生物制品Ⅲ
署名人：周锐
执业证书编号：S0960207090141
0755-82026719
zhourui@cjis.cn

通化东宝 600867 推荐

胰岛素产品符合预期，子公司业务出现新进展

通化东宝公布 2010 年中报，实现每股收益 0.14 元，扣除非经常性损益后基本每股收益 0.05 元，符合市场预期，公司中期不进行利润分配。

投资要点：

- **投资收益贡献，利润大幅增长。**公司 2010 年上半年实现营业收入 2.92 亿元，同比增长 11.01%；营业利润 0.97 亿元，同比增长 188.32%；实现归属于上市公司的净利润 0.83 亿元，同比增长 186.03%。利润大幅增长主要来源于投资收益，上半年实现投资收益 0.54 亿元。若扣除非经常性损益后归属于上市公司的净利润为 0.29 亿元，每股收益 0.05 元。
- **胰岛素产品符合预期，未来增长动力充足：**

  胰岛素产品持续增长，出口恢复：2010 上半年胰岛素产品销售收入 2.25 亿元，同比增长 25%，符合预期；其中出口收入达 2,700 万元人民币，已超过 09 年全年 2,382 万元人民币，出口逐步恢复

  新建 7,000 万产能生产线已投入生产销售，为胰岛素产品的持续增长打下基础：公司原有产能基本饱和，新建产能的投产，可保证供给，为胰岛素产品持续增长提供基础

  40R 混合重组人胰岛素注射液产品将进一步丰富公司胰岛素产品线：40R 混合重组人胰岛素注射液产品继续推进，有望明年上市。

  欧盟认证工作进一步推进：2010 上半年欧盟认证工作已经开始，预计 2-3 年内可完成认证，完成欧盟认证将有助于公司产品进一步走向全球
- **子公司业务出现新进展，未来收入有望大幅增长。**子公司厦门特宝均为在研产品，目前尚未产生销售收入。公司主要研发治疗乙肝、丙肝、白血病等的药物，部分药物已进入三期临床；北京甘李主营人胰岛素类似物，两公司未来收入均可能出现大幅增长，子公司分拆上市可期。
- **维持推荐评级。**我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.24、0.26、0.33 元，目前估值合理，未来有新驱动因素，维持推荐的投资评级。
- **风险提示：**

  新产品的上市和欧盟认证等尚需时间，具有不确定性

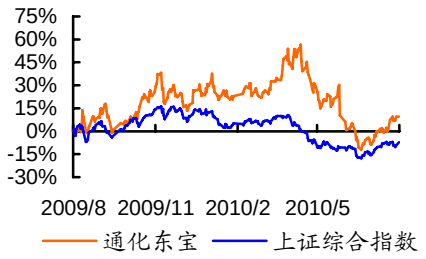
6－12 个月目标价： 12 元
当前股价： 11.56 元
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2671.89
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	376
流通市值(亿)	44
EPS（TTM）	0.15
每股净资产（元）	2.83
资产负债率	27.7%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
通化东宝	21.81	6.36	0.00
上证综合指数	10.21	4.37	0.00



相关报告

《通化东宝-国内制剂业务是投资的安全边际》2010-4-30

《通化东宝-国内市场快速开拓 子公司有分拆上市可能》2010-4-14

《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

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	574	699	847	1033
同比(%)	4%	22%	21%	22%
归属母公司净利润(百万元)	74	137	147	191
同比(%)	57%	86%	7%	29%
毛利率(%)	57.3%	61.8%	63.7%	64.7%
ROE(%)	4.6%	7.9%	7.9%	9.2%
每股收益(元)	0.13	0.24	0.26	0.33
P/E	90.17	48.38	45.08	34.87
P/B	4.17	3.84	3.54	3.21
EV/EBITDA	39	26	25	21

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
流动资产	721	815	966	1163
现金	47	27	30	31
应收账款	315	405	484	590
其它应收款	114	142	173	209
预付账款	63	59	70	84
存货	170	169	197	236
其他	13	13	13	13
非流动资产	1530	1535	1504	1469
长期投资	80	80	80	80
固定资产	1016	1143	1138	1115
无形资产	85	85	85	85
其他	349	227	202	189
资产总计	2251	2350	2470	2632
流动负债	321	303	280	255
短期借款	223	206	174	136
应付账款	41	46	53	63
其他	58	50	53	57
非流动负债	304	287	287	287
长期借款	269	269	269	269
其他	34	17	17	17
负债合计	625	589	566	542
少数股东权益	34	30	27	22
股本	479	575	575	575
资本公积	637	541	541	541
留存收益	477	615	762	953
归属母公司股东权益	1593	1730	1878	2068
负债和股东权益	2251	2350	2470	2632

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	166	71	131	132
净利润	68	134	144	186
折旧摊销	89	82	92	98
财务费用	33	36	34	31
投资损失	0	-46	0	0
营运资金变动	-50	-141	-166	-215
其它	27	6	27	33
投资活动现金流	-8	-38	-62	-62
资本支出	79	162	62	62
长期投资	51	-78	0	0
其他	123	46	0	0
筹资活动现金流	-130	-52	-67	-69
短期借款	-99	-17	-33	-38
长期借款	-1	0	0	0
普通股增加	111	96	0	0
资本公积增加	15	-96	0	0
其他	-157	-36	-34	-31
现金净增加额	28	-20	2	2

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	574	699	847	1033
营业成本	245	267	308	365
营业税金及附加	2	3	3	4
营业费用	147	184	215	270
管理费用	83	101	122	149
财务费用	33	36	34	31
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	46	0	0
营业利润	53	144	154	203
营业外收入	28	14	15	16
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	80	158	169	219
所得税	13	24	25	33
净利润	68	134	144	186
少数股东损益	-6	-3	-4	-5
归属母公司净利润	74	137	147	191
EBITDA	174	261	280	332
EPS（元）	0.13	0.24	0.26	0.33

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	4.1%	21.8%	21.2%	22.0%
营业利润	-9.7%	173.6%	7.0%	31.5%
归属于母公司净利润	57.4%	86.4%	7.3%	29.3%
获利能力				
毛利率	57.3%	61.8%	63.7%	64.7%
净利率	12.8%	19.7%	17.4%	18.4%
ROE	4.6%	7.9%	7.9%	9.2%
ROIC	4.8%	9.1%	9.0%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	27.7%	25.1%	22.9%	20.6%
净负债比率				
流动比率	2.25	2.69	3.46	4.56
速动比率	1.72	2.14	2.75	3.63
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.30	0.35	0.41
应收账款周转率	1	2	1	2
应付账款周转率	5.52	6.15	6.22	6.32
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.24	0.26	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.12	0.23	0.23
每股净资产(最新摊薄)	2.77	3.01	3.27	3.60
估值比率				
P/E	90.17	48.38	45.08	34.87
P/B	4.17	3.84	3.54	3.21
EV/EBITDA	39	26	25	21

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

研究团队简介

周锐，中投证券研究所医药行业首席分析师，理学博士， 3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验， 2006 年、2007 年和2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“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；

余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药及医药政策研究；

江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业研究。

訾猛，医药品牌销售经理，复旦大学硕士，2009 年加入中投证券研究所。

免责条款

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，旨为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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434