

通化东宝 (600867.SH)

生物技术行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

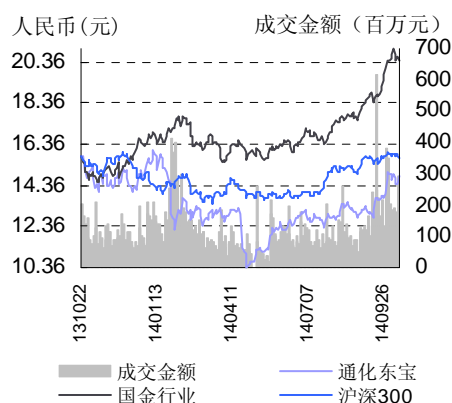
市价(人民币): 14.85元

## 胰岛素继续稳增长, 长期向好;

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,024.60
总市值(百万元)	15,296.99
年内股价最高最低(元)	16.10/10.36
沪深300指数	2418.64
上证指数	2326.55



## 相关报告

1. 《胰岛素稳步增长, 出口放量;》, 2014.8.29
2. 《股权激励出台, 公司治理向好;》, 2014.5.9
3. 《符合预期, 趋势向好;》, 2014.4.17

**郭妮妮** 分析师 SAC 执业编号: S1130514080007  
(8621)61038315  
guonini@gjzq.com.cn

**李敬雷** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

**黄挺** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)60230220  
huangting@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.081	0.197	0.254	0.327	0.420
每股净资产(元)	2.53	2.14	2.22	2.12	2.38
每股经营性现金流(元)	0.25	0.24	0.41	0.29	0.30
市盈率(倍)	117.59	77.54	52.12	40.51	31.50
行业优化市盈率(倍)	33.55	59.08	59.20	59.20	59.20
净利润增长率(%)	-82.77%	193.28%	42.17%	28.65%	28.61%
净资产收益率(%)	3.20%	9.24%	12.65%	17.05%	19.49%
总股本(百万股)	776.21	931.46	1,030.10	1,030.10	1,030.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 通化东宝 2014 年三季报, 实现收入 10.29 亿元, 同比增长 19.00%; 净利润 2.19 亿元, 同比增长 16.47%; 扣非后净利润 2.15 亿元, 同比增长 15.51%; EPS 0.21 元, 符合预期。

## 经营分析

- **胰岛素继续稳步增长, 毛利率平稳提升, 规模效应逐步体现;** 2014 年前三季度, 公司胰岛素制剂收入同比增速约 24%, 环比增速约 10%, 增速较为稳定。胰岛素在公司收入占比达到近 80%, 毛利占比达到 90% 以上, 其占比提高以及规模效应使公司毛利率提高 1.71 个百分点。
- **销售费用率同比提升, 全年销售费用率有望趋于稳定。** 2014 年前三季度, 公司销售费用率同比提高 3.42 个百分点, 这可能与公司销售费用确认时效提升相关, 全年销售费用率有望趋于稳定。管理费用降低 0.62 个百分点, 财务费用提高 0.21 个百分点, 净利率降低 0.32 个百分点。
- **研发品种蓄势待发, 厦门特宝产品值得重点关注:** 三代胰岛素方面, 甘精胰岛素已进入临床研究, 门冬胰岛素在等待临床批复, 赖脯胰岛素及地特胰岛素已完成工艺研究, 计划 2015 年申报临床。厦门特宝方面, 聚乙二醇干扰素  $\alpha 2b$  已申报生产批件, Y 型聚乙二醇干扰素  $\alpha 2b$  在 III 期临床; 长效人粒细胞刺激因子、长效生长激素、长效干扰素  $\alpha 2a$  在进行 II 期临床。
- **公司股权激励、大股东增持表明信心:** 公司在二季度和三季度进行了股权激励和大股东增持, 且大股东有望继续增持公司股份。公司继 2012-2013 年两年的“甩包袱”, 治理和财务逐渐清晰, 规模效应体现, 利润将逐步得到体现。

## 投资建议

- 预计 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.25 元、0.33 元、0.42 元, 考虑到公司二代、三代胰岛素以及厦门特宝长效干扰素等丰富的产品储备、覆盖 90% 以上县级医院的学术营销网络、以及糖尿病大病种的宽广市场空间, 维持“增持”评级。

**风险:** 研发低于预期, 出口低于预期。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	4	9
增持	0	0	5	5	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.56	1.56	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-04-09	增持	10.89	14.00 ~ 16.00
2 2013-04-25	增持	12.25	N/A
3 2013-05-09	增持	12.79	15.00 ~ 17.00
4 2014-03-06	增持	13.15	N/A
5 2014-03-28	增持	13.12	N/A
6 2014-04-17	增持	13.18	N/A
7 2014-05-09	增持	11.04	N/A
8 2014-08-29	增持	12.90	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD