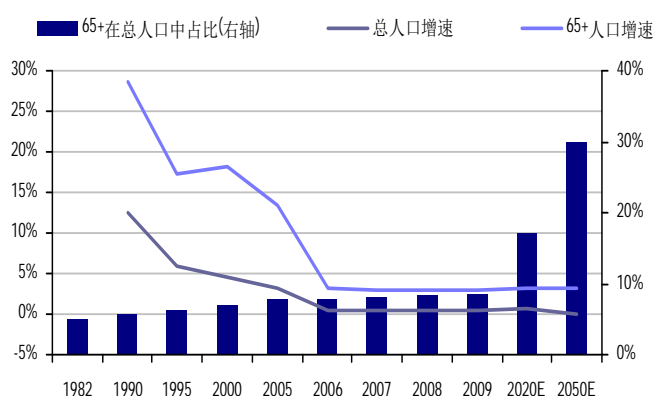
数据来源: IDF

图9:中国前驱糖尿病发病率随年龄增长快速提高



数据来源: IDF

图10:预计中国老龄化人口增速将持续高于总人口增速

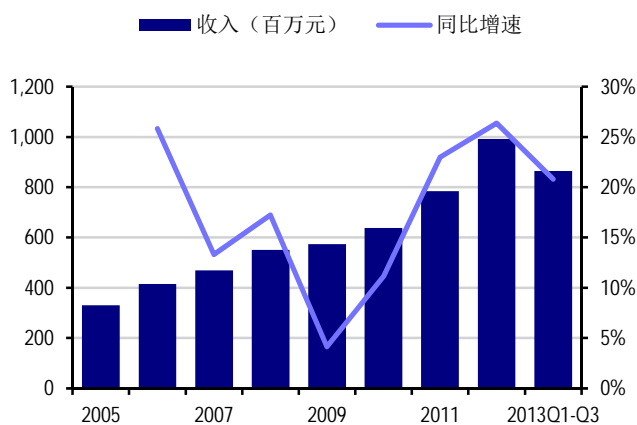


数据来源: 卫生部, 瑞银证券估算

通化东宝为国内二代胰岛素龙头, 未来 2-5 年有望高速增长

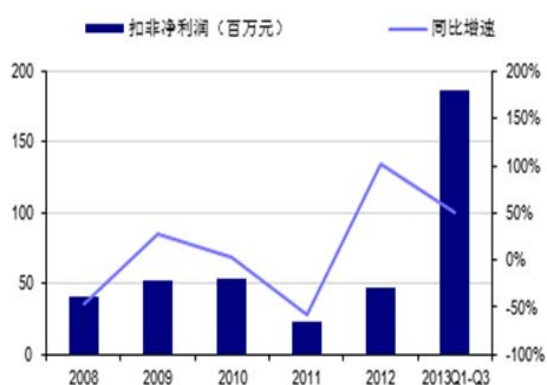
通化东宝主要产品为二代重组人胰岛素, 是全球第三家能够生产重组人胰岛素的企业 (最初的两家为诺和诺德和礼来), 也是迄今为止我国胰岛素产业的领军企业, 公司产品质量与进口产品相一致, 2011年9月1日起与外资药企享有统一最高零售价65元/支 (原最高零售价59.9元/支), 拉动公司业绩快速增长。2012年公司收入10亿元, 同比增长26%, 归属于上市公司股东扣非净利润4700万元, 同比增长102%。

图11: 2012年收入10亿元, 同比增长26%



数据来源: 公司公告

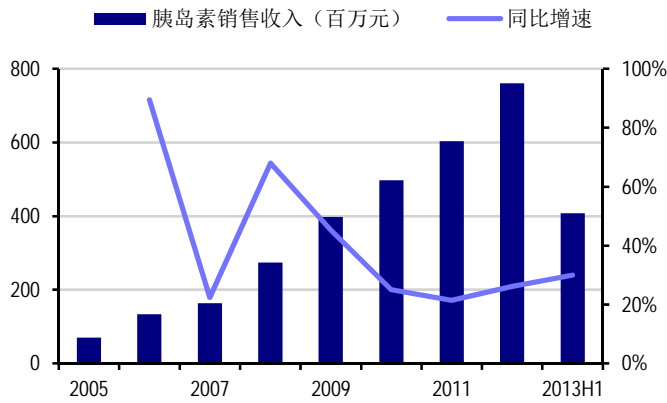
图12: 2012年扣非净利润4700万元, 同比增长102%



数据来源: 公司公告

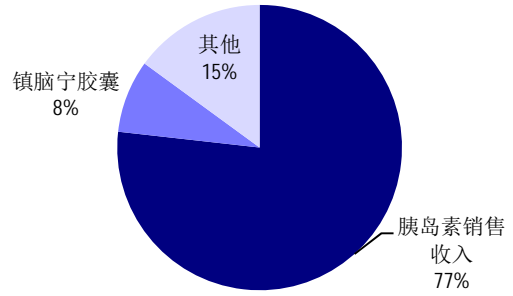
2012年公司胰岛素产品收入7.6亿元, 同比增长26%, 占总收入的77%。

图13: 2012年公司胰岛素销售已现向上拐点



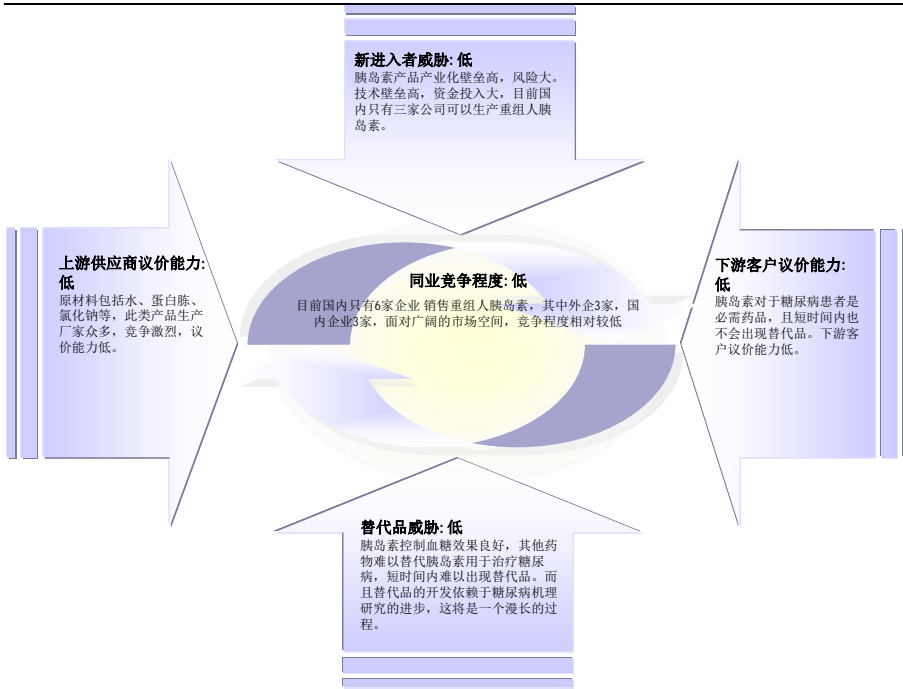
数据来源: 公司公告

图14: 2012年胰岛素销售收入占总收入的77%



数据来源: 公司公告

图15: 通化东宝波特五力分析



数据来源: Michael Porter, 瑞银证券

竞争优势

- 营销网络优势:** 公司已专注于基层市场多年, 目前已拥有销售人员813人, 未来为了扩大基层覆盖面还可能继续扩大营销队伍。而公司在基层的营销网络优势正契合未来几年基层诊疗需求释放的良机, 我们相信公司将迎来收获季。
- 技术优势:** 公司是全球第三家同时拥有二代胰岛素和三代胰岛素生产技术的企业, 公司经过多年的技术积累, 产业化经验丰富, 与诺和诺德、礼来、拜耳在二代胰岛素市场中相比, 综合生产成本最低。

管理层策略

1. **加强基层市场营销，提高市场份额。**公司重组人胰岛素产品具有较高性价比，在基层市场发展潜力很大。公司把营销重点放在基层地县级医院和社区，市场活动聚焦在基层，确保基层销售覆盖，以上措施有助于确保销售继续良好增长，提高市场份额；
2. **加强研发投入，完善产品梯队。**加快胰岛素类似物研发和申报工作，加强企业持续自主创新能力，优化产品结构，提升企业核心竞争力；将厦门特宝生物工程股份有限公司作为高端技术产品的核心基地，继续开展国家 I 类新药长效蛋白质药物的临床研究工作；加强自主创新的能力，不断完善产品梯队。

糖尿病高发，预计胰岛素产业空间极大

人口老龄化与不健康的生活习惯是糖尿病的最大诱因。在老龄化与城镇化的背景下，12年中国糖尿病患者达9,240万人，居全球之首。我们认为中国糖尿病患者基数庞大，相关治疗药物面临非常好的投资机会，尤其是胰岛素。

糖尿病是威胁生命的第三大疾病

糖尿病是一种慢性代谢性疾病，由于胰腺功能病变而导致胰岛素分泌不足或者胰岛素抵抗，从而引发的代谢紊乱综合征。临床上以高血糖为主要特征，糖尿病难以痊愈，需终生用药，其引起的许多并发症是导致患者死亡的主要因素。

糖尿病的种类 按照糖尿病的发病机理主要分为1型糖尿病、2型糖尿病、妊娠糖尿病及其他特殊类型的糖尿病。其中2型糖尿病患者比例在90%以上。

表5:糖尿病种类

疾病类型	病理	发病人群	比例
1型糖尿病	由于胰岛beta细胞遭到破坏，而导致胰岛素的绝对不足	多发于儿童和青少年	约10%
2型糖尿病	以胰岛素抵抗为主伴相对胰岛素不足，或胰岛素分泌缺陷为主伴胰岛素抵抗	多发于成年人，多在35-40岁发病	约90%
妊娠糖尿病	妇女在怀孕期间患上的糖尿病或糖耐量异常	怀孕	较低
其他类型糖尿病	胰岛β细胞功能基因异常；胰岛素受体基因异常。	发病于某些具有遗传病史或发生感染的特殊人群	较低

数据来源：瑞银证券估算

糖尿病的诊断标准 目前我国采用世界卫生组织（WHO）1999年的标准。诊断指标为空腹血糖与餐后2小时血糖。当空腹血糖≥7.0毫摩尔/升或者餐后2小时血糖≥11.1毫摩尔/升时，确诊为糖尿病；当空腹血糖介于6.1至7.0毫摩尔/升，为空腹血糖受损；当餐后2小时血糖介于7.8至11.1毫摩尔/升为糖耐量降低。

空腹血糖受损与糖耐量降低是正常人向糖尿病过渡的状态，将来发展为2型糖尿病的概率非常大，每年约有5-8%的糖耐量降低者发展成为2型糖尿病，属于前驱糖尿病。

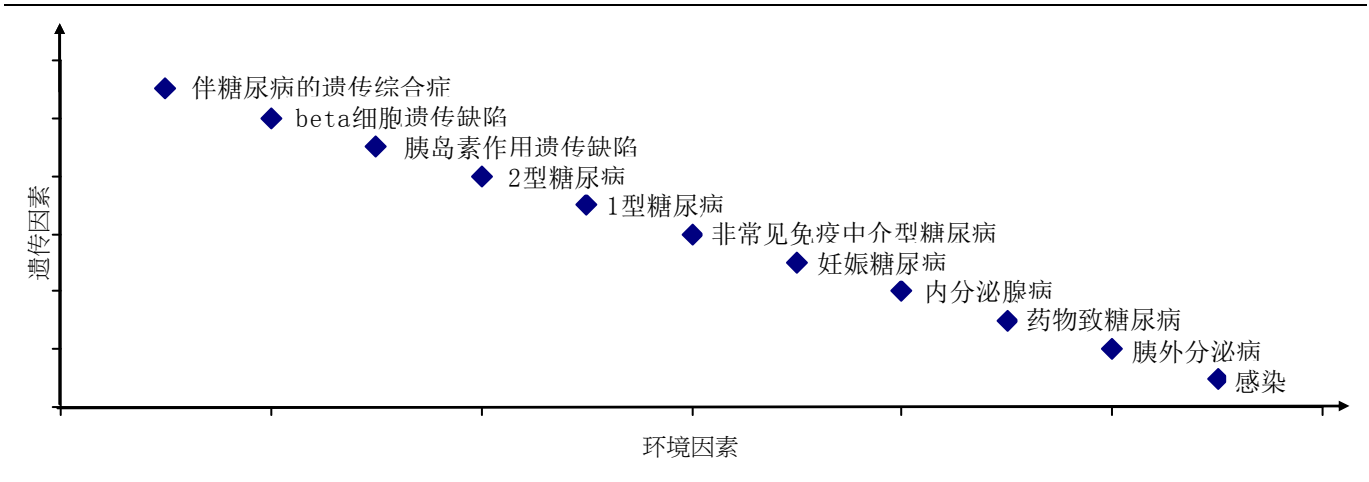
表6: 糖尿病诊断标准

糖尿病	静脉血浆葡萄糖水平 (毫摩尔/升)
1.糖尿病症状 (典型症状包括多饮、多尿和不明原因的体重下降) 加	
1) 随机血糖 (不考虑上次用餐时间, 一天中任何时间的血糖)	≥11.1
或者	
2) 空腹血糖 (至少8小时没有进食热量)	≥7.0
或者	
3) 葡萄糖负荷后2小时血糖	≥11.1

数据来源: 中国2型糖尿病防治指南 (2010)

糖尿病的病因可概括为两类: 遗传因素与环境因素。糖尿病是同时受到遗传因素和环境因素共同作用的疾病, 不同类别的糖尿病主导因素不同。Beta细胞遗传缺陷为遗传因素导致的, 而化学毒物导致的糖尿病则是环境因素导致的。

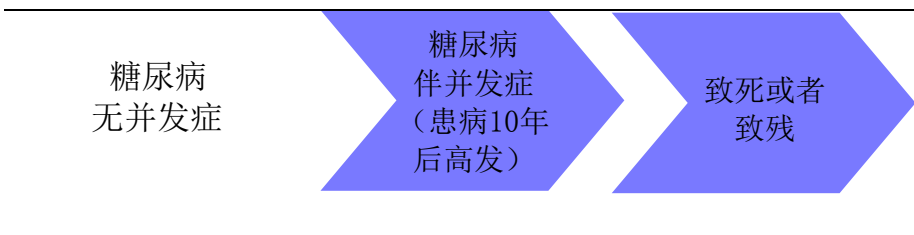
图16: 糖尿病是遗传因素与环境因素共同作用的结果



数据来源: 《糖尿病诊断与预防新概念》

糖尿病并发症最终导致患者死亡。糖尿病病程长, 经历无并发症糖尿病、伴有并发症糖尿病阶段, 最终走向死亡或残疾。无并发症糖尿病阶段可持续10年之久, 但10年之后, 出现并发症的机率将达78%, 并发症明显增加, 最终导致患者死亡或残疾。

图17: 糖尿病经历无并发症糖尿病、伴并发症糖尿病阶段, 最终致死或致残



数据来源: 瑞银证券整理

神经病变、眼部病变及肾脏病变是排名前三位的糖尿病并发症。对于2型糖尿病患者而言，出现并发症的概率大，及早采用胰岛素控制血糖浓度是预防并发症发生的有效手段。

表7: 中国糖尿病并发症（患病率%）

糖尿病类型	高血压	脑血管病变	心血管病变	糖尿病足	眼部病变	肾脏病变	神经病变
1型糖尿病	9.1	1.8	4	2.6	20.5	22.5	44.9
2型糖尿病	34.2	12.6	17.1	5.2	35.7	34.7	61.8
总计	31.9	12.2	15.9	5	34.3	33.6	60.3

数据来源：《糖尿病诊断与预防新概念》

胰岛素是 1 型与 2 型糖尿病治疗必需药物，预计未来成长空间很大

- 1型糖尿病由于是胰岛素的绝对分泌量不足所致，所以只能依靠补充外源胰岛素维持生命。
- 对于2型糖尿病患者来说，随着病程的不断加深，血糖有逐渐升高的趋势，需要多种药物联合治疗。原来的治疗方案是患者在口服降糖药不再能控制血糖浓度的时候才使用胰岛素，但目前的医学观点认为应尽早采用胰岛素有效控制血糖，将能有效预防糖尿病并发症的发生。基本上所有2型糖尿病患者都需要使用胰岛素。

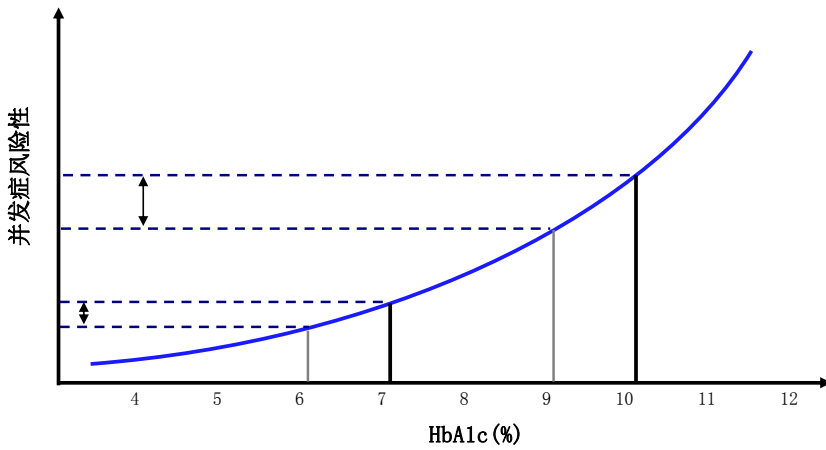
在经济条件允许的条件下，患者尽早应用胰岛素来控制血糖，可大大降低患并发症的风险，有利于控制病情。当糖化血红蛋白浓度从10%降低到9%的时候，对减低并发症发生风险的影响要明显大于从7%降低到6%。**我们认为随着2型糖尿病患者应用胰岛素的时点提前，将促使胰岛素用量的增加。**

表8: 2型糖尿病防治指南建议及早启动胰岛素治疗

胰岛素的起始治疗注意项目	
1	1型糖尿病患者在发病时就需要胰岛素治疗，而且需终身胰岛素替代治疗
2	2型糖尿病患者在生活方式和口服降糖药联合治疗的基础上，如果血糖仍然未达到控制目标，即可开始口服药和胰岛素的联合治疗。一般经过较大剂量多种口服药联合治疗后HbA1c仍大于7.0%时，就可以考虑启动胰岛素治疗
3	对新发病且与1型糖尿病鉴别困难的消瘦的糖尿病患者，应该把胰岛素作为一线治疗药物
4	在糖尿病病程中（包括新诊断的2型糖尿病患者），出现无明显诱因的体重显著下降时，应该尽早使用胰岛素治疗
5	根据患者的具体情况，可选用基础胰岛素或预混胰岛素起始胰岛素治疗

数据来源：中国2型糖尿病防治指南（2010版）

图18: 血糖控制不达标将显著增大并发症风险

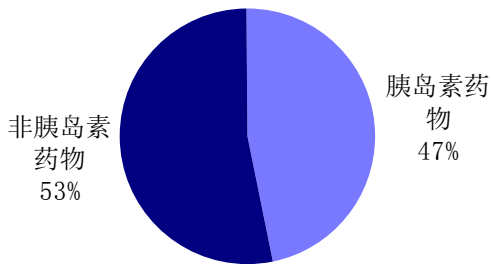


注: HbA1c是指糖化血红蛋白,其浓度是糖尿病的诊断指标;HbA1c当从10%降低到9%,对减低并发症发生风险的影响要大于从7%降低到6%

数据来源: 中国2型糖尿病防治指南(2010版)

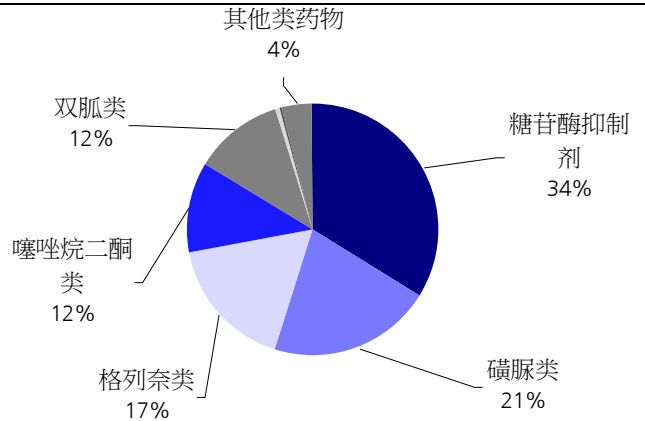
目前降糖药物的格局为非胰岛素类药物占据53%的市场份额,胰岛素药物占据47%。非胰岛素治疗药物中, α 糖苷酶抑制剂占市场份额最大,达34%。

图19: 中国降糖类药物市场格局



数据来源: PDB

图20: 中国非胰岛素类药物市场格局

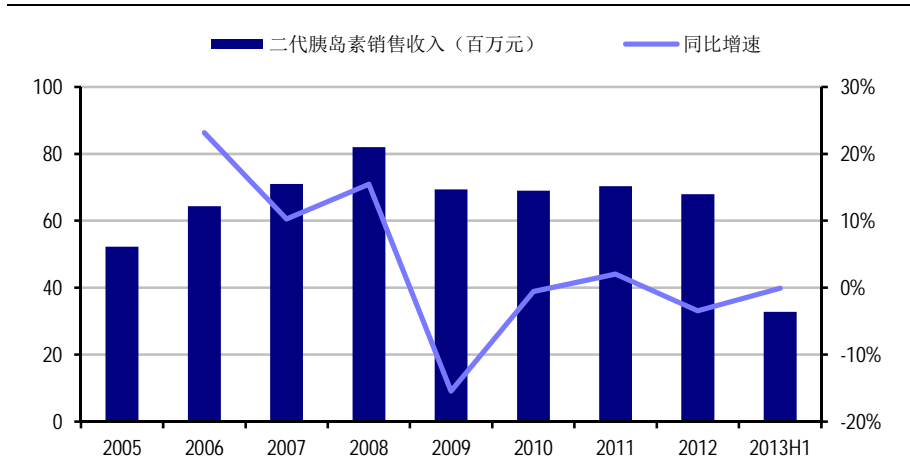


数据来源: PDB

按胰岛素的发展顺序划分将胰岛素产品分为三代:

- 第一代胰岛素为动物胰岛素,是从动物的胰腺组织提取的胰岛素,去掉杂质及其他蛋白质成分纯化得到。由于动物胰岛素效价低,抗原性强,易于引起过敏反应,在发达国家已经很少应用。由于其价格便宜,我国基层医疗机构目前还在使用。动物胰岛素占胰岛素整体份额约1%。
- 第二代胰岛素为重组人胰岛素,是利用转基因技术和生物工程技术,经酵母菌或者大肠杆菌发酵生成重组人胰岛素。重组人胰岛素的免疫原性低,副反应最低,不具有动物传媒感染的危险性,是动物胰岛素良好的替代产品,价格稍高于动物胰岛素,是目前最常用的胰岛素药物,但在城市医院的销售已经进入平台期。我们认为二代胰岛素的机遇在基层市场。

图21: 样本医院二代胰岛素销售已进入成熟期



数据来源: PDB

表9: 重组人胰岛素药物种类

通用名	商品名	类别	成分	公司
普通胰岛素	诺和灵R	短效	常规胰岛素	诺和诺德
	优泌林R			礼来
	重合林R			拜耳
	甘舒霖R			通化东宝
	优思灵R			联邦制药
中性鱼精蛋白锌胰岛素 (或: 低精蛋白锌胰岛素; NPH)	诺和灵N	中效	NPH	诺和诺德
	优泌林N			礼来
	重合林N			拜耳
	甘舒霖N			通化东宝
	优思灵N			联邦制药
中性可溶性人胰岛素-低精蛋白锌人胰岛素	诺和灵30R	预混	70%NPH+30%常规胰岛素	诺和诺德
	诺和灵50R		50%NPH+50%常规胰岛素	
	优泌林70/30		70%NPH+30%常规胰岛素	礼来
	重合林M30		70%NPH+30%常规胰岛素	拜耳
	优思灵30R		70%NPH+30%正规胰岛素	联邦制药
	优思灵50R		50%NPH+50%正规胰岛素	
	甘舒霖30R		70%NPH+30%正规胰岛素	通化东宝
甘舒霖50R	50%NPH+50%正规胰岛素			

数据来源: 各公司网站

- 第三代胰岛素为胰岛素类似物, 是利用基因突变技术对胰岛素基因进行改造, 从而改善胰岛素人体吸收的过程。胰岛素类似物因其良好的药用性能, 逐渐被患者和医生所接受。在国外, 胰岛素类似物的销售额在2005年首次超过重组人胰岛素, 引领胰岛素市场的增长。

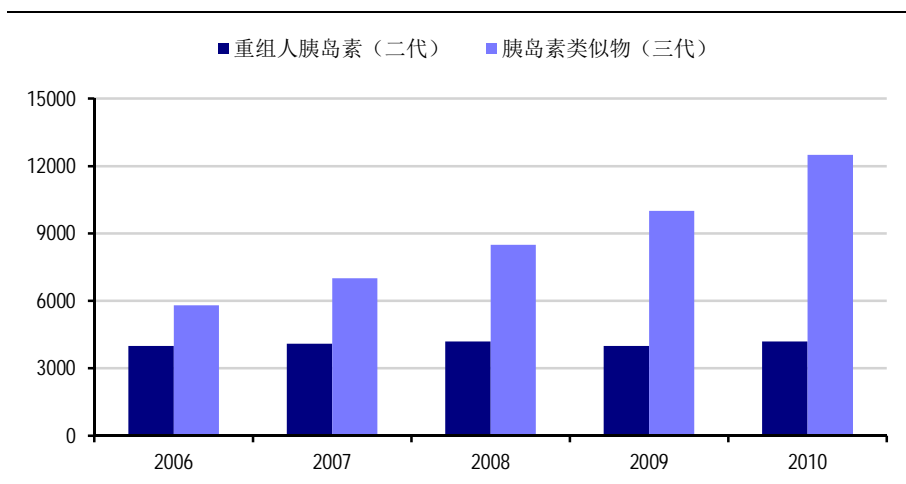
第三代胰岛素根据起效时间，可分为速效胰岛素和长效胰岛素。速效胰岛素主要包括门冬胰岛素和赖脯胰岛素，起效时间快；长效胰岛素主要包括甘精胰岛素和地特胰岛素，药物作用持续时间长。

表10: 第三代胰岛素分类

类型	通用名	起效时间	峰值时间	持续时间	主要生产商
速效胰岛素	门冬胰岛素	10-15分钟	1-2分钟	4-6小时	诺和诺德
	赖脯胰岛素	10-15分钟	1-1.5分钟	4-5小时	礼来、甘李药业
长效胰岛素	甘精胰岛素	2-3小时	无峰	30小时	赛诺菲、甘李药业
	地特胰岛素	2-3小时	3-14小时	24小时	诺和诺德

数据来源：各公司网站，瑞银证券整理

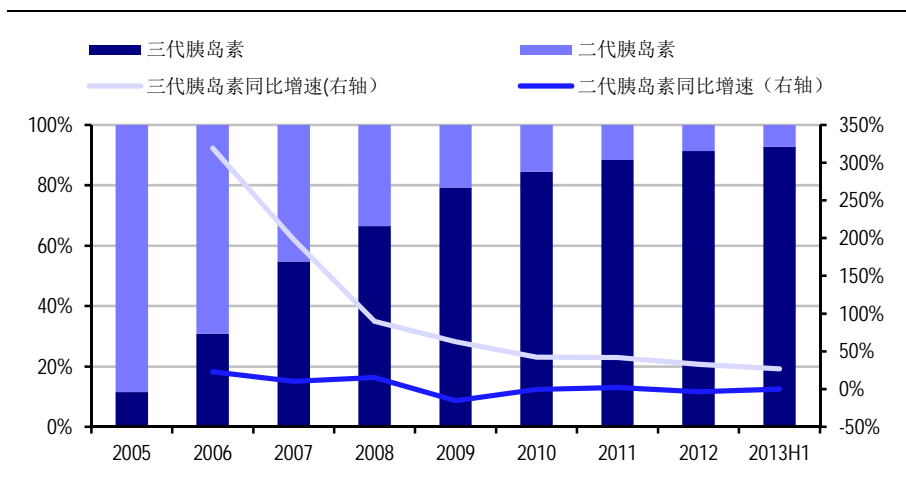
图22: 三代胰岛素引领全球胰岛素高速增长（百万美元）



数据来源：IMS，瑞银证券估算

- PDB样本医院数据显示，12年城市胰岛素市场主要由三代胰岛素所占据，二代胰岛素仅占比9%。二代胰岛素在城市医院已基本不增长，三代胰岛素则维持30%以上的增速。

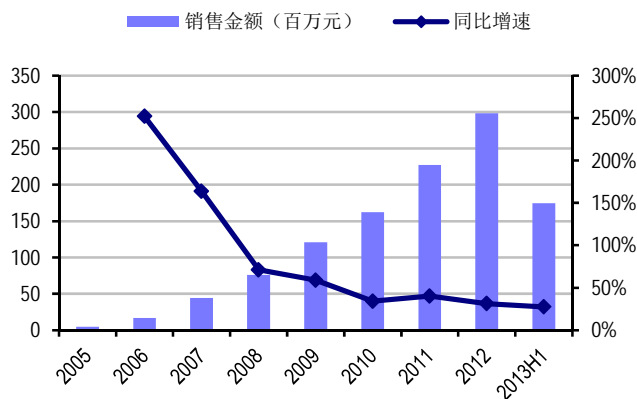
图23: 预计三代胰岛素将维持30%以上的增速



数据来源：PDB

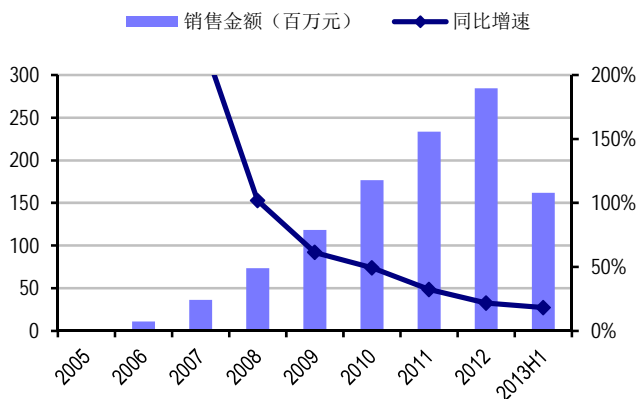
PDB的样本医院（主要是城市三级医院）数据显示，2013年上半年，甘精胰岛素同比增长27%，门冬胰岛素同比增长18%，赖脯胰岛素同比增长46%，地特胰岛素同比增长53%。

图24: 甘精胰岛素05-12年复合增速为80%



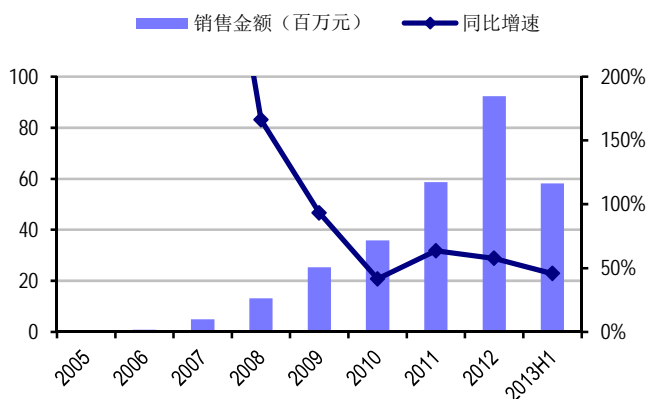
数据来源: PDB

图25: 门冬胰岛素05-12年复合增速为103%



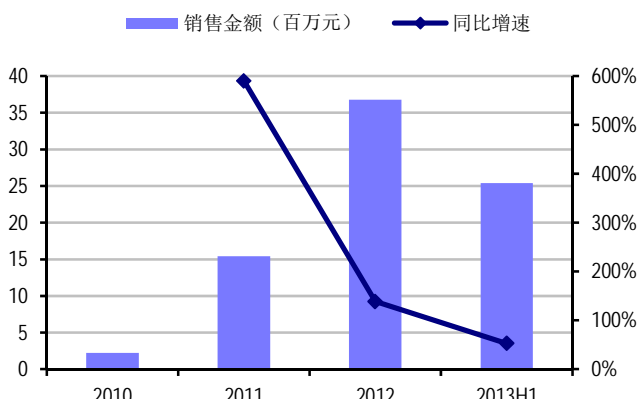
数据来源: PDB

图26: 赖脯胰岛素05-12年复合增速为80%



数据来源: PDB

图27: 地特胰岛素10-12年复合增速306%



数据来源: PDB

二代胰岛素市场未来重要增量应会在基层

伴随着新农合筹资水平的不断提升，二代胰岛素被增补进入新版基药目录等大环境的变化，我们认为基层市场将是我国未来3-5年二代胰岛素的重要增量来源。

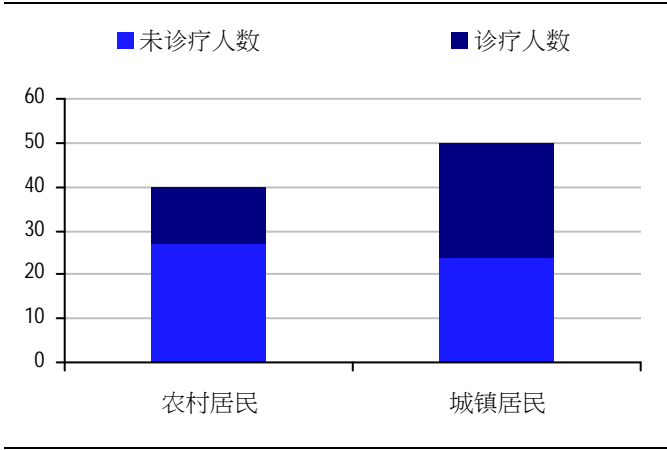
预计糖尿病未来就诊增量主要来自于基层

基层患者诊疗率低至32%,未来有望大幅提高

中国糖尿病患者人数占全球患者人数的25%，但医疗费用总额仅占全球总费用的4%，人均医疗费用仅相当于全球平均费用的15%。2009年我国的糖尿病患者胰岛素的年人均使用量仅为2单位。与之对照，美国人均使用量为250单位，日本50单位，印度也为我国使用量的三倍。可见，中国诊疗率和治疗水平都偏低。

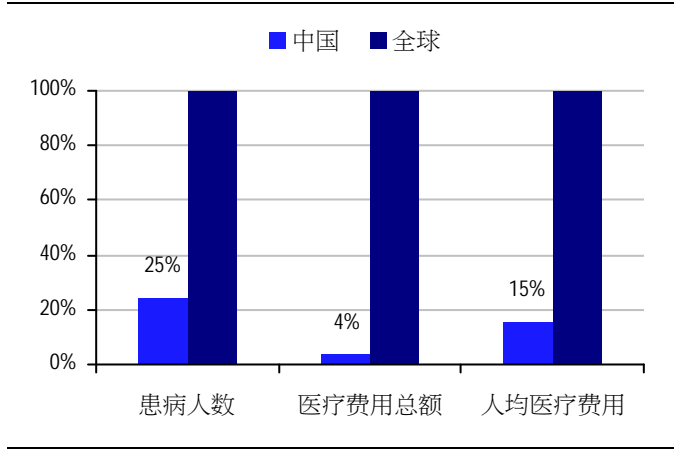
我国2型糖尿病的诊疗率约为48%，而美国在2007年诊疗率已达到75%，英国更是在2004年就已达到80%的就诊率。我们认为制约诊疗率的关键因素是糖尿病的知晓率。目前对于一线城市而言，糖尿病知晓率明显好于二、三线城市，我们认为短期内进一步提升的空间有限；而对于基层市场则改善空间很大。基层患者应会是未来就诊增量的主要来源。

图28: 2011年中国农村居民未诊疗人数超过城镇未诊疗人数（百万人）



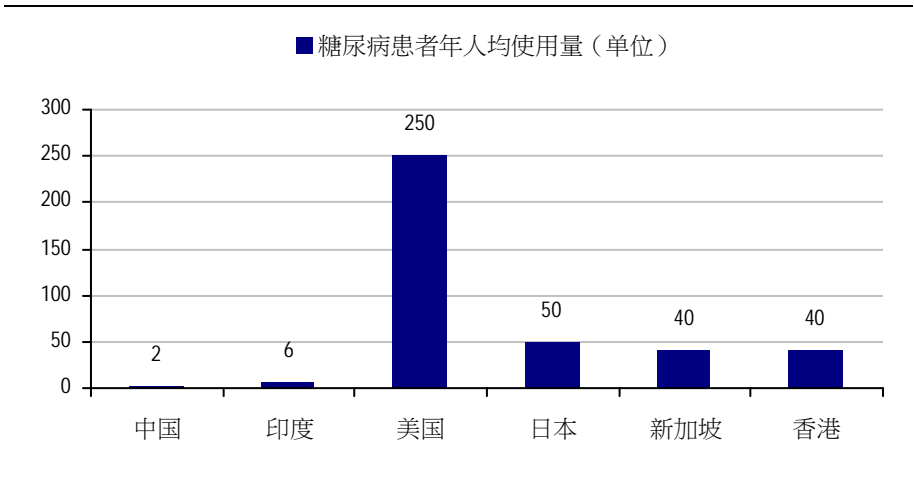
数据来源: IDF

图29: 2011年中国与全球糖尿病患病人数、医疗费用总额及人均医疗费用比较



数据来源: IDF

图30: 我国糖尿病患者使用胰岛素量低于世界水平



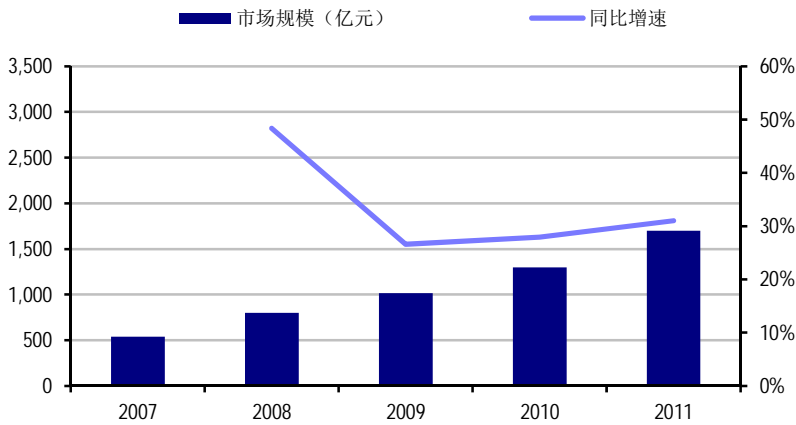
数据来源: IDF

支付能力提升：新农合、基本药物目录

扩大基本医疗覆盖面和提高基层医疗卫生机构诊疗能力是新医改的重要目标

截至2012年全国基层医疗卫生机构91.3万个，随着基层医疗机构的持续增加和新农合参合率的不断提高，基层医疗需求持续释放，我们预计市场增长空间非常大。2011年基层医疗卫生机构药品销售约1699亿元，同比增长31%。

图31: 基层用药市场规模持续高速增长



数据来源：医药经济报

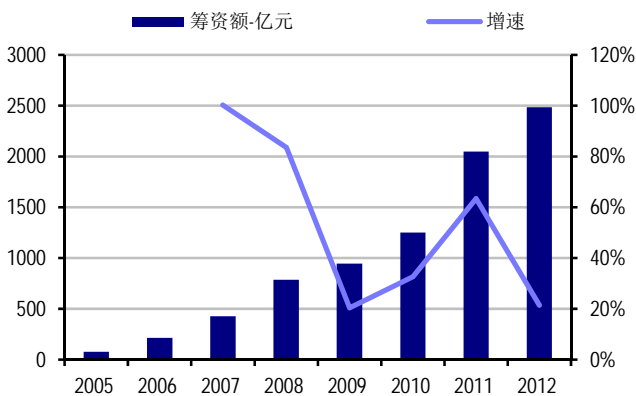
新农合筹资额规模快速扩大，基层支付能力不断提升，基层市场有望复制城市市场高速增长路径。

病患支付能力制约着诊疗需求的释放，支付能力提升势必会带动医疗市场的快速成长。我们认为：

- 城镇医保07-10年的高速扩容带动了当时城市医院市场的高速成长。
- 近年来新农合高速扩容，筹资额增速不断提升，基层医疗市场有望复制城市医院市场发展路径，在未来三年高速增长。

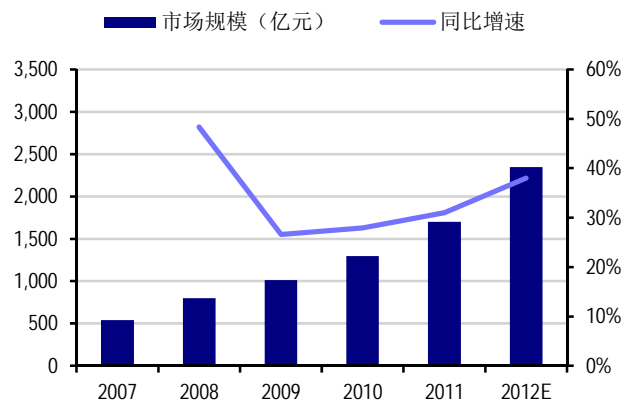
在新医改“强基层”的政策下，最显著而直接的手段是新农合的高速扩容。2012年，新农合筹资额同比增长21%，达2485亿元，显著提高基层病患支付能力，释放诊疗需求。

图32: 新农合筹资额规模快速扩大，2012年同比增速21%



数据来源：人社部

图33: 基层医药市场有望迎来高速增长时期



数据来源：医药经济报，瑞银证券估算

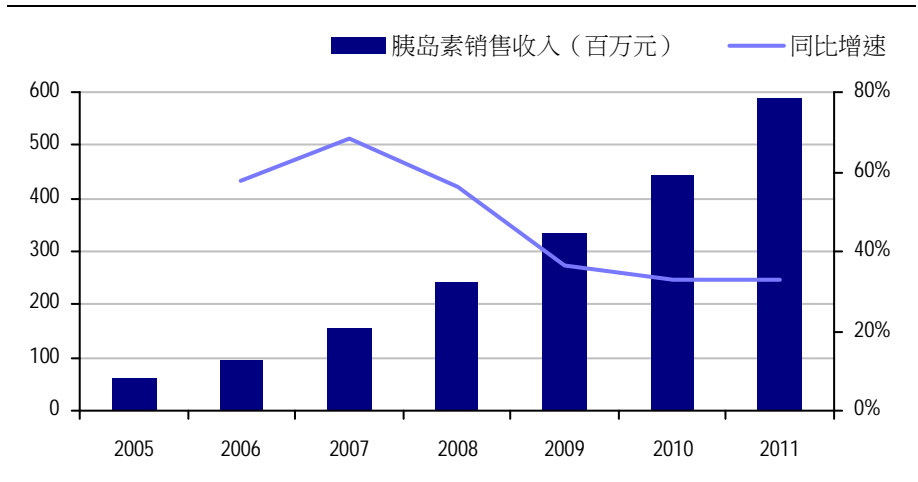
二代重组胰岛素增补进入2012年新版基药目录，未来放量可期

二代胰岛素在被增补在新版基药目录之前，虽然基层市场经历了（1）省增补基药品种，（2）慢病医保报销品种的阶段，报销比例得到不断的提升，但其

在基层的覆盖范围和报销比例仍有局限；二代胰岛素增补进入新版基药目录以后，大大提高了其在基层的可及性并减缓了基层患者的支付压力，我们认为进入新版基药是二代胰岛素能够在基层放量的前提。

在06与08年城镇医保（包括城镇职工与城镇居民）高速扩容期间，曾带动样本医院胰岛素用量高速增长（增速50%以上），我们认为目前二代胰岛素增补进入基本用药目录，基层胰岛素市场有望复制城市胰岛素市场快速增长的阶段。

图34: 样本医院胰岛素市场在06-08年高速增长



数据来源: PDB

结合以上分析，我们认为重组人胰岛素将成为基层市场快速成长的受益品种之一，基层胰岛素市场有望高速增长。

我们按照目前中国现有的糖尿病患者人数计算，二代胰岛素的理论年销售规模约1000亿元，其中城市销售规模约120亿元，占比12%；基层市场规模近900亿元，占比88%。我们假设使用通化东宝的胰岛素治疗的城市患者比例为10%，基层患者30%，那么通化东宝的理论年销售额约300亿元。我们预计随着基层糖尿病诊疗率的上升，治疗需求的不断释放，未来公司发展空间极大。

表11: 理论估算使用的假设条件

基层未诊疗人数 (万)	使用二代胰岛素比例	使用东宝胰岛素的比例
2700	95%	30%
基层已就诊人数 (万)	使用二代胰岛素比例	使用东宝胰岛素的比例
1300	95%	30%
城镇未诊疗人数 (万)	使用二代胰岛素比例	使用东宝胰岛素的比例
2400	10%	10%
城镇已就诊人数 (万)	使用二代胰岛素比例	使用东宝胰岛素的比例
2600	10%	10%

注：假设胰岛素日用药金额为6.5元

数据来源: IDF, 瑞银证券估算

基层医生诊疗能力的提升有望促发基层胰岛素市场放量

二代胰岛素放量的关键在于基层医生能够掌握胰岛素的使用方法。过去很长一段时期内，基层医生缺乏使用胰岛素的能力，致使胰岛素在基层不能广泛使用。

基层医生诊疗水平提高，突破基层胰岛素使用瓶颈

胰岛素在基层使用最大的困难在于医生能够根据患者病情合理制定治疗方案，施用适当剂量。重组胰岛素使用不当将引起低血糖，可能导致生命危险，没有经过系统化培训的医生不具备使用胰岛素的能力，只能给患者使用口服降糖药。

目前国家不断组织项目对基层医生进行糖尿病治疗方面的培训，基层医生的诊疗水平已有所提升。随着基层医生使用胰岛素能力的提高，将大大促进胰岛素的使用，二代胰岛素在基层市场有望快速放量。

通化东宝深耕市场，后续品种潜力大

随着新医改“强基层”政策不断推进，基层就医环境发生巨大变化，我们认为阻碍胰岛素应用的因素已渐消失，重组人胰岛素在基层市场将快速成长。

- 基层患者的支付能力（基层市场快速放量的前提）
- 基层医生对糖尿病的诊疗能力（基层市场快速放量的促发因素）

我们认为一直专注于开拓基层市场的通化东宝将把握成长机遇，公司业绩有望大幅提升。

通化东宝已完成布局，有能力抓住胰岛素基层市场快速放量机会

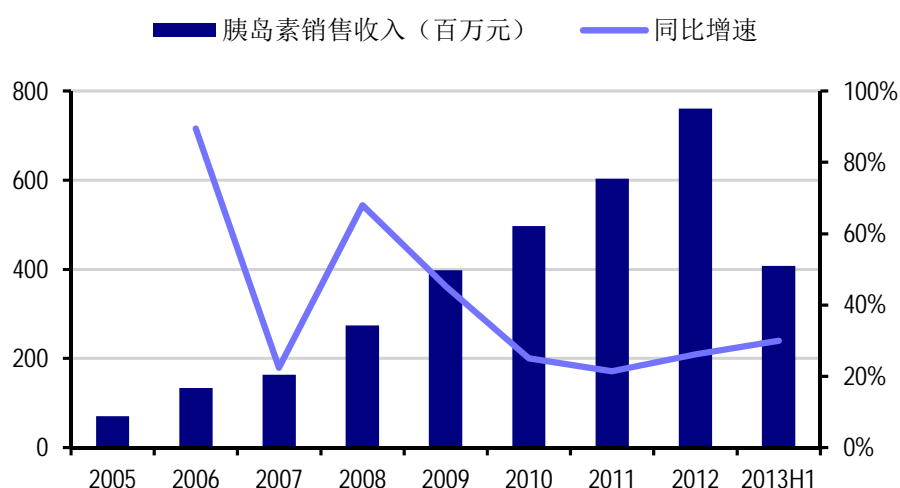
公司自2009年就已开始布局基层市场。目前已覆盖约3000多家地县级医院，未来有望实现地县级医院全覆盖。公司在基层市场营销网络搭建已近完成，公司独家赞助“蒲公英计划-中国糖尿病基层医生培训项目”，遴选了近4000名地县级医院医生进行培训，有效提高基层医生对公司产品的认可。“机会只留给有准备的人”，我们认为基层胰岛素市场快速放量，公司将最受益。

公司对营销队伍持续投入，逐步进入收获期

公司自10年加速扩张销售队伍和加大对销售费用的投入，12年公司共有销售人员813人，同比增加10%；其中胰岛素销售人员500多人，同比增加25%左右，我们认为公司销售队伍人员已能够覆盖地县级市场，经过培训将迅速转化为公司增长动力。

公司胰岛素收入基本来自于基层市场的贡献，且公司近两年对基层的销售投入已见成效，13年上半年胰岛素收入增速达30%。

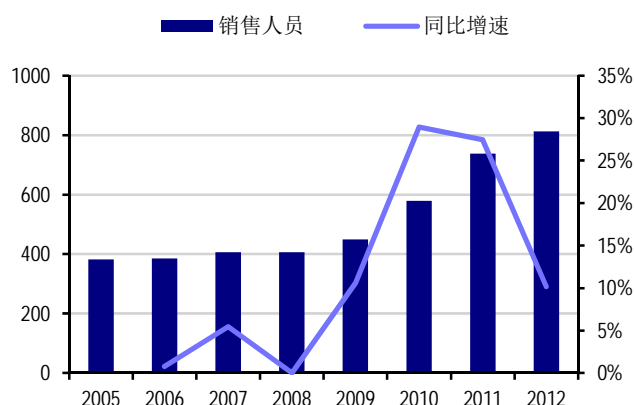
图35: 通化东宝胰岛素基层销售进入高速增长轨道



数据来源：公司公告

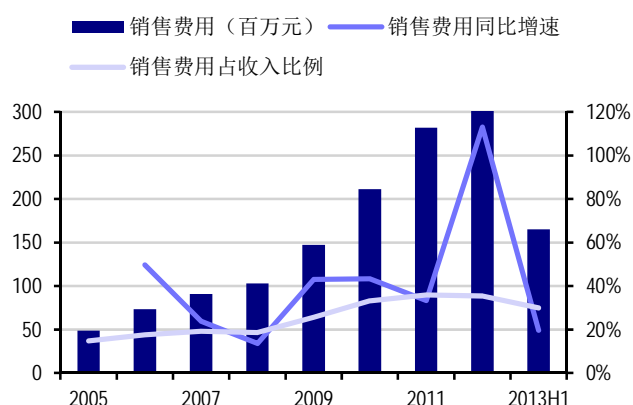
自10年来公司销售费用始终维持在收入的30%左右，投入增速维持在40%左右。自13年以来，公司销售费用率有所下降，但收入与净利润仍然保持了高速增长的趋势，我们认为这得益于此前公司对基层市场的持续投入，未来较少的投入即可带来较好的边际增长。

图36: 公司销售队伍持续扩张



数据来源：公司公告

图37: 公司销售费用持续高比例、高速度投入



数据来源：公司公告

看好后续品种潜力大

未来三代胰岛素上市，预计增长空间很大

公司和甘李药业约定自2011年3月份起未来42个月内不上市胰岛素类似物，但获得了胰岛素类似物专利的使用权，公司已研究开发的胰岛素类似物包括甘精胰岛素、门冬胰岛素、地特胰岛素、赖脯胰岛素。其中甘精胰岛素、门冬胰岛素已申报临床三期试验。我们预计公司甘精胰岛素与门冬胰岛素有望于16年上市。

表12: 通化东宝三代胰岛素申请进度

受理号码	药品名称	药品类型	申请类型	注册分类	承办日期	企业名称	办理状态	状态开始时间
CXSL1200102	门冬胰岛素	治疗用生物制品	新药	7	2013/2/19	通化东宝药业股份有限公司	在审评	2013/2/18
CXSL1200103	门冬胰岛素注射液	治疗用生物制品	新药	15	2013/2/19	通化东宝药业股份有限公司	在审评	2013/2/18
CXSL1200104	门冬胰岛素注射液	治疗用生物制品	新药	15	2013/2/19	通化东宝药业股份有限公司	在审评	2013/2/18
CXSL1200108	甘精胰岛素注射液	治疗用生物制品	新药	15	2013/2/19	通化东宝药业股份有限公司	在审评	2013/2/18
CXSL1200109	甘精胰岛素注射液	治疗用生物制品	新药	15	2013/2/19	通化东宝药业股份有限公司	在审评	2013/2/18
CXSL1200107	甘精胰岛素	治疗用生物制品	新药	7	2013/2/19	通化东宝药业股份有限公司	在审评	2013/2/18

数据来源: SFDA

未来胰岛素类似物上市, 公司将主要针对一线城市销售。公司二代胰岛素主要定位于基层市场, 准确判断了基层市场是二代胰岛素增量的主要来源, 销售力量也主要布局于此, 我们相信公司即将收获硕果。而三代胰岛素的市场主要在一线城市, 我们认为公司已针对一线城市医院打造专业销售队伍, 届时应能凭借公司产品的高性价比, 实现对三代胰岛素的进口替代。PDB样本医院数据显示11年三代胰岛素销售金额为5.2亿元, 我们估算全国市场约为30亿元左右, 并将以30%以上的增速持续增长, 市场空间很大,

中国拥有庞大的糖尿病患者人群, 为胰岛素产业的发展提供了广阔空间。通化东宝作为本土最早进入胰岛素领域的厂商, 拥有强大的技术优势, 有能力抓住当前来自基层市场的成长机遇, 不断发展壮大。我们认为未来随着公司胰岛素类似物的上市, 有望成长为与诺和诺德、礼来并驾齐驱的全球胰岛素专家。

厦门特宝专注于长效蛋白药物, 在研品种 Y 型 PEG 化重组人干扰素 α -2b 市场潜力大

公司参股厦门特宝生物工程股份有限公司37.24%的股权。厦门特宝是国内较有特色的重组蛋白药物企业。我们认为厦门特宝在研的Y型PEG化干扰素(长效)未来市场空间广阔。

- Y型PEG化重组人干扰素 α 2b, 处于三期临床试验, 我们预计2016年上市;
- Y型PEG化重组人干扰素 α 2a, 处于二期临床试验。

干扰素 α 2a及干扰素 α 2b是治疗病毒性肝炎的一线用药, 由于其疗效确切, 副作用小, 是干扰素用药的主要品种。PEG化的长效干扰素(PEG化重组人干扰素

$\alpha 2a$ 与PEG化重组人干扰素 $\alpha 2b$)使用方便,已被患者接受,占据国内干扰素的64%市场份额,2012年PDB样本医院市场规模约3.8亿元:

- Y型PEG化重组人干扰素 $\alpha 2a$ 销售约3亿元,同比增速约8%;
- PEG化重组人干扰素 $\alpha 2b$ 销售约8000万元,同比增长56%。

长效干扰素市场被先灵葆雅(PEG化重组人干扰素 $\alpha 2b$)和罗氏(PEG化重组人干扰素 $\alpha 2a$)垄断,我们认为厦门特宝PEG化重组人干扰素 $\alpha 2b$ 有望首仿面世,以价格优势进行进口替代,未来市场潜力很大。

财务分析

我们认为二代重组胰岛素在基层市场有望快速放量,而公司最有希望抓住成长机会,未来2-3年公司将高速增长。

我们预计:

公司二代胰岛素业务未来3年将保持30%以上的增速,13-15年销售收入可以达到10.1/13.5/17.7亿元,同比增速为32%/34%/31%。

公司镇脑宁业务将保持稳定增长,13-15年销售收入可以达到0.9/1.0/1.0亿元,分别同比增长8%/8%/8%。

公司塑钢窗业务保持稳定增长,13-15年销售收入可以达到1.2/1.4/1.6亿元,分别同比增长15%/15%/15%。

表13:公司分项收入预测(百万元)

	2012	2013E	2014E	2015E
二代胰岛素业务	761	1,007	1,349	1,764
镇脑宁	82	88	95	103
塑钢窗	102	117	135	155
其他业务	47	60	76	98

数据来源:瑞银证券估算

财务分析

我们估算:

- 公司13-15年归属于母公司净利润为2.7/3.9/5.4亿元,同比增速327%/47%/37%,我们预计净利润率为21%/24%/25%。
- 公司13-15年总资产为25.8/29.6/33.4亿元,负债总计为4.6/5.4/5.3亿元,股东权益为21.2/24.2/28.1亿元。
- 公司13-15年税前利润为3.2/4.6/6.4亿元,折旧和摊销分别为1.6/1.7/1.9亿元。

杜邦分析

公司在12年集中计提了5年以上应收账款和其他应收款的坏账准备,导致了12年ROE大幅下滑,我们认为公司自13年起轻装上阵,ROE将逐步回升,随着资产周转率和净利率的稳步提升,公司盈利能力将不断提高。

表14: 通化东宝杜邦分析

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROE	17%	3%	11%	14%	16%
净利率	46%	6%	18%	21%	22%
资产周转率	33%	42%	49%	54%	61%
权益乘数	114%	120%	124%	126%	120%

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

乐观/悲观情景分析

公司主要收入来源为二代重组胰岛素的销售业务，我们预计2013年二代重组胰岛素收入10.07亿元，同比增长32%。

乐观情景分析：若公司二代重组胰岛素收入达到10.66亿元，同比增长40%，我们估算其13年EPS为0.30元，高于我们预测3%，对应每股估值18.6元。

悲观情景分析：若公司二代重组胰岛素收入仅9.52亿元，同比增长25%，我们估算其13年EPS为0.28元，低于我们预测3%，对应每股估值17.4元。

通化东宝

损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	551	574	638	784	992	1,272	28.3	1,655	30.1	2,119	28.0
营业费用 (不含折旧)	(381)	(389)	(464)	(623)	(749)	(770)	2.8	(914)	18.7	(1,199)	31.2
息税折旧摊销前利润 (UBS)	170	185	174	161	242	502	107.2	741	47.6	920	24.1
折旧	(73)	(89)	(104)	(107)	(109)	(158)	45.5	(175)	10.5	(193)	10.5
营业利润 (息税前利润, UBS)	97	96	70	55	134	344	157.4	566	64.6	727	28.3
其他盈利和联营公司盈利	(14)	(6)	23	(17)	(71)	(27)	-62.0	(80)	196.8	(66)	-17.5
净利息	(24)	(33)	(23)	(14)	(14)	(2)	-88.9	(23)	1373.6	(24)	4.1
非正常项目 (税前)	7	28	128	404	18	0	-	0	-	0	-
税前利润	65	85	199	427	67	316	370.8	463	46.8	637	37.4
税项	(21)	(13)	(26)	(64)	(7)	(35)	368.3	(51)	46.8	(70)	37.4
税后利润	45	72	173	363	60	281	371.1	412	46.8	567	37.4
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	2	6	5	1	3	(13)	-	(19)	46.8	(27)	37.4
净利润 (本地会计准则)	47	78	178	364	63	268	327.0	393	46.8	540	37.4
净利润 (UBS)	42	54	66	21	47	268	474.6	393	46.8	540	37.4
税率 (%)	32	15	13	15	11	11	-0.5	11	0.0	11	0.0
不计非正常项目税率 (%)	33	16	34	26	13	11	-13.2	11	-0.7	11	-0.4
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.05	0.08	0.19	0.39	0.07	0.29	327.0	0.42	46.8	0.58	37.4
每股收益 (UBS)	0.05	0.06	0.07	0.02	0.05	0.29	474.6	0.42	46.8	0.58	37.4
每股股息净值	0.00	0.00	0.00	0.17	0.17	0.12	-26.4	0.18	46.8	0.25	37.4
每股现金收益	0.12	0.15	0.18	0.14	0.17	0.46	174.2	0.61	33.3	0.79	29.1
每股账面净值	1.80	2.05	2.19	2.64	2.53	2.23	-11.9	2.53	13.4	2.93	15.8
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	1,122	1,016	1,040	1,086	1,033	1,114	7.8	1,179	5.8	1,245	5.6
无形固定资产净值	93	85	78	69	69	69	-0.5	68	-0.6	68	-0.6
净营运资本 (包括其他资产)	681	761	691	739	924	1,129	22.2	1,315	16.4	1,614	22.8
其他负债	(43)	(34)	(18)	(14)	(14)	(14)	0.0	(14)	0.0	(14)	0.0
运营投入资本	1,853	1,829	1,791	1,880	2,011	2,297	14.2	2,547	10.9	2,913	14.3
投资	153	244	209	139	173	173	0.0	173	0.0	173	0.0
运用资本总额	2,006	2,072	2,000	2,019	2,184	2,470	13.1	2,720	10.1	3,086	13.4
股东权益	1,394	1,593	1,700	2,046	1,962	2,074	5.7	2,353	13.4	2,726	15.8
少数股东权益	40	34	33	32	29	43	44.8	62	45.4	89	42.9
总股东权益	1,434	1,627	1,733	2,078	1,991	2,117	6.3	2,415	14.1	2,814	16.5
净债务 / (现金)	573	445	268	(59)	193	353	82.9	305	-13.6	271	-11.1
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	2,006	2,072	2,000	2,019	2,184	2,470	13.1	2,720	10.1	3,086	13.4
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	97	96	70	55	134	344	157.4	566	64.6	727	28.3
折旧	73	89	104	107	109	158	45.5	175	10.5	193	10.5
营运资本变动净值	-	(20)	(16)	(66)	28	(250)	-	(271)	8.5	(378)	39.3
其他 (经营性)	-	214	229	292	8	2	-80.3	23	1373.6	24	4.1
经营性现金流 (税前/息前)	-	379	387	387	279	254	-8.8	493	94.2	566	14.8
收到 / (支付) 利息净值	(24)	(33)	(23)	(14)	(14)	(2)	-88.9	(23)	1373.6	(24)	4.1
已付股息	0	0	0	0	(155)	(155)	0.00	(114)	-26.43	(168)	46.79
已缴付税项	(21)	(13)	(26)	(64)	(7)	(35)	368.3	(51)	46.8	(70)	37.4
资本支出	(57)	(79)	(73)	(89)	(242)	(221)	-8.6	(233)	5.5	(246)	5.5
并购/处置净值	2	4	144	406	8	0	-	0	-	0	-
其他	-	(327)	174	475	(114)	(197)	72.4	(122)	-37.8	(117)	-4.7
股份发行	0	390	(72)	(18)	8	155	1790.7	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	-	294	356	697	(188)	(160)	-15.0	48	-	34	-29.6
外汇/非现金项目	-	(167)	(178)	(370)	(64)	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	127	178	327	(252)	(160)	-36.5	48	-	34	-29.6
核心息税折旧摊销前利润	170	185	174	161	242	502	107.2	741	47.6	920	24.1
维护资本支出	(11)	(16)	(15)	(18)	(48)	(44)	-8.6	(47)	5.5	(49)	5.5
维护营运资本净支出	-	(4)	(3)	(13)	6	(50)	-	(54)	8.5	(76)	39.3
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	165	156	130	200	408	104.4	640	56.9	795	24.2

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

12个月评级

买入

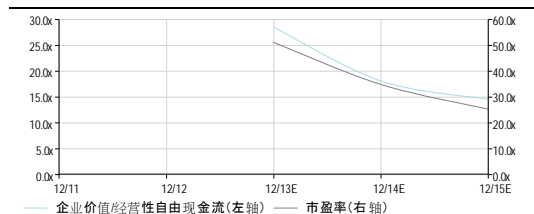
12个月目标价

Rmb18.00

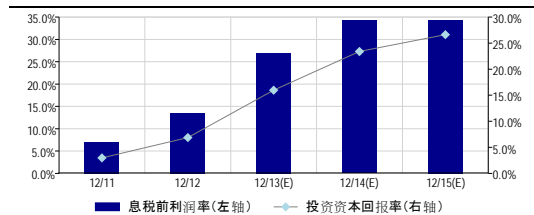
公司概况

通化东宝药业股份有限公司主要从事药品制造及分销和建材销售。公司的主要产品包括重组人胰岛素原料药和注射液, 镇脑宁胶囊, 东宝肝泰片等, 建材主要包括塑钢门窗及型材等。公司产品在海内外市场均有销售。

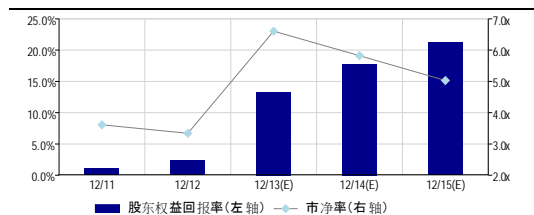
价值 (企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



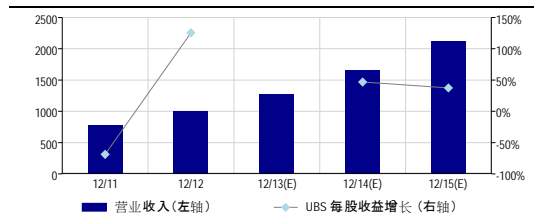
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长 (UBS每股收益)



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	NM	24.3	NM	51.2	34.9	25.4
市盈率 (UBS)	>100	>100	>100	51.2	34.9	25.4
股价/每股现金收益	54.2	69.6	50.6	32.2	24.1	18.7
净股息收益率 (%)	0.7	1.8	2.0	0.8	1.2	1.7
市净率	3.7	3.6	3.3	6.6	5.8	5.0
企业价值/营业收入 (核心)	9.2	9.2	6.7	9.2	7.0	5.5
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	34.9	44.7	27.2	23.2	15.7	12.6
企业价值/息税前利润 (核心)	NM	NM	NM	NM	20.5	16.0
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	NM	NM	28.5	18.1	14.6
企业价值/运营投入资本	-	3.9	3.4	5.4	4.8	4.3

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	7,385	6,553	11,426	11,426	11,426
+ 少数股东权益	32	29	43	62	89
+ 平均净债务 (现金)	(59)	193	353	305	271
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(139)	(173)	(173)	(173)	(173)
核心企业价值	7,219	6,603	11,649	11,620	11,613

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	15.8	23.0	26.4	28.3	30.1	28.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	9.3	-7.2	50.2	107.2	47.6	24.1
息税前利润 (UBS)	8.4	-22.2	144.3	157.4	64.6	28.3
每股收益 (UBS)	2.6	-68.9	125.6	NM	46.8	37.4
每股现金收益	7.8	-25.0	22.0	174.2	33.3	29.1
每股股息净值	-	-	0.0	-26.4	46.8	37.4
每股账面净值	8.9	20.4	-4.1	-11.9	13.4	15.8

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	27.1	20.6	24.4	39.5	44.8	43.4
息税前利润/营业收入	13.2	7.0	13.5	27.1	34.2	34.3
净利润 (UBS) /营业收入	7.0	2.6	4.7	21.1	23.7	25.5

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	3.0	6.9	16.0	23.4	26.6
税后投资资本回报率	-	2.2	6.0	14.2	20.8	23.7
净股东权益回报率	-	1.1	2.3	13.3	17.8	21.3

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	5.3	4.5	9.9	NM	24.5	NM
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	0.1	0.3	2.3	2.3	2.3
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	NM	NM	42.7	42.7	42.7
净债务/息税折旧摊销前利润	1.5	NM	0.8	0.7	0.4	0.3

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
营业收入/固定资产	-	0.7	0.9	1.1	1.4	1.7
营业收入/净营运资本	-	1.2	1.4	1.6	1.6	1.7

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	-	2.4	1.5	1.2	1.1	1.1
资本支出/营业收入 (%)	15.2	11.3	24.4	17.4	14.1	11.6
资本支出/折旧	1.1	0.8	2.2	1.4	1.3	1.3

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	16.3	(2.9)	9.8	17.0	13.0	9.9
净债务/ (净债务 + 权益)	14.0	(3.0)	9.0	14.6	11.5	9.0
净债务 (核心) / 企业价值	4.4	(0.8)	2.9	3.0	2.6	2.3

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2013年11月28日20时26分的股价 (Rmb14.72) 得出; 总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

■ 通化东宝

通化东宝药业股份有限公司主要从事药品制造及分销和建材销售。公司的主要产品包括重组人胰岛素原料药和注射液，镇脑宁胶囊，东宝肝泰片等，建材主要包括塑钢门窗及型材等。公司产品在海内外市场均有销售。

■ 风险声明

我们认为公司下行主要包括：1.二代胰岛素基层销售速度慢于预期；2.三代胰岛素研发进展慢于预期。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	44%	32%
中性	持有/中性	46%	32%
卖出	卖出	10%	19%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	低于1%
卖出	卖出	低于1%	低于1%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年09月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR) : 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 季序我, 博士。

涉及报告中提及的公司的披露

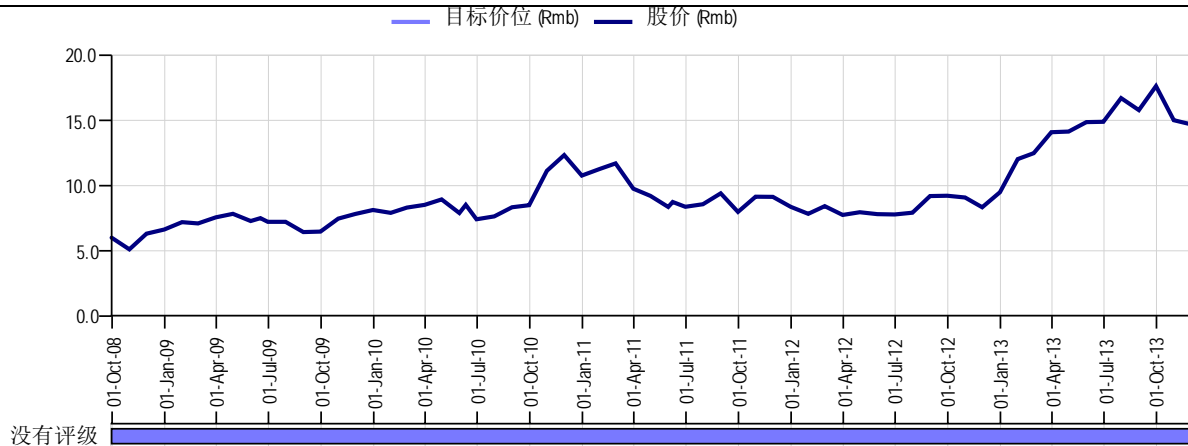
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
通化东宝	600867.SS	未予评级	不适用	Rmb14.72	2013年11月28日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

通化东宝 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年11月28日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未获土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:**由UBS Securities C.JSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的特准投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司(澳大利亚金融服务牌照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务牌照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。©UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。