

生物制品

报告原因：三季报公布

2013年10月28日

市场数据：2013年10月28日

收盘价(元)	14.69
一年内最高/最低(元)	18.57/6.74
市净率	6.86
市盈率	115
流通A股市值(百万元)	13683

基础数据：2013年9月30日

每股净资产(元)	2.14
资产负债率%	23.16
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) 中报点评：人胰岛素增长30%，下半年开始将逐步加速》，20130815
2. 《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
3. 《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
4. 《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

021-38529769

E-mail: linxiaowei@sxzq.com

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

人胰岛素持续稳健增长，静待明年新基药红利

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	181.8
2013E	1285.02	382.89	281.97	0.30	48.5
2014E	1632.53	443.51	403.52	0.43	33.9
2015E	2020.88	524.24	539.48	0.58	25.4

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

事件：公司公布2013年三季报，1-9月公司实现营业收入8.65亿元，同比增长20.83%，归属于母公司股东净利润1.88亿元，同比增长42.50%，扣非后净利润1.86亿元，同比增长51.48%，EPS 0.20元，经营性现金流量净额2.08亿元，同比大幅增长85.18%，现金流状况良好。

● **人胰岛素稳健增长，静待明年新基药红利。**报告期内公司营收、净利润、扣非净利润分别同比增长20.83%、42.50%、51.48%；单季度看，Q3营收、净利润分别同比增长10.85%、29.75%，环比分别增长10.40%、40.01%。预计前三季度人胰岛素实现收入近7亿元，同比增长近30%。公司综合毛利率达到67.36%，同比提升3.33pp。年底各地将陆续开展新一轮基药招标，结合公司基层优势和产品性价比优势的特性来看，我们认为公司是人胰岛素新进基药的最大受益者，明年开始新基药效应将会逐步凸显，人胰岛素基层放量将进入加速阶段。

● **渠道布局趋于成熟，费用率进入下降通道。**目前公司渠道网络布局已趋于成熟，费用控制较好，费用率进入下降通道。前三季度公司期间费用率为41.52%，同比下降4.24pp，环比下降1.21pp，三项费用均有所下降；其中销售费用率为28.71%，同比下降1.27pp，环比下降1.2pp，预计全年销售费用率控制在30%以内。

● **国内三代研发、国际二代认证推进顺利。**目前公司国内申报三代产品甘精胰岛素和门冬胰岛素共6个规格产品已通过中检所的质量检定，预计明年初进入III期临床；同时公司下半年又向药监局申报了门冬胰岛素30R、50R共4个规格产品的临床申请。此外，公司二代胰岛素的欧盟认证也在顺利推进，重组人胰岛素注射液(R)和精蛋白重组人胰岛素注射液(N)均已经完成I期临床，预计年底前申报III期临床。同时公司重组人胰岛素注射剂三期工程建设进展顺利，预计明年上半年通过新版GMP认证投产。

- **维持“增持”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		单位：百万					更新日期：13/10/28				
利润表						资产负债表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		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
						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
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E						
成长能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	23.0%	26.4%	29.6%	27.0%	23.8%	税后利润	363.98	62.71	281.97	403.52	539.48
营业利润	122.3%	-88.4%	555.8%	45.2%	35.0%	加：少数股东损益	0.95	-5.23	4.34	5.60	7.49
净利润	104.1%	-82.8%	349.6%	43.1%	33.7%	公允价值变动	23.48	78.76	2.00	2.00	2.00
获利能力						折旧和摊销	106.67	107.60	129.22	156.85	175.73
毛利率(%)	62.3%	64.0%	70.2%	72.8%	74.1%	营运资金的变动	-118.15	60.06	-136.17	-193.72	-245.06
净利率(%)	46.3%	6.0%	22.4%	25.2%	27.2%	经营活动现金流	376.93	303.90	281.37	374.25	479.63
ROE(%)	17.8%	3.2%	13.1%	16.5%	19.1%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	15.3%	2.6%	10.5%	13.0%	16.1%	长期股权投资	52.34	-24.40	-24.40	-24.40	-24.40
偿债能力						固定资产投资	-35.64	-221.25	-150.00	-280.00	-80.00
流动比率	6.45	6.39	4.65	3.83	7.34	投资活动现金流	16.70	-245.65	-174.40	-304.40	-104.40
速动比率	5.24	4.67	3.71	3.12	5.99	股权融资	0.00	0.61	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	12.6%	16.3%	18.6%	20.1%	14.6%	长期贷款的增加/(-)	-144.58	116.75	0.00	0.00	0.00
营运能力						公司债券发行/(-)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	33.0%	41.7%	47.7%	52.5%	60.2%	股利分配	-16.58	-169.88	-84.59	-121.06	-161.84
应收账款周转天数	217.16	142.77	142.77	142.77	142.77	计入循环贷款前副	-161.16	-52.52	-84.59	-121.06	-161.84
存货周转天数	357.11	319.68	319.68	319.68	319.68	循环贷款的增加/(-)	109.88	-71.97	109.02	115.21	-149.39
每股指标 (元)						融资活动现金流	-212.44	-177.62	24.43	-5.85	-311.23
每股收益	0.47	0.08	0.30	0.43	0.58	现金净变动额	181.19	-119.37	131.40	64.00	64.00
每股净资产	2.64	2.53	2.32	2.62	3.03						
估值比率											
P/E	31.3	181.8	48.5	33.9	25.4						
P/B	5.6	5.8	6.3	5.6	4.9						

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。