

生物制品

通化东宝 (600867)

维持

报告原因：中报业绩预告

人胰岛素继续高增长，下半年开始基药效应将逐步显现

增持

2013年7月16日

公司研究/点评报告

市场数据：2013年7月15日

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

收盘价(元)	16.89
一年内最高/最低(元)	16.95/6.26
市净率	6.45
市盈率	183
流通A股市值(百万元)	15732.36

	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	209.1
2013E	1285.02	382.89	281.97	0.30	55.8
2014E	1632.53	443.51	403.52	0.43	39.0
2015E	2020.88	524.24	539.48	0.58	29.2

基础数据：2013年3月31日

每股净资产(元)	2.62
资产负债率%	18.16
总股本/流通A股(百万)	931.46/931.46
流通B股/H股(百万)	

相关研究

1. 《通化东宝(600867)年报点评：甩掉包袱轻装上阵，渐入收获期》，2013.04.19
2. 《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

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

事件：2013年7月15日晚，公司公布2013年半年度业绩预增公告，上半年实现归属于母公司的净利润比上年同期增长50%-60%，在1.16亿元-1.24亿元之间，EPS在0.12元-0.13元之间。

● **受益于深耕基层策略，人胰岛素继续高增长。**得益于公司深耕基层的策略以及培训基层医生的卓见成效，公司上半年高增长主要是人胰岛素继续在基层放量，我们预计增长在35%左右，同时随着销售规模扩大胰岛素产能利用率稳步提升，毛利率继续提升，此外随着公司基层营销建设的逐步成熟期间费用率有所下降从而带动公司净利润的大幅提升。我国糖尿病患者的数量庞大且诊疗率低，加上胰岛素行业的高壁垒且行业竞争格局良好，公司是国产胰岛素龙头企业，预计在未来几年能充分受益该行业的高景气。

● **下半年开始将逐步显现基药效应，公司是最大受益者。**3月份国家将人胰岛素纳入新版基药目录，下半年开始全国各地将陆续进入新一轮的招标，综合公司的基层市场优势和产品性价比显著的特性来看，我们认为公司将是人胰岛素进基药的最大受益者，下半年开始将会逐步显现基药效应，预计人胰岛素将会进入加速放量的阶段。

● **大股东再度增持体现对公司长远发展的坚定信心。**2013年6月21日，大股东东宝实业集团耗资8356.39万元以均价13.30元/股增持628.3万股公司股份，增持后东宝实业集团共持有公司3.36亿股份，持股比例达到36.06%，我们认为大股东在高价位增持显示了对公司长远发展的坚定信心。

● **业绩与评级。**我们预计13-15年公司实现净利润2.82亿元、4.04亿元、5.39亿元，分别同比增长349.6%、43.1%、33.7%，对应EPS为0.30元、0.43元、0.58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，我们维持“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。

财务报表预测与财务指标						更新日期: 13/07/15					
单位: 百万											
利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	784.50	991.53	1,285.02	1,632.53	2,020.88	现金	243.97	124.60	256.00	320.00	384.00
YOY(%)	23.0%	26.4%	29.6%	27.0%	23.8%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	295.40	357.30	382.89	443.51	524.24	应收款项净额	466.74	387.85	502.65	638.59	790.49
营业税金及附加	4.75	7.41	9.64	12.24	15.16	存货	197.78	232.99	233.04	264.21	320.93
销售费用	281.73	351.57	385.51	473.43	565.85	其他流动资产	145.44	123.16	159.61	202.78	251.02
占营业收入比(%)	35.9%	35.5%	30.0%	29.0%	28.0%	流动资产总额	1,053.93	868.60	1,151.31	1,425.58	1,746.44
管理费用	139.21	132.64	167.05	212.23	262.71	固定资产净值	1,109.59	1,111.43	1,289.23	1,379.45	1,335.73
占营业收入比(%)	17.7%	13.4%	13.0%	13.0%	13.0%	减: 资产减值准备	(23.48)	(78.76)	(91.36)	(97.75)	(94.65)
EBIT	54.74	133.70	337.16	488.35	650.16	固定资产净额	1,086.11	1,032.67	1,197.87	1,281.70	1,241.08
财务费用	14.46	14.25	22.14	28.21	26.89	工程物资	1.00	0.74	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.8%	1.4%	1.7%	1.7%	1.3%	在建工程	0.01	199.75	44.24	77.93	26.69
资产减值损失	(23.48)	(78.76)	(2.00)	(2.00)	(2.00)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	406.32	8.26	8.00	8.00	8.00	固定资产总额	1,087.12	1,233.16	1,242.11	1,359.63	1,267.77
营业利润	423.12	48.95	321.02	466.14	629.27	无形资产	69.46	69.15	66.38	63.62	60.85
营业外净收入	3.76	18.11	18.00	18.00	18.00	长期股权投资	121.11	145.51	169.91	194.31	218.71
利润总额	426.89	67.06	339.02	484.14	647.27	其他长期资产	45.72	63.70	63.70	63.70	63.70
所得税	63.90	7.42	50.85	72.62	97.09	资产总额	2,377.34	2,380.12	2,693.40	3,106.84	3,357.47
所得税率(%)	15.0%	11.1%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	63.00	79.00	188.02	303.23	153.84
净利润	362.99	59.64	288.17	411.52	550.18	应付款项	37.76	30.77	30.78	34.89	42.38
占营业收入比(%)	46.3%	6.0%	22.4%	25.2%	27.2%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(1.00)	(3.06)	(6.20)	(8.00)	(10.70)	其他流动负债	62.61	26.26	28.65	34.56	41.83
归属母公司净利润	363.98	62.71	281.97	403.52	539.48	流动负债	163.37	136.03	247.46	372.68	238.05
YOY(%)	104.1%	-82.8%	349.6%	43.1%	33.7%	长期借款	122.00	238.75	238.75	238.75	238.75
EPS (元)	0.47	0.08	0.30	0.43	0.58	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
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	299.37	388.92	500.49	625.85	491.36
成长能力						少数股东权益	31.94	29.49	33.83	39.43	46.92
营业收入	23.0%	26.4%	29.6%	27.0%	23.8%	股东权益	2,046.03	1,961.70	2,159.08	2,441.54	2,819.18
营业利润	122.3%	-88.4%	555.8%	45.2%	35.0%	负债和股东权益	2,377.34	2,380.11	2,693.39	3,106.83	3,357.46
净利润	104.1%	-82.8%	349.6%	43.1%	33.7%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	62.3%	64.0%	70.2%	72.8%	74.1%	税后利润	363.98	62.71	281.97	403.52	539.48
净利率(%)	46.3%	6.0%	22.4%	25.2%	27.2%	加: 少数股东损益	0.95	-5.23	4.34	5.60	7.49
ROE(%)	17.8%	3.2%	13.1%	16.5%	19.1%	公允价值变动	23.48	78.76	2.00	2.00	2.00
ROA(%)	15.3%	2.6%	10.5%	13.0%	16.1%	折旧和摊销	106.67	107.60	129.22	156.85	175.73
偿债能力						营运资金的变动	-118.15	60.06	-136.17	-193.72	-245.06
流动比率	6.45	6.39	4.65	3.83	7.34	经营活动现金流	376.93	303.90	281.37	374.25	479.63
速动比率	5.24	4.67	3.71	3.12	5.99	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	12.6%	16.3%	18.6%	20.1%	14.6%	长期股权投资	52.34	-24.40	-24.40	-24.40	-24.40
营运能力						固定资产投资	-35.64	-221.25	-150.00	-280.00	-80.00
总资产周转率	33.0%	41.7%	47.7%	52.5%	60.2%	投资活动现金流	16.70	-245.65	-174.40	-304.40	-104.40
应收账款周转天数	217.16	142.77	142.77	142.77	142.77	股权融资	0.00	0.61	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	357.11	319.68	319.68	319.68	319.68	长期贷款的增加/ (	-144.58	116.75	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.47	0.08	0.30	0.43	0.58	股利分配	-16.58	-169.88	-84.59	-121.06	-161.84
每股净资产	2.64	2.53	2.32	2.62	3.03	计入循环贷款前副	-161.16	-52.52	-84.59	-121.06	-161.84
估值比率						循环贷款的增加/ (	109.88	-71.97	109.02	115.21	-149.39
P/E	36.0	209.1	55.8	39.0	29.2	融资活动现金流	-212.44	-177.62	24.43	-5.85	-311.23
P/B	6.4	6.7	7.3	6.4	5.6	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。