

通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级: 买入 维持评级

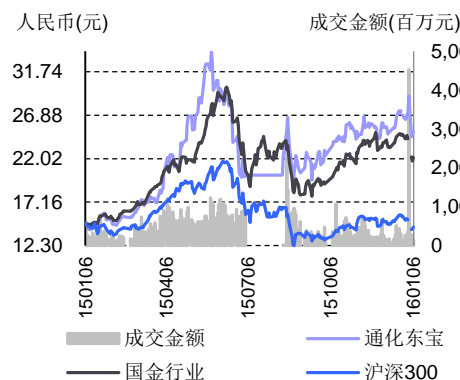
公司点评

市场价格(人民币): 25.03元
 目标价格(人民币): 30.00-30.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,131.60
总市值(百万元)	28,429.85
年内股价最高最低(元)	34.02/14.06
沪深300指数	3539.81
上证指数	3361.84



相关报告

- 《三季度利润高增长, 长期投资价值突出;-通化东宝业绩点评》, 2015.10.27
- 《整合资源, 赢得未来;-通化东宝公司研究》, 2015.8.31

李涛 分析师 SAC 执业编号: S1130515090004
lita01@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

东宝优势、全球资源

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.197	0.272	0.392	0.498	0.664
每股净资产(元)	2.14	2.09	2.39	2.80	3.40
每股经营性现金流(元)	0.24	0.20	0.55	0.49	0.57
市盈率(倍)	77.54	57.44	56.61	44.56	33.45
行业优化市盈率(倍)	59.08	75.16	127.43	127.43	127.43
净利润增长率(%)	193.28%	52.13%	58.81%	27.07%	33.21%
净资产收益率(%)	9.24%	13.03%	18.08%	19.54%	21.44%
总股本(百万股)	931.46	1,030.10	1,133.11	1,133.11	1,133.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2016年1月5日, 通化东宝与瑞士 Ypsomed AG 公司签署经销协议, Ypsomed 指定通化东宝作为中国区 Ypsomed 产品的独家经销商。通过该合作协议, 东宝将取得 Ypsomed 最新研制的 Clickfine 系列胰岛素笔式注射器针头在中国的经营权。
- Clickfine 产品系列有三大特点: (1) 超薄壁 32G (0.23mm 直径), 而其内径和之前生产的 31G (0.25mm) 内径相当; (2) 针头长度 4mm, 是目前所有上市针头最短之一; (3) 其针尖三切面, 以上三个特点可以让病人在使用时进针更顺滑几乎无痛, 注射阻力小、注射过程更顺畅, 最大程度减少病人对注射胰岛素的恐惧感和不适。
- 通化东宝承诺的最低采购金额 2016-2019 年分别为任意金额、1853 万、2717 万、3569 万元。

点评

我们从最简单的角度解读东宝和 Ypsomed 的合作, 就是为什么东宝选择 Ypsomed, Ypsomed 为什么选择东宝。点评如下:

- 寻找最优产品, 完善整体解决方案。**通化东宝的增发方案中, 已经表明要并购台湾华广生技部分股权并成为其大陆地区独家经销商, 通过与华广的合作公司会获得全球最准确的血糖监测仪器, 为慢病平台建设、糖尿病整体解决方案构建了最好的入口。此次签订针头的代理协议, 使其具有了全球最好的注射针头, 进一步完善了公司在该领域的布局。公司已经形成了“血糖监测+注射系统+胰岛素”的较完整布局。此外, 公司的口服药(如瑞格列奈二甲双胍等)、胰岛素类似物、GLP1、DPP4 等系列产品都处于申报、临床或研发阶段。公司未来必将成为国内首屈一指的糖尿病整体解决方案的提供者。

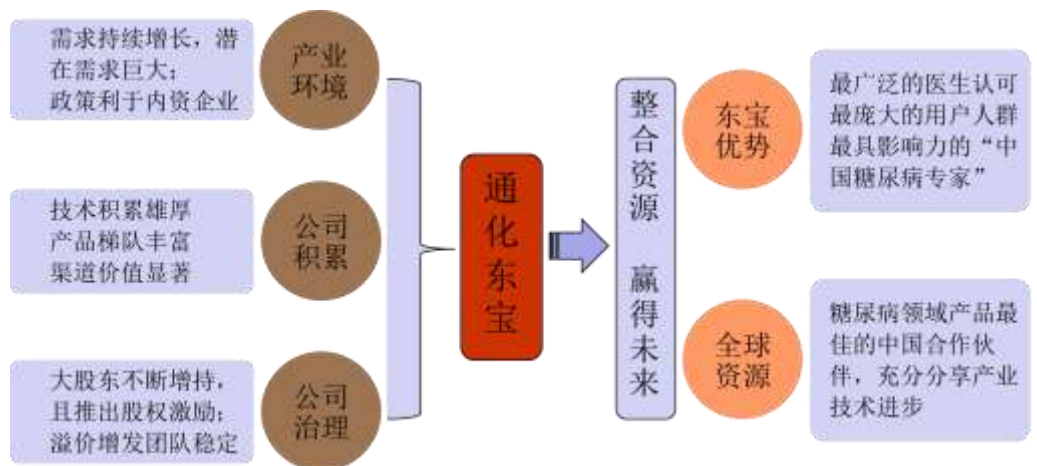
图表 1：华广血糖仪测试的准确度整体表现最好

血糖仪型号	厂商	%	n	Overall result within accuracy limits(±15 mg/dL and ±20%)							
				% at BG concentration of < 75 mg/dL				% at BG concentration of ≥75 mg/dL			
				±15 mg	±10 mg	±5 mg	±20%	±15%	±10%	±5%	
Accu-Chek Aviva	罗氏	99.5	199/200	100	97	47	99	99	90	62	
Contour XT	拜耳	100	200/200	100	100	88	100	99	93	48	
GE100	华广	100	200/200	100	100	95	100	98	88	60	
GE200	华广	99.5	199/200	100	100	71	99	99	97	81	
OneTouch Verio Prc	强生	98.5	197/200	97	74	42	99	97	82	57	

数据来源：Diabetes Technology & Therapeutics (Volume16, Number2, 2014)，国金证券

- 产品+渠道资源，慢病管理平台具备坚实基础。**公司增发方案中明确建立慢病管理平台，公司多年来积累的渠道资源、医生资源都是必须的要素，但是优质产品也不可或缺，完善产品布局可以进一步增强用户粘性。可以预计，未来在公司的慢病平台上，病人除了可以和医生互动获得专业知识之外，还可以获得质量最优、性价比最高的血糖仪和针头等产品。通化东宝代理的血糖仪和注射用针头，都具有疼痛度明显低于同类产品的优势，有利于提高用户的粘性并获得新的用户。
- Ypsomed 选择东宝，凸显东宝优势。**Ypsomed 是全球领先的自我医疗注射设备开发商和制造商，是糖尿病解决方案提供商，除了胰岛素注射笔、针头以外，公司还有胰岛素泵等优秀产品。Ypsomed 选择通化东宝作为中国的独家经销商也值得我们思考。我们 8 月份发表的深度报告中，畅想公司未来的一段中用两句话做了概括：中国第一品牌的糖尿病领域专家；分享全球最佳的糖尿病产品。我们进一步精炼就是“东宝优势、全球资源”。简单解释就是东宝凭借在国内的资源优势，会优先获得和国内外优质产品合作机会，共同做大市场，实现双赢。华广是个例子，Ypsomed 也是一个例子。因此，我们一直强调，对通化东宝的认识不能仅仅局限于胰岛素，他不只是一个药品生产企业，更是拥有强大渠道能力和行业影响力的专家企业。

图表 2：通化东宝投资逻辑图



数据来源：国金证券

盈利预测

- 我们维持此前 2015-2017 年公司每股收益分别为 0.39 元、0.50 元、0.66 元的盈利预测，暂不做调整。

投资建议

- 公司所处行业产业壁垒高，成长性可持续。我们看好公司所处行业的发展前景、公司的竞争优势、产业地位。我们给予公司一定的估值溢价，预计未来 6-12 个月目标价 30 元，给予“买入”评级。

风险提示

慢病平台不达预期等

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	992	1,204	1,451	1,741	2,141	2,676
增长率		21.5%	20.5%	20.0%	23.0%	25.0%
主营业务成本	-357	-385	-452	-486	-578	-712
%销售收入	36.0%	32.0%	31.1%	27.9%	27.0%	26.6%
毛利	634	819	999	1,255	1,563	1,964
%销售收入	64.0%	68.0%	68.9%	72.1%	73.0%	73.4%
营业税金及附加	-7	-8	-12	-12	-15	-19
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-352	-435	-440	-522	-627	-771
%销售收入	35.5%	36.1%	30.3%	30.0%	29.3%	28.8%
管理费用	-142	-149	-184	-204	-242	-294
%销售收入	14.3%	12.4%	12.7%	11.7%	11.3%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	134	226	364	517	679	880
%销售收入	13.5%	18.8%	25.1%	29.7%	31.7%	32.9%
财务费用	-14	-18	-27	-34	-21	-2
%销售收入	1.4%	1.5%	1.8%	1.9%	1.0%	0.1%
资产减值损失	-79	-8	-16	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	6	6	42	5	5
%税前利润	12.3%	2.6%	1.9%	8.1%	0.8%	0.6%
营业利润	49	207	327	521	662	882
营业利润率	4.9%	17.2%	22.6%	29.9%	30.9%	32.9%
营业外收支	18	5	-4	0	0	0
税前利润	67	212	324	521	662	882
利润率	6.8%	17.6%	22.3%	29.9%	30.9%	32.9%
所得税	-7	-32	-47	-77	-97	-130
所得税率	11.1%	15.3%	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润	60	179	277	444	565	752
少数股东损益	-3	-4	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	63	184	280	444	565	752
净利率	6.3%	15.3%	19.3%	25.5%	26.4%	28.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	60	179	277	444	565	752
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	187	117	129	125	112	103
非经营收益	-3	15	22	35	35	21
营运资金变动	-50	-91	-223	-37	-210	-291
经营活动现金净流	194	221	206	567	502	584
资本开支	-242	-130	-106	28	21	40
投资	-17	-34	0	-1	0	0
其他	14	-4	0	42	5	5
投资活动现金净流	-245	-168	-106	69	26	45
股权募资	1	0	41	0	0	0
债权募资	101	220	67	106	-287	-152
其他	-171	-182	-223	-45	-174	-160
筹资活动现金净流	-69	39	-114	61	-461	-312
现金净流量	-119	91	-14	698	67	317

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	125	216	202	900	967	1,284
应收款项	388	396	431	577	709	887
存货	233	344	630	399	475	585
其他流动资产	123	151	50	172	204	251
流动资产	869	1,107	1,312	2,048	2,356	3,007
%总资产	36.5%	41.1%	44.4%	58.4%	63.9%	71.7%
长期投资	173	213	243	244	243	243
固定资产	1,233	1,260	1,280	1,132	996	849
%总资产	51.8%	46.8%	43.3%	32.3%	27.0%	20.3%
无形资产	75	86	85	82	87	92
非流动资产	1,512	1,587	1,644	1,461	1,328	1,187
%总资产	63.5%	58.9%	55.6%	41.6%	36.1%	28.3%
资产总计	2,380	2,694	2,956	3,509	3,684	4,194
短期借款	79	283	310	440	153	0
应付款项	59	74	129	133	160	197
其他流动负债	-2	18	21	156	161	168
流动负债	136	375	461	730	475	365
长期贷款	239	256	298	298	298	299
其他长期负债	14	47	27	0	0	0
负债	389	678	786	1,028	773	664
普通股股东权益	1,962	1,991	2,148	2,458	2,889	3,507
少数股东权益	29	25	23	23	23	23
负债股东权益合计	2,380	2,694	2,956	3,509	3,684	4,194

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.081	0.197	0.272	0.392	0.498	0.664
每股净资产	2.527	2.138	2.085	2.386	2.804	3.405
每股经营现金净流	0.250	0.237	0.200	0.551	0.487	0.567
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	3.20%	9.24%	13.03%	18.08%	19.54%	21.44%
总资产收益率	2.63%	6.83%	9.46%	12.66%	15.32%	17.93%
投入资本收益率	5.15%	7.50%	11.17%	13.70%	17.21%	19.61%
增长率						
主营业务收入增长率	26.39%	21.45%	20.52%	19.96%	22.98%	24.99%
EBIT 增长率	144.29%	69.20%	60.81%	42.12%	31.26%	29.72%
净利润增长率	-82.77%	193.28%	52.13%	58.81%	27.07%	33.21%
总资产增长率	0.12%	13.21%	9.72%	18.69%	5.00%	13.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	118.3	96.2	91.8	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	220.0	273.1	393.0	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	35.0	33.0	36.7	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	380.1	289.3	305.7	209.5	135.1	81.3
偿债能力						
净负债/股东权益	9.70%	16.03%	18.71%	-6.52%	-17.71%	-27.91%
EBIT 利息保障倍数	9.4	12.8	13.6	15.3	32.6	362.7
资产负债率	16.34%	25.17%	26.58%	29.29%	20.97%	15.83%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

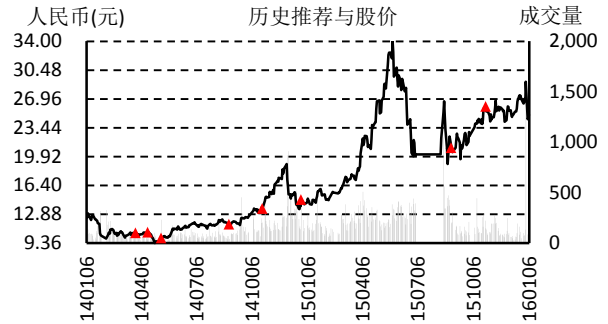
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-28	增持	13.25	N/A
2	2014-04-17	增持	13.09	N/A
3	2014-05-09	增持	10.61	N/A
4	2014-08-29	增持	12.77	N/A
5	2014-10-23	增持	15.22	N/A
6	2014-12-26	增持	15.38	N/A
7	2015-08-31	买入	22.37	30.00~30.00
8	2015-10-27	买入	25.93	35.00~35.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD