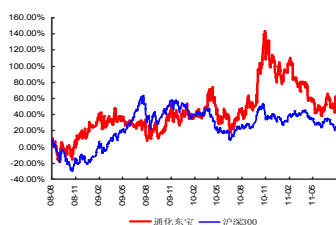


医药生物行业 - 生物制品行业

2011 年 8 月 16 日

市场数据	2011 年 8 月 15 日
当前价格(元)	9.35
52 周价格区间(元)	8.82-19.98
总市值(百万)	6348
流通市值(百万)	4151
总股本(百万股)	575
流通股(百万股)	376
日均成交额(百万)	187.5
近一月换手(%)	14.55
第一大股东	李一套
公司网址	www.dongbao.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
通化东宝	-0.11%	1.71%	10.15%
沪深 300	-6.56%	-5.89%	-0.14%

相关报告

获现金+期权, 业绩还看销售-通化东宝深度报告

邓聪

0755-83199599 × 8261
dengcong@csc.com.cn

分析师声明

本人, 邓聪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

通化东宝(600867.SH): 实现稳步增长

—2011 年中报点评

评级: 中性

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	638	724	892	1026
净利润(百万元)	178	94	117	142
每股收益(元)	0.23	0.12	0.15	0.18
净利润增长率%	129%	-47%	24%	22%
每股净资产(元)	2.19	2.31	2.46	2.64
市盈率	40.69	76.97	62.29	50.94
市净率	4.27	4.05	3.80	3.54
ROE	10.5%	5.3%	6.1%	6.9%

资料来源: 世纪证券研究所

- 2011 年 1-6 月公司收入利润同比稳步增长。** 实现收入 3.34 亿元, 归属上市公司股东净利润 0.56 亿元, 分别同比增长 14.15% 与 -32.57%, 扣非净利 0.5596 亿, 同比增长 90.1%, 实现 EPS0.07 元。2010 年公司通过出售通葡股份, 实现非经常性收益 4666 万元, 导致了去年同期净利润基数高。
- 业务稳步推进。** 上半年公司推出胰岛素笔与现有产品形成互补。另公司出售甘李药业 29.43% 的股份获取 4.3 亿元的现金与 42 个月销售胰岛素类似物的权利, 现在与未来都有保证。
- 公司在重点区域实现了稳步推广, 而新区域实现了高速增长。** 公司重点区域华北、东北实现稳步增长, 超过 13%, 而新区域的势头喜人, 公司在外企的重点区域华南地区的增长达到了 24%, 而西北地区的增长达到 77%, 这个区域有望成为公司另外一个重要收入来源。
- 给予“中性”评级。** 我们预计公司 2011-2013 年收入分别增长 13.5%、23.2%, 扣非净利润增长 33%、23.6%, EPS0.12 元、0.15 元。对应有股价 9.35 元, PE 分别为 77 倍与 62 倍。根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 2.92 元/股, 现在价格 9.35 元/股, 不存在显著低估, 给予中性评级。
- 风险提示:** 产品质量风险、政策风险、坏账风险。

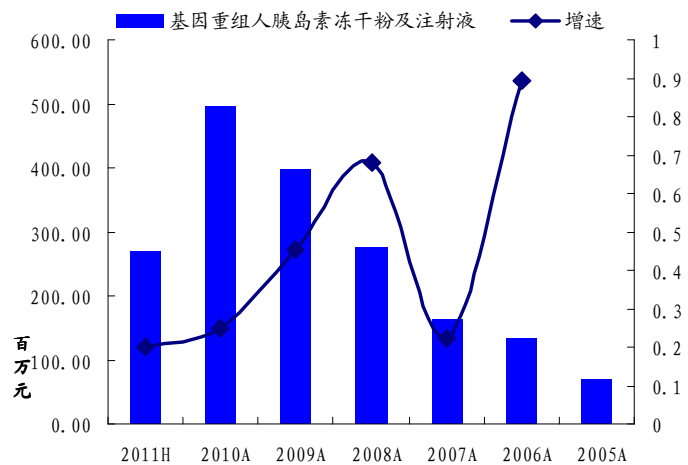
1.2010年公司收入利润同比稳步

2011.8.16 公司披露 2011 年中报，实现收入 3.34 亿元，归属上市公司股东净利润 0.56 亿元，分别同比增长 14.15%与-32.57%，扣非净利润 0.5596 亿，同比增长 90.1%，实现 EPS0.07 元。2010 年公司通过出售通葡股份，实现非经常性收益 4666 万元，导致了去年同期净利润基数高。

公司各项业务稳步进行。上半年公司在扎实推进胰岛素制剂甘舒霖的基础上，推出了胰岛素笔甘舒霖笔，与之前的产品形成系列产品。经过几个月的市场教育与推广，普遍反应良好，医生和患者普遍认为甘舒霖笔是市场上销售的最好的胰岛素笔。为医生以及患者提供系列化的选择，更大限度的占有市场是公司目标。

2011 年公司通过出售 29.43%的甘李药业股权，获得 4.3 亿元的现金以及 42 个月后销售胰岛素类似物的权利，在竞争中取得了主动权，不仅可以享受二代胰岛素的市场成长，还不放弃三代胰岛素的未来市场。

Figure 1 通化东宝胰岛素类产品收入及增长状况



数据来源：WIND、世纪证券研究所

2. 胰岛素类产品推广顺利

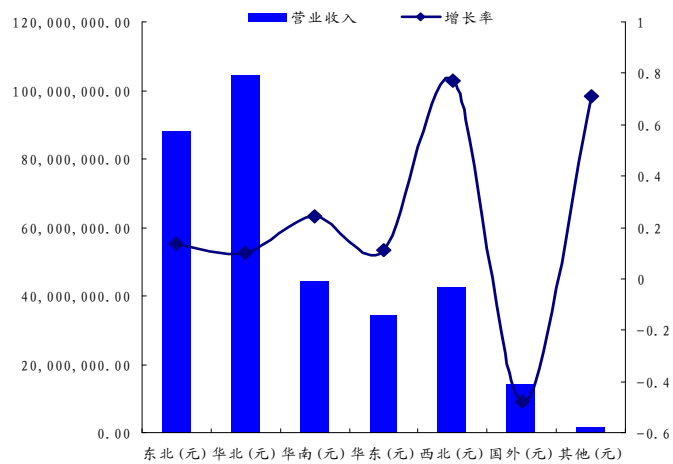
胰岛素类产品收入占比达到 81.8%，对比年初的 77.96%提高了 3.8 个百分点；而利润占比 84%，对比年初的 87%虽然有下降，但主要是其他业务实现了扭亏为盈所致。胰岛素类产品毛利率也稳定在 68%，对比 2010 年没有变化，说明公司已经成功控制了毛利率的变化，预计随

随着后期固定投资项目的陆续达产，毛利率也将趋于稳定。

公司在重点区域实现了稳步推广，而新区域实现了高速增长。公司重点区域华北、东北实现稳步增长，超过13%，而新区域的势头喜人，公司在外企的重点区域华南地区的增长达到了24%，而西北地区的增长达到77%，这个区域有望成为公司另外一个重要收入来源。

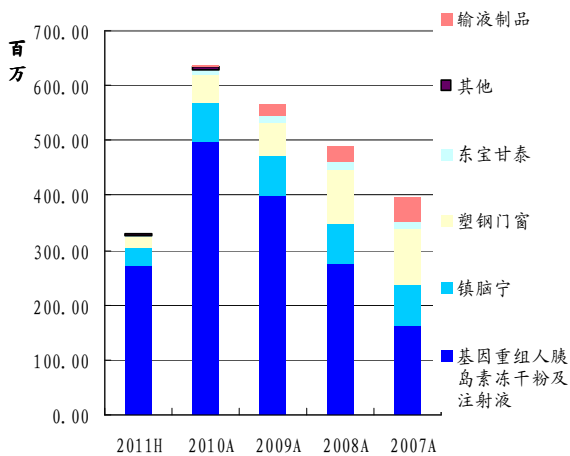
随着公司后期产能的达产，产能不再是瓶颈，我们预计公司产品未来两年将会稳步增长。

Figure 2 通化东宝产品分区域销售状况



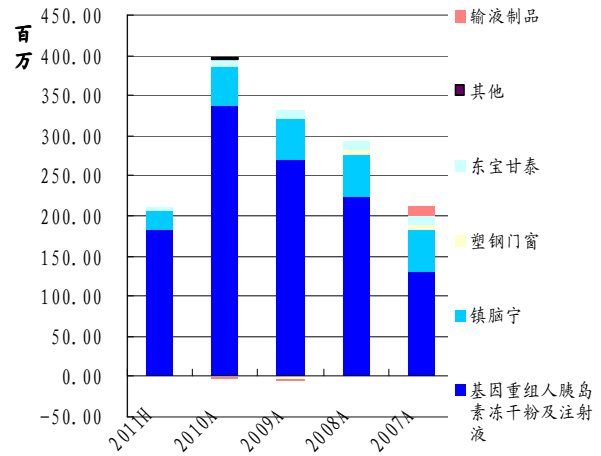
数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 3 通化东宝收入构成



数据来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 4 通化东宝利润构成



数据来源：WIND 世纪证券研究所

3. 盈利预测

1. 关键假设

(1). 医药行业稳定增长，保持22%-24%的增长率。

- (2). 我国新医改稳步进行, 8500 亿元按预期投入。
- (3). 公司持续稳定经营。
- (4). 保持同样的经营效率, 综合毛利率 2011 年 65%, 2012 年 65%, 期间费用率稳定在 50%, 所得税率为 15%。

2. 盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年收入分别增长 13.5%、23.2%, 扣非净利润增长 33%、23.6%, EPS0.12 元、0.15 元。对应现有股价 9.35 元 PE 分别为 77 倍于 62 倍。

3. DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 2.92 元/股, 现在价格 9.35 元/股, 不存在显著低估, 给予中性评级。

Figure 5 DCF 参数假设

DCF主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	3.83%	法定所得税	15.00%
BETA	1.01	债务成本	6.35%
市场预期收益率	8.00%	债务比例	4.36%
股权成本	8.04%	WACC	7.96%
永续增长率	1.00%		

数据来源: 世纪证券研究所

Figure 6 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn (%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
2.96%	8.78	12.71	24.80	-620.10	-20.99	-10.16
3.96%	6.29	8.07	11.67	22.76	-568.42	-19.22
4.96%	4.81	5.79	7.42	10.73	20.90	-521.48
5.96%	3.84	4.44	5.33	6.84	9.87	19.21
6.96%	3.16	3.55	4.10	4.92	6.30	9.09
7.96%	2.65	2.92	3.28	3.78	4.54	5.81
8.96%	2.26	2.46	2.70	3.04	3.50	4.20
9.96%	1.96	2.10	2.28	2.51	2.81	3.24
10.96%	1.71	1.82	1.95	2.11	2.32	2.61
11.96%	1.51	1.59	1.69	1.81	1.96	2.16
12.96%	1.35	1.41	1.48	1.58	1.69	1.83
13.96%	1.20	1.25	1.31	1.38	1.47	1.57

数据来源: 世纪证券研究所

4. 风险提示

风险提示:

- (1) 产品质量风险。
- (2) 政策风险。
- (3) 坏账风险。

Figure 7 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	731	1019	1182	1411	营业收入	638	724	892	1026
现金	63	196	176	262	营业成本	243	253	312	359
应收账款	316	434	528	603	营业税金及附加	8	4	4	5
其他应收款	79	128	156	177	管理费用	211	222	281	320
预付账款	68	59	76	88	财务费用	105	116	142	162
存货	187	180	227	261	资产减值损失	23	24	24	22
其他流动资产	18	22	19	20	公允价值变动收益	2	0	0	0
非流动资产	1455	1403	1313	1229	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	173	116	116	120	营业利润	144	0	0	0
固定资产	1040	1028	988	934	营业外收入	190	105	129	158
无形资产	78	61	44	27	营业外支出	11	0	0	0
其他非流动资产	164	199	164	147	利润总额	2	0	0	0
资产总计	2186	2422	2494	2640	所得税	199	105	129	158
流动负债	169	307	272	282	净利润	26	14	17	21
短期借款	64	160	138	133	少数股东损益	173	91	112	136
应付账款	47	46	57	66	归属母公司净利润	-5	-3	-5	-6
其他流动负债	59	101	76	83	EBITDA	178	94	117	142
非流动负债	285	291	288	286	EPS (元)	316	218	246	275
长期借款	267	265	263	262		0.31	0.12	0.15	0.18
其他非流动负债	18	26	24	25					
负债合计	454	598	559	568					
少数股东权益	33	29	25	19	主要财务比率				
股本	575	776	776	776	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	465	264	264	264	成长能力				
留存收益	660	754	871	1013	营业收入	11.1%	13.5%	23.2%	15.0%
归属母公司股东	1700	1794	1910	2053	营业利润	234.8%	-44.8%	22.6%	22.3%
负债和股东权益	2186	2422	2494	2640	归属于母公司净利润	129.0%	-47.1%	23.6%	22.3%
					获利能力				
					毛利率(%)	61.8%	65.0%	65.0%	65.0%
					净利率(%)	28.0%	13.0%	13.1%	13.9%
					ROE(%)	10.5%	5.3%	6.1%	6.9%
					ROIC(%)	10.7%	6.3%	7.0%	8.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	20.8%	24.7%	22.4%	21.5%
					净负债比率(%)	72.85%	71.26%	71.93%	69.59%
					流动比率	4.32	3.32	4.35	5.01
					速动比率	3.21	2.73	3.51	4.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.31	0.36	0.40
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	5.57	5.46	6.06	5.84
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.23	0.12	0.15	0.18
					每股经营现金流(最新)	0.21	0.10	0.05	0.16
					每股净资产(最新摊)	2.19	2.31	2.46	2.64
					估值比率				
					P/E	40.69	76.97	62.29	50.94
					P/B	4.27	4.05	3.80	3.54
					EV/EBITDA	23	34	30	27

数据来源: WIND、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.