

生物制品

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: 10.00 元

当前股价: 9.35 元

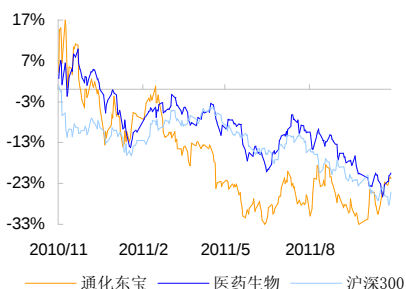
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2528.29
总股本(百万)	776
流通股本(百万)	776
流通市值(亿)	73
EPS	0.31
每股净资产(元)	2.96
资产负债率	20.75%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
通化东宝	17.02	8.97	1.38
医药生物	7.73	-8.33	-10.08
沪深 300 指数	7.07	-6.47	-13.93



相关报告

通化东宝-胰岛素产品快速增长, 欧盟认证
现新进展, 转折点渐近 2010-12-28

通化东宝

600867

推荐

公司业务逐渐步入正轨, 营销整合效应开始显现

近期我们到公司调研, 我们认为公司业务逐渐步入正轨, 营销整合效应开始显现。胰岛素制剂业务增速有望逐步加快, 中药业务也有新起色, 坏账有望逐步核销, 未来公司发展有望趋好。

投资要点:

- 现有胰岛素业务增速有望超过 20%, 营销整合的效应逐步显现: 公司主打产品二代人胰岛素, 营销改革以来, 自建营销队伍目前达 450 人, 终端下沉, 产品定位主要走地市级、县级医院、社区卫生院等, 符合目前三代胰岛素主要在一线城市, 二代胰岛素主要在地市级、县级医院的趋势。
- 建立中药营销团队, 镇脑宁业务重新启动。公司 10 年开始新建一支中药营销队伍, 重新开始重视中药的业务, 目前该队伍人数达 200 人。预计镇脑宁业务今年有望持平, 明年开始有望逐步实现 30% 左右的快速增长。同时公司可能会积极寻找中药品种, 合适的时机扩充中药的产品线。
- 坏账有望逐步核销, 资金充足后, 财务费用有望减少: 公司转让甘李后获得一笔投资收益, 预计今年有望核销剩余坏账约 1 亿, 同时归还部分贷款后, 明年公司财务负担减轻, 经营走上正轨。
- 新产品胰岛素的类似物研发有望加快, 增加公司胰岛素产品线: 公司和甘李约定 42 个月内互不上市对方产品, 但未规定研发时间。公司胰岛素类似物的研发有望加快, 预计年底或明年初实现临床申报, 后开展临床试验, 类似物的研发有望补充公司胰岛素产品线, 提升竞争力。
- 公司业务有望逐渐向好转变, 新产品研发加快, 未来看点变多。我们预计 11-13 年 EPS 分别为 0.57(0.14)、0.19、0.26 元, 维持推荐评级。

风险提示:

- 新品种研发的时间具有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	638	799	1014	1352
收入同比(%)	11%	25%	27%	33%
归属母公司净利润	178	443	147	203
净利润同比(%)	129%	149%	-67%	39%
毛利率(%)	61.8%	64.9%	66.4%	67.1%
ROE(%)	10.5%	20.7%	6.4%	8.2%
每股收益(元)	0.23	0.57	0.19	0.26
P/E	40.69	16.37	49.52	35.70
P/B	4.27	3.39	3.17	2.91
EV/EBITDA	23	12	30	24

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	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	731	1079	1377	1683
现金	63	399	439	476
应收账款	316	309	456	590
其他应收款	79	87	131	164
预付账款	68	72	90	117
存货	187	199	248	323
其他流动资产	18	13	13	13
非流动资产	1455	1472	1333	1248
长期投资	173	173	173	173
固定资产	1040	1082	983	890
无形资产	78	78	78	78
其他非流动资产	164	139	99	106
资产总计	2186	2551	2710	2931
流动负债	169	106	122	145
短期借款	64	0	0	0
应付账款	47	51	62	82
其他流动负债	59	55	59	63
非流动负债	285	281	281	281
长期借款	267	267	267	267
其他非流动负债	18	14	14	14
负债合计	454	387	403	426
少数股东权益	33	22	18	13
股本	575	776	776	776
资本公积	465	264	264	264
留存收益	660	1103	1250	1453
归属母公司股东权益	1700	2143	2289	2493
负债和股东权益	2186	2551	2710	2931

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	160	114	-12	39
净利润	173	432	143	198
折旧摊销	104	83	87	87
财务费用	23	14	4	2
投资损失	-144	-397	0	0
营运资金变动	16	-7	-291	-290
其他经营现金流	-11	-11	46	41
投资活动现金流	36	300	55	0
资本支出	73	45	-55	0
长期投资	108	51	0	0
其他投资现金流	216	397	0	0
筹资活动现金流	-180	-78	-4	-2
短期借款	-159	-64	0	0
长期借款	-3	0	0	0
普通股增加	96	201	0	0
资本公积增加	-172	-201	0	0
其他筹资现金流	57	-14	-4	-2
现金净增加额	16	337	40	37

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	638	799	1014	1352
营业成本	243	280	341	444
营业税金及附加	8	10	12	16
营业费用	211	264	335	446
管理费用	105	131	167	222
财务费用	23	14	4	2
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	144	397	0	0
营业利润	190	495	154	219
营业外收入	11	14	15	15
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	199	508	168	233
所得税	26	76	25	35
净利润	173	432	143	198
少数股东损益	-5	-11	-4	-5
归属母公司净利润	178	443	147	203
EBITDA	316	591	245	308
EPS (元)	0.23	0.57	0.19	0.26

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	11.1%	25.3%	26.9%	33.2%
营业利润	234.8	160.1%	-68.9%	42.1%
归属于母公司净利润	129.0	148.5%	-66.9%	38.7%
获利能力				
毛利率	61.8%	64.9%	66.4%	67.1%
净利率	28.0%	55.5%	14.4%	15.0%
ROE	10.5%	20.7%	6.4%	8.2%
ROIC	12.3%	29.7%	8.7%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	20.8%	15.2%	14.9%	14.5%
净负债比率				
流动比率	4.32	10.21	11.33	11.65
速动比率	3.21	8.33	9.29	9.41
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.34	0.39	0.48
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	5.57	5.75	6.03	6.17
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.57	0.19	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.15	-0.02	0.05
每股净资产(最新摊薄)	2.19	2.76	2.95	3.21
估值比率				
P/E	40.69	16.37	49.52	35.70
P/B	4.27	3.39	3.17	2.91
EV/EBITDA	23	12	30	24

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；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

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，金融学硕士，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；

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>

深圳市

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

北京市

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

上海市

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

