

量价齐升有望带来业绩拐点

研究结论

- **最高零售价上调增加公司产品在医院受欢迎度。**从9月1日开始，发改委调降了82个品种，大概400多个药物的价格，其中胰岛素价格统一在65元，即诺和诺德和礼来的最高零售价从73.1元下调到65元，通化东宝的价格从59.9元上调到65元。从政策层面看，此次价格的上调体现出国家对公司产品质量的认可和对民族产业发展的支持，从医院层面看，未来公司产品招标价格上升，单只胰岛素将有望为医院带来更多的加价利润空间，明显增加公司产品在医院受欢迎度。
 - **基层市场开拓即将结出果实。**国内基层市场胰岛素的使用率一直很低，目前全国有9000万病人，按10%的使用比例，那就有180个亿空间，而实际市场规模在90亿左右，其中城市胰岛素使用率在30%，则我们推断基层及农村地区的使用率远低于10%，相比之下，在发达国家2型糖尿病患者的胰岛素使用率已达40~50%，我国胰岛素基层市场发展空间巨大。另外基层市场使用胰岛素的另一问题是基层内分泌专科医生太少，由于胰岛素容易导致低血糖的危险，一般全科医生不敢随便让患者使用胰岛素，市场发展受限于教育水平。
- 2011年5月6日，通化东宝独家赞助，由中国医师协会内分泌代谢科医师分会主办的“蒲公英行动-中国糖尿病基层医生培训项目”在全国26个省自治区直辖市建立糖尿病基层医生培训基地，对26个省自治区直辖市地县级医院内分泌科或内科内分泌专科医生进行糖尿病基础和临床知识的系统培训，项目为期三年，计划培训3000名糖尿病基层医生。配合着这次培训，公司计划今年内完成3000家县级医院的覆盖，未来三年将深耕县级医院的人胰岛素用药市场。
- **投资建议：**基层市场开拓带来产品用量上升，招标价格上调增加利润空间，公司业绩拐点正逐渐到来，从报表上看，公司上半年主业成长性开始逐步恢复，但销售费用吞噬利润明显，短期趋势仍需要进一步观察。盈利预测方面，公司未来胰岛素产品的招标价格有上升趋势，毛利率有望提升，我们维持2011年扣非后0.12元的每股收益不变，同时上调2012-2013年扣非后每股收益为0.17元、0.23元（原预测为0.15、0.18元），维持公司增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2011年9月14日) 8.59元

目标价格 11.85元

总股本/A股(万股) 77621/77621

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011年9月15日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	638	733	917	1146	
同比(%)	11%	15%	25%	25%	
归属母公司净利润	178	91	129	178	
同比(%)	129%	-49%	41%	37%	
毛利率(%)	61.8%	65.0%	66.0%	67.0%	
ROE(%)	10.5%	4.6%	6.1%	8.0%	
每股收益(元)	0.23	0.12	0.17	0.23	
P/E (倍)	37.38	72.94	51.56	37.54	
P/B (倍)	3.92	3.35	3.14	3.00	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	731	1204	1361	1530	营业收入	638	733	917	1146
现金	63	468	450	402	营业成本	243	257	312	378
应收账款	316	367	458	573	营业税金及附加	8	7	9	12
其它应收款	79	132	165	206	营业费用	211	249	307	378
预付账款	68	64	78	95	管理费用	105	117	147	183
存货	187	173	209	254	财务费用	23	16	8	8
其他	18	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	1455	1212	1168	1109	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	173	0	0	0	投资净收益	144	7	0	0
固定资产	1040	1069	1046	1002	营业利润	190	94	134	187
无形资产	78	78	77	77	营业外收入	11	5	5	5
其他	164	66	44	30	营业外支出	2	1	0	1
资产总计	2186	2416	2528	2639	利润总额	199	98	139	191
流动负债	169	128	117	135	所得税	26	11	15	21
短期借款	64	25	0	0	净利润	173	87	124	170
应付账款	47	51	62	76	少数股东损益	-5	-4	-6	-7
其他	59	52	55	60	归属于母公司净利润	178	91	129	178
非流动负债	285	267	267	267	EBITDA	316	192	230	286
长期借款	267	267	267	267	EPS (元)	0.23	0.12	0.17	0.23
其他	18	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	454	395	383	402	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	33	29	23	16	成长能力				
股本	575	776	776	776	营业收入	11.1%	15.0%	25.0%	25.0%
资本公积	465	465	465	465	营业利润	234.8%	-50.8%	43.5%	39.1%
留存收益	660	751	880	980	归属于母公司净利润	129.0%	-48.7%	41.5%	37.3%
归属母公司股东权益合计	1700	1992	2122	2222	获利能力				
负债和股东权益	2186	2416	2528	2639	毛利率	61.8%	65.0%	66.0%	67.0%
现金流量表					净利率	28.0%	12.5%	14.1%	15.5%
单位:百万元					ROE	10.5%	4.6%	6.1%	8.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	12.3%	5.9%	7.2%	9.3%
经营活动现金流	160	69	58	72	偿债能力				
净利润	173	87	124	170	资产负债率	20.8%	16.3%	15.2%	15.2%
折旧摊销	104	82	88	92	净负债比率				
财务费用	23	16	8	8	流动比率	4.32	9.39	11.64	11.29
投资损失	-144	-7	0	0	速动比率	3.21	7.99	9.77	9.34
营运资金变动	16	-103	-162	-200	营运能力				
其它	-11	-6	2	2	总资产周转率	0.29	0.32	0.37	0.44
投资活动现金流	36	190	-44	-34	应收账款周转率	2	2	2	2
资本支出	73	43	43	33	应付账款周转率	5.57	5.24	5.48	5.48
长期投资	108	-209	0	0	每股指标 (元)				
其他	216	24	-1	-1	每股收益	0.23	0.12	0.17	0.23
筹资活动现金流	-180	146	-33	-85	每股经营现金流	0.21	0.09	0.07	0.09
短期借款	-159	-39	-25	0	每股净资产	2.19	2.57	2.73	2.86
长期借款	-3	0	0	0	估值比率				
普通股增加	96	201	0	0	P/E	37.38	72.94	51.56	37.54
资本公积增加	-172	0	0	0	P/B	3.92	3.35	3.14	3.00
其他	57	-16	-8	-85	EV/EBITDA	16	26	22	18
现金净增加额	16	405	-19	-47					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；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任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn