

2010年4月15日

医药行业

通化东宝 (600867)

增持

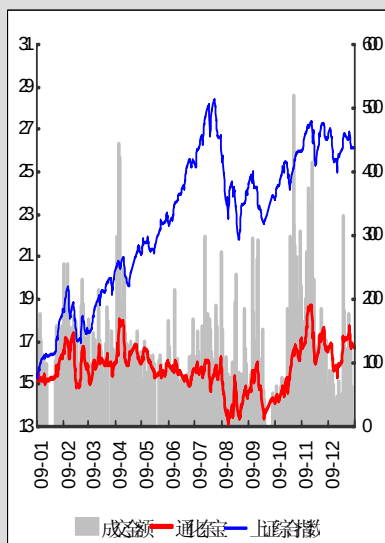
医药行业研究员

李伟志

010-88086830-676

liwz@rxzq.com.cn

通化东宝与上证指数走势对比图



胰岛素收入快速增长，营销投入加大抢占市场

主营业务毛利提升及政府补贴推动公司净利润增长超过收入增长。公司今日发布 2009 年年度财务报告，2009 年全年实现营业收入 5.7 亿元，同比增长 4.1%；归属于母公司净利润 7371 万元，同比增长 57%；每股收益为 0.15 元，公司分配方案为每 10 股转增 2 股，净利润增长大幅超过收入增长原因一是主营业务成本下降推动公司产品毛利收入同比 15% 的提升，二是营业外收入中的 2795 万元的财政补助造成的。

胰岛素冻干粉针及注射液继续保持快速增长。公司主营业务销售毛利率从 08 年的 52% 大幅度提升到 09 年的 57%，其中重组人胰岛素冻干粉及注射液实现收入接近 4 亿元，同比增长 26.7%，国内胰岛素注射液收入为 3.74 亿元，同比增长 63%，国外胰岛素冻干粉及注射液由于受 08 年爆发的金融危机影响全年收入实现 2382 万元，同比下降 47%，我们认为今年国外胰岛素收入将会恢复性上涨，甚至有可能超过 08 年的收入水平。

镇脑宁胶囊预计今年收入过亿。公司 2009 年二线产品镇脑宁胶囊收入达到 7500 万元，同比增长不大，这个产品是公司的老产品，进入了新一期的国家医保目录，从毛利率来看这 5 年一直保持在 70% 的较高水平，公司在新的一年决心做好这个产品并请来了一个销售总监单独对此产品进行营销策略的制定，我们预计 2010 年该产品收入有望达到 1 亿元。

加大营销投入，扩大市场份额。公司 09 年全年销售费用达到 1.74 亿元，同比增长 46%，主要原因为扩大胰岛素产品的市场占有率以及加大对市场的开拓费用的投入造成的，公司 2010 年将出资投入 4,600 万元于子公司瑞典瑞康生命科学有限公司（该公司已通过美国 FDA 和欧盟 EMEA 双认证），并在三年内完成重组人胰岛素的欧盟认证，力争三年内实现通化东宝生产的重组人胰岛素占欧盟市场 10% 的份额。高投入才有高产出，我们预计东宝的胰岛素市场份额未来有望进一步扩大并跻身世界一流胰岛素生产企业当中。

参股甘李药业未来值得期待。通化东宝的关联企业（持股比例为 40.87%）北京甘李药业是唯一能够生产第三代胰岛素的国内企业，尽管规模很小但是甘李药业 2008 年医院终端采购金额为 2500 万元左右，2009 年收入已经高达 8067 万元，第三代胰岛素市场目前正在以每年翻番的势头在增长，未来甘李药业很可能会上市并显著提升公司的投资价值。

盈利预测和估值。随着营销投入的加大，未来胰岛素冻干粉及注射液收入增长率将超过 40%，但同时期间费用率也会上升到 40% 以上，胰岛素属于国家重点扶持的项目，政府大额财政补贴还会持续，我们预计 2010 年和 2011 年每股收益分别为 0.36 元和 0.5 元，动态 PE 分别为 43 倍和 30 倍。我国糖尿病患者人群的持续攀升将使胰岛素行业呈快速发展态势，公司作为这个领域的龙头企业理应享有一定的估值溢价，所以我们维持对公司“增持”的投资评级。

2008 - 2011 年公司盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E
国内收入	269,444,221	374,000,000	523,600,000	759,220,000
增长率	128%	61%	40%	45%
国外收入	44,557,326	23,820,000	70,000,000	91,000,000
增长率	-1%	-76%	194%	30%
胰岛素冻干粉及注射液收入合计	314,001,547	397,820,000	593,600,000	850,220,000
增长率	68%	27%	49%	43%
毛利率	81.1%	67.6%	73%	73%
胰岛素毛利收入	222,334,054	269,085,448	433,328,000	620,660,600
镇脑宁胶囊收入	73,652,328	75,135,000	100,000,000	115,000,000
增长率	2%	2%	33%	15%
毛利率	72%	70%	70%	70%
镇脑宁胶囊毛利收入	53,066,063	52,594,500	70,000,000	80,500,000
东宝甘泰收入	11,175,873	10,930,000	10,930,000	10,930,000
毛利率	84%	84%	84%	84%
东宝甘泰毛利收入	9,402,180	9,195,329	9,195,329	9,195,329
其它收入	203,381,327	90,000,000	90,000,000	90,000,000
总收入	551,042,700	573,885,000	794,530,000	1,066,150,000
毛利收入	284,802,297	330,875,277	512,523,329	710,355,929
营业税金及附加	2,820,524	2,369,533	3,280,562	4,402,062
占收入比	0.51%	0.41%	0.41%	0.41%
期间费用合计	213,473,293	263,024,493	325,757,300	437,121,500
占收入比	38.7%	45.8%	41%	41%
资产减值损失	16,101,771	10,537,218	5,000,000	5,000,000
投资净收益	1,837,385	(64,012)	(64,012)	(64,012)
营业外净收入	7,088,654	27,742,563	15,000,000	15,000,000
利润总额	65,419,911	82,622,584	193,485,468	278,832,367
所得税	20,857,734	12,739,178	26,120,538	37,642,370
少数股东损益	(2,261,080)	(6,034,545)	(3,347,204)	(3,347,204)
净利润	46,823,257	73,715,000	170,712,134	241,889,997
每股收益	0.13	0.15	0.36	0.50

数据来源：日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。