

生物制品

报告原因：中报公布

2013年8月15日

市场数据：2013年8月15日

收盘价(元)	16.81
一年内最高/最低(元)	18.57/6.74
市净率	8.32
市盈率	182
流通A股市值(百万元)	15657.84

基础数据：2013年6月30日

每股净资产(元)	2.06
资产负债率%	21.00
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)中报业绩预告点评：人胰岛素继续高增长，下半年开始基药效应将逐步显现》，2013.07.16
2. 《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
3. 《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

E-mail: peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：林小伟

E-mail: 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

通化东宝 (600867)

维持

人胰岛素增长30%，下半年开始将逐步加速

增持

公司研究/点评报告

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	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

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

事件：2013年8月15日晚，公司公布2013年中报业绩，上半年实现营业收入5.52亿元，同比增长27.33%，归属于母公司的净利润1.17亿元，同比增长51.51%，扣非后净利润1.16亿元，同比增长69.10%，经营性现金流量净额1.23亿元，同比增长102.08%，EPS0.13元。

● **人胰岛素增长30%，下半年开始将逐步加速。**得益公司基层策略的持续推进和“蒲公英行动”的推广开展，公司产品在基层市场影响力进一步增强，胰岛素持续稳定增长。上半年公司胰岛素收入4.08亿元（去年同期扣除笔和针的收入，胰岛素收入3.13亿元），同比增长30%，略低于预期（我们预期35%），毛利率83%，胰岛素营收占比为73.91%，毛利占比92.18%。下半年各省份将陆续开展新一轮招标，综合公司的基层市场优势和产品性价比显著的特性来看，我们认为公司是人胰岛素进基药的最大受益者，基药效应将会逐步凸显，下半年开始将加速增长，预计全年人胰岛素增长35%。

● **公司营销渠道建设逐步成熟，费用率下降明显，收获可期。**公司在基层市场耕耘多年（05年开始聚焦基层市场，09年开始加大营销渠道建设，销售人员快速扩充，加大基层医院覆盖），目前营销渠道建设已逐步成熟，医院覆盖超过5000家，费用率开始趋于下降。上半年公司期间费用率为42.73%，同比下降4.24个百分点，其中销售费用1.65亿元，同比增长19.66%，低于营收、净利润增速，销售费用率为29.91%，同比下降1.92个百分点，相比于12年全年的销售费用率35.46%下降了5.55个百分点，我们预计今年全年销售费用率低于30%。上半年公司管理费用6340.58万元，同比增长8.88%，管理费用率11.49%，同比下降1.95个百分点。我们认为得益于前几年的营销渠道布局，公司逐步进入收获期。

● **胰岛素原料药通过欧盟认证，制剂欧盟临床试验进展顺利。**公司胰岛素原料药生产车间（产能3000公斤）于2013年7月通过了欧盟GMP认证，标志着公司产品的生产工艺和质量体系完全达到欧盟标准，大大增强了国内外市场的竞争力。同时，公司胰岛素制剂欧盟临床试验也取得令人欣喜的进展，重组人胰岛素注射液品种（即甘舒霖R）已完成临



床 I 期试验，精蛋白重组人胰岛素注射液品种（甘舒霖 N）也将于年 8 月底完成 I 期临床，目前正在进行 III 期临床试验的准备工作。欧美规范市场是胰岛素消费的主流市场，公司原料药已可以出口规范市场，将来胰岛素制剂也将进入主流市场，大大拓宽了公司产品的市场空间，有利于公司原料药产能和制剂三期产能的释放，打开远期成长空间。

● **胰岛素类似物和特宝生物在研品种研发进展顺利。**公司甘精胰岛素（原料药、300IU、1000IU）和门冬胰岛素（原料药、300IU、1000IU）6 个规格产品已申报临床，正审评中，预计 15 年下半年三代胰岛素能上市。子公司特宝生物的几个 I 类新药 YPEG-rhIFN α 2b（III 期）、YPEG-rhIFN α 2a（II 期）、YPEG-rhG-CSF（II 期中、申请 III 期）、YPEG-rhGH（II 期）临床进展顺利，子公司盈利能力明显提高，未来将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: 13/08/15					
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	计入循环贷款前融	-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	35.8	208.1	55.5	38.8	29.0	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。