

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): 22.41 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)	25,453.97
年内股价最高最低(元)	34.02/14.28
沪深 300 指数	3118.73
上证指数	2900.97



相关报告

- 《东宝优势、全球资源-通化东宝公告点评》，2016.1.7
- 《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
litaol@gjzq.com.cn

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

华广收购完成，业务布局持续推进

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	0.393	0.504	0.664
每股净资产(元)	2.14	2.08	2.38	2.80	3.41
每股经营性现金流(元)	0.24	0.20	0.26	0.56	0.92
市盈率(倍)	77.54	57.44	69.18	44.44	33.73
行业优化市盈率(倍)	59.08	75.16	127.79	103.71	103.71
净利润增长率(%)	193.28%	52.13%	59.44%	28.41%	31.73%
净资产收益率(%)	9.24%	13.09%	18.21%	19.83%	21.50%
总股本(百万股)	931.46	1,030.10	1,135.83	1,135.83	1,135.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

公司发布公告: 2016年1月12日, 华广生技已完成股权工商变更手续, 公司认购的股权已于台湾地区经济部完成过户交割。华广生技是台湾地区血糖仪生产企业, 其黄金电极产品准确度和稳定性全球领先。公司2015年8月6日公告与华广签订股权认购协议, 出资新台币11.4亿(约合人民币2.25亿元)参与认购华广1200万股股份, 占华广已发行股权比例为17.79%, 同时取得华广生技所有血糖监测产品的大陆总代理权。

点评

- **并购落地，产品线进一步丰富。**华广生技具有全球领先的黄金电极血糖监测产品系列, 据第三方调查数据显示, 华广的血糖仪准确度和稳定性领先于其他国际大品牌, 如: 强生、罗氏、拜耳等(数据见图表1)。公司此次收购完成, 取得华广17.79%股权及大股东地位, 并且成为华广在大陆地区的总代, 使公司具备了血糖监测的基础产品血糖仪, 公司已经具有血糖监测、胰岛素、注射用笔和针头等糖尿病线产品。未来公司会持续补充产品线, 包括在临床的甘精胰岛素、门冬胰岛素等胰岛素类似物产品, 瑞格列奈二甲双胍等口服药品种, GLP-1等产品。
- **国内血糖监测是待开发的市場。**血糖监测是糖尿病治疗的基础, 国内血糖监测较美国等发达国家严重偏低, 远远没有达到指南要求。我们测算国内糖尿病患者人均检测频率为1次/周, 但是按照指南要求, 胰岛素使用者需要检测2-3次/天(数据见图表2)。我们认为国内血糖监测频率低, 原因有多方面, 其中: 患者(甚至医生)对血糖监测重要性认识不足是关键, 因此, 必须要对医生及患者进行血糖监测理念的教育, 在这个方面, 东宝具有不可比拟的优势。
- **新版指南提高标准, 优质产品将获得竞争优势。**2015版中国血糖监测应用指南发布, 新版指南引入了国际上更为严格的ISO15197-2013标准评估血糖仪的准确性, 之前国内执行的是2003标准。两个标准的主要差异在于: 将血糖浓度分界点由4.2mmol/L(75mg/dl)提至5.6mmol/L(100mg/dl); 在保持 $\leq 4.2\text{mmol/L}$ (75mg/dl)的准确度要求的基础上, 4.2-5.6mmol/L范围内的误差要求更高; $\geq 5.6\text{mmol/L}$ 的部分误差率要求也更高(数据见图表3)。新版指南标准提高将使不满足标准要求的产品逐步被淘汰出市场, 优质产品获得快速发展的机会。

- **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。公司的渠道积累将使血糖仪销售顺利推进，同时，血糖仪也是慢病平台最重要的物质基础，可以使用户具备粘性，同时可以采集血糖数据，是慢病管理的数据基础。
- **华广合作将产生明显的利润贡献。**我们测算公司原有华广产品的销售渠道 2016 年有望实现 1 亿左右收入，针对个人的互联网平台销售将产生 1-2 亿收入，我们预计公司血糖仪销售 2016 年将产生 2000-3000 万净利润，对公司业绩增速产生明显拉动。

盈利预测

- 我们暂时维持此前 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。公司现价对应的 2016 年估值仅有 40 多倍，长期价值被显著低估。预计未来 6 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

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%)							
				< 75 mg/dL				≥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

图表 2: 多次胰岛素注射治疗患者的血糖监测方案

血糖监测	空腹	早餐后	午餐前	午餐后	晚餐前	晚餐后	睡前
未达标	x	x	√	x	√	x	x
已达标	x				x	x	x

来源: 国金证券研究所 (备注: X: 需要测血糖的时间; √: 可以省去的测血糖的时间)

图表 3: 新旧两个标准的对血糖仪准确性要求的差异

标准	测试范围 (mmol/L)	最低准确度要求
IS015197-2003	< 4.2	不超过 0.83
	≥4.2	不超过±20%
IS015197-2013	< 5.6	不超过 0.83
	≥5.6	不超过±15%

来源: 国金证券研究所

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	-244	-300
% 销售收入	14.3%	12.4%	12.7%	11.7%	11.4%	11.2%
息税前利润 (EBIT)	134	226	364	517	677	875
% 销售收入	13.5%	18.8%	25.1%	29.7%	31.6%	32.7%
财务费用	-14	-18	-27	-49	-71	-66
% 销售收入	1.4%	1.5%	1.8%	2.8%	3.3%	2.5%
资产减值损失	-79	-8	-16	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	6	6	55	65	75
% 税前利润	12.3%	2.6%	1.9%	10.6%	9.7%	8.5%
营业利润	49	207	327	519	669	882
营业利润率	4.9%	17.2%	22.6%	29.8%	31.3%	33.0%
营业外收支	18	5	-4	2	0	0
税前利润	67	212	324	521	669	882
利润率	6.8%	17.6%	22.3%	29.9%	31.3%	33.0%
所得税	-7	-32	-47	-77	-98	-130
所得税率	11.1%	15.3%	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润	60	179	277	444	571	753
少数股东损益	-3	-4	-3	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	63	184	280	446	573	755
净利率	6.3%	15.3%	19.3%	25.6%	26.8%	28.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	60	179	277	444	571	753
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	187	117	129	105	123	138
非经营收益	-3	15	22	28	12	-2
营运资金变动	-50	-91	-223	-305	-134	55
经营活动现金净流	194	221	206	272	572	943
资本开支	-242	-130	-106	-610	-709	-310
投资	-17	-34	0	-1	0	0
其他	14	-4	0	55	65	75
投资活动现金净流	-245	-168	-106	-556	-644	-235
股权募资	1	0	41	0	0	0
债权募资	101	220	67	366	333	-451
其他	-171	-182	-223	-53	-211	-207
筹资活动现金净流	-69	39	-114	312	122	-658
现金净流量	-119	91	-14	28	50	50

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	125	216	202	230	280	330
应收款项	388	396	431	557	686	857
存货	233	344	630	772	792	585
其他流动资产	123	151	50	148	175	216
流动资产	869	1,107	1,312	1,707	1,933	1,987
% 总资产	36.5%	41.1%	44.4%	44.6%	41.6%	40.8%
长期投资	173	213	243	244	243	243
固定资产	1,233	1,260	1,280	1,783	2,367	2,536
% 总资产	51.8%	46.8%	43.3%	46.6%	51.0%	52.1%
无形资产	75	86	85	92	97	101
非流动资产	1,512	1,587	1,644	2,122	2,709	2,882
% 总资产	63.5%	58.9%	55.6%	55.4%	58.4%	59.2%
资产总计	2,380	2,694	2,956	3,829	4,642	4,870
短期借款	79	283	310	686	1,018	566
应付款项	59	74	129	192	230	283
其他流动负债	-2	18	21	159	164	171
流动负债	136	375	461	1,036	1,412	1,021
长期贷款	239	256	298	298	298	299
其他长期负债	14	47	37	24	24	24
负债	389	678	796	1,358	1,734	1,344
普通股股东权益	1,962	1,991	2,138	2,450	2,889	3,509
少数股东权益	29	25	23	21	19	17
负债股东权益合计	2,380	2,694	2,956	3,829	4,642	4,870

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.081	0.197	0.272	0.393	0.504	0.664
每股净资产	2.527	2.138	2.075	2.378	2.804	3.407
每股经营现金净流	0.250	0.237	0.200	0.264	0.555	0.915
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%	13.09%	18.21%	19.83%	21.50%
总资产收益率	2.63%	6.83%	9.46%	11.65%	12.34%	15.49%
投入资本收益率	5.15%	7.50%	11.11%	12.68%	13.59%	16.90%
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%	30.84%	29.34%
净利润增长率	-82.77%	193.28%	52.13%	59.44%	28.41%	31.73%
总资产增长率	0.12%	13.21%	9.72%	29.51%	21.23%	4.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	118.3	96.2	91.8	96.0	96.0	96.0
存货周转天数	220.0	273.1	393.0	580.0	500.0	300.0
应付账款周转天数	35.0	33.0	36.7	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	380.1	289.3	305.7	297.7	273.4	214.5
偿债能力						
净负债/股东权益	9.70%	16.03%	19.91%	31.47%	36.47%	15.86%
EBIT利息保障倍数	9.4	12.8	13.6	10.6	9.5	13.2
资产负债率	16.34%	25.17%	26.92%	35.47%	37.36%	27.59%

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	2014-04-17	增持	13.09	N/A
2	2014-05-09	增持	10.61	N/A
3	2014-08-29	增持	12.77	N/A
4	2014-10-23	增持	15.22	N/A
5	2014-12-26	增持	15.38	N/A
6	2015-08-31	买入	22.37	30.00~30.00
7	2015-10-27	买入	25.93	35.00~35.00
8	2016-01-07	买入	23.06	30.00~30.00

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