

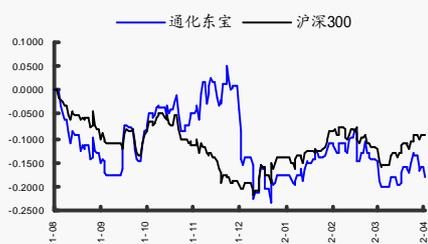
研究所

 证券分析师：黄秋菡 S0350510120009
 0755-83704681 huangqh@gzhq.com.cn

销售投入加大，积极变化正在发生

——通化东宝（600867）1季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
通化东宝	-4.0	-0.5	-13.7
沪深300	3.1	-0.8	-17.7

市场数据 2012-4-27

当前价格(元)	7.96
52周价格区间(元)	7.2-13.38
总市值(百万)	6178.65
流通市值(百万)	6178.65
总股本(万股)	77621.25
流通股(万股)	77621.25
日均成交额(百万)	72.03
近一月换手(%)	15.14

相关报告

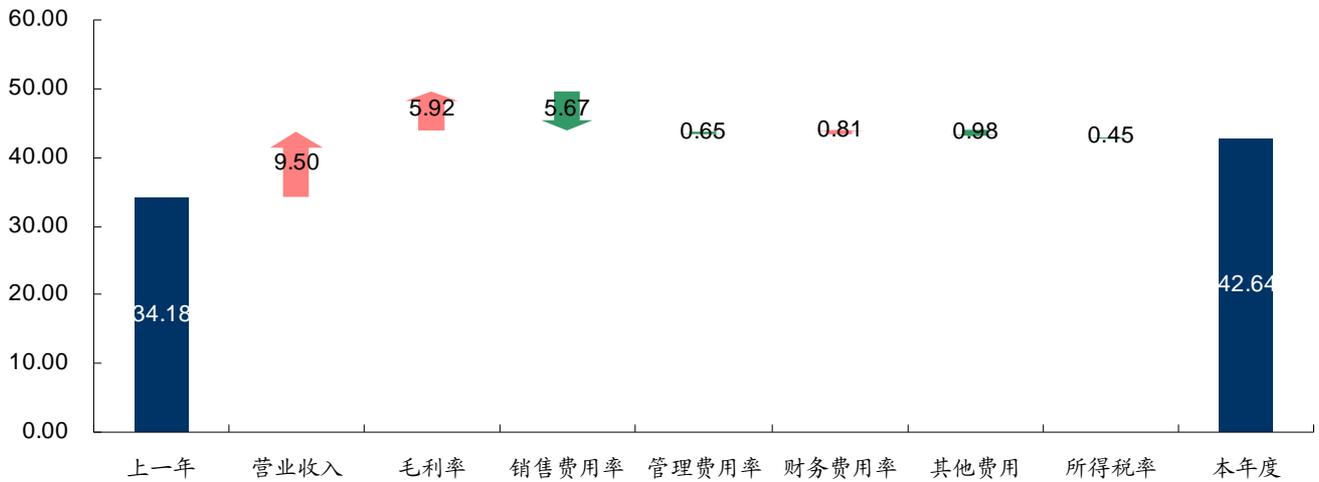
合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

投资要点:

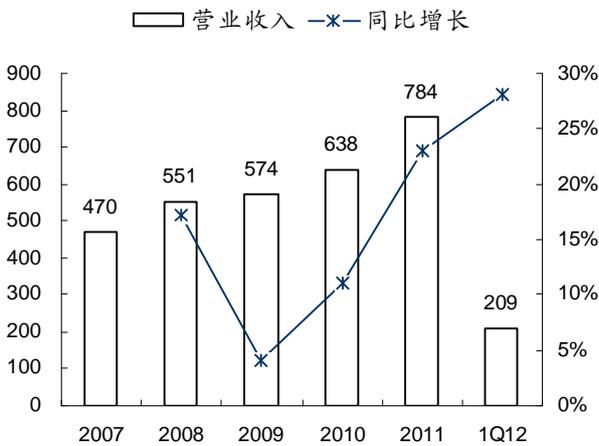
- n **1季度EPS为0.06元，业绩好于预期** 公司发布2012年1季报，实现营业收入2.09亿元(+28%)，净利润4340万元(+25%)，每股收益0.06元，公司业绩好于预期。
- n **销售费用持续高投入** 与去年同期相比，公司销售费用增长45%至5749万元，提高销售费用率3个百分点，公司从10年开始，再次加大重组人胰岛素的市场推广力度，重点对未覆盖医院开拓以及对已覆盖医院挖潜，10/11年的销售费用率提高到35%/40%，而07/08年则不到25%（母公司口径）。随着销售费用的持续高投入，收入正在发生积极变化，1季度28%的增长显示持续投入开始取得初步回报。
- n **胰岛素类似物研发有序进展** 公司的门冬和甘精胰岛素原料药及制剂已经完成临床前申报初审和现场考核，按照正常进度估算，有望在2015年取得批文，正好与甘李药业的转让协议中约定42个月内不得销售胰岛素类似物的时点不冲突。若取得三代胰岛素制剂批文，不仅丰富公司胰岛素产品线，还有助于降低学术推广的难度。子公司厦门特宝生物工程股份有限公司研发的I类新药Y型PEG化重组人干扰素α2b注射液进入三期临床，产品储备逐渐丰富。
- n **12/13年EPS为0.20/0.32元，给予增持评级** 预计公司12/13年净利润1.56/2.48亿元，对应EPS0.20/0.32元，PE40/25倍，短期估值不具备优势，但利润增速不容忽视。公司在胰岛素领域耕耘多年，短期内受甘李药业剥离阵痛，长期却解决公司同业竞争难题，随着基层市场销售投入力度加大，以及三代胰岛素产品进入临床，公司将重新步入健康高速发展周期，作为国产胰岛素领军企业，公司市值仅61亿，长期来看处于洼地，随着收入加速，增长拐点有望逐步确认，给予增持评级。

图 1、归因分析



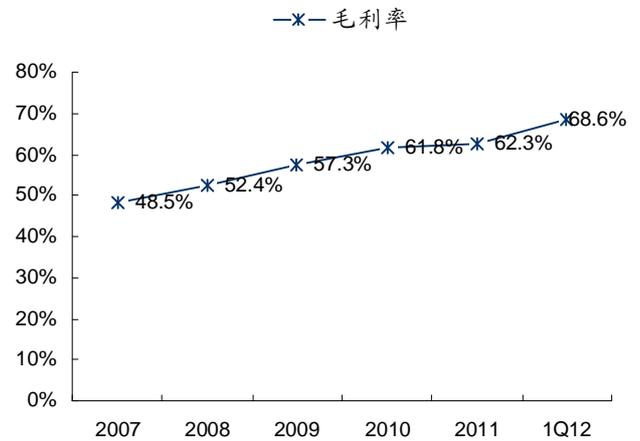
资料来源：国海证券研究所

图 2、营业收入&增速



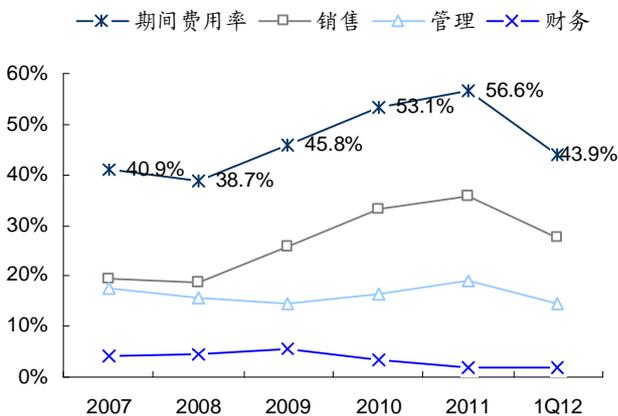
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3、历年毛利率



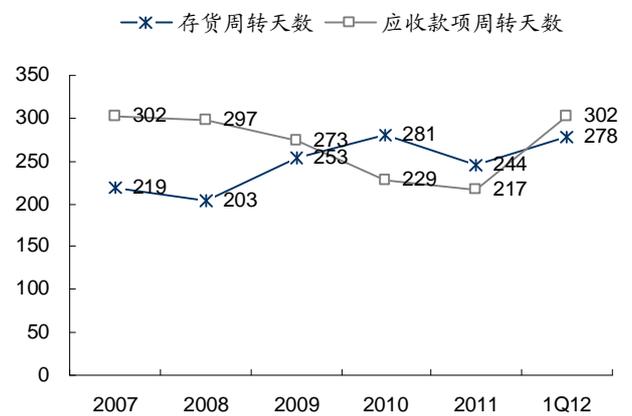
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4、期间费用率



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5、经营效率



资料来源：Wind、国海证券研究所

表 1、盈利预测

证券代码:		600867.sh		股票价格:		7.96		投资评级:		增持		日期:		2012-4-27	
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E						
盈利能力					每股指标										
ROE	18%	8%	12%	17%	EPS	0.47	0.20	0.32	0.47						
毛利率	62%	69%	70%	71%	BVPS	2.64	2.63	2.63	2.63						
期间费率	57%	56%	51%	49%	估值										
销售净利率	46%	15%	18%	20%	P/E	16.98	39.59	24.88	17.09						
成长能力					P/B	3.02	3.02	3.02	3.03						
收入增长率	23%	36%	30%	28%	P/S	7.88	5.79	4.45	3.47						
利润增长率	104%	-57%	59%	46%	利润表 (百万元)										
营运能力					营业收入										
总资产周转率	0.33	0.44	0.57	0.73	营业收入	784	1068	1387	1781						
应收账款周转率	1.68	2.06	2.66	3.76	营业成本	295	333	414	514						
存货周转率	1.49	1.49	1.49	1.49	营业税金及附加	5	6	8	11						
偿债能力					销售费用	282	353	449	567						
资产负债率	13%	15%	15%	16%	管理费用	148	181	216	257						
流动比	6.45	5.49	5.23	5.02	财务费用	14	11	9	9						
速动比	5.24	4.46	4.09	3.76	其他费用/(-收入)	383	0	0	0						
资产负债表 (百万元)					营业利润										
现金及现金等价物	244	264	230	249	营业外净收支	4	0	0	0						
应收款项	467	518	521	474	利润总额	427	183	291	424						
存货净额	198	227	283	351	所得税费用	64	27	44	63						
其他流动资产	145	198	257	330	净利润	363	156	248	361						
流动资产合计	1054	1207	1291	1405	少数股东损益	(1)	(0)	(1)	(1)						
固定资产	1086	1028	965	898	归属于母公司净利润	364	156	248	362						
在建工程	0	(40)	(60)	(70)	现金流量表 (百万元)										
无形资产及其他	69	69	63	56	经营活动现金流										
长期股权投资	121	121	121	121	净利润	363	156	248	361						
资产总计	2377	2432	2427	2456	少数股东权益	(1)	(0)	(1)	(1)						
短期借款	63	63	63	63	折旧摊销	107	116	110	103						
应付款项	38	90	112	139	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	12	16	21	28	营运资金变动	(524)	(190)	(145)	(127)						
其他流动负债	50	50	50	50	投资活动现金流	367	99	83	76						
流动负债合计	163	220	247	280	资本支出	61	99	83	76						
长期借款及应付债券	122	122	92	92	长期投资	52	0	0	0						
其他长期负债	14	14	14	14	其他	254	0	0	0						
长期负债合计	136	136	106	106	筹资活动现金流	(292)	(157)	(280)	(364)						
负债合计	299	356	353	386	债务融资	(146)	0	(30)	0						
股本	776	776	776	776	权益融资	0	0	0	0						
股东权益	2078	2076	2074	2071	其它	(147)	(157)	(250)	(364)						
负债和股东权益总计	2377	2432	2427	2457	现金净增加额	20	22	14	47						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

黄秋菡，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。