

市场研究部 证券研究报告

2014年6月24日

## 三代胰岛素获临床批件

**通化东宝 (600867)**
**投资评级: 推荐**

### 事件:

2014年6月24日公告甘精胰岛素获得临床批件, 并且股权激励方案获得证监会备案无异议。

### 三代胰岛素推进有进展

公司申报临床研究的甘精胰岛素注射液、甘精胰岛素原料药获得国家食品药品监督管理总局批准, 市场期待已久的三代胰岛素推进终于有了进展, 为下一步公司发展奠定了坚实基础。在糖尿病治疗领域中, 三代胰岛素被外资垄断, 国内企业中除甘李药业有产品销售外, 通化东宝和珠海联邦均处于研制阶段, 此次通化东宝甘精胰岛素获得临床批件, 有望成为继甘李药业之后又一家具有三代胰岛素生产能力的厂家。

### 股权激励草案获得证监会备案无异议

公司2014年5月9日复牌并公布股权激励方案, 其中本次股权激励覆盖面广, 力度大是前所未有的。按照目前进度, 预计今年下半年有望获批执行, 有利于公司长远发展。

### 盈利预测和投资建议

我们预测公司2014-2016年营业收入分别14.5亿元、17.4亿元和20.9亿元, 归属上市公司净利润分别为2.81亿元、3.56亿元和4.13亿元, 按照最新股本计算, 每股收益分别为0.27元、0.35元和0.4元, 对应PE分别为46倍、36倍和31倍, 我们继续维持推荐评级。

### 风险提示

三代胰岛素申请进度及乙肝一类新药Y型PEG化重组人干扰素α2b注射液(I类)生产批件获得慢于预期, 胰岛素推广速度放慢, 产品质量风险等等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	991.5	1,204.2	1,449.9	1,739.9	2,087.5
同比增长(+/-%)	26.4%	21.5%	20.4%	20.0%	20.0%
归属净利润(百万元)	62.7	183.9	281.0	356.0	412.9
同比增长(+/-%)	-83.6%	200.9%	52.7%	26.7%	16.0%
每股收益(元)	0.06	0.18	0.27	0.35	0.40
PE	204.48	69.72	45.64	36.02	31.06
PB	6.54	6.44	6.44	6.53	7.05

一年来市场表现

截至 2014/6/23



市场数据

2014/6/23

A股收盘价(元)	12.52
A股一年内最高价(元)	16.62
A股一年内最低价(元)	10.12
上证指数	2,024.37
市净率	6.8
总股本(万股)	102,460
实际流通A股(万股)	102,460
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	128.3

分析师 张科然

执业证书号: S1490513050001

电话: 010-58565075

邮箱: zhangkeran@hrsec.com.cn

附表：

**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>868.6</b>	<b>1,107.4</b>	<b>1,324.7</b>	<b>1,560.2</b>	<b>1,751.5</b>
现金	124.6	216.1	217.5	261.0	313.1
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	7.1	11.1	13.0	22.4	19.9
应收款项	296.3	338.3	543.3	602.8	677.4
其他应收款	84.5	46.8	3.7	4.4	5.2
存货	233.0	343.8	356.6	424.4	474.1
其他	123.2	151.4	190.5	245.2	261.7
<b>非流动资产</b>	<b>1,511.5</b>	<b>1,587.0</b>	<b>1,612.0</b>	<b>1,595.5</b>	<b>1,597.7</b>
长期股权投资	145.5	188.6	188.6	188.6	188.6
固定资产	1,032.7	954.4	896.7	796.4	732.2
无形资产	69.1	64.7	58.1	48.9	41.9
其他	264.2	379.4	468.5	561.6	635.0
<b>资产总计</b>	<b>2,380.1</b>	<b>2,694.5</b>	<b>2,936.7</b>	<b>3,155.8</b>	<b>3,349.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>136.0</b>	<b>375.0</b>	<b>613.9</b>	<b>856.2</b>	<b>1,185.1</b>
短期负债	79.0	253.0	430.3	655.2	952.4
应付账款	30.8	38.9	60.6	63.4	66.4
预收账款	11.8	16.3	19.9	23.8	27.6
其他	14.5	66.8	103.1	113.9	138.8
<b>长期负债</b>	<b>252.9</b>	<b>303.2</b>	<b>313.4</b>	<b>327.3</b>	<b>346.4</b>
长期借款	238.8	256.4	256.4	256.4	256.4
其他	14.1	46.8	57.0	71.0	90.1
<b>负债合计</b>	<b>388.9</b>	<b>678.2</b>	<b>927.3</b>	<b>1,183.5</b>	<b>1,531.5</b>
股本	776.2	931.5	1,024.2	1,024.2	1,024.2
资本公积金	254.3	99.9	99.9	99.9	99.9
留存收益	931.2	959.9	867.1	838.7	694.2
少数股东权益	29.5	25.0	18.2	9.5	(0.6)
母公司所有者权益	1,961.7	1,991.2	1,991.2	1,962.7	1,818.2
<b>负债及权益合计</b>	<b>2,380.1</b>	<b>2,694.5</b>	<b>2,936.7</b>	<b>3,155.8</b>	<b>3,349.2</b>

**利润表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	991.5	1,204.2	1,449.9	1,739.9	2,087.5
营业成本	357.3	385.4	478.5	574.2	626.3
营业税金及附加	7.4	8.4	10.1	12.2	14.6
营业费用	351.6	434.8	536.5	609.0	709.8
管理费用	141.5	149.4	188.5	217.5	250.5
财务费用	14.3	17.7	27.7	33.3	42.9

资产减值损失	78.8	7.6	36.1	34.5	53.6
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	8.3	5.6	141.1	140.3	73.8
<b>营业利润</b>	<b>49.0</b>	<b>206.6</b>	<b>313.6</b>	<b>399.6</b>	<b>463.6</b>
营业外收入	18.3	6.5	10.0	9.8	11.1
营业外支出	0.2	1.3	1.1	0.8	0.8
<b>利润总额</b>	<b>67.1</b>	<b>211.8</b>	<b>322.5</b>	<b>408.6</b>	<b>473.9</b>
所得税	7.4	32.3	48.4	61.3	71.1
<b>净利润</b>	<b>59.6</b>	<b>179.5</b>	<b>274.1</b>	<b>347.3</b>	<b>402.8</b>
少数股东权益	-3.1	-4.5	-6.9	-8.7	-10.1
归属母公司所有者净利润	62.7	183.9	281.0	356.0	412.9
EPS (元)	0.06	0.18	0.27	0.35	0.40

### 现金流量表

单位：百万元

<b>经营活动现金流</b>	<b>115.6</b>	<b>213.5</b>	<b>140.4</b>	<b>198.7</b>	<b>400.4</b>
净利润	59.6	179.5	274.1	347.3	402.8
折旧摊销	<b>108.7</b>	<b>109.4</b>	<b>139.1</b>	<b>139.6</b>	<b>140.8</b>
财务费用	14.8	17.9	27.7	33.3	42.9
投资收益	<b>-8.6</b>	<b>-4.7</b>	<b>-140.9</b>	<b>-140.1</b>	<b>-73.6</b>
营运资金变动	-49.6	-90.6	-193.1	-212.6	-165.0
其他	-9.4	2.1	33.6	31.2	52.4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-244.9</b>	<b>-168.3</b>	<b>-17.8</b>	<b>23.7</b>	<b>-64.2</b>
资本支出	-219.6	-115.3	-158.4	-115.9	-137.2
其他投资	-25.2	-53.0	140.6	139.7	72.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-0.8</b>	<b>88.2</b>	<b>-121.1</b>	<b>-178.9</b>	<b>-284.0</b>
借款变动	132.8	191.6	177.3	224.8	297.3
普通股增加	0.0	155.2	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	8.2	-154.4	0.0	0.0	0.0
股利分配	-155.2	-155.2	-281.0	-384.5	-557.4
其他	13.5	51.0	-17.5	-19.3	-23.9

### 主要财务比率

单位：百万元	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>同比增长率</b>					
营业收入	26.4%	21.5%	20.4%	20.0%	20.0%
营业利润	-88.4%	322.0%	51.8%	27.4%	16.0%
净利润	-83.6%	200.9%	52.7%	26.7%	16.0%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	64.0%	68.0%	67.0%	67.0%	70.0%
净利率	6.0%	14.9%	18.9%	20.0%	19.3%

ROE	3.2%	9.2%	14.1%	18.1%	22.7%
ROIC	3.5%	9.0%	12.8%	15.1%	16.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.3%	25.2%	31.6%	37.5%	45.7%
流动比率	6.39	2.95	2.16	1.82	1.48
速动比率	4.67	2.00	1.55	1.29	1.05
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.42	0.45	0.49	0.55	0.62
存货周转率	1.53	1.12	1.34	1.35	1.32
应收账款周转率	3.27	3.45	2.61	2.78	2.99
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.06	0.18	0.27	0.35	0.40
每股经营现金	0.25	0.24	0.14	0.19	0.39
每股净资产	1.92	1.94	1.94	1.92	1.78
每股股利	0.15	0.15	0.27	0.35	0.46
<b>估值比率</b>					
PE	204.48	69.72	45.64	36.02	31.06
PB	6.54	6.44	6.44	6.53	7.05

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真：010-58568159      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)