证券研究报告—动态报告

医药保健

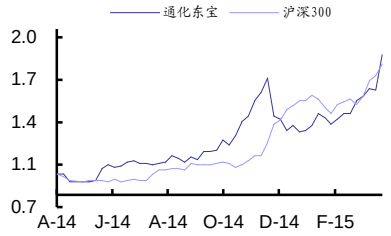
制药与生物

通化东宝（600867） 增持

2014 年年报点评 （维持评级）

2015 年 04 月 09 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通（百万股）	1,030/1,025
总市值/流通（百万元）	24,341/24,211
上证综指/深圳成指	3,995/13,842
12 个月最高/最低元）	24.80/10.12

相关研究报告:

《通化东宝-600867-2014 年三季报点评：胰岛素稳健增长，全年业绩有望超预期》 ——2014-10-23

《通化东宝-600867-2014 年半年报点评：胰岛素稳健增长，业绩符合预期》 ——2014-08-29

《糖尿病诊疗行业专题研究：甜蜜的陷阱和诱惑》-2014-06-03

证券分析师：林小伟

电话：0755-22940022

E-MAIL: linxw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514070002

证券分析师：邓周宇

电话：0755-82133263

E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030001

财报点评

胰岛素稳健增长，“东宝糖尿病平台"渐成型

- **扣非净利增 52.1%，EPS0.27 元，超市场预期**

2014 年，公司实现营业收入 14.5 亿元（+20.5%），净利润 2.8 亿元（+52.1%），扣非后净利润 2.83 亿元（+55.3%），EPS 0.27 元，符合我们此前预期，但超市场预期。胰岛素收入占比继续扩大致综合毛利率提升 0.85pp 至 68.85%。三项费用率为 44.84%，同比下降 5.14pp，控制较好，主要是因为营销渠道建设趋于成熟销售费用率进入下降通道，同比下降 5.81pp 至 30.30%。经营性现金流净额 2.1 亿元（-6.9%），经营质量较好。同时，公司拟每 10 股派 2 元送 1 股。

- **胰岛素基药红利持续释放，出口有望持续超预期**

全年分产品看：①胰岛素系列产品整体收入 11.3 亿元（+25.5%），其中国内受益基层市场拓展成效扩大收入 10.6 亿元（+18.5%），海外出口受益原料药通过欧盟认证推动收入 7101 万元，同比大幅增 85.8%；②甘舒霖笔与血糖仪收入 1.4 亿元（+9.3%），实现扭亏略微盈利；③镇脑宁收入 8325 万元，降 4.5%；④东宝甘泰收入 1006 万元，降 6.5%。目前公司胰岛素产品已通过 40 多个国家现场检查，已完成注册并出口波兰、白俄罗斯等 18 个国家，原料药车间通过欧盟认证，出口市场将大幅拓宽，若未来胰岛素制剂获得欧盟批准，那么出口市场有望持续超预期。2015 年是招标大年，目前各省份基药招标明显加快，人胰岛素基药红利有望持续释放，公司是最受益者，国内有望持续稳健增长。

- **三代胰岛素研发进展顺利，“东宝糖尿病平台”渐成型**

公司三代胰岛素研发进展顺利，其中甘精胰岛素、门冬胰岛素已进入临床，有望在 16 年上市，地特胰岛素完成临床前研究，预计 15 年临床申请，30R、50R 门冬胰岛素也有望在 15 年申报临床，赖脯胰岛素已完成药学研究。公司还有 GLP-1 类似物、化药口服降糖药在研。公司战略逐渐清晰，将打造“东宝糖尿病”平台战略，目前已初步形成了糖尿病监测（舒霖伴侣瑞特 GM260 血糖监测系统）和药物治疗（甘舒霖胰岛素）的产业链平台，预计未来将进一步切入到糖尿病健康管理，逐步朝着糖尿病综合服务商迈进。

值得注意的是，大股东于 14 年 7 月 25 日、9 月 17 日和 15 年 3 月 6 日连续在二级市场增持，彰显了对公司长远发展的充足信心。

- **风险提示。**基药招标降价风险；三代胰岛素研发进展较慢的风险。

- **糖尿病领域空间巨大，“东宝糖尿病”平台价值凸显，维持“增持”**

我们长期看好糖尿病领域的巨大市场空间，公司战略逐渐清晰，未来“东宝糖尿病”的平台价值将逐渐凸显，有望逐步迈向糖尿病综合服务商，长远发展空间广阔。预计 15-17 年 EPS 为 0.38/0.49/0.64 元，对应 PE 分别为 62X、48X、37X，短期估值虽较高，但我们看好公司长期发展前景，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,204	1,451	1,785	2,191	2,678
(+/-%)	*21.5%*	*20.5%*	*23.0%*	*22.8%*	*22.2%*
净利润(百万元)	184	280	393	508	662
(+/-%)	*193.3%*	*52.1%*	*40.3%*	*29.4%*	*30.4%*
摊薄每股收益（元）	0.18	0.27	0.38	0.49	0.64
EBIT Margin	19.1%	24.2%	27.0%	28.1%	29.6%
净资产收益率（ROE）	9.2%	13.1%	16.3%	18.3%	20.5%
市盈率（PE）	132.4	87.0	62.0	47.9	36.8
EV/EBITDA	73.8	54.1	41.0	33.1	26.6
市净率（PB）	12.2	11.4	10.1	8.8	7.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	202	242	291	349
应收款项	431	529	650	794
存货净额	630	743	947	1174
其他流动资产	50	62	77	94
流动资产合计	**1312**	**1577**	**1964**	**2411**
固定资产	1280	1343	1393	1333
无形资产及其他	56	55	54	53
投资性房地产	150	150	150	150
长期股权投资	158	163	168	173
资产总计	**2956**	**3288**	**3729**	**4120**
短期借款及交易性金融负债	310	341	388	272
应付款项	52	61	78	97
其他流动负债	99	118	145	175
流动负债合计	**461**	**521**	**610**	**543**
长期借款及应付债券	298	298	298	298
其他长期负债	37	37	37	37
长期负债合计	**335**	**335**	**335**	**335**
负债合计	**796**	**856**	**946**	**879**
少数股东权益	23	20	15	10
股东权益	2138	2413	2768	3231
负债和股东权益总计	**2956**	**3288**	**3729**	**4120**

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.27	0.38	0.49	0.64
每股红利	0.22	0.11	0.15	0.19
每股净资产	2.08	2.34	2.69	3.14
ROIC	13%	15%	17%	19%
ROE	13%	16%	18%	20%
毛利率	69%	70%	69%	70%
EBIT Margin	25%	27%	28%	30%
EBITDA Margin	33%	34%	35%	35%
收入增长	21%	23%	23%	22%
净利润增长率	52%	40%	29%	30%
资产负债率	28%	27%	26%	22%
息率	1%	0%	1%	1%
P/E	87.0	62.0	47.9	36.8
P/B	11.4	10.1	8.8	7.5
EV/EBITDA	52.7	41.0	33.1	26.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**1451**	**1785**	**2191**	**2678**
营业成本	452	543	670	807
营业税金及附加	12	12	15	19
销售费用	440	532	635	763
管理费用	184	216	254	297
财务费用	27	25	26	23
投资收益	6	5	5	5
资产减值及公允价值变动	(16)	(5)	(5)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	327	456	590	770
营业外净收支	(4)	0	0	0
利润总额	**324**	**456**	**590**	**770**
所得税费用	47	68	89	115
少数股东损益	(3)	(5)	(6)	(8)
归属于母公司净利润	**280**	**393**	**508**	**662**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	**280**	**393**	**508**	**662**
资产减值准备	8	1	0	0
折旧摊销	113	133	147	157
公允价值变动损失	16	5	5	5
财务费用	27	25	26	23
营运资本变动	(201)	(195)	(295)	(340)
其它	(9)	(4)	(5)	(5)
经营活动现金流	**206**	**333**	**360**	**479**
资本开支	(117)	(201)	(201)	(101)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(123)**	**(206)**	**(206)**	**(106)**
权益性融资	41	0	0	0
负债净变化	42	0	0	0
支付股利、利息	(223)	(118)	(152)	(199)
其它融资现金流	223	31	46	(116)
融资活动现金流	**(98)**	**(86)**	**(106)**	**(315)**
现金净变动	**(14)**	**40**	**48**	**58**
货币资金的期初余额	216	202	242	291
货币资金的期末余额	202	242	291	349
企业自由现金流	105	147	174	390
权益自由现金流	370	157	199	254

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		**策略**		**技术分析**	
董德志	021-60933158	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
林　虎	010-88005302	马　韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
固定收益		**大宗商品研究**		**互联网**	
董德志	021-60933158	马　韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵　婧	021-60875174	郦　彬	021-6093 3155	郑　剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑　东	010-66025270	李树国	010-88005305
医药生物		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
贺平鸽	0755-82133396	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟　潇	0755-82132098		
邓周宇	0755-82133263				
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐　强	010-88005329
军工		**机械**		**非金属及建材**	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		成尚汶	010-88005315	刘　宏	0755-22940109
房地产		**食品饮料**		**汽车及零配件**	
区瑞明	0755-82130678	刘　鹏	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备				**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160			邱　波	0755-82133390
				刘　萍	0755-22940678
农林牧渔		**轻工造纸**			
杨天明	021-60875165	邵　达	0755-82130706		
银行		**金融工程**			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周　琦	0755-82133568		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 18516250266 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李　佩 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	郑　灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	梁　佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
原　祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	刘　研 0755-82136081 18610557448 liuyan3@guosen.com.cn
	唐泓翼 13818243512	刘紫微 13828854899	夏　雪 82130833-701503 18682071096 xiaxue@guosen.com
	吴　国 15800476582	黄明燕 18507558226	
	储贻波 18930809296		
	倪　婧 18616741177		