

# 通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级: 买入 维持评级

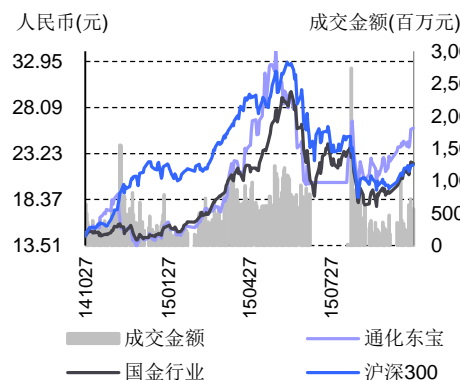
业绩点评

市场价格 (人民币): 25.93 元  
目标价格 (人民币): 35.00-35.00 元

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)	1,131.60
总市值(百万元)	29,452.10
年内股价最高最低(元)	34.02/13.51
沪深 300 指数	3589.26
上证指数	3429.58



## 相关报告

- 《整合资源，赢得未来;-通化东宝公司研究》，2015.8.31
- 《研发进展顺利,税率下调大幅提升业绩;-通化东宝公司点评》，2014.12.26

**李涛** 分析师 SAC 执业编号: S1130515090004  
(8621)60935380  
litaol@gjzq.com.cn

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

## 三季度利润高增长，长期投资价值突出；

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.197	0.272	0.392	0.498	0.664
每股净资产(元)	2.14	2.09	2.39	2.80	3.40
每股经营性现金流(元)	0.24	0.20	0.55	0.49	0.57
市盈率(倍)	77.54	57.44	56.61	44.56	33.45
行业优化市盈率(倍)	59.08	75.16	127.43	127.43	127.43
净利润增长率(%)	193.28%	52.13%	58.81%	27.07%	33.21%
净资产收益率(%)	9.24%	13.03%	18.08%	19.54%	21.44%
总股本(百万股)	931.46	1,030.10	1,133.11	1,133.11	1,133.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 通化东宝发布三季报，收入 12.39 亿元，增 20.4%；扣非净利润 3.56 亿元，增 65.9%；每股收益 0.34 元，略超预期。第三季度单季度收入 4.58 亿，增长 22.8%；净利润 1.26 亿，增长 80%。

### 经营分析

- **胰岛素维持稳定增长，费用及税收政策变化使利润高速增长。**我们预计胰岛素销量增长 20%左右，税收政策调整使出厂价略有提高。三季度单季度收入增速略快于上半年，经营趋势良好。公司整体毛利率达到 74%，比去年同期提高 4.86 个百分点，主要是胰岛素出厂价格的提升以及规模效应的体现。销售费用率为 28.8%，比去年同期降低 3.32 个百分点，主要与公司的销售模式、结算等相关。管理费用率降低 1.2 个百分点，主要是规模效应体现。财务费用略有提升。产品的提价及经营效率的提高，使公司扣非净利润增速达到 66%，超出市场预期。我们认为四季度公司在销售费用、管理费用等方面会有一定提升，但是利润预计仍然会维持较快增长。
- **厚积薄发，糖尿病平台建设开启。**公司是国内的糖尿病领域的专家型企业，具有最全的产品线及储备，具有最优质的医生资源。公司增发公告的募投项目主要是糖尿病平台建设，我们认为公司是在进一步整合行业资源，构筑行业生态圈。平台的核心是医生，东宝多年来的医生资源积累是平台成功的关键因素。平台建设完成之后，在医患交流和互动的同时，不仅可以促进公司产品的销售（胰岛素注射笔、针头、血糖监测等），还可以产生大量的数据，对未来商保的发展非常有益。
- **发展逻辑清晰，长期价值突出。**我们此前发布过公司的深度研究报告，认为从行业空间、公司积累、治理转变等角度，公司都具备突出的长期投资价值。我们认为公司发展短期看二代胰岛素的增长，中期看产品线的丰富，长期看平台建设。公司的长期价值在于其平台价值，我们报告中写到的“东宝优势、全球资源”就是对平台价值的理解。公司在糖尿病领域生态圈的构建，将进一步强化自身的竞争壁垒，分享全球领先企业在该领域的技术进步。

### 盈利预测

- 我们暂时维持 2015-2017 年每股收益 0.39 元、0.50 元、0.66 元的盈利预测。

### 投资建议

- 当前股价对应 2015-2017 年动态市盈率分别为：67 倍、52 倍、39 倍，我们看好公司所处行业的发展前景、公司的竞争优势、产业地位，维持“买入”评级。

### 风险

新产品上市时间慢于预期等。

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>992</b>	<b>1,204</b>	<b>1,451</b>	<b>1,741</b>	<b>2,141</b>	<b>2,676</b>
增长率		21.5%	20.5%	20.0%	23.0%	25.0%
主营业务成本	-357	-385	-452	-486	-578	-712
%销售收入	36.0%	32.0%	31.1%	27.9%	27.0%	26.6%
毛利	634	819	999	1,255	1,563	1,964
%销售收入	64.0%	68.0%	68.9%	72.1%	73.0%	73.4%
营业税金及附加	-7	-8	-12	-12	-15	-19
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-352	-435	-440	-522	-627	-771
%销售收入	35.5%	36.1%	30.3%	30.0%	29.3%	28.8%
管理费用	-142	-149	-184	-204	-242	-294
%销售收入	14.3%	12.4%	12.7%	11.7%	11.3%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	134	226	364	517	679	880
%销售收入	13.5%	18.8%	25.1%	29.7%	31.7%	32.9%
财务费用	-14	-18	-27	-34	-21	-2
%销售收入	1.4%	1.5%	1.8%	1.9%	1.0%	0.1%
资产减值损失	-79	-8	-16	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	6	6	42	5	5
%税前利润	12.3%	2.6%	1.9%	8.1%	0.8%	0.6%
营业利润	49	207	327	521	662	882
营业利润率	4.9%	17.2%	22.6%	29.9%	30.9%	32.9%
营业外收支	18	5	-4	0	0	0
税前利润	67	212	324	521	662	882
利润率	6.8%	17.6%	22.3%	29.9%	30.9%	32.9%
所得税	-7	-32	-47	-77	-97	-130
所得税率	11.1%	15.3%	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润	60	179	277	444	565	752
少数股东损益	-3	-4	-3	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>63</b>	<b>184</b>	<b>280</b>	<b>444</b>	<b>565</b>	<b>752</b>
净利率	6.3%	15.3%	19.3%	25.5%	26.4%	28.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	60	179	277	444	565	752
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	187	117	129	125	112	103
非经营收益	-3	15	22	35	35	21
营运资金变动	-50	-91	-223	-37	-210	-291
<b>经营活动现金净流</b>	<b>194</b>	<b>221</b>	<b>206</b>	<b>567</b>	<b>502</b>	<b>584</b>
资本开支	-242	-130	-106	28	21	40
投资	-17	-34	0	-1	0	0
其他	14	-4	0	42	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-245</b>	<b>-168</b>	<b>-106</b>	<b>69</b>	<b>26</b>	<b>45</b>
股权募资	1	0	41	0	0	0
债权募资	101	220	67	106	-287	-152
其他	-171	-182	-223	-45	-174	-160
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-69</b>	<b>39</b>	<b>-114</b>	<b>61</b>	<b>-461</b>	<b>-312</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-119</b>	<b>91</b>	<b>-14</b>	<b>698</b>	<b>67</b>	<b>317</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	125	216	202	900	967	1,284
应收款项	388	396	431	577	709	887
存货	233	344	630	399	475	585
其他流动资产	123	151	50	172	204	251
流动资产	869	1,107	1,312	2,048	2,356	3,007
%总资产	36.5%	41.1%	44.4%	58.4%	63.9%	71.7%
长期投资	173	213	243	244	243	243
固定资产	1,233	1,260	1,280	1,132	996	849
%总资产	51.8%	46.8%	43.3%	32.3%	27.0%	20.3%
无形资产	75	86	85	82	87	92
非流动资产	1,512	1,587	1,644	1,461	1,328	1,187
%总资产	63.5%	58.9%	55.6%	41.6%	36.1%	28.3%
<b>资产总计</b>	<b>2,380</b>	<b>2,694</b>	<b>2,956</b>	<b>3,509</b>	<b>3,684</b>	<b>4,194</b>
短期借款	79	283	310	440	153	0
应付款项	59	74	129	133	160	197
其他流动负债	-2	18	21	156	161	168
流动负债	136	375	461	730	475	365
长期贷款	239	256	298	298	298	299
其他长期负债	14	47	27	0	0	0
<b>负债</b>	<b>389</b>	<b>678</b>	<b>786</b>	<b>1,028</b>	<b>773</b>	<b>664</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,962</b>	<b>1,991</b>	<b>2,148</b>	<b>2,458</b>	<b>2,889</b>	<b>3,507</b>
少数股东权益	29	25	23	23	23	23
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,380</b>	<b>2,694</b>	<b>2,956</b>	<b>3,509</b>	<b>3,684</b>	<b>4,194</b>

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.081	0.197	0.272	0.392	0.498	0.664
每股净资产	2.527	2.138	2.085	2.386	2.804	3.405
每股经营现金净流	0.250	0.237	0.200	0.551	0.487	0.567
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	3.20%	9.24%	13.03%	18.08%	19.54%	21.44%
总资产收益率	2.63%	6.83%	9.46%	12.66%	15.32%	17.93%
投入资本收益率	5.15%	7.50%	11.17%	13.70%	17.21%	19.61%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	26.39%	21.45%	20.52%	19.96%	22.98%	24.99%
EBIT 增长率	144.29%	69.20%	60.81%	42.12%	31.26%	29.72%
净利润增长率	-82.77%	193.28%	52.13%	58.81%	27.07%	33.21%
总资产增长率	0.12%	13.21%	9.72%	18.69%	5.00%	13.83%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	118.3	96.2	91.8	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	220.0	273.1	393.0	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	35.0	33.0	36.7	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	380.1	289.3	305.7	209.5	135.1	81.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	9.70%	16.03%	18.71%	-6.52%	-17.71%	-27.91%
EBIT 利息保障倍数	9.4	12.8	13.6	15.3	32.6	362.7
资产负债率	16.34%	25.17%	26.58%	29.29%	20.97%	15.83%

**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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-06	增持	13.23	N/A
2	2014-03-28	增持	13.25	N/A
3	2014-04-17	增持	13.09	N/A
4	2014-05-09	增持	10.61	N/A
5	2014-08-29	增持	12.77	N/A
6	2014-10-23	增持	15.22	N/A
7	2014-12-26	增持	15.38	N/A
8	2015-08-31	买入	22.37	30.00~30.00

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：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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为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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD