

生物制品III

李昱 S0960209120327

010-66276861

liyu@cjis.cn

通化东宝

600867

推荐

国内市场快速开拓 子公司有分拆上市可能

通化东宝 4 月 15 日公布年报, 实现营业收入 5.74 亿元, 同比增长 4.14%, 净利润 7372 万, 同比增长 57.43%, 实现 EPS 0.15 元, 业绩符合预期。公司主业重组人胰岛素国内市场处在快速增长期, 出口注册工作持续推进, 同时, 其子公司有分拆上市可能。

6-12 个月目标价: 18.80 元

当前股价: 16.04 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3166.18
总股本(百万)	479
流通股本(百万)	314
流通市值(亿)	50
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.99
资产负债率	34.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
通化东宝	25.31	17.68	44.24
上证综合指数	5.07	-1.54	6.59



相关报告

《通化东宝-国内制剂增长迅速 负面因素影响短期业绩》2009-8-12

《通化东宝-业绩低于预期 不改长期投资价值》2009-4-15

投资要点:

- 通化东宝 09 年实现营业收入 5.74 亿元, 同比增长 4.14%, 营收增长速度不快的原因在于公司对产品结构进行了调整, 除了主业重组人胰岛素外, 其余产品均逐步压缩。归属母公司净利润 7372 元, 同比大增 57.43%, 其中, 政府补助 2795 万较 08 年大幅增长, 扣非后净利润增长 27.38%。而公司现金流状况远好于公司利润情况, 经营性净现金流达到 1.66 亿元, 合每股 0.35 元。
- 国内市场持续快速增长 出口注册持续推进。公司主要产品重组人胰岛素增长达到 45%, 是公司增长的主要来源。我们预计其中, 国内销售达到 3.7 亿元, 增长超过 60%, 市场份额进一步提升。中国将成为未来最大的糖尿病市场, 我们持续看好公司国内制剂的销售, 预计随着公司 40R 混合重组人胰岛素注射液的上市, 形成全系列产品, 未来还将快速增长。09 年公司产品出口仅 2382 万, 未达预期, 二期重组人胰岛素工程带来的固定资产折旧对公司业绩产生了较大影响。由于公司目前主要的出口地为第三世界国家, 订单并不稳定, 所以公司 10 年将重点推进注册工作, 通过瑞典瑞康公司在三年内完成欧盟认证, 同时在俄罗斯、伊朗、孟加拉、波兰、马来西亚等国家建设 5 个制剂分装厂, 继续保持东宝在发展中国家的竞争优势, 巩固和扩大现有份额。
- 子公司有分拆上市可能。公司子公司北京甘李、厦门特宝均有上市的可能性。北京甘李主营人胰岛素类似物, 公司占 40.87% 股权, 09 年收入 8067 万元。厦门特宝主营基因工程药物, 公司占 40.77% 股权。
- 在不考虑出口增长的情况下, 我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.31、0.47、0.71 元, 公司主业处在快速增长期, 出口如有突破将使业绩超出我们预期, 维持“推荐”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	574	691	869	1117
同比(%)	4%	20%	26%	29%
归属母公司净利润(百万元)	74	147	226	340
同比(%)	57%	100%	53%	51%
毛利率(%)	57.3%	63.5%	68.4%	72.3%
ROE(%)	4.6%	8.5%	11.5%	14.7%
每股收益(元)	0.15	0.31	0.47	0.71
P/E	104.26	52.20	34.08	22.62
P/B	4.82	4.42	3.91	3.33
EV/EBITDA	45	30	22	16

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	721	779	933	1216
现金	47	10	10	75
应收账款	315	380	477	613
其它应收款	114	137	172	221
预付账款	63	65	70	79
存货	170	175	191	214
其他	13	13	13	13
<b>非流动资产</b>	1530	1615	1564	1520
长期投资	80	80	80	80
固定资产	1016	1137	1124	1093
无形资产	85	85	85	85
其他	349	313	275	263
<b>资产总计</b>	2251	2394	2497	2736
<b>流动负债</b>	321	337	220	127
短期借款	223	207	109	0
应付账款	41	42	46	51
其他	58	88	66	75
<b>非流动负债</b>	304	287	287	287
长期借款	269	269	269	269
其他	34	17	17	17
<b>负债合计</b>	625	624	507	413
少数股东权益	34	30	25	17
股本	479	479	479	479
资本公积	637	637	637	637
留存收益	477	624	850	1190
归属母公司股东权益	1593	1740	1966	2305
<b>负债和股东权益</b>	2251	2394	2497	2736

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	166	149	168	237
净利润	68	144	220	332
折旧摊销	89	81	91	96
财务费用	33	19	20	14
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-50	-84	-204	-246
其它	27	-12	41	42
<b>投资活动现金流</b>	-8	-150	-50	-50
资本支出	79	150	50	50
长期投资	51	0	0	0
其他	123	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-130	-35	-118	-122
短期借款	-99	-16	-98	-109
长期借款	-1	0	0	0
普通股增加	111	0	0	0
资本公积增加	15	0	0	0
其他	-157	-19	-20	-14
<b>现金净增加额</b>	28	-37	0	65

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	574	691	869	1117
营业成本	245	252	275	309
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	147	152	191	246
管理费用	83	93	117	151
财务费用	33	19	20	14
资产减值损失	11	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	53	161	251	383
营业外收入	28	8	8	8
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	80	169	259	391
所得税	13	25	39	59
<b>净利润</b>	68	144	220	332
少数股东损益	-6	-3	-5	-8
<b>归属母公司净利润</b>	74	147	226	340
<b>EBITDA</b>	174	262	363	493
<b>EPS (元)</b>	0.15	0.31	0.47	0.71

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.1%	20.5%	25.6%	28.5%
营业利润	-9.7%	206.0%	55.8%	52.3%
归属于母公司净利润	57.4%	99.7%	53.2%	50.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	57.3%	63.5%	68.4%	72.3%
净利率	12.8%	21.3%	26.0%	30.4%
ROE	4.6%	8.5%	11.5%	14.7%
ROIC	4.0%	8.0%	11.3%	15.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.7%	26.0%	20.3%	15.1%
净负债比率	78.76	76.32%	74.56	65.14%
流动比率	2.25	2.31	4.24	9.61
速动比率	1.72	1.79	3.38	7.92
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.26	0.30	0.36	0.43
应收账款周转率	1	2	2	2
应付账款周转率	5.52	6.11	6.28	6.38
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.31	0.47	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.31	0.35	0.50
每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.63	4.10	4.81
<b>估值比率</b>				
P/E	104.26	52.20	34.08	22.62
P/B	4.82	4.42	3.91	3.33
EV/EBITDA	45	30	22	16

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 清华大学理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、通化东宝等。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434