国金证券 SINOLINK SECURITIES

通化东宝 (600867.SH)　生物技术行业

评级：增持　维持评级　　**公司点评**

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)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺
分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

股权激励出台，公司治理向好;

事件

通化东宝于 5 月 9 日公告拟实施股权激励：拟向激励对象授予股票期权与限制性股票总计 1536 万股，约占公司总股本的 1.5%。

- **激励股份**：拟授予中层管理及核心技术人员 149 人股票期权 986 万份，首次授予 832.4 万份；拟授予公司高管限制性股票 550 万股，其中董事长李一奎 170 万股，总经理李聪、副总经理冷春生、总会计师王君业各 120 万股，总工程师陈红 20 万股。
- **行权/授予价格**：股票期权行权价格 11.6 元，限制性股票授予价格 7.5 元，公司停牌前股价 10.61 元。
- **行权/解锁条件**：首次期权行权及股票解锁条件均以 2013 年净利润 1.83 亿元为基数，2014 年增长不低于 35%，2015 年增长不低于 70%，2016 年增长不低于 110%，三年净资产收益率均不低于 6%；预留期权行权条件以 2013 年净利润为基数，2015 年增长不低于 70%，2016 年增长不低于 110%，两年净资产收益率均不低于 6%；均以扣非后净利润为计算依据。

评论

- **股权激励条件三年净利润翻番，彰显公司对胰岛素收入和公司治理信心：**行权条件为 2014 年-2016 年净利润相比 2013 年增长分别不低于 35%、70%、110%，若按行权条件下限测算 2014-2016 年同比增长 35%、26%、24%，彰显公司对胰岛素收入和公司治理的信心。我们预计公司胰岛素销售收入增速为 26%左右，基药招标和放量将一定程度加速胰岛素收入增速。公司治理方面，继 2012-2013 年两年的“甩包袱”，公司治理和财务逐渐清晰，利润将得到体现。公司胰岛素销售收入已突破 10 亿，规模效应逐步体现，折旧影响降低，毛利率和净利率提升，净利率增速高于收入增速。
- **充分激励管理层，行权/授予价格对公司股价形成强有力的支撑。**公司授予董事长李一奎 170 万股，总经理李聪、副总经理冷春生、总会计师王君业各 120 万股，并中层管理及核心技术人员 149 人股票期权 986 万份，充分调动销售、研发、管理的积极性，在公司胰岛素招标销售、新产品研发上市、公司治理上实现加速进展。股票期权行权价格 11.6 元，限制性股票授予价格 7.5 元，而公司停牌前股价 10.61 元，这对公司股价形成强有力的支撑。
- **2012-2013 年拐点确立，2014 年-2016 年受益基药招标，预计 2016 年三代胰岛素上市：**公司在 2012-2013 年清理所有历史坏账，治理发生明显转变，2014 年开始轻装上阵。2014 年是基药招标大年，公司招标价格维护良好，配合 90%以上的县级医院覆盖率，2014-2016 年公司胰岛素销售将加速拓展。公司甘精胰岛素、门冬胰岛素 30R、门冬胰岛素 50R 已上报 III 期临床，若进展顺利，则至少一个品种 2016 年上市。
- **基药招标价格维护趋势良好，独家规格 40R 招标优势大：**公司胰岛素产品质量过硬，加上胰岛素使用的粘性，公司在招标中体现出强大的产品议价能力。从目前公布的基药招标结果看，山东招标提价幅度约 5%，吉林招标提价幅度 1.5%-7.7%。公司在吉林、河南胰岛素销售额超过 1 亿、山东约 8000 万，山东招标将成为北方大省的重要风向标。公司的胰岛素 40R 为国内胰岛素的独家规格，在招标中可有效避免不良价格竞争，其意义类似于中药独家品种，招标优势明显。
- **研发品种蓄势待发，厦门特宝产品值得重点关注：**三代胰岛素方面，公司甘精胰岛素、门冬胰岛素 30R、门冬胰岛素 50R 已上报 III 期临床，预计年内至少一个品种获批临床；厦门特宝方面，长效干扰素α2b 有望成长为重磅品种，其已于 2013 年 1 月启动慢性乙肝的Ⅲ期临床，完成慢性丙肝（基因 2、3 型）的临床并申请生产批件；长效人粒细胞刺激因子、长效生长激素、长效干扰素α2a 在进行 II 期临床。

投资建议

- 公司经过 2012、2013 两年的“甩包袱”，已经能够轻装上阵。预计 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.27 元、0.36 元、0.47 元，同比增长 35%、33%、31%，考虑到公司股权激励对业绩的信心，“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宽广市场空间，维持“增持”评级。

敬请参阅最后一页特别声明

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	10.89	14.00 ~ 16.00
2	2013-04-25	增持	12.25	N/A
3	2013-05-09	增持	12.79	15.00 ~ 17.00
4	2014-03-06	增持	13.15	N/A
5	2014-03-28	增持	13.12	N/A
6	2014-04-17	增持	13.18	N/A

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 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。

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

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-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：010-6621 6979

传真：010-6621 6793

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：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD