

# 通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级: 买入 首次评级

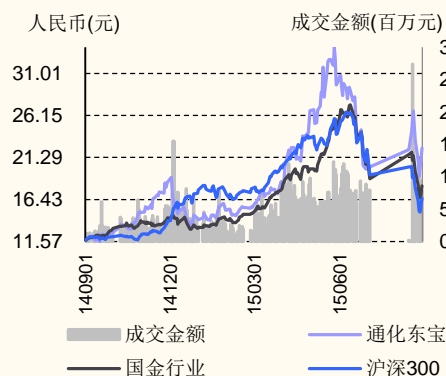
公司研究

市场价格 (人民币): 22.37 元  
目标价格 (人民币): 30.00-30.00 元

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)	1,127.06
总市值(百万元)	25,347.68
年内股价最高最低(元)	34.02/11.57
沪深 300 指数	3342.29
上证指数	3232.35



## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.197	0.272	0.392	0.498	0.664
每股净资产(元)	2.14	2.09	2.39	2.80	3.40
每股经营性现金流(元)	0.24	0.20	0.55	0.49	0.57
市盈率(倍)	77.54	57.44	56.61	44.56	33.45
行业优化市盈率(倍)	59.08	75.16	127.43	127.43	127.43
净利润增长率(%)	193.28%	52.13%	58.81%	27.07%	33.21%
净资产收益率(%)	9.24%	13.03%	18.08%	19.54%	21.44%
总股本(百万股)	931.46	1,030.10	1,133.11	1,133.11	1,133.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

通化东宝是我们持续跟踪和重点推荐的公司, 我们在 2013 年曾经发布公司的深度研究报告, 这篇报告对公司发展脉络的分析现在仍然很有参考意义。经过两年多的发展, 我们认为公司进入了新的时期, 我们新阶段认为公司的主要投资逻辑如下。

- **公司治理结构进一步优化:** 公司近年来不断改善治理结构, 大股东持续增持股份, 公司给管理层推出股权激励; 近期, 公司又推出增发方案, 大股东、管理层等几乎全额溢价认购, 价格为 22.63 元/股。公司连续的动作, 强化了对管理层的激励, 进一步优化了治理结构, 这是我们这个时间点再次推荐公司的原因之一。
- **产业环境对公司发展有利:** 最新的糖尿病流行病学调查显示, 2010 年我国糖尿病患者人群达到 1.14 亿, 风险人群达到 50%, 市场容量极大。而且, 我国糖尿病诊疗状况很差, 市场潜力巨大。行业近年来的政策导向, 对于经营规范、产品性价比高的企业非常有利。
- **公司积累雄厚, 进一步整合产业资源:** 公司经过多年发展, 在糖尿病领域积累雄厚, 包括领先的产品生产工艺、丰富的产品线储备、强大的渠道资源等。公司借助增发的资金, 进一步整合现有的资源, 努力做中国第一品牌的糖尿病管理专家。
- **精耕细作, 前途光明:** 我们认为公司风格踏实, 持续在糖尿病领域精耕细作, 必然能够成为最具影响力的“中国糖尿病专家”, 并借助已有的产业优势, 将有机会获得全球糖尿病领域的产业资源, 给企业发展提供额外动力。

## 投资建议

- 我们预计公司 2015-2017 年公司每股收益分别为 0.39 元、0.50 元、0.66 元。虽然静态估值偏高, 但是公司所处行业产业壁垒高, 成长性可持续。我们看好公司所处行业的发展前景、公司的竞争优势、产业地位。我们给予公司一定的估值溢价, 预计未来 6-12 个月目标价 30 元, 给予“买入”评级。

## 风险

- 新产品上市时间慢于预期、行业政策风险、产品价格压力、管理风险等。

## 相关报告

1. 《研发进展顺利, 税率下调大幅提升业绩;-通化东宝公司点评》, 2014.12.26
2. 《胰岛素继续稳增长, 长期向好;-通化东宝业绩点评》, 2014.10.23

李涛 联系人  
litaol@gjzq.com.cn

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

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司研究回顾 .....	4
新时期通化东宝的投资逻辑 .....	5
糖尿病是中国未来患病人群最多的慢性病.....	6
大领域诞生大公司.....	7
诺和诺德介绍 .....	7
辉瑞制药近十年的发展情况 .....	9
诺和诺德持续增长的原因 .....	11
通化东宝---做中国首屈一指的糖尿病专家 .....	12
公司产品线可媲美诺和诺德 .....	14
厚积薄发，公司进入全面整合资源阶段.....	16
行业政策朝着有利于国内规范企业的方向发展.....	17
通化东宝的未来.....	18
投资建议.....	18

## 图表目录

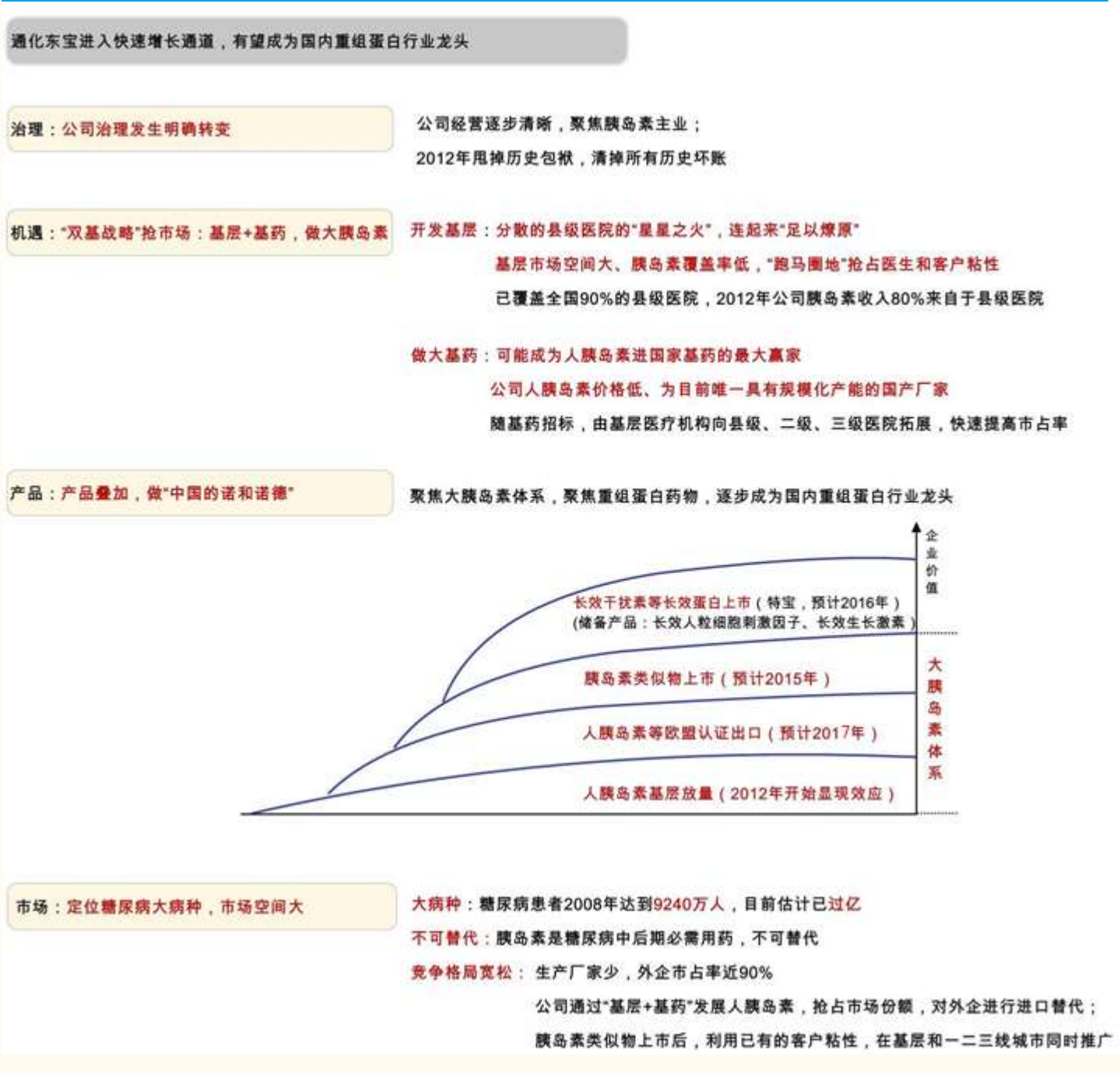
图表 1：2013 年我们深度报告梳理的通化东宝的投资逻辑 .....	4
图表 2：新时期通化东宝的投资逻辑 .....	6
图表 3：两项流行病学调查研究的主要指标对比.....	7
图表 4：诺和诺德糖尿病产品线发展史 .....	8
图表 5：诺和诺德收入保持稳定增长 .....	8
图表 6：诺和诺德利润保持较快增长 .....	8
图表 7：诺和诺德糖尿病产品线保持较快增长 .....	9
图表 8：诺和诺德糖尿病产品线占比稳步提升 .....	9
图表 9：诺和诺德十年时间的股价表现 .....	9
图表 10：辉瑞近十年的收入表现 .....	10
图表 11：辉瑞近十年的利润表现 .....	10
图表 12：立普妥销售在专利期过后迅速下滑 .....	10
图表 13：10 年间辉瑞产品线的变化 .....	11
图表 14：诺和诺德的成长原因分析.....	12
图表 15：礼来胰岛素及类似物销售情况 .....	12
图表 16：赛诺菲胰岛素及类似物销售 .....	12
图表 17：通化东宝业务发展历史 .....	13
图表 18：中国二三线市场当时的特点.....	14
图表 19：公司 30R（3ml，300IU）近年来招标情况.....	15
图表 20：通化东宝产品线可以媲美诺和诺德.....	16
图表 21：通化东宝糖尿病平台项目.....	17



公司研究回顾

- 通化东宝是我们一直关注并看好的公司，2013 年我们组郭妮妮博士曾撰写深度研究报告，就公司投资逻辑做了梳理，现在来看，仍然是非常有指导意义。
- 上篇报告，我们的主要逻辑是：公司治理发生转变，同时公司业务正享受基药、基层市场的机遇，而且从长期看，公司产品优质，市场潜力巨大。

图表 1：2013 年我们深度报告梳理的通化东宝的投资逻辑



来源：国金证券研究所

- 经过两年多发展，公司的发展符合我们的分析逻辑，而且在上述逻辑的基础上进一步演绎，朝着更加有利于公司发展的方向加速推进。

- 新的阶段，我们看到通化东宝面临的产业环境不断变化，自身积累不断加强，公司治理更加优化。公司正在利用自身的产业积累，打造独一无二的“糖尿病帝国”。本篇报告我们将深入分析产业及公司近年来的变化，并展望公司的未来发展，主要从以下几个角度入手：

### 新时期通化东宝的投资逻辑

#### ■ 产业环境

- **需求持续增加，潜在需求巨大。**我们将给出比之前报告更新的流行病学调查数据，分析行业的需求趋势。
- **外资药企受政策影响大，优质内资企业面临发展机遇。**近几年政策对商业贿赂等行为的查处，医保控费等的持续推进，使部分外资企业在中国的经营收缩，预计会使规范经营、产品性价比优势明显的企业受益。

#### ■ 公司积累

- **公司技术积累雄厚，是“类创新药”企业。**胰岛素及类似物工艺壁垒很高，预计在未来很长一段时间之内，胰岛素竞争格局不会有大的变化，价格体系维持稳定。
- **产品梯队丰富，公司发展后劲十足。**公司产品线包括胰岛素类似物、口服降糖药，GLP-1 类似物等糖尿病系列用药。参股子公司厦门特宝有长效干扰素等系列潜力品种。
- **渠道价值显著，长期发展的重要保障。**公司致力于糖尿病的学术教育，对我国内分泌医生队伍尤其是基层队伍的培养做出了巨大贡献，医生的认可、渠道的积累是公司发展的重要保障。

#### ■ 公司治理

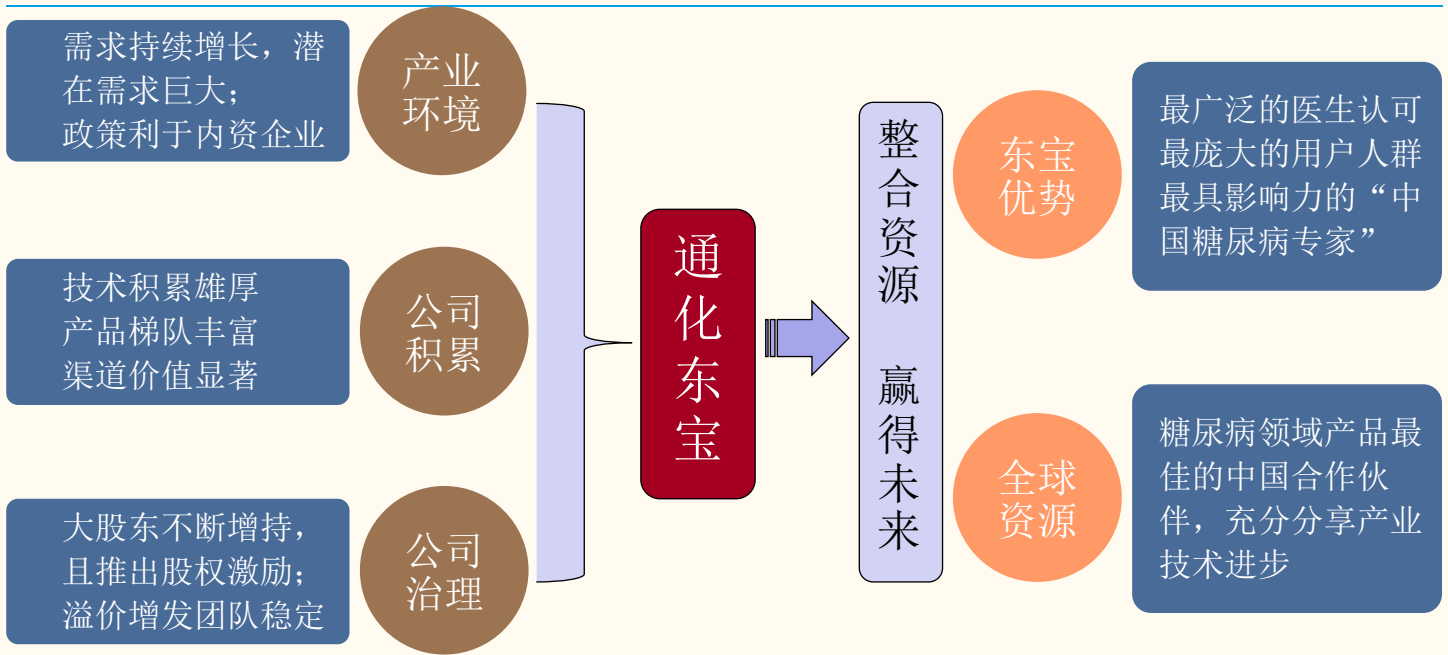
- **大股东不断增持，且推出股权激励。**大股东东宝集团从 2012 年开始不断利用公司分红等资金进行股份增持，三年时间持股比例已从 34.52% 提高到 37.27%。2014 年公司推出股权激励，向激励对象授予股票期权、限制性股票合计 1536 万股。
- **对大股东及管理层溢价增发，团队进一步绑定。**公司本次增发对象为东宝实业集团、李一奎（董事长）、李聪（总经理，通过资管计划认购 1.09 亿元）等。此次增发，进一步绑定了核心团队的利益，也必将进一步激发公司的活力。

#### ■ 公司未来

- **东宝优势。**通化东宝已经进入一个进一步整合自身的产业资源的阶段：打通线上线下，连接医生病患，完善产品梯队，构建糖尿病生态圈。我们认为经过几年的努力，公司成为国内第一品牌的“糖尿病管理专家”，具有最全的糖尿病产品线，获得更高层次的医生认可，拥有更加广泛和稳定的用户群。
- **全球资源。**未来，中国的糖尿病患者将占到全球的 1/3 甚至更高。公司现有的资源优势，足以让任何有糖尿病产品线的企业“垂涎三尺”。所以，“糖尿病市场看中国，中国市场找东宝”将成为未来的一种现象。公司因为自身的积累，将有可能获得附加的研发能力，优先获得糖尿病领域优秀产品合作的机会。



图表 2：新时期通化东宝的投资逻辑



来源：国金证券研究所

### 糖尿病是中国未来患病人群最多的慢性病

- 2013 年流行病学调查显示，我国糖尿病的患病人群预计达到 1.14 亿，且治疗现状较差。
  - 2013 年国际权威杂志 JAMA 《美国医学会杂志》发表了我国著名的内分泌学专家上海交大附属瑞金医院副院长宁光教授的研究成果。研究显示：成年人群的糖尿病总体发病率估计为 11.6%；男性为 12.1%，女性为 11.0%。预估患病人数为 1.14 亿。
  - 在所有糖尿病患者中，知道自己情况的糖尿病人的比例为 30.1%，且只有 25.8%的人接受了糖尿病的治疗，而在那些接受治疗的患者中只有 39.7%的人的血糖得到了适当的控制。
- 结果显示糖尿病前期人群已占成人一半，国人血糖控制状况堪忧。
  - 本次流行病学调查显示，糖尿病前期人群占比为 50.1%，其中，男性为 52.1%，女性为 48.1%。
  - 如果这些人群不注意血糖控制（包括饮食、运动等），假以时日，诱发糖尿病的风险极高。糖尿病已经成为我国最严重的公共卫生问题之一。
- 三年新增两千多万，疾病处于持续高发期。
  - 2007 年杨文英教授在 NEJM 《新英格兰医学杂志》上发表我国糖尿病流行病学调查的数据，我国目前糖尿病发病率为 9.7%（男性 10.6%，女性 8.8%）；按患病率测算我国成人中糖尿病患者 9240 万（5020 万男性，4220 万女性）。
  - 两项研究采用的指标不同。宁光教授采用的是糖化血红蛋白的指标，能反映更长的时间段内体内平均的血糖水平，比血糖（时点指标）更具有参考意义。
  - 平均空腹血糖浓度持续提升。我们对两项研究做了详细的对比，因为实验的指标不同，所以有些数据并非完全可比。但是，平均空腹血糖浓度是可比的，结果显示，三年时间内，两组调查人群的平均空腹血糖浓度有明显差异，2010 年的调查比 2007 年高出 6%。说明，我国

人群的血糖控制不佳，空腹血糖持续提升，结果就是糖尿病患者人群持续增加。

图表 3：两项流行病学调查研究的主要指标对比

	2007	2010
发病人数预测（万人）	9240	11390
预测发病率	9.70%	11.60%
糖尿病前期比例	15.50%	50.10%
未被确诊比例	60.70%	69.90%
平均空腹血糖（mg/dl）	94.8	100.5
农村平均患病率	8.30%	10.30%
城市平均患病率	11.45%	14.30%

来源：JAMA, NEJM, 国金证券研究所

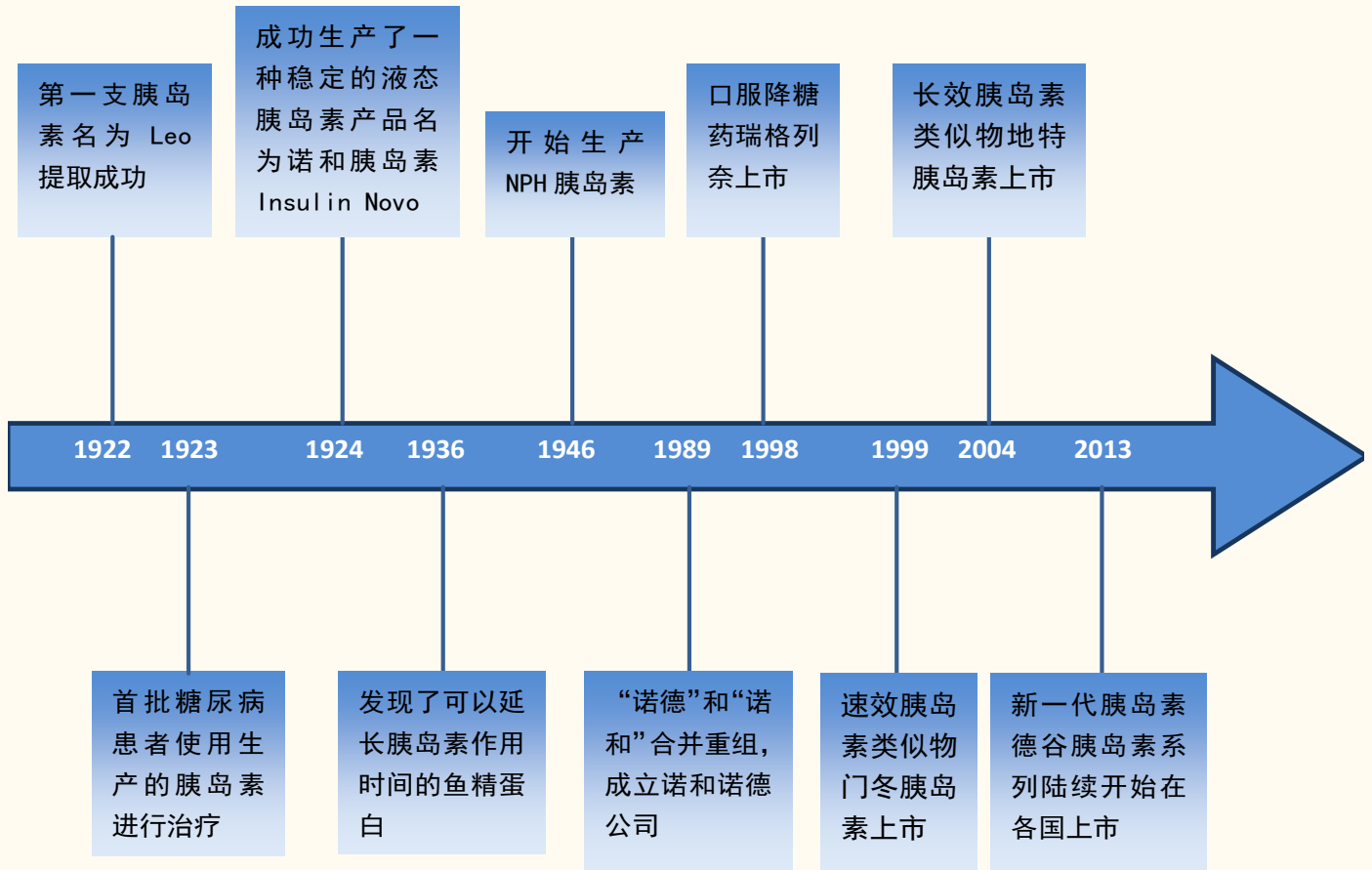
- 糖尿病领域将是医药行业未来最具潜力的细分领域。
  - 前文已述，国内现在糖尿病患者人群巨大。2010 年的调查结果是 1.14 亿人，现在估算可能达到 1.3 亿人左右。
  - 治疗状况不佳。因为糖尿病在发病的前几年，病人没有明显不适出现，因此往往到了并发症出现才就诊，这就造成了疾病的诊断率低。受制于国内的医疗水平及病人的经济条件、理念等原因，现在治疗人群中，多数的血糖控制也不达标。
  - 行业潜力巨大。未来随着医疗水平进步，行业将受益于“发病率提升+诊疗率提升”。发病率及诊疗率双升的结果就是每年都会新增一大批治疗人群，使行业保持快速增长。因此，糖尿病领域必然是未来医药行业中最具潜力的投资领域。

## 大领域诞生大公司

### 诺和诺德介绍

- 糖尿病全球约有 4 亿患者，是名副其实的大病种。糖尿病治疗以控制较好的血糖水平为根本目标，因此具有持续用药、联合用药、高频监控血糖等诸多特点。
- 巨大的市场必然引起产业的巨大关注，包括辉瑞、诺华、礼来、拜耳、赛诺菲等巨头都有自己的糖尿病产品，但是国际公认的糖尿病专家型企业还是诺和诺德。下面我们就梳理下诺和诺德的情况。
  - 诺和诺德的发展史就是一部人类治疗糖尿病的历史。从最开始从牛胰腺中提取胰岛素，到合成人胰岛素，到口服降糖药，GLP-1 类似物，再到胰岛素类似物，超长效胰岛素。诺和诺德都引领行业的发展，为患者带来更好的产品及更加方便可靠的使用方式。

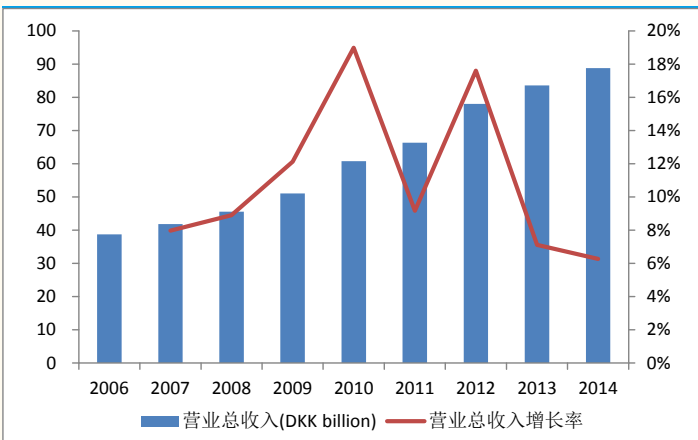
图表 4：诺和诺德糖尿病产品线发展史



来源：国金证券研究所

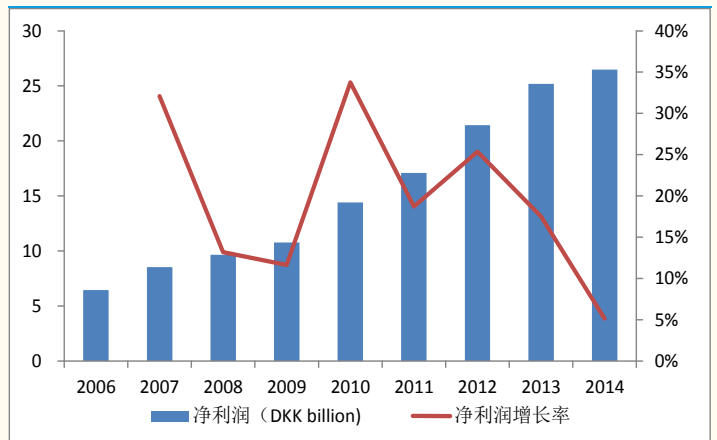
- 公司的努力也取得了丰厚的回报，公司收入维持多年稳定增长，利润维持快速增长，2014 年公司实现收入 888 亿丹麦克朗、净利润 265 亿丹麦克朗（DKK，1 丹麦克朗现在折合约 0.986 元人民币）。9 年期间，公司收入复合增长率为 11%，净利润复合增长 19.3%。

图表 5：诺和诺德收入保持稳定增长



来源：诺和诺德年报，国金证券研究所

图表 6：诺和诺德利润保持较快增长

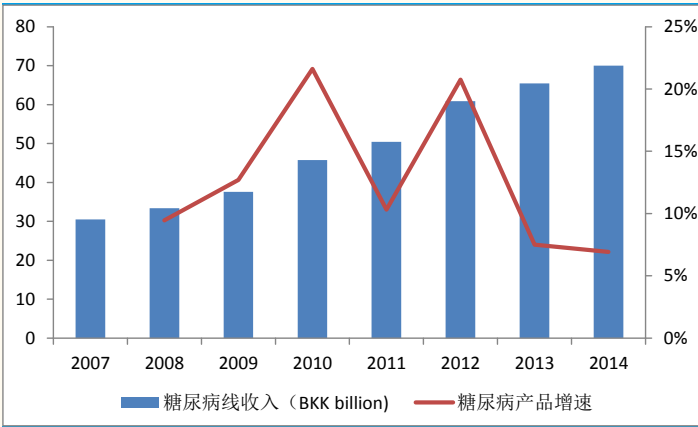


来源：诺和诺德年报，国金证券研究所



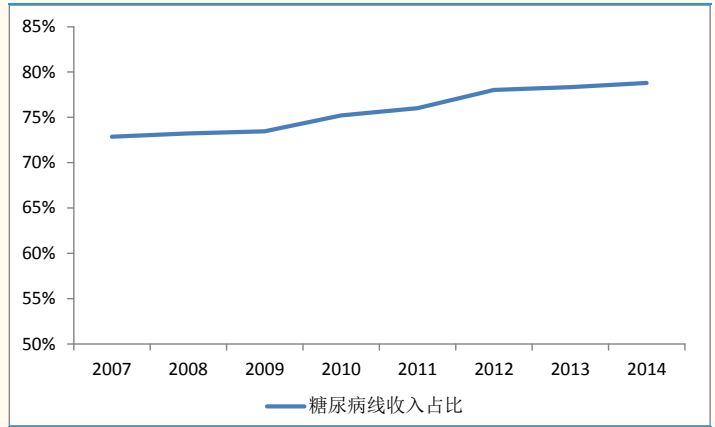
- 公司的糖尿病线产品是业务支柱，受益于全球发病人数持续增长，公司糖尿病产品线也维持了快速增长（复合增长率 12.6%），且占公司整体收入也稳步提升。

图表 7：诺和诺德糖尿病产品线保持较快增长



来源：诺和诺德年报，国金证券研究所

图表 8：诺和诺德糖尿病产品线占比稳步提升



来源：诺和诺德年报，国金证券研究所

- 凭借在糖尿病领域的精耕细作，诺和诺德也获得投资者的充分认可。公司在纽交所上市，目前市值 1400 亿美金左右，10 年时间上涨近 30 倍。目前静态市盈率约为 32 倍左右。

图表 9：诺和诺德十年时间的股价表现



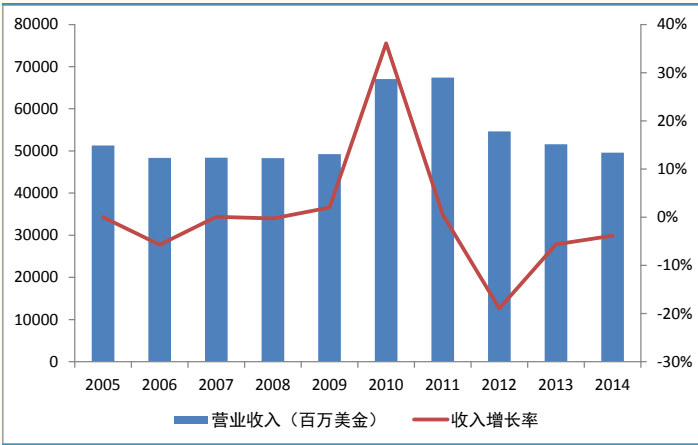
来源：wind，国金证券研究所

- 外资的医药巨头中，多数都是横跨很多病种，储备很多产品。像诺和诺德一样多年来产品线稳定，领域相对单一的并不多见。为什么诺和诺德能在一个领域、依赖数个产品取得如此骄人的成就呢？横跨多个领域、产品线更加丰富的企业是不是能发展的更好？在回答这些问题之前，我们看一下国际制药巨头辉瑞的大概状况。

### 辉瑞制药近十年的发展情况

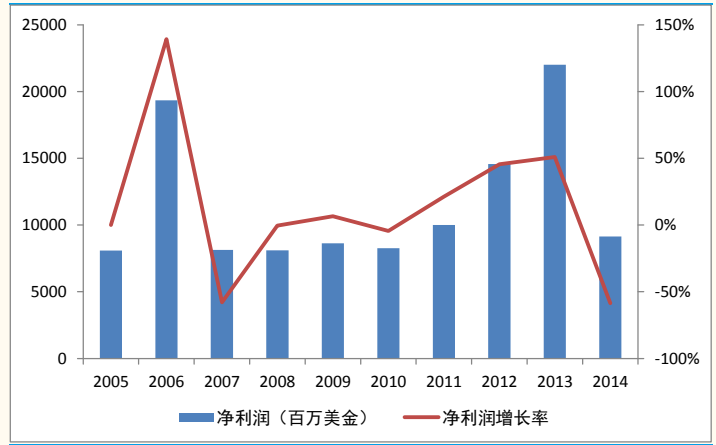
- 辉瑞是产品覆盖多科室的综合性药企。辉瑞制药产品涵盖心血管、神经、疫苗、自身免疫疾病、勃起功能障碍、癌症等诸多领域。2014 年公司收入达到 496 亿美金，净利润 91.4 亿美金。
- 近十年来，辉瑞的收入及利润表现波动较大，并没有趋势性的增长。股价也就仅比十年前上涨了一倍左右。

图表 10：辉瑞近十年的收入表现



来源：辉瑞年报，国金证券研究所

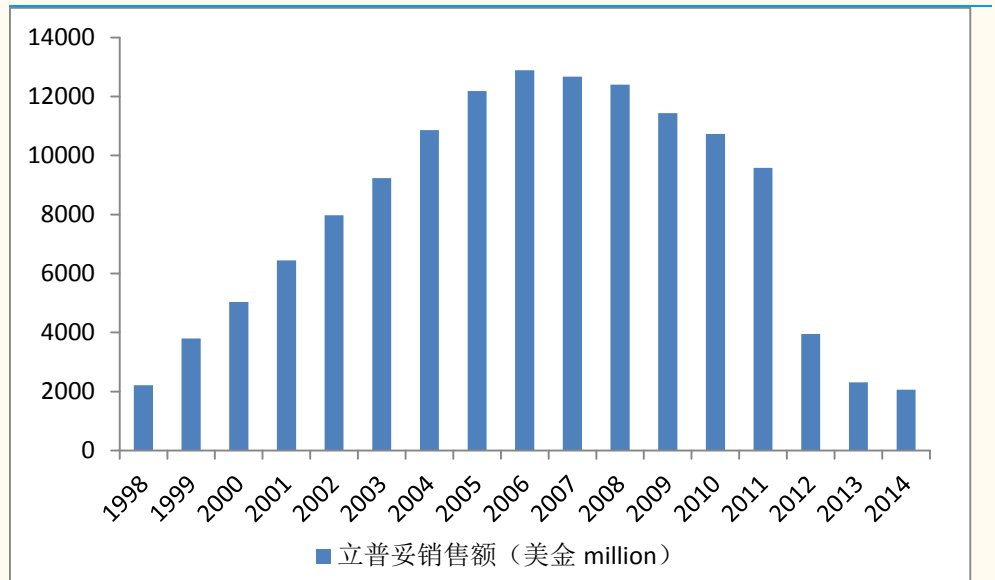
图表 11：辉瑞近十年的利润表现



来源：辉瑞年报，国金证券研究所

- 为什么自 2011 年开始辉瑞的收入出现了连续下滑？这个主要是受到公司的明星产品——立普妥 (lipitor, 阿托伐他汀钙片) 的影响。
- 立普妥是载入制药史册的产品，上市后累计销售额超过千亿美金。2011 年该产品在美国专利过期，之后销售额便迅速下滑，由于其收入体量太大，所以对公司整体的销售收入及利润扰动很大。

图表 12：立普妥销售在专利期过后迅速下滑



来源：辉瑞年报，国金证券研究所

- 立普妥的问题不是个案，而是化学药销售的普遍现象。即：专利期过后，竞争者马上进入，导致价格及销量迅速下滑。
- 辉瑞的产品线十年之间也有了较大的变化，我们梳理了公司销售规模居前的产品：

图表 13: 10 年间辉瑞产品线的变化

2014年销售额居前的产品	领域	销售额 (百万美金)	2005年销售额居前的产品	领域	销售额 (百万美金)
普瑞巴林	神经	5168	立普妥	降血脂	12187
肺炎疫苗系列	肺炎	4464	络活喜	降血压	4706
恩利	自身免疫疾病	3850	舍曲林	抑郁和焦虑	3256
塞来昔布	关节炎	2699	阿奇霉素	抗感染	2025
立普妥	降血脂	2061	塞来昔布	关节炎	1730
万艾可	勃起功能障碍	1685	万艾可	勃起功能障碍	1645
舒尼替尼	癌症	1174	拉坦前列素	青光眼和眼内压	1372
络活喜	降血压	1112	西替利嗪	抗过敏	1362

来源：辉瑞年报，国金证券研究所

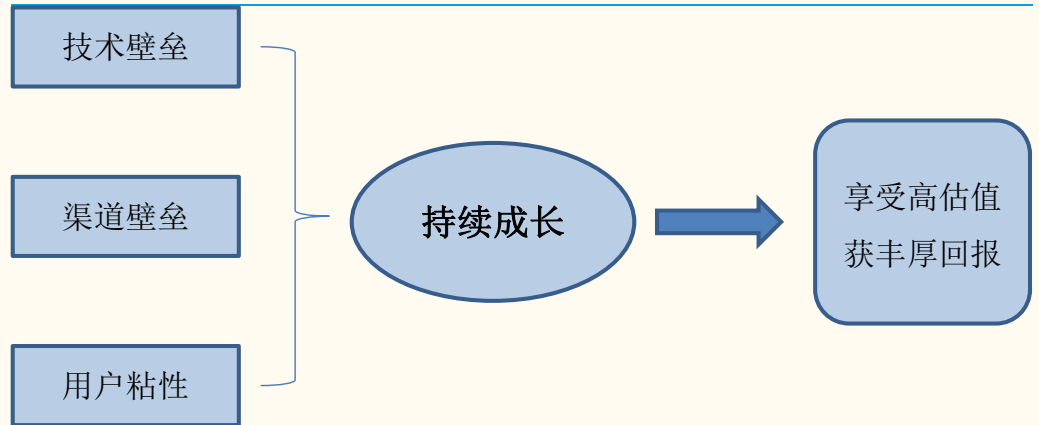
- 可以发现，10 年间，公司主力品种换了一半，所在领域也不相同，而且地位与贡献也与 10 年前完全不一样。
- 化药企业做到一定规模后，会面临持续增长的困境。要维持持续的增长，必须要有新的重磅品种不断出现，要尝试跨到其他细分领域发展，要不断通过并购增加收入或者产品线。
- 我们分析内在的原因还在于：产品壁垒不够高，企业仿制容易；渠道壁垒不够高，专业影响力低；用户粘性不强，替换成本低。

#### 诺和诺德持续增长的原因

- 通过对比辉瑞制药可以发现，并不是所有的药企都能够稳定成长，也不是所有药企都能够依靠数个产品，专注一个领域而持续发展。那么为什么诺和诺德能取得如此的成就呢，我们觉得原因有以下几个方面：
  - 产品技术壁垒高。生物药的大规模发酵对菌种（或者细胞）、生产设施、生产条件、提取及纯化工艺等有严格要求，因此壁垒要远远高于化学仿制药。以东宝的胰岛素生产系统为例，公司建设有年产 3 吨胰岛素的产能，在这种大规模发酵情况下，公司更容易控制产品的质量一致性，减小批间差；东宝有独特的酶切工艺，不需要引入外源的生物酶；东宝的生产有 17 个工序，大的步骤包括发酵、分离、复性、纯化、冻干等。现在全球能够量产胰岛素的也就诺和诺德、礼来、通化东宝等几家公司，因此胰岛素全球竞争格局稳定，不会出现恶性竞争的情况。
  - 渠道壁垒高。胰岛素的使用是一个专业性很高的工作，本身胰岛素品种复杂，除了人胰岛素、类似物之外，每个种类里面又有各种组方及配比的产品，产品选择对医生的专业性要求很高。胰岛素的用量与病人的血糖水平，身体指标等密切相关，需要医生有经验并且和病人配合及摸索。因此，要在这个行业立足，必须要具备极高的专业性，能够获得权威专家的认可，并且能够给医生提供培训等服务，这是一个慢功夫，并不是朝夕可以完成的。但是一旦形成了对医生的这种影响力，就占据了渠道的制高点，难以被对手突破。
  - 用户粘性强。胰岛素是很特殊的产品，是一个病人自己注射的处方药，现在各厂家为了消费者便利，都开发了胰岛素注射笔，患者一旦掌握了笔的使用方式，并且用一个品牌的产品把血糖控制到合理水平后。无论从自身使用方便还是药物安全性等角度考虑，都不会随意更换品牌。因此，胰岛素厂家的存量消费者人群都是极稳定的，每年只要开发新的用户就能够保持稳定增长。同理，新进入者也只能去开发新的使用人群，很难去抢别人的固定客户。

- 因此我们总结：技术壁垒高、渠道壁垒高、用户粘性强是诺和诺德持续成长的原因，也是现在诺和诺德仍然享受 30 倍以上高估值的原因。正因为稳定增长，诺和诺德的股东才获得 10 年近 30 倍的高回报，该回报率远高于其他大型药企。

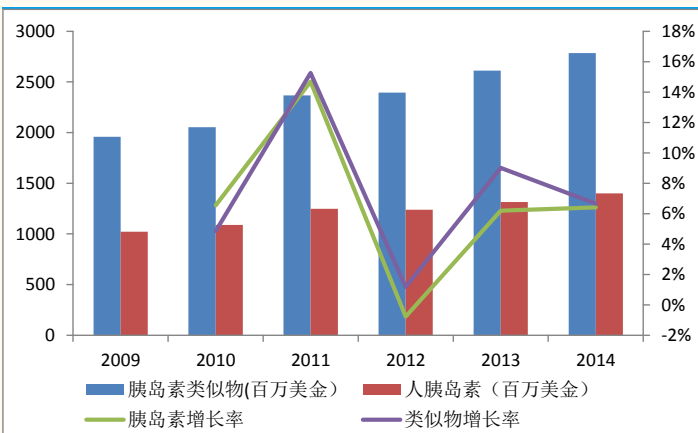
图表 14：诺和诺德的成长原因分析



来源：国金证券研究所

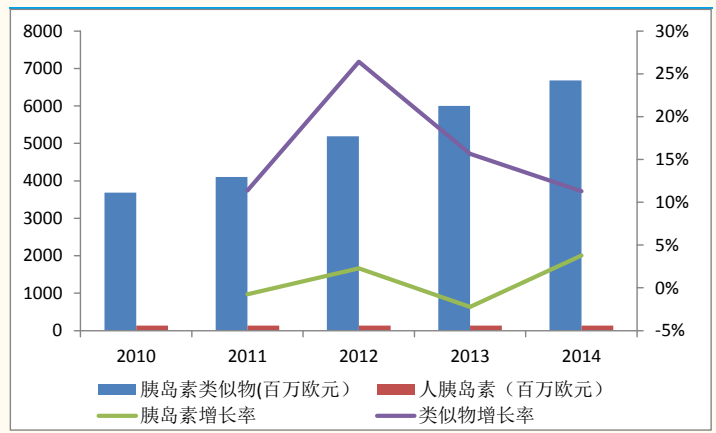
- 国际上另外几个主要的胰岛素及类似物的生产厂家是礼来、赛诺菲、拜耳，我们看下礼来、赛诺菲的产品销售情况。

图表 15：礼来胰岛素及类似物销售情况



来源：礼来年报，国金证券研究所

图表 16：赛诺菲胰岛素及类似物销售



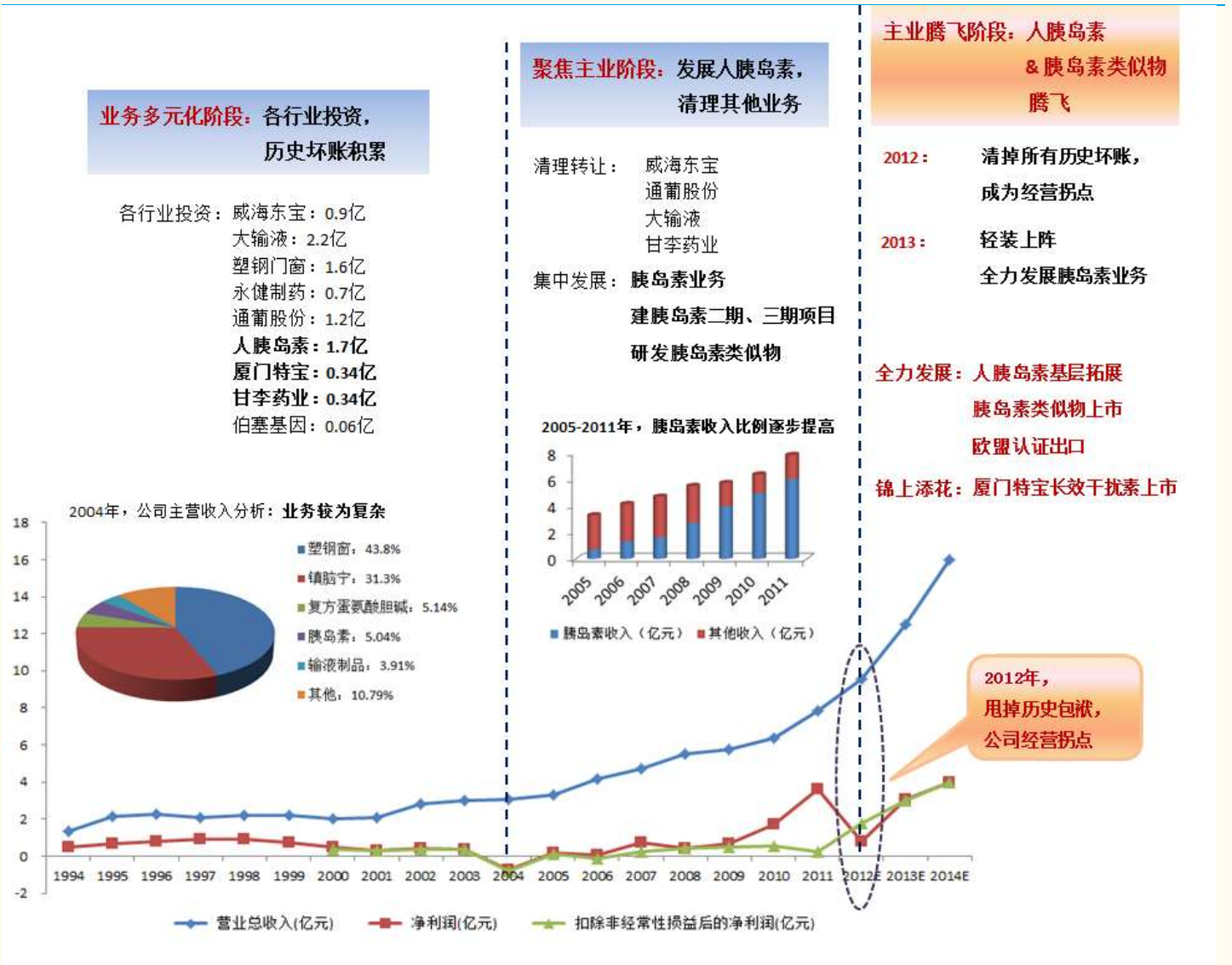
来源：赛诺菲年报，国金证券研究所

- 可见礼来和赛诺菲的胰岛素保持了销售稳定或者低速增长，类似物产品保持稳定增长。胰岛素并未因为专利过期等原因销售额迅速下滑，主要还是我们上面分析的因素。
- 同理，通化东宝也具备这些成长的要素。国内胰岛素竞争格局稳定，公司的胰岛素招标价格稳定，中标状况理想。长期来看，公司一定是一家业绩持续增长，持续享受高估值，给股东带来丰厚回报的公司。下面，我们分析下通化东宝的情况：

#### 通化东宝---做中国首屈一指的糖尿病专家

- 我们在上一篇深度报告中曾经梳理过通化东宝的发展历史，在此，我们不妨再看一下当初我们的总结：

图表 17：通化东宝业务发展历史

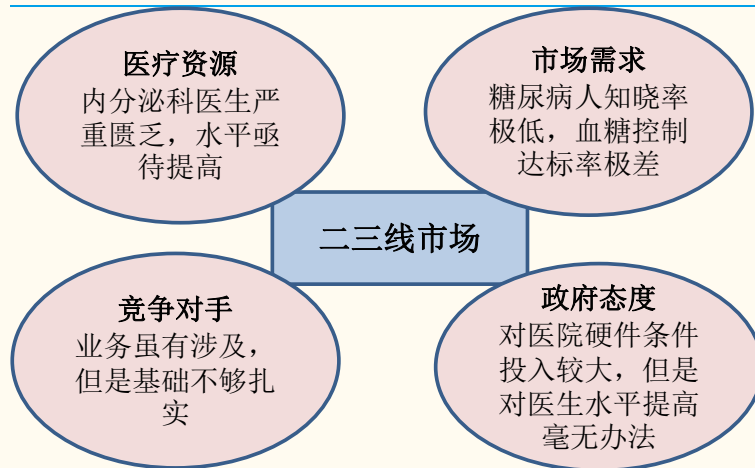


来源：国金证券研究所

- 可以看出，通化东宝历史上是一个多元化经营的企业，但是随着其他业务没落及公司的主动调整，逐渐将核心放在了发展最有价值的一块业务---胰岛素。
- 2004 年公司引进诺和诺德上海办事处销售主管李聪先生任甘舒霖市场销售总监；2007 年起，开始担任通化东宝 总经理，也标志着公司决策层将精业务聚焦胰岛素，并且全力支持李聪先生开展胰岛素业务。
  - 理清战略，确定思路。公司的产品主要是胰岛素，当时的竞争对手主要是诺和诺德、礼来、拜耳等外资企业。与这些企业相比，公司当时面临诸多困难，比如：在大医院、大专家层面影响力不足，资金实力不具有可比性，产品线不够齐全等。因此，公司首先确定了自己的目标市场---二三线市场。



图表 18：中国二三线市场当时的特点



来源：国金证券研究所

- 稳扎稳打，确立地位。二三线城市市场的这些特点决定了：市场开拓慢，投入见效时间长，但是，一旦做成了，粘性也是很强的。通化东宝从二三线城市做起，2009 年开始加强县级医院的推广，公司产品已经覆盖 90% 以上县级医院。公司致力于内分泌科医生教育和培训，与卫计委、中华医学会等合作，通过“蒲公英”计划等的实施，已经先后培训 20000 多人次的医生。公司的学术推广赢得了非常好的声誉，在医生群体，尤其是基层的医生中获得了最广泛的认可。
- 巩固成果，再下一城。公司在二三线城市的地位已经确立，影响力已经不输诺和诺德，我们预计，公司二代胰岛素的市场占有率已经达到 20%，未来还会持续提高。公司长期的战略就是要进入一线城市，取得全面的市场主导地位，真正成为“中国第一的糖尿病专家”。我们认为公司具备这个潜力，主要原因在于：公司产品线将逐渐完善；现有资源的重新整合进一步增强实力；行业政策对公司有利。下面我们将逐条分析。

#### 公司产品线可媲美诺和诺德

- 公司现在的产品主要是胰岛素、注射笔及针头、代理华广生技的血糖仪及试纸。
- 公司投资 7 亿元建设年产 3000 公斤的胰岛素原料药生产基地，建设标准极高，为公司长期发展奠定了基础。2013 年 4 月基地接受欧盟现场检查，并于 2013 年 7 月 23 日收到欧盟 GMP 证书，标志着公司胰岛素原料药生产工艺、质量达到国际标准。现在胰岛素也在欧洲进行临床，预计两年左右能结束，未来有望在国外实现制剂销售。公司的胰岛素曾获国家科技进步二等奖，产品中标情况一直非常理想而且价格稳定。

**图表 19：公司 30R (3ml, 300IU) 近年来招标情况**

省份	招标年份	中标价格（元）
四川	2013	44.5
湖北	2013	52.24
新疆	2011	46.66
河北	2011	45.6
上海	2011	54.1
辽宁	2010	45.1
河北	2010	44.8
北京	2010	44.29
江西	2010	45.73

来源：各省招标网站，国金证券研究所

- 甘舒霖笔由瑞士 YPSOMED 公司历经五年研发而成，获国际设计大奖德国“红点奖”；东宝针为“按压式”安装，拥有市场最细针头，能够最大程度减少疼痛到无痛；
- 代理台湾华广生技的血糖仪及试纸，华广的产品经过 FDA 认证，准确度、稳定性都非常好，品质不输国际一流品牌产品。
- 公司的储备品种包括：胰岛素类似物，口服降糖药，GLP-1 类似物，DPP4 抑制剂，超长效胰岛素等等；参股子公司厦门特宝产品包括粒细胞刺激因子、白介素-11 等，在研产品包括长效干扰素等。整个产品线完全可以和诺和诺德对比。

图表 20：通化东宝产品线可以媲美诺和诺德

	通化东宝	诺和诺德
血糖监测	独家代理华广生技的产品	无相关产品
注射笔、针头	设计好，使用方便	产品优秀
胰岛素	原料药已获欧盟GMP认证，正在申请FDA认证	产品优秀
胰岛素类似物	甘精：已开展临床；门冬：临床入组阶段；地特：提交临床申请；赖脯：计划2016年申报临床	门冬及地特胰岛素在销售，保持快速增长
超长效胰岛素	在研	德谷胰岛素获批在日本、欧洲等销售
口服降糖药	7个产品在研，瑞格列奈等产品申报生产	瑞格列奈在销售
GLP-1系列	利拉鲁肽在进行中试工艺优化；德拉鲁肽完成药学研究	利拉鲁肽在销售
重组蛋白系列	厦门特宝平台；长效干扰素a2b有望今年获批，长效生长激素等在研	七因子、生长激素等在销售

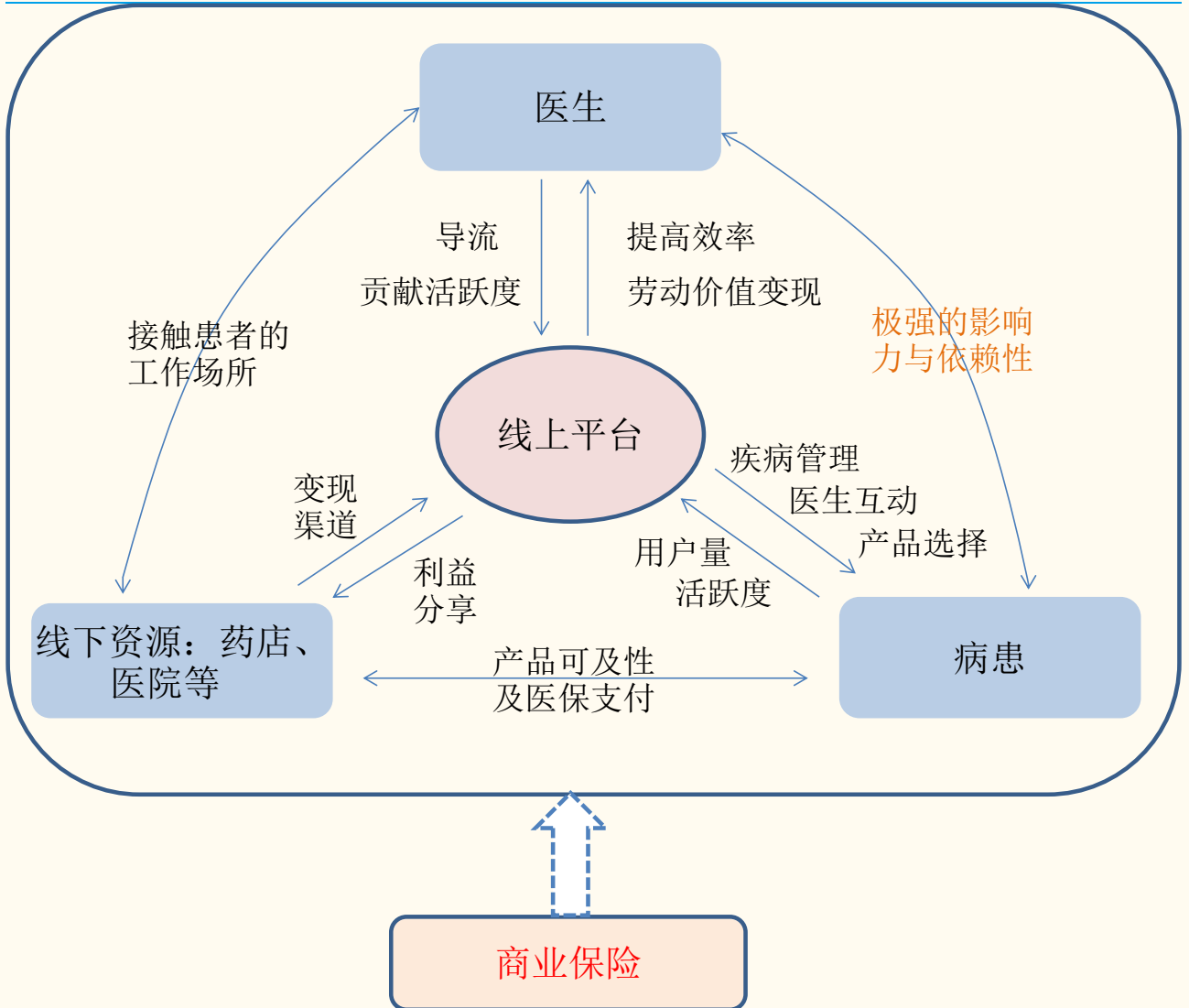
来源：国金证券研究所

### 厚积薄发，公司进入全面整合资源阶段

- 经过在行业十余年的积累，尤其是近年来在二三线的持续投入，公司已经积累了大量的医生资源、用户资源等。
- 公司近期公告增发方案，大股东、董事长、总经理等公司员工认购绝大部分公司股票，表明了管理层对公司发展的强烈信心，也完善了公司的治理。募投项目用于：糖尿病平台建设项目。主要包括几个组成部分：平台搭建，患者线上导入及日常健康教育，线下实体药店加盟合作及日常运营，物联网体系建设及物流仓储。
- 诊疗落后，需求广阔。前文已述，我国糖尿病人群诊疗率低，血糖管理差。根本的原因还在于我国医疗资源分布不均，患者疾病管理意识差等。该平台建设将有效解决资源分布不均，病人科学化管理血糖等问题。
- 资源整合，水到渠成。东宝的优势区域在二三线，所面对的区域恰恰是病人需要疾病管理、医生需要提供效率的地方。线上线下资源结合，医生导流患者，医患在平台互动，保持活跃度。东宝去做这件事，可谓水到渠成，事半功倍。

- 数据积累，探索新的支付方式。糖尿病将是我国未来发病率最高的慢性疾病，现有的医保体系根本不能负担，必然需要商保介入。政府今年开始推出购买商业保险年均 2400 元以内的予以税前扣除的试点，对商业发展的支持进入实质性阶段，我们预计未来会持续推进商保的发展。保险公司做这块业务，最缺的就是数据，没有好的数据就没法做精算、产品设计。东宝无论是线下数据还是未来线上数据的累积都将为商保的产品设计提供最有价值的的数据。未来如果两者合作，对东宝产品的销售将产生重要拉动，而且会将东宝的业务链形成完整的闭环。

图表 21：通化东宝糖尿病平台项目



来源：国金证券研究所

行业政策朝着有利于国内规范企业的方向发展

- 2013 年医药行业掀起了反商业贿赂的调查，对行业内不规范的销售行为进行打击。
  - 以 2013 年 6 月份 GSK 被举报为标志，行业的反商业贿赂持续开展。GSK 被严厉查处，此后，GSK 在国内的销售额下降 30%。
  - 一些列的动作之后，已经对一些药企的业务产生了不利影响。具体表现在：业务代表推广受到限制，推广活动难以开展，人员流失严重等。

- 长期来看，反商业贿赂有利于产品质量优秀，推广活动规范的内资药企。
- 由于医保资金压力，近年来推出的医院药占比考核、基药占比考核等有利于性价比高、质量好的国产药品。

### 通化东宝的未来

- 前面讲了很多行业及公司的分析，我们据此做推导，畅想下通化东宝的未来。
  - 中国第一品牌的糖尿病领域专家。未来通化东宝一定是国内影响力最大、拥有最高医生认可度、最广泛用户群体、产品线最丰富的糖尿病专家。公司无论是之前的线下资源积累，还是现在的平台建设，都是为了这个目标在努力。正如我们前面的分析，无论是公司积累还是内外部环境，公司都具备了这个基础，现在需要的只是时间和执行。
  - 分享全球最佳的糖尿病产品。公司正在整合行业资源，打造自己的产业帝国，现在公司已经展现出做国内糖尿病领域第一品牌的强劲势头。未来中国的糖尿病患者人群将占到全球 1/3 甚至更高，所以在该领域一定会出现“糖尿病市场看中国，中国市场找东宝”的现象。东宝将凭借在国内的资源优势，优先获得和国内外优质产品合作的机会，共同做大国内的糖尿病市场，实现共赢。

### 投资建议

- 总结我们整篇报告的内容，我们长期看好公司的发展前景。
  - 公司理应享受高估值。估值问题是困扰投资者的重要因素，尤其是在当前的市场环境下。我们通过对比可以看到，已经是个位数增速的诺和诺德仍然享受 30 多倍的估值，远高于其他制药龙头公司。原因我们不再赘述。通化东宝的成长性是未来几年行业中最快的也是确定性最高的，在行业增长压力越来越大的背景下，30%增长的企业未来将是稀缺品种，会受到投资者青睐。而且，随着其他产品上市，公司会进入加速成长的轨道。因此，短期静态估值并没有反映公司的真正价值，公司依然是被低估的。
- 预计 2015-2017 年公司每股收益分别为 0.39 元、0.50 元、0.66 元，对应当前股价的动态市盈率分别为 57 倍、45 倍、34 倍，给予“买入”评级。

### 风险提示

新产品上市时间慢于预期、行业政策风险、产品价格压力、管理风险等。



**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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>992</b>	<b>1,204</b>	<b>1,451</b>	<b>1,741</b>	<b>2,141</b>	<b>2,676</b>	货币资金	125	216	202	900	967	1,284
增长率		21.5%	20.5%	20.0%	23.0%	25.0%	应收款项	388	396	431	577	709	887
主营业务成本	-357	-385	-452	-486	-578	-712	存货	233	344	630	399	475	585
%销售收入	36.0%	32.0%	31.1%	27.9%	27.0%	26.6%	其他流动资产	123	151	50	172	204	251
毛利	634	819	999	1,255	1,563	1,964	流动资产	869	1,107	1,312	2,048	2,356	3,007
%销售收入	64.0%	68.0%	68.9%	72.1%	73.0%	73.4%	%总资产	36.5%	41.1%	44.4%	58.4%	63.9%	71.7%
营业税金及附加	-7	-8	-12	-12	-15	-19	长期投资	173	213	243	244	243	243
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	1,233	1,260	1,280	1,132	996	849
营业费用	-352	-435	-440	-522	-627	-771	%总资产	51.8%	46.8%	43.3%	32.3%	27.0%	20.3%
%销售收入	35.5%	36.1%	30.3%	30.0%	29.3%	28.8%	无形资产	75	86	85	82	87	92
管理费用	-142	-149	-184	-204	-242	-294	非流动资产	1,512	1,587	1,644	1,461	1,328	1,187
%销售收入	14.3%	12.4%	12.7%	11.7%	11.3%	11.0%	%总资产	63.5%	58.9%	55.6%	41.6%	36.1%	28.3%
息税前利润 (EBIT)	134	226	364	517	679	880	<b>资产总计</b>	<b>2,380</b>	<b>2,694</b>	<b>2,956</b>	<b>3,509</b>	<b>3,684</b>	<b>4,194</b>
%销售收入	13.5%	18.8%	25.1%	29.7%	31.7%	32.9%	短期借款	79	283	310	440	153	0
财务费用	-14	-18	-27	-34	-21	-2	应付款项	59	74	129	133	160	197
%销售收入	1.4%	1.5%	1.8%	1.9%	1.0%	0.1%	其他流动负债	-2	18	21	156	161	168
资产减值损失	-79	-8	-16	-4	-1	-1	流动负债	136	375	461	730	475	365
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	239	256	298	298	298	299
投资收益	8	6	6	42	5	5	其他长期负债	14	47	27	0	0	0
%税前利润	12.3%	2.6%	1.9%	8.1%	0.8%	0.6%	<b>负债</b>	<b>389</b>	<b>678</b>	<b>786</b>	<b>1,028</b>	<b>773</b>	<b>664</b>
营业利润	49	207	327	521	662	882	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,962</b>	<b>1,991</b>	<b>2,148</b>	<b>2,458</b>	<b>2,889</b>	<b>3,507</b>
营业利润率	4.9%	17.2%	22.6%	29.9%	30.9%	32.9%	少数股东权益	29	25	23	23	23	23
营业外收支	18	5	-4	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,380</b>	<b>2,694</b>	<b>2,956</b>	<b>3,509</b>	<b>3,684</b>	<b>4,194</b>
税前利润	67	212	324	521	662	882							
利润率	6.8%	17.6%	22.3%	29.9%	30.9%	32.9%	<b>比率分析</b>						
所得税	-7	-32	-47	-77	-97	-130		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	11.1%	15.3%	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%	<b>每股指标</b>						
净利润	60	179	277	444	565	752	每股收益	0.081	0.197	0.272	0.392	0.498	0.664
少数股东损益	-3	-4	-3	0	0	0	每股净资产	2.527	2.138	2.085	2.386	2.804	3.405
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>63</b>	<b>184</b>	<b>280</b>	<b>444</b>	<b>565</b>	<b>752</b>	每股经营现金净流	0.250	0.237	0.200	0.551	0.487	0.567
净利率	6.3%	15.3%	19.3%	25.5%	26.4%	28.1%	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	3.20%	9.24%	13.03%	18.08%	19.54%	21.44%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	2.63%	6.83%	9.46%	12.66%	15.32%	17.93%
净利润	60	179	277	444	565	752	投入资本收益率	5.15%	7.50%	11.17%	13.70%	17.21%	19.61%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	187	117	129	125	112	103	主营业务收入增长率	26.39%	21.45%	20.52%	19.96%	22.98%	24.99%
非经营收益	-3	15	22	35	35	21	EBIT 增长率	144.29%	69.20%	60.81%	42.12%	31.26%	29.72%
营运资金变动	-50	-91	-223	-37	-210	-291	净利润增长率	-82.77%	193.28%	52.13%	58.81%	27.07%	33.21%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>194</b>	<b>221</b>	<b>206</b>	<b>567</b>	<b>502</b>	<b>584</b>	总资产增长率	0.12%	13.21%	9.72%	18.69%	5.00%	13.83%
资本开支	-242	-130	-106	28	21	40	<b>资产管理能力</b>						
投资	-17	-34	0	-1	0	0	应收账款周转天数	118.3	96.2	91.8	90.0	90.0	90.0
其他	14	-4	0	42	5	5	存货周转天数	220.0	273.1	393.0	300.0	300.0	300.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-245</b>	<b>-168</b>	<b>-106</b>	<b>69</b>	<b>26</b>	<b>45</b>	应付账款周转天数	35.0	33.0	36.7	35.0	35.0	35.0
股权募资	1	0	41	0	0	0	固定资产周转天数	380.1	289.3	305.7	209.5	135.1	81.3
债权募资	101	220	67	106	-287	-152	<b>偿债能力</b>						
其他	-171	-182	-223	-45	-174	-160	净负债/股东权益	9.70%	16.03%	18.71%	-6.52%	-17.71%	-27.91%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-69</b>	<b>39</b>	<b>-114</b>	<b>61</b>	<b>-461</b>	<b>-312</b>	EBIT 利息保障倍数	9.4	12.8	13.6	15.3	32.6	362.7
<b>现金净流量</b>	<b>-119</b>	<b>91</b>	<b>-14</b>	<b>698</b>	<b>67</b>	<b>317</b>	资产负债率	16.34%	25.17%	26.58%	29.29%	20.97%	15.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-06	增持	13.23	N/A
2	2014-03-28	增持	13.25	N/A
3	2014-04-17	增持	13.09	N/A
4	2014-05-09	增持	10.61	N/A
5	2014-08-29	增持	12.77	N/A
6	2014-10-23	增持	15.22	N/A
7	2014-12-26	增持	15.38	N/A

来源：国金证券研究所



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。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

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作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: 021-60753903

传真: 021-61038200

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: 010-66216979

传真: 010-66216793

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: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD