

通化东宝(600867) 2013 年年报点评

基层市场持续放量, 在研新药市场空间大

投资要点

- **事件:** 2013年公司营业收入、归属上市公司股东净利润分别为12.04亿元、1.84亿元, 同比增长21.45%、193.28%, 扣非后归属上市公司股东净利润为1.83亿, 同比增长290.58%; 销售费用、管理费用、财务费用分别为4.35亿、1.49亿、0.18亿, 同比增长23.68%、5.52%、24.13%; 基本每股收益为0.20元, 同比增长150%。
- **财务分析:** 营业收入增长的原因是公司深化营销网络, 深耕基层市场, 加强学术推广促使主导产品二代重组人胰岛素在基层市场持续上量。销售费用的增加是正好体现公司基层市场的开拓力度加大。扣非后归属上市公司股东净利润同比增长较快的主要原因是13年综合毛利率上升约8.9个百分点与12年坏账计提较大。
- **二代重组胰岛素增补12年版基药目录助力基层市场持续放量。** 目前公司拥有胰岛素原料药和二代胰岛素甘舒霖系列制剂R、30R、40R、50R、N等, 产品规格丰富。我国人口老龄化、城镇化、饮食结构改变、运动量下降以及遗传因素等导致糖尿病发病率不断高攀, 12年达9240万人, 居世界首位; 而CDS调查揭示城市、农村未诊断率为52.5%、67.64%, 随着知晓率的提高基层市场空间增厚。公司从09年始布局基层市场, 二代重组胰岛素逐步放量, 09年-13年复合增长率为22.58%, 13年销售额达8.98亿。12年版基药目录的进入和新农合扩容将提高基层市场的使用率和支付能力, 再加上公司产品和同类产品相比, 最高零售价65元/支的高性价比和营销重心基层市场的下沉等优势将给公司带来基层市场的长期收益。
- **三代胰岛素类似物和GLP-1-Fc融合蛋白业已布局。** 国内外上市的三代胰岛素包括速效胰岛素(门冬、赖脯)和长效胰岛素(甘精、地特), 国内厂家有甘李药业(赖脯、甘精)。PDB样本医院数据显示三代胰岛素城市医院占比达91%以上, 销售额7-8亿。公司申请的门冬、甘精胰岛素处于临床试验批件在审阶段, 预计17年左右上市。公司委托苏州众合进行二型糖尿病药GLP-1-Fc融合蛋白生产工艺研究与开发; 该药一周注射一次, 作用机制是增加餐后胰岛素的释放, 减缓胃肠道的吸收。免疫球蛋白具有长体内循环半寿期主要原因是拥有稳定性高的Fc部分, Fc与GLP-1的融合将延长GLP-1的半衰期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1204.24	1446.86	1702.04	1961.85
增长率(%)	21.45	20.15	17.64	15.26
归属母公司净利润	183.91	285.01	416.90	573.07
增长率(%)	193.28	54.97	46.27	37.46
每股收益(EPS)	0.20	0.31	0.45	0.62
市盈率(P/E)	67.01	43.24	29.56	21.50
市净率(P/B)	6.19	6.04	5.83	5.57

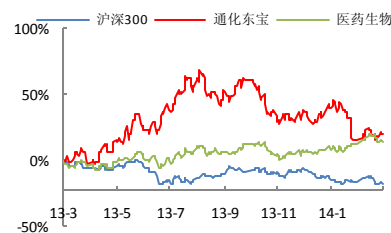
数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 023-63812537
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	9.31
流通A股(亿股)	9.31
52周内股价区间(元)	10.48-18.57
总市值(亿元)	123.23
总资产(亿元)	26.30
每股净资产(元)	2.14

相关研究

- **子公司厦门特宝生物 Y 型 PEG 化重组人干扰素 α -2a、 α -2b 市场潜力大。**公司持股 37.27%的厦门特宝拥有处于临床试验阶段的 Y 型 PEG 化重组人干扰素 α -2a 和生产批件在审的 Y 型 PEG 化重组人干扰素 α -2b,我们预计前者将于明年、后者将于今年上市。干扰素 α -2a、 α -2b 是治疗病毒性肝炎的一线用药,长效 PEG- α -2a、PEG- α -2b 干扰素 2012 年 PDB 样本医院市场规模约 3.8 亿,占据国内干扰素的 64%市场份额;但国内市场长效干扰素市场被先灵葆雅 (PEG- α -2b) 和罗氏 (PEG- α -2a) 垄断,我们认为厦门特宝 PEG- α -2b 有望实现国内首仿,以价格优势进行进口替代,未来市场潜力很大。
- **估值分析与投资策略。**预测 2014 年、2015 年、2016 年 EPS 分别为 0.31 元、0.45 元、0.62 元,对应市盈率分别为 43 倍、30 倍、22 倍。我们认为:公司当前主营业务二代胰岛素基层市场销售受益于增补 12 年版基药目录和公司基层市场营销力度的强化将稳步增长;在研新药进展顺利,市场空间大,将使公司的国内胰岛素龙头企业的位置更稳固,建议投资者关注。首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 基层市场开发阻力加大; 2) 三代胰岛素类似物研发进展低于预期; 3) PEG- α -2b 获批低于预期。

表 1: 盈利预测 (百万)

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	224.85	14.47	17.02	19.62	营业收入	1204.24	1446.86	1702.04	1961.85
应收和预付款项	535.10	916.12	784.54	1154.19	减: 营业成本	385.42	465.21	537.85	588.81
存货	343.78	272.52	440.01	340.04	营业税金及附加	8.40	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	12.48	12.48	12.48	12.48	营业费用	434.82	477.46	510.61	549.32
长期股权投资	188.57	188.57	188.57	188.57	管理费用	149.36	173.62	187.22	196.18
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	17.69	45.55	49.45	54.46
固定资产和在建工程	1259.75	1229.21	1198.68	1168.14	资产减值损失	7.56	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	80.88	79.26	77.64	76.02	加: 投资收益	5.58	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	29.47	27.12	24.78	24.78	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2674.89	2739.77	2743.73	2983.85	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	253.00	244.79	177.56	298.69	营业利润	206.58	285.01	416.90	573.07
应付和预收款项	74.40	97.67	95.99	114.81	加其他非经营损益	5.20	0.00	0.00	0.00
长期借款	256.35	256.35	256.35	256.35	利润总额	211.78	285.01	416.90	573.07
其他负债	74.92	74.92	74.92	74.92	减: 所得税	32.31	0.00	0.00	0.00
负债合计	658.67	673.72	604.82	744.77	净利润	179.46	285.01	416.90	573.07
股本	931.46	931.46	931.46	931.46	减: 少数股东损益	-4.45	0.00	0.00	0.00
资本公积	99.87	99.87	99.87	99.87	归属母公司净利润	183.91	285.01	416.90	573.07
留存收益	959.86	1009.68	1082.55	1182.71	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	1991.18	2041.00	2113.87	2214.03	经营性现金净流量	221.90	58.32	439.43	381.37
少数股东权益	25.04	25.04	25.04	25.04	投资性现金净流量	-168.35	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2016.22	2066.04	2138.91	2239.08	筹资性现金净流量	39.04	-268.70	-436.88	-378.77
负债和股东权益合计	2674.89	2739.77	2743.73	2983.85	现金流量净额	92.31	-210.38	2.55	2.60

数据来源: wind、西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn