



独家代理 Ypsomed 产品, 打造糖尿病综合平台

- **事件:** 公司公告称与瑞士 Ypsomed AG 公司签署胰岛素笔式注射器针头在中国的独家经销协议。
- **独家代理 Ypsomed 胰岛素注射器针头, 提高胰岛素产品综合竞争力:** Ypsomed 是全球领先的糖尿病解决方案供应商, 提供的胰岛素泵、注射设备以及注射笔针头等产品在全球处于领先地位。公司此次成为 Ypsomed 胰岛素注射针头的在华独家代理商, 有助于提高公司胰岛素产品的综合竞争力。1) 从技术上来看, 此次代理的 Clickfine 32G 针头在全球处于领先地位, 已经通过了美国、欧盟和中国认证, 主要优势体现在超薄壁、针头长度仅 4mm 为全球最短针头之一、针尖三切面, 能够达到几乎无痛的效果, 注射阻力小, 注射过程更顺畅。Clickfine 32G 针头的使用有望加强患者对公司胰岛素产品的依从性, 进一步提高产品综合竞争力。2) 从双方合作来看, Ypsomed 是公司胰岛素注射笔的独家供应商, 此次合作更使得公司从 Ypsomed 注射针头的在华经销商之一变为独家经销商, 双方合作更加密切。公司是国产胰岛素龙头企业, 品牌和渠道优势明显, 而 Ypsomed 则是全球胰岛素注射设备的领先供应商, 双方携手能够实现 1+1>2 的效应, 推动产品迅速放量。随着合作加深, Ypsomed 未来可能会将更多胰岛素系列产品交由公司在国内代理销售。3) 从产品销售来看, 双方在 2014 年度的合作金额约在 1 亿元左右, 其中胰岛素注射笔占 9000 万, 针头占 1000 万, 针头销售的增长空间还很大。Clickfine 32G 针头的代理协议为 5 年, 2015-2016 年采购额不做要求, 但公司承诺 2017-2019 年的针头采购额将不低于 1853 万、2717 万、3569 万, 而且公司拥有自主定价权, 针头销售额有望大幅度提升。
- **胰岛素深耕基层, 政策最大受益者。** 公司胰岛素避开外企垄断的三级医院, 重点布局基层医院, 多年来持续通过蒲公英计划培养基层医生, 加强终端渠道控制能力, 目前已经覆盖了 3000 多家县级医院, 是基层渠道最广泛的胰岛素供应商。随着医改不断推进, 基层医院的重要性逐渐凸显, 政策扶持优势明显。1) 外企主打的三代胰岛素没有进入基药目录, 而公司主打产品二代胰岛素进入了新版基药目录后, 有望保持高增长态势, 维持在基层医院的领先地位。2) 近期卫计委发布了糖尿病分级诊疗工作方案, 基层医疗机构将成为糖尿病管理的入口, 绝大多数糖尿病患者和诊疗服务都将集中在基层, 公司凭借基层医院广泛布局将分享最大的一块蛋糕, 政策受益最明显。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1451.34	1761.07	2159.88	2657.87
增长率	20.52%	21.34%	22.65%	23.06%
归属母公司净利润(百万元)	279.78	488.46	583.24	759.32
增长率	52.13%	74.59%	19.40%	30.19%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.43	0.49	0.64
净资产收益率 ROE	12.80%	22.15%	18.67%	24.65%
PE	97	55	48	37
PB	12.52	12.39	9.10	9.23

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

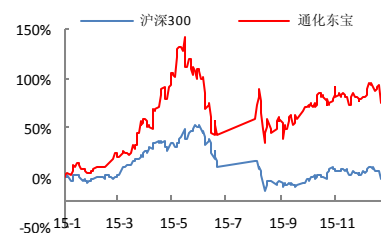
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 周平

电话: 023-67791327

邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	11.36
流通 A 股(亿股)	11.32
52 周内股价区间(元)	13.87-34.17
总市值(亿元)	270.55
总资产(亿元)	34.10
每股净资产(元)	2.05

相关研究

1. 通化东宝(600867): 基层市场持续放量, 在研新药市场空间大 (2014-03-06)

- **药械平台全布局，打造糖尿病综合管理平台。**公司以胰岛素为核心积极向医疗器械和慢病管理延伸，打造糖尿病综合管理平台产业链。在糖尿病治疗药物方面，二代胰岛素放量明显，同时还有三代胰岛素、口服降糖药等重磅品种将陆续获批，产品线逐步丰富，有助于提高市场竞争力和占有率。在医疗器械和耗材方面，公司围绕胰岛素注射选择了全球领先的 Ypsomed 胰岛素注射笔和针头，有助于提高患者对公司产品的依从性；并拟以 2.2 亿元收购华广生技 17.79% 的股权，获得知名的胰岛素监测设备。在慢病管理方面，公司将打造“东宝糖尿病平台”和移动医疗 APP，将线下积累的 300 万糖尿病患者导入平台，由公司培养的县级医生直接提供服务，并加盟线下实体药店，负责胰岛素药品和耗材的及时配送。公司积累了丰富的糖尿病患者和庞大的县级医生队伍，能够迅速导入糖尿病管理平台，并通过糖尿病药物和日常耗材变现获得充沛的现金流，从而打造成糖尿病管理闭环，在我国价值数百亿的糖尿病诊疗市场中抢占市场先机，未来有望成为国内领先的糖尿病管理专家。
- **业绩预测与估值：**暂不考虑公司非公开发行股份参股华广生技，我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.43 元、0.49 元、0.64 元，对应 PE 分别为 55 倍、48 倍、37 倍。考虑到公司糖尿病产品线全产业链布局，并打造糖尿病管理综合管理平台，糖尿病治疗药物和耗材能够发挥协同作用推动产品迅速放量，未来高增长态势明显，给予“买入”评级。
- **风险提示：**胰岛素注射针头放量或不及预期的风险；胰岛素招标降价的风险；糖尿病管理平台建设进度或低于预期的风险。

关键假设:

1、2015-2017 年胰岛素原料药及注射剂系列产品的营收同比增速分别为 24%、25%、25%，毛利率分别为 84%、83%、82%；

2、2015-2017 年镇脑宁的营收同比增速分别为 9%、10%、15%，毛利率维持在 56%。

表 1: 公司主营业务分拆盈利预测 (百万元)

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	991.5	1204.2	1451.3	1761.1	2159.9	2657.9
yoy		21%	21%	21%	23%	23%
营业成本	357.3	385.4	452.1	497.4	611.7	758.5
毛利率	64%	68%	69%	72%	72%	71%
重组人胰岛素原料药及注射剂系列产品						
收入	761.2	898.3	1127.1	1392.0	1740.0	2175.0
yoy		18%	25%	24%	25%	25%
成本	208.3	157.0	213.0	223.5	295.8	391.5
毛利率	73%	83%	81%	84%	83%	82%
镇脑宁						
收入	81.8	87.2	83.3	90.9	100.0	115.0
yoy		7%	-5%	9%	10%	15%
成本	29.3	37.6	37.0	40.0	44.0	50.6
毛利率	64%	57%	56%	56%	56%	56%
其他						
收入	148.6	218.8	241.0	278.2	319.9	367.9
yoy		47%	10%	15%	15%	15%
成本	119.7	190.9	202.0	234.0	271.9	316.4
毛利率	19%	13%	16%	16%	15%	14%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1451.34	1761.07	2159.88	2657.87	净利润	276.54	483.62	577.46	751.80
营业成本	452.05	497.44	611.69	758.45	折旧与摊销	113.86	190.31	193.50	196.77
营业税金及附加	11.53	13.29	16.38	20.28	财务费用	26.84	17.61	21.60	26.58
销售费用	439.75	510.71	604.77	717.62	资产减值损失	15.62	10.00	15.00	18.00
管理费用	184.18	176.11	215.99	239.21	经营营运资本变动	14.84	-289.98	-248.87	-330.12
财务费用	26.84	17.61	21.60	26.58	其他	-241.82	75.23	-19.46	-8.02
资产减值损失	15.62	10.00	15.00	18.00	经营活动现金流净额	205.89	486.79	539.23	655.01
投资收益	6.06	25.00	0.00	0.00	资本支出	-24.91	-20.00	-30.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-81.13	-24.44	-246.37	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-106.04	-44.44	-276.37	-50.00
营业利润	327.43	560.91	674.46	877.72	短期借款	57.00	-39.20	-270.80	3.37
其他非经营损益	-3.61	2.95	1.14	0.95	长期借款	41.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	323.82	563.85	675.59	878.67	股权融资	156.25	0.00	0.00	0.00
所得税	47.28	80.23	98.13	126.87	支付股利	-186.29	-392.47	-709.06	-794.50
净利润	276.54	483.62	577.46	751.80	其他	-182.64	-36.46	-21.60	-26.58
少数股东损益	-3.24	-4.84	-5.77	-7.52	筹资活动现金流净额	-114.03	-468.12	39.52	-817.71
归属母公司股东净利润	279.78	488.46	583.24	759.32	现金流量净额	-14.18	-25.77	302.38	-212.70
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	201.88	176.11	478.49	265.79	成长能力				
应收和预付款项	480.22	687.41	807.41	1000.66	销售收入增长率	20.52%	21.34%	22.65%	23.06%
存货	629.58	609.70	783.81	957.84	营业利润增长率	58.50%	71.31%	20.24%	30.14%
其他流动资产	0.09	0.11	0.13	0.16	净利润增长率	54.09%	74.88%	19.40%	30.19%
长期股权投资	158.44	158.44	158.44	158.44	EBITDA 增长率	40.31%	64.23%	15.70%	23.78%
投资性房地产	14.33	14.33	14.33	14.33	获利能力				
固定资产和在建工程	1278.02	1121.08	970.94	837.54	毛利率	68.85%	71.75%	71.68%	71.46%
无形资产和开发支出	81.77	68.76	55.75	42.74	三费率	44.84%	40.00%	39.00%	37.00%
其他非流动资产	111.90	111.54	111.18	110.83	净利率	19.05%	27.46%	26.74%	28.29%
资产总计	2956.22	2947.47	3626.86	3634.69	ROE	12.80%	22.15%	18.67%	24.65%
短期借款	310.00	270.80	0.00	3.37	ROA	9.35%	16.41%	15.92%	20.68%
应付和预收款项	76.54	76.68	98.75	121.86	ROIC	13.02%	20.24%	23.46%	28.52%
长期借款	298.00	298.00	298.00	298.00	EBITDA/销售收入	32.26%	43.66%	41.19%	41.43%
其他负债	111.17	118.62	137.35	161.41	营运能力				
负债合计	795.72	764.09	534.10	584.63	总资产周转率	0.51	0.60	0.66	0.73
股本	1030.10	1135.83	1135.83	1135.83	固定资产周转率	1.34	1.53	2.14	3.07
资本公积	157.47	51.74	51.74	51.74	应收账款周转率	3.26	3.49	3.23	3.33
留存收益	960.21	1056.20	930.38	895.19	存货周转率	0.93	0.80	0.88	0.87
归属母公司股东权益	2137.75	2214.90	3130.06	3094.87	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	105.29%	—	—	—
少数股东权益	22.76	-31.52	-37.29	-44.81	资本结构				
股东权益合计	2160.50	2183.38	3092.76	3050.06	资产负债率	26.92%	25.92%	14.73%	16.08%
负债和股东权益合计	2956.22	2947.47	3626.86	3634.69	带息债务/总负债	76.41%	74.44%	55.79%	51.55%
					流动比率	2.85	3.43	10.40	8.91
					速动比率	1.48	2.01	6.46	5.08
					股利支付率	66.58%	80.35%	121.57%	104.63%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	468.14	768.83	889.56	1101.07	每股收益	0.25	0.43	0.49	0.64
PE	96.70	55.39	48.27	37.08	每股净资产	1.90	1.92	2.62	2.58
PB	12.52	12.39	9.10	9.23	每股经营现金	0.18	0.41	0.46	0.58
PS	18.64	15.36	12.53	10.18	每股股利	0.16	0.35	0.60	0.70
EV/EBITDA	52.96	35.50	31.27	25.46					
股息率	0.69%	1.45%	2.52%	2.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn