

沪港通股票

通化东宝

深耕糖尿病领域，看好公司长期发展

招标节奏或逐步加快，公司业绩有望加速增长

据媒体报道，卫计委要求各省于 2015 年 6 月底前完成新一轮的药品招标。而截至目前启动招标或已经执行的只有 14 个省份，我们预计招标节奏将逐步加快，公司主要产品二代胰岛素为新进入基药品种，将显著受益于招标加快，公司业绩有望加速成长。

甘精胰岛素有望于 16 年底或 17 年初获批，有望成长为重磅品种

公司研发进度最快的甘精胰岛素正在进行临床研究，有望于 2016 年年底或者 2017 年有望上市。甘精胰岛素是胰岛素和胰岛素类似物中销量最大的品种，2013 年全球销售 76 亿美元，未来公司甘精胰岛素若获批，有望成为公司继二代胰岛素之后的又一重磅品种。此外，公司具备 200 多万糖尿病患者资源，如未来开展糖尿病患者管理业务，成长空间广阔。

中国糖尿病患者众多，看好通化东宝广阔的发展空间

2013 年中国约有糖尿病患者 9840 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可观的降糖药物市场。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：上调目标价至 24 元（原 19.5 元），维持“买入”评级

自今年下半年开始，各省招标节奏加快，公司业绩增长有望加快，由此我们上调了公司 2014-2016 年预测 EPS 至 0.28/0.40/0.52 元（原预测 0.27/0.38/0.49 元），并上调 10 年期收入增长率预测至 25%（原 22%），根据瑞银 VCAM 贴现现金流估值得到目标价 24 元（WACC 8.7%）。结合公司未来的业绩增长预测和可比公司（医药板块内生物药公司）的估值水平（2014 年平均 PE86 倍），目前公司 14 年 PE 75.5 倍对应可比公司平均估值有 12% 的折价，而近三年历史平均 PE 为 81 倍，我们认为目前估值具吸引力。

Equities

中国
药品

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb24.00**
之前: **Rmb19.50**

股价 **Rmb20.90**

路透代码: 600867.SS 彭博代码 600867 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb20.90-10.36

市值 Rmb21.4 十亿/US\$3.49 十亿

已发行股本 1,025 百万 (ORDA)

流通股比例 61%

日均成交量(千股) 16,710

日均成交额(Rmb 百万) Rmb270.2

普通股股东权益 (12/14E) Rmb2.09 十亿

市净率 (12/14E) 10.3x

净债务 / EBITDA 1.3x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.27	0.28	2.66
12/15E	0.38	0.40	5.59
12/16E	0.49	0.52	7.55

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

吕学龙, 博士

研究助理

eric.lv@ubssecurities.com

+86-105-832 8479

重要数据(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	784	992	1,204	1,449	1,784	2,230	2,787	3,484
息税前利润(UBS)	55	134	226	510	603	799	985	1,232
净利润(UBS)	361	47	188	285	411	537	666	853
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.35	0.05	0.18	0.28	0.40	0.52	0.65	0.83
每股股息(Rmb)	0.15	0.15	0.18	0.12	0.17	0.22	0.28	0.35
现金 / (净债务)	59	(193)	(293)	(884)	(1,055)	(1,205)	(1,310)	(1,371)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	7.0	13.5	18.8	35.2	33.8	35.9	35.4	35.4
ROIC (EBIT) (%)	3.0	6.9	11.0	20.8	19.8	22.5	24.0	26.0
EV/EBITDA(core)x	44.7	27.2	38.7	32.4	28.3	22.4	18.7	15.3
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	20.6	NM	69.0	75.5	52.4	40.1	32.3	25.3
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	3.0	0.2	0.2	(1.7)	0.1	0.5	1.0	1.5
净股息收益率(%)	2.1	2.4	1.4	0.6	0.8	1.1	1.3	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 2014 年 12 月 01 日 17 时 26 分的股价(Rmb20.90)得出;

投资主题

通化东宝

投资理由

通化东宝是国内二代胰岛素龙头厂商。我们估算公司已经覆盖超过 4000 家的县级医院，未来有望达到基层医院的全覆盖。我们认为在未来几年，基层市场将是胰岛素领域增速最快的细分市场。通化东宝已布局基层市场多年，我们相信将是最受益企业。我们看好公司成长为中国糖尿病用药领域的领军企业，预计 2014-16 年 EPS 为 0.28/0.40/0.52 元，我们基于瑞银 VCAM 贴现现金流工具得到目标价 24 元（WACC 8.7%），目前 14 年可比公司平均估值 86 倍，我们认为公司目标价合理，给予“买入”评级。

乐观情景

如果公司销售顺利，2014 年销售收入达到 16.5 亿元，同比增长 37%，其中胰岛素业务收入 13.2 亿元，我们估算 2014 年 EPS 为 0.32 元，每股估值约为 27.5 元。

悲观情景

如果公司销售进度缓慢，2014 年销售收入仅约 13.5 亿元，同比增长 15%，其中胰岛素业务收入仅 10.1 亿元，我们估算 2014 年 EPS 约为 0.23 元，每股估值 16.1 元。

近期催化剂

公司 4 季度业绩若同比去年大幅增长，是股价正面催化剂；
15 年招标节奏若放缓，将对公司业绩造成负面影响。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb24.00

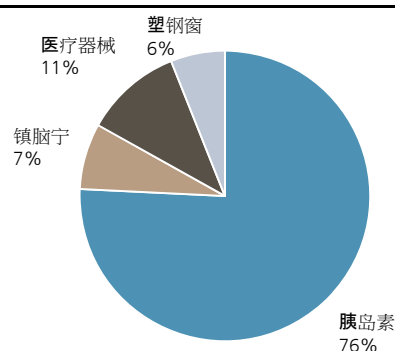
公司简介

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。

行业展望

随着中国加速进入老龄化社会，糖尿病的发病率从 2007 年的 4.3% 快速上升至 2012 年的 9.4%。我们认为公司作为国内胰岛素厂商龙头，将受益于糖尿病患者人数的迅速增加。

收入按业务分布 2013 (%)



来源：公司数据

各类业务毛利

(Rmb m)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
胰岛素	553	654	899	1136	1449
镇脑宁	53	56	30	35	30
其他	29	109	15	15	15
合计	634	819	944	1186	1494

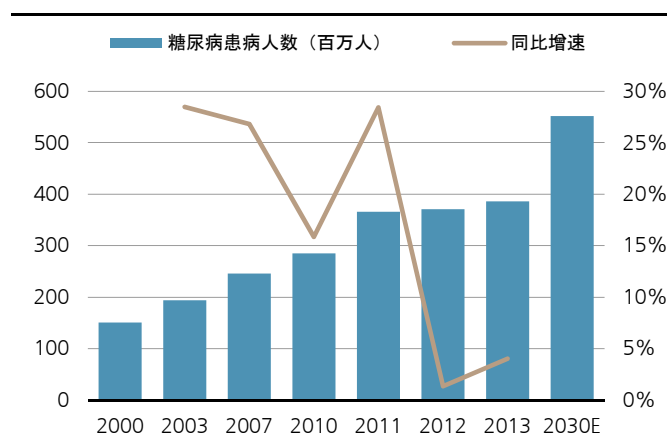
来源：公司数据，瑞银证券估算

糖尿病相关治疗领域是最有吸引力的市场之一

2013 年全球共有糖尿病患者 3.86 亿人，同比 2012 年增长 4%，患病率为 8.33%；2013 年全球因糖尿病致死 510 万人，是全球第三大致死疾病。糖尿病领域用药市场空间非常大，2013 年全球糖尿病医疗支出费用支出达 5480 亿美元（占总疾病开销的 11%），患者人均花费 1583 美元。

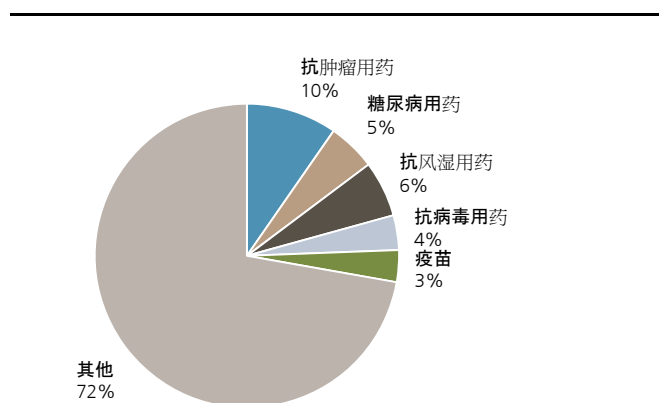
全球糖尿病局势恶化。2010 年，IDF 预计 2025 年全球糖尿病人接近 3.8 亿人，然而 2013 年实际统计结果是患病人数约 3.86 亿人，远超 IDF 预期。据 Evaluate Pharma 数据，2013 年糖尿药品市场规模达到 384 亿美元，并在未来以 8.7% 的复合增速持续增长，将于 2020 年成为全球第二大疾病用药市场。我们认为目前糖尿病发病情况恶化，降糖药物市场空间可观。

图表 1: 全球糖尿病患病情况继续恶化，患病人数持续增加



来源: IDF, 瑞银证券整理

图表 2: 2013 年抗糖尿病用药市场 384 亿美元，是第三大用药领域



来源: Evaluate Pharma, 瑞银证券整理

中国糖尿病患者数量全球最多，降糖药物市场空间可观

2013 年中国共有糖尿病患者 9,840 万人，同比 2012 年增长 4%，患病率达 9.4%，超出全球患病率 1.1 个百分点，是世界上患病人数最多的国家；2013 年糖尿病医疗费用支出约 406 亿美元，相比 2012 年增长了 127%。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。

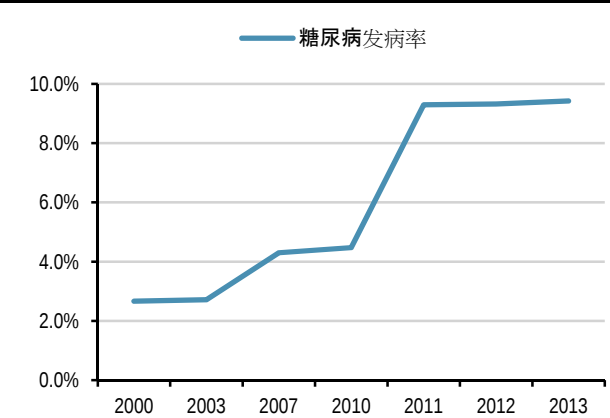
图表 3: 中国是全球糖尿病患者最多的国家

		2013			2035E
排序	国家	患病人数（百万人）	国家	患病人数（百万人）	
1	中国	98.4	中国	142.7	
2	印度	65.1	印度	109	
3	美国	24.4	美国	29.7	
4	巴西	11.9	巴西	19.2	
5	俄罗斯	10.9	墨西哥	15.7	
6	墨西哥	8.7	印尼	14.1	
7	印尼	8.5	埃及	13.1	
8	德国	7.6	巴基斯坦	12.8	
9	埃及	7.5	土耳其	12.8	
10	日本	7.2	俄罗斯	11.2	

来源:IDF

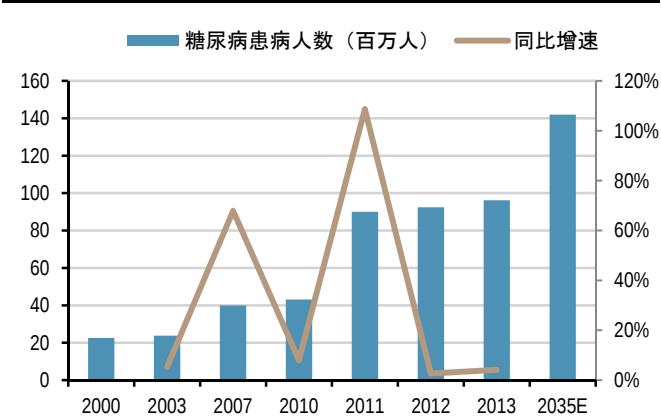
目前中国同时面临人口老龄化、城镇化、饮食结构改变以及运动量不断下降等问题，糖尿病发病率不断攀升，13 年约 9.4%，患病人数也在不断增加。

图表 4: 中国糖尿病发病率持续攀升



来源: IDF, 瑞银证券整理

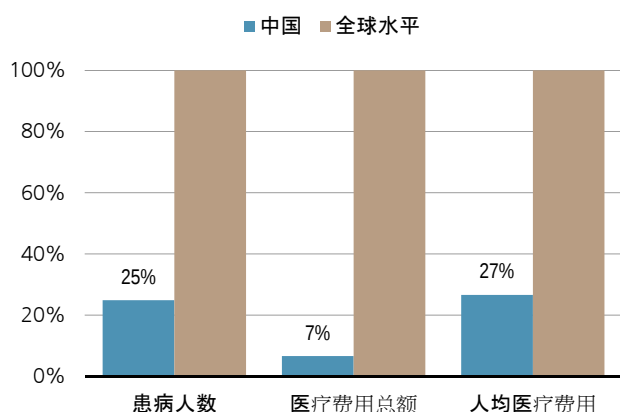
图表 5: 中国糖尿病患者仍在不断增加



来源: IDF, 瑞银证券整理

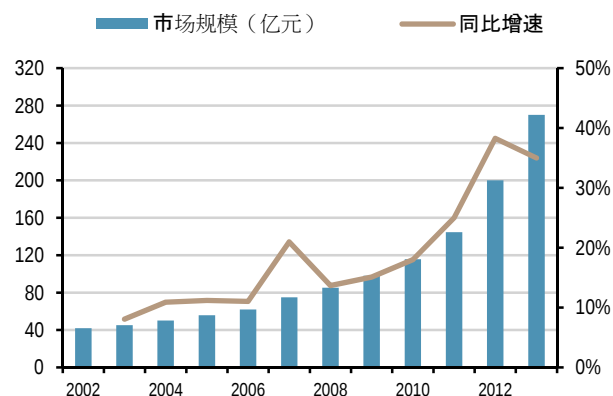
中国的糖尿病患者人数占据全球 25% 的份额，然而糖尿病治疗的医疗费用总额只达到全球的 7%，人均医疗费用仅达到全球人均医疗费用的 27%。我们认为随着国家对慢病治疗的持续投入和居民支付能力的提升，中国糖尿病降糖药物将迎来良好的发展机遇。

图表 6: 中国的糖尿病治疗水平存在很大提升空间



来源: IDF, 瑞银证券整理

图表 7: 中国降糖药物市场持续高速增长



来源: 瑞银证券估算

糖尿病患者管理蕴藏广阔商机，看好具备患者资源的公司

我们认为基于互联网的糖尿病患者管理模式具备良好的市场前景。在糖尿病患者管理模式中，1.患者通过血糖监测设备测试血糖，然后将血糖数据上传至患者管理的云平台，2.云平台根据上传的数据将对患者反馈饮食、运动及用药指导，帮助患者控制血糖水平；3.同时平台也将数据发送至医生，医生可根据患者数据情况酌情直接给予患者指导。此种模式有效形成了患者-平台-医生闭环商业模式，未来可挖潜空间广阔。

图表 8: 基于互联网的糖尿病患者管理业务蕴藏广阔商机

对医疗保险而言	明确的临床效果将有效改善患者身体健康状况，降低患者急诊概率，节约医保费用，提升医保基金的使用效率。该特点使患者管理模式有望得到政府的扶持。
对于医药企业而言	1.通过患者管理平台，可以及时了解患者需求及治疗情况，提升患者治疗的依从度；2.通过患者平台做产品宣传，提升产品的处方量；3.通过数据的收集，使企业能够监测市场营销的投资回报。促进药品销售。
对于医疗器械公司而言	1.通过患者管理平台能够提升公司糖尿病检测相关产品的销量；2.通过患者管理平台宣传能够提升公司知名度；3.能够利用平台实现整体的血糖监测方案，提升血糖仪价值，整合数据分析服务，增加公司整体收入。
对患者而言	患者管理平台能够简化慢性疾病的管理，帮助患者控制病情，有效降低急诊和门诊的次数，降低医疗费用支出和提升患者治疗的依从性。
对医生而言	通过患者管理平台，医生将能够更直接掌握患者的病情；能够与患者进行实时互动能够把握患者整体的健康数据；与同行分享数据，从而协作诊疗；能够提升患者的治疗效果

来源: 瑞银证券

我们认为糖尿病患者管理平台同时具备临床价值和商业价值，未来依靠平台能够聚集大量的糖尿病患者，无论是药厂和医疗器械厂商，都能够创造更大的价值。中国有接近一个亿糖尿病患者，未来发展空间广阔。

通化东宝依仗国内糖尿病广阔的发展空间，有望成长为全球胰岛素专家

胰岛素是 1 型与 2 型糖尿病治疗的必需药物，在经济条件允许的情况下，糖尿病患者应尽早应用胰岛素来控制血糖。

公司是二代胰岛素龙头企业，显著受益于二代胰岛素进入基药目录

公司深耕基层胰岛素市场，是二代胰岛素的龙头企业。近年来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。

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，未来公司发展空间可观。

图表 9: 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

来源:IDF，瑞银证券估算

未来三代胰岛素上市有望加速驱动公司成长

公司的研发进度最快的甘精胰岛素正在进行临床研究。如临床进展顺利，甘精胰岛素有望于 2016 年报批药监局，2016 年年底或者 2017 年有望上市。甘精胰岛素是胰岛素和胰岛素类似物中销量最大的品种，2013 年全球销售 76 亿美元，未来公司甘精胰岛素若获批，有望成为成为公司继二代胰岛素之后的又一重磅品种，我们看好公司后续发展。

此外，公司现有 200 多万稳定合作的患者，每个月还会增加约 1 万名患者，我们认为公司具备开展糖尿病患者管理的优势，如果公司后续开展糖尿病管理业务，未来对公司业绩的贡献有望与胰岛素业务平分秋色，或成为公司成长的强劲动力。

估值：提升目标至 24 元，维持“买入”评级

自今年下半年开始，各省招标节奏加快，公司业绩增长有望加快，由此我们上调了公司 2014-2016 年预测 EPS 至 0.28/0.40/0.52 元（原预测 0.27/0.38/0.49 元），并上调 10 年期收入增长率预测至 25%（原 22%），根据瑞银 VCAM 贴现现金流估值得到目标价 24 元（WACC 8.7%）。结合公司未来的业绩增长预测和可比公司（医药板块内生物药公司）的估值水平（2014 年平均 PE86 倍），目前公司 14 年 PE 75.5 倍对应可比公司平均估值有 12% 的折价，而近三年历史平均 PE 为 81 倍，我们认为目前估值具吸引力，给予“买入”评级。

图表 10: 医药板块内生物药子行业可比公司（当前股价为 11 月 28 日收盘价）

证券代码	证券简称	EPS（元）			当前股价 （元）	PE		
		2013	2014E	2015E		2013	2014E	2015E
002007.SZ	华兰生物	0.8	1.0	1.2	37.3	46	37	31
000661.SZ	长春高新	2.2	2.6	3.2	91.99	43	35	28
300009.SZ	安科生物	0.3	0.4	0.5	17.99	58	45	35
300204.SZ	舒泰神	0.5	0.6	0.9	27.74	61	43	31
300294.SZ	博雅生物	1.1	1.3	1.7	73.75	68	56	43
300122.SZ	智飞生物	0.2	0.3	0.6	27.91	171	111	47
002252.SZ	上海莱士	0.1	0.2	0.4	45.54	386	190	125
300142.SZ	沃森生物	0.2	0.3	0.3	43.1	211	169	125
平均						130	86	58
600867.SH	通化东宝	0.18	0.28	0.40	20.45	115	73	51

来源:WIND，瑞银证券估算。注：通化东宝为瑞银证券预测，其余采用市场一致预期，数据截止 2014 年 11 月 28 日。

通化东宝 (600867.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	784	992	1,204	1,449	20.3	1,784	23.1	2,230	2,787	3,484
毛利	489	634	819	944	15.2	1,186	25.7	1,494	1,868	2,334
息税折旧摊销前利润(UBS)	161	242	336	682	103.2	789	15.7	1,003	1,210	1,481
折旧和摊销	(107)	(109)	(109)	(172)	56.8	(186)	8.2	(204)	(225)	(250)
息税前利润(UBS)	55	134	226	510	125.6	603	18.2	799	985	1,232
联营及投资收益	10	7	9	9	0.0	9	0.0	9	9	9
其他非营业利润	373	(78)	(1)	(142)	NM	(65)	54.1	(101)	(127)	(147)
净利息	(14)	(14)	(18)	(41)	-133.4	(63)	-52.3	(74)	(82)	(88)
例外项目 (包括商誉)	4	18	(5)	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	427	67	212	336	58.7	484	44.0	634	785	1,005
税项	(64)	(7)	(32)	(37)	-14.4	(53)	-44.0	(70)	(86)	(111)
税后利润	363	60	179	299	66.7	431	44.0	564	699	895
优先股股息及少数股权	1	3	4	(14)	-	(20)	-44.0	(27)	(33)	(42)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	364	63	184	285	55.0	411	44.0	537	666	853
净利润 (UBS)	361	47	188	285	51.7	411	44.0	537	666	853
税率(%)	15.0	11.1	15.3	11.0	-27.9	11.0	0.0	11.0	11.0	11.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.35	0.05	0.18	0.28	51.7	0.40	44.0	0.52	0.65	0.83
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.35	0.06	0.18	0.28	55.0	0.40	44.0	0.52	0.65	0.83
每股收益 (UBS, 基本)	0.35	0.05	0.18	0.28	51.7	0.40	44.0	0.52	0.65	0.83
每股股息净值(Rmb)	0.15	0.15	0.18	0.12	-34.7	0.17	44.0	0.22	0.28	0.35
每股账面价值	2.00	1.91	1.94	2.03	4.4	2.31	13.8	2.66	3.09	3.64
平均股数(稀释后)	1,030.10	1,030.10	1,030.10	1,030.10	0.0	1,030.10	0.0	1,030.10	1,030.10	1,030.10
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	244	125	216	29	-86.6	36	23.1	45	56	70
其他流动资产	810	744	891	729	-18.3	917	25.9	1,151	1,414	1,778
流动资产总额	1,054	869	1,107	758	-31.6	953	25.8	1,196	1,470	1,847
有形固定资产净值	1,086	1,033	954	1,518	59.1	1,601	5.5	1,726	1,877	2,053
无形固定资产净值	69	69	65	64	-0.6	64	-0.7	63	63	62
投资/其他资产	168	410	568	828	45.8	1,053	27.2	1,251	1,428	1,591
总资产	2,377	2,380	2,694	3,168	17.6	3,671	15.9	4,236	4,838	5,553
应付账款和其他短期负债	100	57	122	71	-42.0	87	23.1	105	129	158
短期债务	63	79	253	657	159.68	834	26.97	993	1,109	1,184
流动负债总额	163	136	375	728	94.1	921	26.6	1,097	1,238	1,342
长期债务	122	239	256	256	0.0	256	0.0	256	256	256
其它长期负债	14	14	47	55	17.0	55	0.0	55	47	47
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	299	389	678	1,039	53.2	1,232	18.6	1,408	1,541	1,645
普通股股东权益	2,046	1,962	1,991	2,090	5.0	2,379	13.8	2,741	3,178	3,747
少数股东权益	32	29	25	39	56.2	59	51.8	86	119	161
负债和权益总计	2,377	2,380	2,694	3,168	17.6	3,671	15.9	4,236	4,838	5,553
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	364	63	184	285	55.0	411	44.0	537	666	853
折旧和摊销	107	109	109	172	56.8	186	8.2	204	225	250
营运资本变动净值	(66)	158	0	(14)	-	(228)	NM	(308)	(365)	(472)
其他营业性现金流	(96)	(72)	(79)	188	-	139	-26.0	192	233	268
经营性现金流	309	257	215	631	194.2	507	-19.7	625	759	898
有形资本支出	(89)	(242)	(190)	(992)	NM	(489)	50.7	(521)	(547)	(580)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	406	8	6	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	50	(11)	16	(3)	-	(4)	-	(5)	(6)	(7)
投资性现金流	367	(245)	(168)	(995)	NM	(493)	50.4	(526)	(553)	(587)
已付股息	0	(155)	(155)	(186)	-20.0	(122)	34.7	(175)	(229)	(284)
股份发行/回购	0	0	1	41	NM	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	20	(45)	2	(41)	-	(63)	-52.31	(74)	(82)	(88)
债务及优先股变化	(146)	133	192	404	110.86	177	-56.14	159	116	75
融资性现金流	(125)	(68)	39	218	NM	(7)	-	(90)	(195)	(297)
现金流量中现金的增加/(减少)	551	(56)	85	(146)	-	7	-	9	11	14
外汇/非现金项目	(370)	(64)	6	(41)	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	181	(119)	91	(187)	-	7	-	9	11	14

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。

通化东宝 (600867.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	20.4	NM	70.5	NM	52.4	40.1	32.3	25.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	20.6	NM	69.0	75.5	52.4	40.1	32.3	25.3
股价/每股现金收益	15.9	42.4	43.6	47.1	36.1	29.0	24.2	19.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.0	0.2	0.2	(1.7)	0.1	0.5	1.0	1.5
净股息收益率(%)	2.1	2.4	1.4	0.6	0.8	1.1	1.3	1.7
市净率	3.6	3.3	6.5	10.3	9.0	7.9	6.8	5.7
企业价值/营业收入(核心)	9.2	6.7	NM	NM	NM	NM	8.1	6.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	44.7	27.2	38.7	32.4	28.3	22.4	18.7	15.3
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	28.1	23.0	18.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	29.3	NM	NM	NM	26.9	22.0	17.9
企业价值/运营投入资本	3.9	3.4	6.3	9.0	7.3	6.3	5.5	4.8
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	7,385	6,553	12,897	21,414	21,414	21,414	21,414	21,414
净债务 (现金)	(59)	193	293	884	1,055	1,205	1,310	1,371
少数股东权益	32	29	25	39	59	86	119	161
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	7,358	6,776	13,215	22,338	22,528	22,705	22,842	22,945
非核心资产	(139)	(173)	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)
核心企业价值	7,219	6,603	13,002	22,124	22,315	22,491	22,629	22,732
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	23.0	26.4	21.5	20.3	23.1	25.0	25.0	25.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	-7.2	50.2	38.5	103.2	15.7	27.2	20.7	22.4
息税前利润(UBS)	-22.2	144.3	69.2	125.6	18.2	32.5	23.3	25.0
每股收益(UBS 稀释后)	111.0	-87.1	NM	51.7	44.0	30.9	24.0	28.0
每股股息净值	-	0.0	20.0	-34.7	44.0	30.9	24.0	28.0
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	62.3	64.0	68.0	65.1	66.5	67.0	67.0	67.0
息税折旧摊销前利润率	20.6	24.4	27.9	47.1	44.2	45.0	43.4	42.5
息税前利润率	7.0	13.5	18.8	35.2	33.8	35.9	35.4	35.4
净利 (UBS) 率	46.0	4.7	15.6	19.7	23.0	24.1	23.9	24.5
ROIC (EBIT)	3.0	6.9	11.0	20.8	19.8	22.5	24.0	26.0
税后投资资本回报率	2.5	6.0	9.3	18.5	17.6	20.0	21.3	23.2
净股东权益回报率(UBS)	19.3	2.3	9.5	14.0	18.4	21.0	22.5	24.6
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.4)	0.8	0.9	1.3	1.3	1.2	1.1	0.9
净债务/总权益 %	(2.8)	9.7	14.5	41.5	43.3	42.6	39.7	35.1
净债务/ (净债务 + 总权益) %	(2.9)	8.8	12.7	29.3	30.2	29.9	28.4	26.0
净债务/企业价值	(0.8)	2.9	2.3	4.0	4.7	5.4	5.8	6.0
资本支出 / 折旧 %	90.6	NM	190.6	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	11.3	24.4	15.8	NM	27.4	23.4	19.6	16.7
息税前利润/净利息	3.8	9.4	12.8	12.4	9.6	10.9	12.0	14.0
股息保障倍数 (UBS)	2.3	0.3	1.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
股息支付率 (UBS) %	43.0	NM	99.1	42.7	42.7	42.7	42.7	42.7
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	784	992	1,204	1,449	1,784	2,230	2,787	3,484
总计	784	992	1,204	1,449	1,784	2,230	2,787	3,484
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	55	134	226	510	603	799	985	1,232
总计	55	134	226	510	603	799	985	1,232

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。

预测回报率

预测股价涨幅	+14.8%
预测股息收益率	0.8%
预测股票回报率	+15.6%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+6.4%

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。

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。

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。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

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提及内容的限制。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；吕学龙，博士。

涉及报告中提及的公司的披露

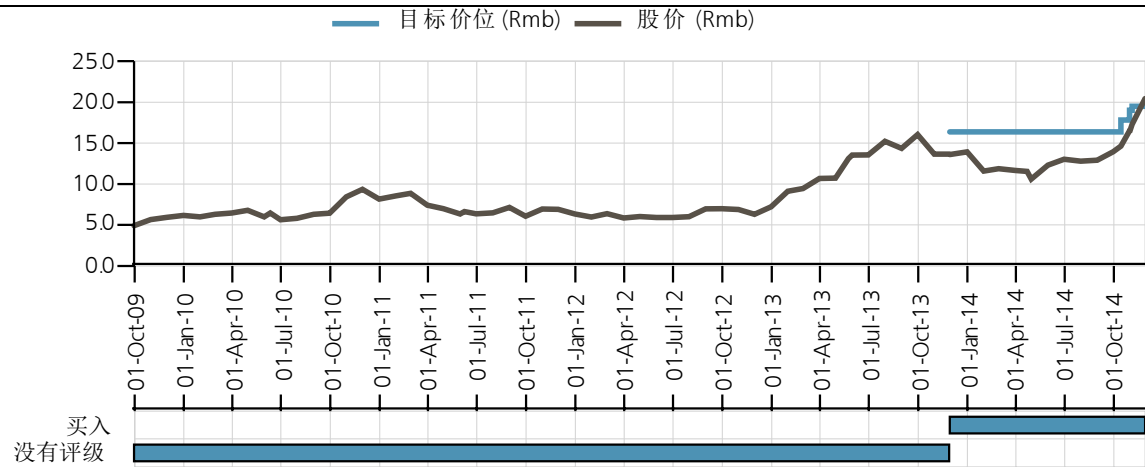
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
通化东宝	600867.SS	买入	不适用	Rmb20.45	2014 年 11 月 28 日

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 2014 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很高的风险,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(或部分)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受的损失(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而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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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方沟通。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，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**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）监管的持牌投资推介商。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。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士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股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 及 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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 761G 条所定义的“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。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**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：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。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主体或元素。© UBS 2014 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。