

增发 10 亿+, 大举进军糖尿病慢病管理

通化东宝 (600867)

推荐 维持

核心观点:

1. 事件

公司发布增发预案,拟向东宝集团、李一奎、程建秋、王鹏、姚景江、吉祥创赢、吉发智胜、刘殿军、石光共计 9 名增发对象发行不超过 4600 万股股份,价格 22.63 元/股,募集资金不超过 10.41 亿,扣除发行费用后,资金用于认购台湾华广生技 17.79% 私募股权、建设糖尿病慢病管理平台以及补充流动资金,锁定三年。

2. 我们的分析与判断

(一) 大股东溢价增持, 高管及核心员工溢价参与, 彰显对未来坚定信心

我们认为此次增发方案有三点值得特别注意:

第一, 公司大股东、高管及核心员工参与占比将近 80%。

第二, 在 9 名增发对象中, 东宝集团为上市公司控股股东, 此次增发拟认购不超过 2300 万股, 认购不超过 5.2 亿, 占比 50%, 控股比例提升 0.5% 至 37.77%, 实际起到了增持效果, 而价格方面, 增发价格是 22.63 元/股, 停牌前价格为 22.18 元/股, 实为溢价增持, 彰显其对公司未来发展的坚定信心。

第三, 在 9 名增发对象中, 有多位上市公司高管及核心员工, 其中李一奎为东宝实业集团董事长、上市公司董事长, 拟认购 390 万股, 金额不超过 8825.7 万; 程建秋为东宝实业集团总经理、上市公司监事, 拟认购 65 万股, 金额不超过 1470.95 万; 王鹏为东宝实业集团副总经理, 拟认购 60 万股, 金额不超过 1357.8 万; 姚景江为东宝实业集团下属控股子公司通化东宝金弘基房地产开发有限公司总经理, 拟认购 45 万股, 金额不超过 1018.35 万; 吉祥创赢、吉发智盈是为参与本次非公开发行专门筹建的有限合伙企业, 其合伙人包括上市公司董事、高级管理人员及核心销售人员, 吉祥创赢拟认购 839 万股, 金额不超过 1.90 亿, 其普通合伙人是李聪, 是上市公司总经理, 拟认购 480 万股, 金额不超过 1.09 亿, 其余为上市公司销售人员; 吉发智盈拟认购 361 万股, 金额不超过 8169.43 万元, 其普通合伙人为崔勇, 是上市公司市场部经理, 拟认购 100 万股, 金额不超过 2263 万, 其他为上市公司销售人员; 刘殿军拟认购 100 万股; 石光拟认购 440 万股。多位上市公司高管及核心员工认购价格为 22.63 元/股, 停牌前价格为 22.18 元/股, 实为溢价增持, 从另一个角度彰显公司核心层对公司未来发展的坚定信心。从另一个角度, 未来公司核心管理层及核心市场销售管理层及员工利益均与公司绑定, 动力十足。

分析师

☎: 李平祝
✉: lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢
张金洋

☎: (8610) 83574546
✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2015.08.13
A 股收盘价(元)		20.18
A 股一年内最高价(元)		34.17
A 股一年内最低价(元)		12.20
上证指数		3965.34
市净率		11.4
总股本(亿股)		11.33
实际流通 A 股(亿股)		11.27
流通 A 股市值(亿元)		227

相关研究

通化东宝 (600867) 2015 年中报点评报告: 业绩持续高速增长, 糖尿病管理平台助力未来
20150721

（二）2.2 亿拟收购华广生技 17.79% 私募股权，慢病管理更进一步

糖尿病治疗是一项系统工程，并不仅仅是药物治疗就能够解决问题的，糖尿病治疗包括五大方面：药物治疗+血糖监测+饮食控制+体育运动+患者教育，系统性治疗缺一不可，但是目前在我国的情况是大部分患者只重视药物治疗环节，其他重视度不够，我们相信未来随着人们生活水平提高、认知度提升，其他四大方面必将得到病患重视，作为立志于糖尿病慢病管理及整体解决方案提供商的通化东宝来说，这五方面必须积极提前布局，此次收购便实现了从“药物治疗”向“药物治疗+血糖监测”迈进的坚实一步。从历史角度看，这次并购并非偶然，在此之前，通化东宝就尝试介入血糖监测领域，两年前，公司就和华广生技成为了合作伙伴，经过合作期间的磨合，才成就了此次收购，此次收购东宝获得了华广生技所有血糖仪产品大陆独家经营权，目前该公司在大陆产品销售额每年约 7000-8000 万。华广生技股份有限公司成立于 2003 年 4 月，其所投创产品为糖尿病患者居家使用的血糖检测仪与试片，其核心优势就是其血糖仪采用贵金属黄金电极，准确性和稳定性相对于传统电极更高，比起罗氏、强生、雅培等产品具有一定竞争优势，市场份额在国内排在 5-6 位。

我们认为此次收购意义主要有三：第一，增加存量客户粘性，从原有“多数药物销售”过渡到“药物销售+血糖仪销售”，产品线丰富，提升医生粘性。华广生技的血糖监测系统具有互联网功能，能够提升医生和患者互动频率，这也提升了患者粘性；第二，销售渠道资源共享有利于提升增量，东宝原有药品销售渠道和华广生技销售渠道在此次并购后能够实现共享，药品销售及血糖仪销售均有望受益整合共享而得到双重提升，实现 1+1>2；第三，从战略意义上讲，东宝实现了从“药物治疗”到“药物治疗+血糖监测”跨越的坚实一步，完成两项核心布局，离未来成为糖尿病整体解决方案提供商的战略目标更进一步。

（三）打造糖尿病慢病管理闭环，未来海阔天空

正如上文我们提及糖尿病治疗包括五大方面，药物治疗及血糖监测是治疗系统的基础，而包括“饮食控制+体育运动+患者教育”的个体化行为控制则是糖尿病治疗及慢病管理的另一项重要核心。慢病管理闭环形成最为重要的几个核心因素是医生、患者、平台、变现通道等，通化东宝在医生、患者、变现通道方面的积累和布局均已初步形成和完善，在平台方面尚需加大加快投入和布局，以构建完成糖尿病慢病管理闭环，对公司来说，在平台方面需要从主体、线上、线下及物流等多方面进行考虑和布局，而此次增发投入 8.2 亿用于东宝糖尿病平台建设项目便是公司这方面战略构想落地的重要体现，包括：第一，投资 1.1 亿用于东宝糖尿病平台搭建（主体）；第二，投资 5.6 亿用于患者线上导入及日常健康教育（线上）；第三，投入 7000 万用于线下实体药店加盟合作及日常运营（线下）；第四，投入 8000 万用于物联网体系建设及物流仓储（物流）。分开来看，第一项投入用于解决主体的问题，成立御糖医疗，计划完成售后服务、医生教育及诊疗能力提升；第二项投入用于解决线上问题，实现线上问诊互动，提升患者粘性，并为整个闭环导流，导入活跃用户；第三项投入用于解决线下的问题，寻找 10000 家合作实体药店，布局全国，配合线上促销，完成胰岛素笔、血糖仪维修等售后服务；第四项投入用于解决物流的问题，完成产品配送。我们认为，公司随着此次增发募投项目逐步完成，再加上公司现有的医生资源、患者资源、药品+器械变现通道、现有 APP 及平台网站，公司慢病管理平台在未来一段时间有望快速形成 O2O 闭环，我们推算，按照我国现有 1.12 亿糖尿病

患者推算，作为龙头，即使公司未来拿到 1% 的患者导入闭环，也是百万用户容量，市场空间巨大，前景广阔。我们看好公司在糖尿病领域多年的沉淀和积累，配合新搭建的慢病管理平台，公司未来海阔天空。

3、盈利预测与投资建议

预计 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.37、0.48、0.61 元，对应 PE 分别为 55、42、33 倍。公司是国内二代胰岛素龙头企业，在研品种丰富，不乏重磅品种，近几年基层市场拓展效果有望逐步显现，业绩有望持续高增长，另外公司此次增发 10 亿+，大举进军糖尿病管理，前景一片广阔，未来值得期待，我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

4、风险提示

新药获批低于预期风险；基层拓展低于预期；糖尿病管理平台推进低于预期。

主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1204.24	1451.34	1768.40	2188.71	2659.44
营业收入增长率	21.45%	20.52%	21.85%	23.77%	21.51%
净利润（百万元）	183.91	279.78	415.68	543.43	685.87
净利润增长率	193.28%	52.13%	48.57%	30.73%	26.21%
EPS（元）	0.16	0.25	0.37	0.48	0.61
P/E	124	82	55	42	33
P/B	11.5	10.7	11.4	12.5	14.3
EV/EBITDA	56.38	45.58	28.28	23.93	20.00

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	225	189	18	22	27	营业收入	1204	1451	1768	2189	2659
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	385	452	535	685	839
应收账款	349	397	610	636	878	营业税金及附加	8	12	14	17	21
预付款项	139	50	255	135	343	销售费用	435	440	504	602	718
其他应收款	47	34	64	57	90	管理费用	149	184	195	208	226
存货	344	630	189	859	424	财务费用	18	27	25	32	45
长期股权投资	152	158	158	158	158	资产减值损失	8	16	16	16	16
固定资产净额	954	1216	1046	812	578	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	305	64	0	0	0	投资收益	6	6	0	0	0
无形资产净值	65	56	66	51	35	营业利润	207	327	480	629	795
递延所得税资产	0	1	1	1	1	营业外净收入	5	-4	3	3	3
资产总计	2675	2908	2492	2812	2613	税前利润	212	324	483	632	798
短期借款	253	310	11	504	512	所得税	32	47	73	95	120
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	201%	54%	49%	31%	26%
应付账款	39	52	50	81	79	归属母公司净利润	184	1	1	1	2
预收款项	16	3	30	11	39	少数股东损益	-4	214	273	348	429
应付职工薪酬	45	9	9	9	9	基本每股收益	0.162	0.247	0.367	0.480	0.605
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.162	0.247	0.367	0.480	0.605
其他应付款	19	74	74	74	74	指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	256	298	298	298	298	收入增长率	21%	21%	22%	24%	22%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	193%	52%	49%	31%	26%
专项应付款	45	9	9	9	9	EBIT 增长率	186%	53%	45%	31%	27%
其他非流动负债	0	1	1	1	1	盈利能力					
负债合计	659	747	473	977	1,012	毛利率	68%	69%	70%	69%	68%
所有者权益合计	2,016	2,161	2,019	1,834	1,601	净利率	15%	19%	23%	25%	25%
现金流量表 (百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EBITDA/营业收入	28%	32%	42%	41%	40%
净利润	179	277	411	537	678	ROE (摊薄)	9%	13%	21%	30%	43%
折旧与摊销		114	701	261	949	ROIC	9%	13%	17%	25%	28%
经营活动现金流	222	206	701	261	949	估值指标					
投资活动现金流	-168	-106	3	3	3	P/E	124.33	81.73	55.01	42.08	33.34
融资活动现金流	39	-114	-875	-259	-947	P/S	18.99	15.76	12.93	10.45	8.60
净现金流	92	-14	-171	4	5	P/B	11.48	10.70	11.43	12.55	14.32
期初现金余额		216	189	18	22	EV/EBITDA	56.38	45.58	28.28	23.93	20.00
期末现金余额		189	18	22	27	股息收益率	1%	1%	2%	3%	4%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn