

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价: 17.61元

当前股价: 14.50元

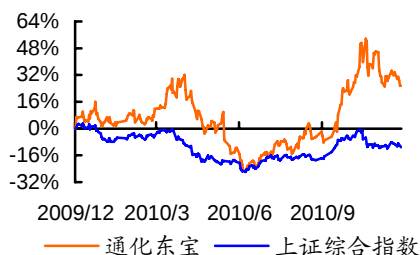
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2781.40
总股本(百万)	575
流通股本(百万)	376
流通市值(亿)	55
EPS (TTM)	0.22
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	-19.62	19.54	32.54
上证综合指数	-3.14	5.84	8.95



相关报告

《通化东宝-胰岛素产品符合预期, 子公司业务出现新进展》2010-8-18

《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

600867

推荐

胰岛素产品快速增长, 欧盟认证现新进展, 转折点渐近

近日我们到公司调研, 和管理层就公司生产经营等问题进行了沟通。我们认为公司是全球第三家拥有胰岛素全线产品的公司, 研发实力不可否认, 随着销售实力的逐步增强及欧盟认证的进行, 公司历史性转折点渐近。

投资要点:

■ 医院覆盖预计11年中完成, 销售团队建设将逐步起效, 胰岛素产品有望持续快速的增长, 增速可达30%-50%, 甚至更快。

医院覆盖即将完成, 销售团队逐步强大: 公司目前销售300多人, 覆盖县级医院达80%, 计划11年6月覆盖率超过95%, 完成县级医院的覆盖。公司的销售策略为从县级医院开始, 先做大县级医院, 避开与外资的正面竞争。条件成熟后, 逐步向中心城市扩张。

医保费用增加, 尤其是新农合医保覆盖面扩大、支出增加, 将有利于公司首先布局的县级医院的胰岛素用量大幅增加。同时, 重组人胰岛素进入部分城市(如上海)的基药目录。两方面均对公司重大利好。

未来“一品两规”若打破, 将是一个新的促动点, 公司产品有望在中心城市医院大幅增长。目前因“一品两规”, 该部分医院均只有诺和诺德和礼来的产品, 两家公司有先入优势, 公司产品无法进入。

■ 公司重组人胰岛素欧盟认证进展顺利, 临床方案预审已获批, 预计11年可开始临床试验。产品以生物仿制药上报, 因此直接进行临床3期试验, 有望在12年底完成, 13年实现制剂出口至规范市场: 制剂出口至规范市场, 一方面直接增加公司业绩, 另一方面也提升公司产品在国内的地位, 证明公司产品质量不亚于外资, 促进国内市场销售。

■ 公司1.2亿支重组人胰岛素生产线选址北京, 2-3年内将投产, 一方面为未来国内产品需求扩大做产能储备, 另一方面为制剂出口做准备。选址北京解决了公司原在通化的运输等问题。

■ 甘李上市问题正在解决中, 甘李上市, 对提升公司价值有帮助。

■ 维持推荐评级。我们预测公司10-12年EPS为0.27、0.35、0.49元, 未来制剂出口规范市场, 可带来长期利好发展, 拐点渐进。

■ 风险提示: 欧盟认证、出口规范市场时间具有不确定性

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	574	699	898	1183
同比(%)	4%	22%	28%	32%
归属母公司净利润(百万元)	74	154	202	283
同比(%)	57%	109%	32%	40%
毛利率(%)	57.3%	64.4%	69.3%	70.7%
ROE(%)	4.6%	8.8%	10.4%	12.7%
每股收益(元)	0.13	0.27	0.35	0.49
P/E	90.17	43.22	32.82	23.52
P/B	4.17	3.81	3.41	2.98
EV/EBITDA	39	25	20	16

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	721	800	977	1262	营业收入	574	699	898	1183
现金	47	27	30	31	营业成本	245	249	276	346
应收账款	315	405	513	675	营业税金及附加	2	3	4	5
其它应收款	114	142	183	240	营业费用	147	184	230	315
预付账款	63	56	62	80	管理费用	83	101	130	171
存货	170	157	176	224	财务费用	33	35	31	27
其他	13	13	13	13	资产减值损失	11	11	11	11
非流动资产	1530	1535	1504	1469	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	80	80	80	80	投资净收益	-0	46	0	0
固定资产	1016	1143	1138	1115	营业利润	53	163	217	308
无形资产	85	85	85	85	营业外收入	28	14	15	16
其他	349	227	202	189	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2251	2335	2482	2731	利润总额	80	176	232	324
流动负债	321	272	221	195	所得税	13	26	35	49
短期借款	223	178	120	76	净利润	68	150	197	275
应付账款	41	43	47	59	少数股东损益	-6	-4	-5	-7
其他	58	50	54	59	归属母公司净利润	74	154	202	283
非流动负债	304	287	287	287	EBITDA	174	279	341	433
长期借款	269	269	269	269	EPS (元)	0.13	0.27	0.35	0.49
其他	34	17	17	17					
负债合计	625	558	508	482	主要财务比率				
少数股东权益	34	30	25	18	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	479	575	575	575	成长能力				
资本公积	637	541	541	541	营业收入	4.1%	21.8%	28.4%	31.8%
留存收益	477	631	833	1116	营业利润	-9.7%	209.3%	33.4%	41.8%
归属母公司股东权益	1593	1747	1949	2232	归属于母公司净利润	57.4%	108.6%	31.7%	39.6%
负债和股东权益	2251	2335	2482	2731	获利能力				
					毛利率	57.3%	64.4%	69.3%	70.7%
					净利率	12.8%	22.0%	22.6%	23.9%
					ROE	4.6%	8.8%	10.4%	12.7%
					ROIC	4.8%	10.0%	11.8%	14.4%
					偿债能力				
					资产负债率	27.7%	23.9%	20.5%	17.6%
					净负债比率				
					流动比率	2.25	2.95	4.42	6.47
					速动比率	1.72	2.37	3.62	5.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.26	0.30	0.37	0.45
					应收账款周转率	1	2	2	2
					应付账款周转率	5.52	5.95	6.10	6.49
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.13	0.27	0.35	0.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.17	0.27	0.23
					每股净资产(最新摊薄)	2.77	3.04	3.39	3.88
					估值比率				
					P/E	90.17	43.22	32.82	23.52
					P/B	4.17	3.81	3.41	2.98
					EV/EBITDA	39	25	20	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 $\pm 10\%$ 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

中投医药团队荣誉: 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 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 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, 整体负责中投医药团队研究工作;

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、医疗服务及政策研究;

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, 负责生物制药行业及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

誉猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

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