

医药：通化东宝（600867）中报点评

2014年09月01日

## 糖尿病教育持续进行，第二季度业绩高增长

推荐

市场表现 截至 2014.08.29



### 2014 年中报业绩符合预期

2014 年上半年实现营业收入 6.56 亿元，同比增长 18.85%；归属上市公司净利润为 1.49 亿元，同比增长 27.17%；扣非后归属上市公司净利润为 1.47 亿元，同比增长 26.79%；每股收益 0.15 元，业绩符合预期。

### 糖尿病教育深入基层，业绩逐步释放

“蒲公英行动”三年计划完成后，公司上半年启动“情系中华，关爱基层”糖尿病教育，延续了对基层医生的培育体系。同时加大高端医院和市场的学术推广活动，寻求介入顶级三甲医院市场。

分产品来看，胰岛素营业收入为 5.2 亿元，同比增长 27.43%；镇脑宁营业收入为 0.43 亿元，同比下降 4.63%；建材行业营业收入为 0.13 亿元，同比下降 40.24%。可见，上半年营业收入和净利润主要来自于胰岛素业务的快速增长，其他产品拖累业绩，预计下半年胰岛素将继续发力。

公司第一季度归属上市公司净利润同比增长 20.8%，第二季度归属上市公司净利润同比增长 35.53%，业绩逐季改善。上半年销售、回款等均按计划完成，有效保障了中报业绩。

### 毛利率逐季改善，且费用控制得当

第二季度综合毛利率为 71.37%，同比提升 7.03 个百分点；使得半年报综合毛利率为 69.47%，同比提升 2.27 个百分点。三项费用率合计为 42.95%，同比略微上升 0.22 个百分点，控制较好。销售净利润为 22.57%，同比上升 1.64 个百分点，盈利能力增强。

### 新产品研发顺利推进

市场非常关注公司三代胰岛素研发进程，截至到 6 月 30 日，公司申报的甘精胰岛素原料药、甘精胰岛素注射液（规格：300 单位：3ml 笔芯）、甘精胰岛素注射液（规格：1000 单位：10ml 西林瓶）获得临床批件，目前处于临床研究阶段；门冬胰岛素及门冬胰岛素注射液正在等待临床的批复，我们乐观估计下半年有望拿到临床批件。

### 盈利预测及投资建议

我们预测 2014-2016 年公司营业收入分别为 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，每股收益分别为 0.27 元、0.35 元和 0.4 元，对应 PE 分别为 47 倍、37 倍和 32 倍。公司 PE 估值高于医药行业整体估值，鉴于公司在糖尿病胰岛素领域中处于国内领先地位，且三代胰岛素研发有序推

### 市场数据 2014-08-29

A 股收盘价 (元)	12.90
A 股一年内最高价 (元)	16.20
A 股一年内最低价 (元)	10.12
上证指数	2,217.20
市净率	6.7
总股本 (万股)	103,010
实际流通 A 股 (万股)	102,460
限售的流通 A 股 (万股)	550

分析师：张科然

执业编号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：[zhangkeran@hrsec.com.cn](mailto:zhangkeran@hrsec.com.cn)

证券研究报告

进，基层糖尿病医生的培育逐步显现效果，存在业绩改善预期，我们继续给予公司“推荐”评级。

#### ⊕ 风险提示

三代胰岛素申请进度慢于预期，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	211.91	72.25	47.30	37.33	32.18
PB	6.77	6.67	6.67	6.77	7.31

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	1,030.1	1,030.1	1,030.1
资本公积金	254.3	99.9	94.4	94.4	94.4
留存收益	931.2	959.9	866.7	838.2	693.8
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	5.5	0.0	0.0
资本公积增加	8.2	-154.4	-5.5	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>
同比增长率					

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	1.90	1.93	1.93	1.91	1.77
每股股利	0.15	0.15	0.27	0.34	0.46
<b>估值比率</b>					
PE	211.91	72.25	47.30	37.33	32.18
PB	6.77	6.67	6.67	6.77	7.31

## 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。本报告清晰准确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（以下简称本公司）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。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，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、建议等均仅供本公司客户参考之用，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本公司的投资顾问。本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，但本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。本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。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

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)