生物制品

通化东宝 (600867)

首次增持

报告原因：年报点评

甩掉包袱轻装上阵，渐入收获期

2013 年 4 月 19 日

市场数据： 2013 年 4 月 19 日

收盘价（元）	14.45
一年内最高/最低（元）	14.90/7.21
市净率	5.71
市盈率	180.63
流通 A 股市值（百万元）	11213

基础数据： 2012 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	2.53
资产负债率%	16.34
总股本/流通 A 股(百万)	776/776
流通 B 股/H 股（百万）	

相关研究

《糖尿病诊疗行业深度报告：完善产品线，稳扎基层，分享蓝海》，2012.9.26

分析师：裴云鹏
执业证书编号：S0760511010009
Email:peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：林小伟
Email:linxiaowei@sxzq.com
021-38529769

销售联系人：张小玲
zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 7 层
http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

盈利预测: 单位：百万元、元、倍

	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	991.53	357.30	62.71	0.08	180.6
2013E	1285.02	382.89	281.97	0.36	40.1
2014E	1632.53	443.51	403.52	0.52	27.8
2015E	2020.88	524.24	539.48	0.70	20.6

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●**事件：**2012 年，公司实现营业收入 9.92 亿元（+26.39%），归属于母公司净利润 6270.82 万元（-82.77%，因 11 年出售甘李药业股权收益 4.06 亿元及 12 年坏账计提比例提升所致），扣非后归属母公司净利润 4674.47 万元（+102.30%），经营活动产生现金流量净额 1.94 亿元（+452.84%），EPS 为 0.08 元。利润分配方案 10 股转增 2 股派现 2 元（含税）。

●**基层放量助推人胰岛素快速增长，新进基药公司将受益最大。**公司的基层策略（80%以上收入来源）逐步见成效，12 年人胰岛素收入 7.61 亿元，同比增长 26.06%，好于前两年的增速，同时由于规模效应产能利用率提升致毛利率提升了 3.51 个百分点。同时人胰岛素进入新版基药目录，新基药使用范围和使用比例均大幅提升，公司作为国内胰岛素龙头企业且市场策略和产品特性均契合基药市场特点，我们认为公司将是人胰岛素进入基药的最大受益者，一方面既能阻碍三代胰岛素向基层市场渗透，另一方面新基药的向上扩容又能帮助公司打入更多的大医院市场（三代主流市场），为将来三代胰岛素的上市奠定市场基础。

●**彻底甩掉历史包袱，轻装上阵。**12 年公司将 5 年以上应收款项的坏账计提比例由 50%调整到 100%，导致资产减值损失增加 7368 万元，多计提递延所得税资产 1031 万元，使得净利润减少 6336 万元。这样困扰公司多年的 5 年以上应收账款净值为 0，3 年以上应收账款净值也不到 2000 万元，历史包袱彻底清除，今后轻装上阵。

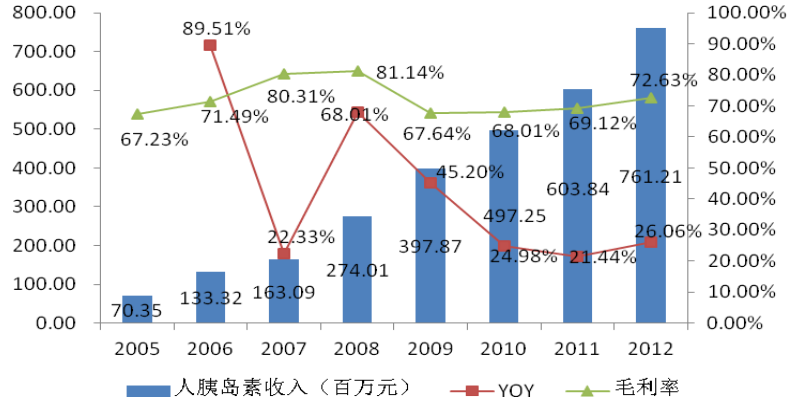
● **费用率下降明显，渐入收获期。**12 年公司的销售费用为 3.52 亿元，同比增长 24.79%，显著低于前几年的增速，销售费用率为 35.46%，较去年同期下降 0.45 个百分点。管理费用率为 14.28%，较去年同期下降 4.57 个百分点，降幅明显。同时 12 年公司实现经营性现金流量净额 1.94 亿元，同比大幅增长 452.84%。我们认为随着公司在基层市场网络建设的逐步完成，人胰岛素放量将逐步体现，而且费用率开始趋于下降，公司渐入收获期。

●**三代胰岛素研发及子公司在研产品进展顺利。**公司的胰岛素类似物（即三代）甘精胰岛素（原料药、300IU、1000IU）和门冬胰岛素（原料药、300IU、1000IU）的 6 个规格产品已申报临床试验，目前处于审评阶段。同时公司计划今年下半年进行 30R 和 50R 门冬胰岛素、以及地特胰岛素的临床申请，赖脯胰岛素 2014 年申请。按照目前进度，我们预计公司的

三代胰岛素 15 年能上市。同时，公司子公司厦门特宝生物的几个Ⅰ类新药 YPEG-rhIFN α2b（III 期）、YPEG-rhIFNα 2a（II 期）、YPEG-rhG-CSF（申请 II、III 期）、YPEG-rhGH（II 期）临床进展顺利，子公司盈利能力明显提高，未来可能成为公司另一重要利润增长点。

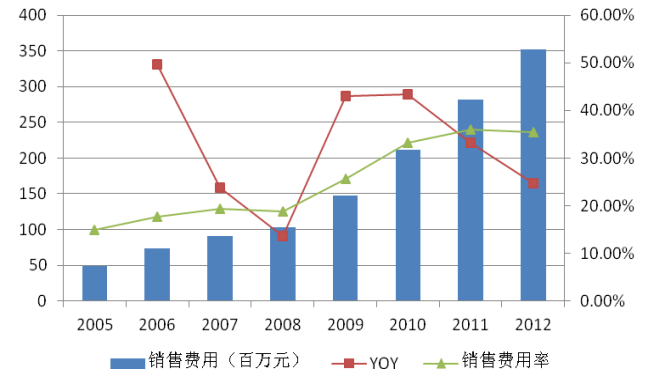
- **业绩与评级。**我们预计 13-15 年公司净利润分别同比增长 349.6%、43.1%、33.7%，对应 EPS 为 0.36 元、0.52 元、0.70 元。我们长期看好国内糖尿病药物市场的巨大空间，公司是国内胰岛素龙头企业，将是人胰岛素进入新基药的最大受益者，我们首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**短期估值压力较大面临调整的风险；基层市场拓展低于预期；新进入者增多导致市场竞争加剧的风险；新产品研发进展低于预期。

图表 1 公司人胰岛素收入增速快于前两年，毛利率逐步提升

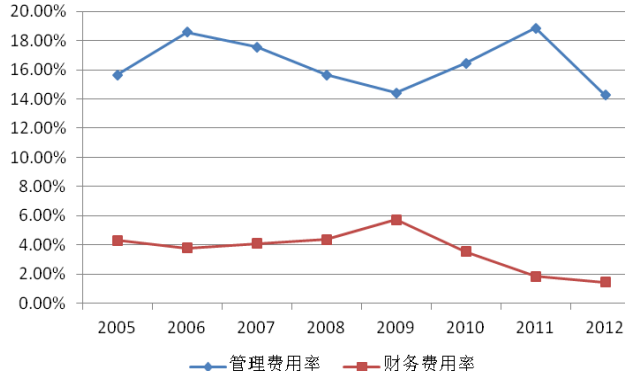


数据来源：wind 山西证券研究所

图表 2 公司销售费用增速和销售费用率开始下降



图表 3 公司管理费用率和财务费用率下降明显



数据来源：wind 山西证券研究所

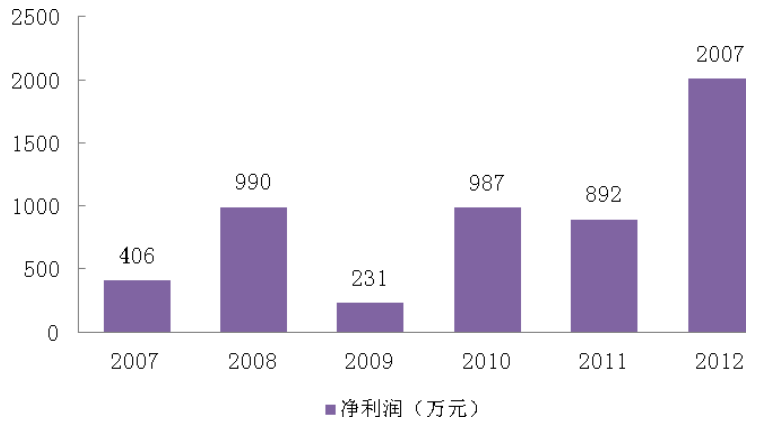
图表 4 公司胰岛素类似物研发和子公司在研产品进展顺利

通化东宝胰岛素类似物研发进展				
名称	商品名	规格	进展	预计上市时间
门冬胰岛素	锐舒霖	原料药、300IU、1000IU	临床申请审评阶段	2015
甘精胰岛素	长舒霖	原料药、300IU、1000IU	临床申请审评阶段	2015
30R 门冬胰岛素			13 年下半年申报临床	2016
50R 门冬胰岛素			13 年下半年申报临床	2016
地特胰岛素	平舒霖		13 年下半年申报临床	2016
赖脯胰岛素	速舒霖		14 年申报临床	2017

子公司厦门特宝生物部分在研产品进展			
药物名称	类别	适应症	进展
YPEG-rhIFN α2b	I 类	慢性丙型、乙型肝炎	III 期
YPEG-rhIFNα 2a	I 类	乙型肝炎	II 期
YPEG-rhG-CSF	I 类	中性粒细胞减少症	申请 II、III 期
YPEG-rhGH	I 类	矮小症、烧伤等	II 期
YPEG-rhEPO	I 类	贫血	I 期

数据来源：公司公告　山西证券研究所

图表 5 特宝生物盈利能力大幅提升



数据来源：公司年报 山西证券研究所

图表 6 财务报表预测及财务指标（单位：百万元 更新日期：2013/04/19）

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	**784.50**	**991.53**	**1,285.02**	**1,632.53**	**2,020.88**
YOY(%)	*23.0%*	*26.4%*	*29.6%*	*27.0%*	*23.8%*
营业成本	295.40	357.30	382.89	443.51	524.24
营业税金及附加	4.75	7.41	9.64	12.24	15.16
销售费用	281.73	351.57	385.51	473.43	565.85
占营业收入比(%)	*35.9%*	*35.5%*	*30.0%*	*29.0%*	*28.0%*
管理费用	139.21	132.64	167.05	212.23	262.71
占营业收入比(%)	*17.7%*	*13.4%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
EBIT	**54.74**	**133.70**	**337.16**	**488.35**	**650.16**
财务费用	14.46	14.25	22.14	28.21	26.89
占营业收入比(%)	*1.8%*	*1.4%*	*1.7%*	*1.7%*	*1.3%*
资产减值损失	(23.48)	(78.76)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
投资净收益	406.32	8.26	8.00	8.00	8.00
营业利润	**423.12**	**48.95**	**321.02**	**466.14**	**629.27**
营业外净收入	3.76	18.11	18.00	18.00	18.00
利润总额	**426.89**	**67.06**	**339.02**	**484.14**	**647.27**
所得税	63.90	7.42	50.85	72.62	97.09
所得税率(%)	*15.0%*	*11.1%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	**362.99**	**59.64**	**288.17**	**411.52**	**550.18**
占营业收入比(%)	*46.3%*	*6.0%*	*22.4%*	*25.2%*	*27.2%*
少数股东损益	(1.00)	(3.06)	(6.20)	(8.00)	(10.70)
归属母公司净利润	**363.98**	**62.71**	**281.97**	**403.52**	**539.48**
YOY(%)	*104.1%*	*-82.8%*	*349.6%*	*43.1%*	*33.7%*
EPS（元）	**0.47**	**0.08**	**0.36**	**0.52**	**0.70**

主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力					
营业收入	23.0%	26.4%	29.6%	27.0%	23.8%
营业利润	122.3%	-88.4%	555.8%	45.2%	35.0%
净利润	104.1%	-82.8%	349.6%	43.1%	33.7%
获利能力					
毛利率(%)	62.3%	64.0%	70.2%	72.8%	74.1%
净利率(%)	46.3%	6.0%	22.4%	25.2%	27.2%
ROE(%)	17.8%	3.2%	13.1%	16.5%	19.1%
ROA(%)	15.3%	2.6%	10.5%	13.0%	16.1%
偿债能力					
流动比率	6.45	6.39	4.65	3.83	7.34
速动比率	5.24	4.67	3.71	3.12	5.99
资产负债率%	12.6%	16.3%	18.6%	20.1%	14.6%
营运能力					
总资产周转率	33.0%	41.7%	47.7%	52.5%	60.2%
应收账款周转天数	217.16	142.77	142.77	142.77	142.77
存货周转天数	357.11	319.68	319.68	319.68	319.68
每股指标（元）					
每股收益	0.47	0.08	0.36	0.52	0.70
每股净资产	2.64	2.53	2.78	3.15	3.63
估值比率					
P/E	**30.8**	**178.9**	**39.8**	**27.8**	**20.8**
P/B	5.5	5.7	5.2	4.6	4.0

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金	243.97	124.60	256.00	320.00	384.00
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项净额	466.74	387.85	502.65	638.59	790.49
存货	197.78	232.99	233.04	264.21	320.93
其他流动资产	145.44	123.16	159.61	202.78	251.02
流动资产总额	**1,053.93**	**868.60**	**1,151.31**	**1,425.58**	**1,746.44**
固定资产净值	1,109.59	1,111.43	1,289.23	1,379.45	1,335.73
减:资产减值准备	(23.48)	(78.76)	(91.36)	(97.75)	(94.65)
固定资产净额	1,086.11	1,032.67	1,197.87	1,281.70	1,241.08
工程物资	1.00	0.74	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.01	199.75	44.24	77.93	26.69
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产总额	**1,087.12**	**1,233.16**	**1,242.11**	**1,359.63**	**1,267.77**
无形资产	69.46	69.15	66.38	63.62	60.85
长期股权投资	121.11	145.51	169.91	194.31	218.71
其他长期资产	45.72	63.70	63.70	63.70	63.70
资产总额	**2,377.34**	**2,380.12**	**2,693.40**	**3,106.84**	**3,357.47**
循环贷款	63.00	79.00	188.02	303.23	153.84
应付款项	37.76	30.77	30.78	34.89	42.38
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	62.61	26.26	28.65	34.56	41.83
流动负债	**163.37**	**136.03**	**247.46**	**372.68**	**238.05**
长期借款	122.00	238.75	238.75	238.75	238.75
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	14.00	14.14	14.28	14.42	14.56
负债总额	**299.37**	**388.92**	**500.49**	**625.85**	**491.36**
少数股东权益	31.94	29.49	33.83	39.43	46.92
股东权益	2,046.03	1,961.70	2,159.08	2,441.54	2,819.18
负债和股东权益	**2,377.34**	**2,380.11**	**2,693.39**	**3,106.83**	**3,357.46**

现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
税后利润	363.98	62.71	281.97	403.52	539.48
加：少数股东损益	0.95	-5.23	4.34	5.60	7.49
公允价值变动	23.48	78.76	2.00	2.00	2.00
折旧和摊销	106.67	107.60	129.22	156.85	175.73
营运资金的变动	-118.15	60.06	-136.17	-193.72	-245.06
经营活动现金流	**376.93**	**303.90**	**281.37**	**374.25**	**479.63**
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	52.34	-24.40	-24.40	-24.40	-24.40
固定资产投资	-35.64	-221.25	-150.00	-280.00	-80.00
投资活动现金流	**16.70**	**-245.65**	**-174.40**	**-304.40**	**-104.40**
股权融资	0.00	0.61	0.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/	-144.58	116.75	0.00	0.00	0.00
公司债券发行/（	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-16.58	-169.88	-84.59	-121.06	-161.84
计入循环贷款前融	-161.16	-52.52	-84.59	-121.06	-161.84
循环贷款的增加(	109.88	-71.97	109.02	115.21	-149.39
融资活动现金流	**-212.44**	**-177.62**	**24.43**	**-5.85**	**-311.23**
现金净变动额	**181.19**	**-119.37**	**131.40**	**64.00**	**64.00**

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。