

通化东宝（600867）：立足国内市场，拓展国际市场

中性（维持）

医药行业/生物制品

当前股价：16.92 元

报告日期：2009 年 4 月 15 日

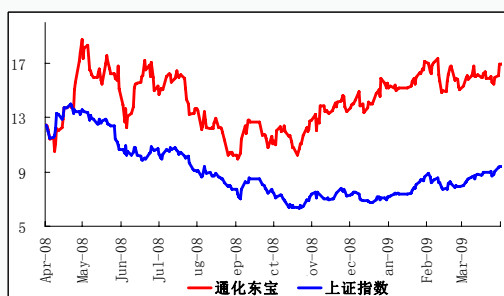
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	470	551	777	956
(+/-)	13.29%	17.25%	40.99%	23.02%
营业利润	76	58	193	273
(+/-)	227.40%	-22.77%	231.37%	41.42%
归属于母公司的净利润	77	47	168	232
(+/-)	1496%	-41%	273%	40%
每股收益（元）	0.21	0.13	0.46	0.63
市盈率（倍）	81	133	37	27

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	36,857/24,133
非限售流通市值（亿元）	33.76
每股净资产（元）	3.78
资产负债率（%）	33.97

股价表现（最近一年）



联系人—天相医药组

010-66045760 kuangw@txsec.com

联系人—施剑刚

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年报显示，公司全年实现营业收入 5.51 亿元，同比增长 17.25%；实现营业利润 5833 万元，同比下降 22.77%；归属于母公司净利润 4682 万元，同比下降 41.13%；实现基本每股收益 0.13 元。分配预案为每 10 股转赠 3 股。
- **四季度单季度收入增长速度下降。**全年，公司收入实现了稳定的增长，重组人胰岛素国内实现了 94.19% 的增长，出口与去年持平。前三季度，公司收入同比增长 19.30%，第四季度公司收入同比增长仅 12.90%，主要原因是 07 年 4 季度的基数较高。第四季度，由于资产计提损失和递延所得税等因素影响，净利润亏损 1012 万元。全年归属于母公司净利润减少的主要原因是 07 年公司有投资收益 5261 万元，本期只有 184 万元。
- **净利润较少的主要原因是：**（1）本期有资产减值损失 1610 万元；（2）缴纳递延所得税 648 万元；（3）镇脑宁胶囊的增速较为缓慢，毛利率较低塑钢窗业务占比仍较大。
- **产能扩大。**2008 年公司重组人胰岛素原料药产能由 200 公斤/年扩大到 3000 公斤/年，并正在扩建重组人胰岛素制剂生产线，现在制剂的产能为 2000 万瓶/年，扩建后将达到 7000 万瓶/年，预计 2009 年 10 月份左右完成 GMP 认证。产能的扩大为公司的长期高速发展打下坚实的基础，也使公司一跃成为国际重组人胰岛素寡头之一。
- **立足国内，拓展国际。**目前，国内外糖尿病患者人数越来越多，国内重组人胰岛素及其类似物市场保持着较快的增长速度。公司将分享国内市场的快速增长，并有望扩大国内市场的份额。根据诺和诺德年报数据推算，2008 年国际重组人胰岛素及其类似物的市场高达 115 亿美元，同比增长约 20%。随着公司产能的扩大与公司出口认证和合作事项（与国外制药厂商合作，将重组人胰岛素原料药出口给他们，由他们负责加工成制剂和销售）的加快，公司的出口有望实现较快增长。
- **重组人胰岛素收入占比进一步扩大，提升公司总体毛利率。**重组人胰岛素的毛利率在 80% 左右，而公司除重组人胰岛素外的其它产品的毛利率只有 24.01%。2008 年，重组人胰岛

素产品实现销售收入2.7亿元，收入占比为49.73%，我们预测公司未来两年重组人胰岛素产品国内收入将继续保持稳定增长。出口方面，公司2008年出口重组人胰岛素原料药110公斤左右，随着产能的扩大，出口将会有较大突破。同时，重组人胰岛素产品收入的增加会带来公司总的期间费用率的下降。

- **风险提示：**（1）重组人胰岛素原料药出口存在不确定性；（2）公司应收账款较多。
- **盈利预测和评级：**我们维持对公司 2009 年和 2010 年 0.46 元和 0.63 元的盈利预测，对应前一个交易日 16.92 元的收盘价，动态市盈率分别为 37 倍和 27 倍，估值存在一定压力，维持对公司“中性”的投资评级。

图表 通化东宝（600867）盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	46,997	55,104	77,692	95,579
增长率(%)	13.29	17.25	40.99	23.02
减：营业成本	24,216	26,215	28,063	30,969
毛利率(%)	48.47%	52.43%	63.88%	67.60%
减：营业税金及附加	175	282	388	478
销售费用	9,069	10,304	13,985	17,204
管理费用	8,245	8,630	10,877	13,381
财务费用	1,923	2,413	3,108	3,823
期间费用率(%)	40.93	38.74	36.00	36.00
资产减值损失	1,078	1,610	1,942	2,389
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	5,261	184	0	0
营业利润	7,553	5,833	19,329	27,335
增长率(%)	227.40	-22.77	231.37	41.42
加：营业外收入	1,196	795	0	0
减：营业外支出	44	86	0	0
利润总额	8,705	6,542	19,329	27,335
增长率(%)	283.22	-24.85	195.46	41.42
利润率(%)	18.52	11.87	24.88	28.60
减：所得税	1,136	2,086	2,899	4,100
实际税负比率(%)	13	32	15	15
净利润	7,569	4,456	16,630	23,234
归属于母公司的净利润	7,743	4,682	16,830	23,234
增长率(%)	1495.86	-41.13	273.20	39.72
净利润率(%)	16.10	8.09	21.40	24.31
少数股东损益	-175	-226	-200	0
总股本（万股）	36,857	36,857	36,857	36,857
基本每股收益（元）	0.21	0.13	0.46	0.63
每股净资产（元）	4.05	4.18	4.63	5.26
净资产收益率(%)	5.19	3.04	9.85	11.98

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002