

通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级: 买入 维持评级

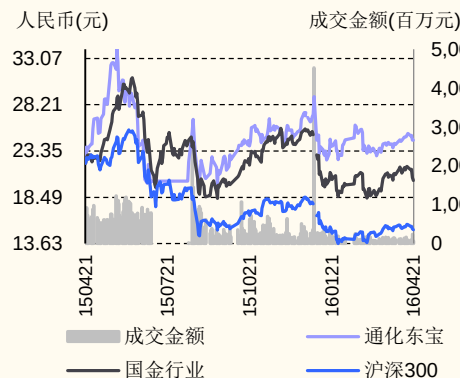
公司点评

市场价格 (人民币): 24.48 元
目标价格 (人民币): 40.00-40.00 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)	27,805.15
年内股价最高最低(元)	34.02/19.02
沪深 300 指数	3160.60
上证指数	2952.89



相关报告

1. 《通化东宝年报点评: 布局糖尿病全产业链-通化东宝公司点评》, 2016.4.19
2. 《布局吸入式胰岛素, 持续完善产业链-通化东宝公司点评》, 2016.4.5
3. 《预混门冬获批临床, 研发储备极为丰富-通化东宝公司点评》, 2016.1.20
4. 《业绩持续超预期, 现在为最佳买点-通化东宝公司点评》, 2016.1.19
5. 《华广收购完成, 业务布局持续推进-通化东宝公司点评》, 2016.1.18

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

强强联合, 铸就最佳慢病平台

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.272	0.434	0.557	0.781	1.029
每股净资产(元)	2.08	2.17	2.59	2.98	3.88
每股经营性现金流(元)	0.20	0.26	0.43	0.71	1.23
市盈率(倍)	57.44	62.60	44.73	31.91	24.23
行业优化市盈率(倍)	75.16	127.79	112.42	112.42	112.42
净利润增长率(%)	52.13%	76.19%	28.42%	40.19%	31.67%
净资产收益率(%)	13.09%	20.04%	21.50%	26.19%	26.50%
总股本(百万股)	1,030.10	1,135.83	1,135.83	1,135.83	1,135.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

通化东宝与腾讯签署《互联网+战略合作协议》。

协议主要包括: (1) 构建并推广互联网+慢病管理平台: 协助医生有效管理患者档案, 提高基层医生服务能力, 打破信息孤岛; 研发及搭建慢病管理软件与硬件系统, 为基层医生提供高度信息化、智能化、专业化可靠的慢病平台; 建立有效的分级诊疗制度, 协助专家医疗资源深入基层; 探索引入更多的金融模式协助患者有效降低慢病管理带来的经济负担; 整合双方线上线下网络, 推广慢病管理平台, 协助医生对患者提供有效的远程医疗咨询与指导。(2) 协助基层医生建立专业的个人品牌: 帮助基层医生打造专业的个人品牌; 推动多点执业, 提高基层医疗的服务范围; 通过腾讯线上资源与产品, 提高医生与患者沟通的体验与效率, 有效改进医患管理; 集合双方专家资源, 为基层医生提供定期定点培训, 有效提高基层医生的专业能力。

合作原则主要包括: 双方互为试点区域互联网+慢性病新型医疗服务模式领域唯一合作伙伴; 双方可以就各自资源优势以多种方式进行深度合作; 保护患者隐私及个人数据; 建立有效沟通机制。

点评

强强联合, 探索互联网慢病管理最佳模式。腾讯是国内服务用户数最多的互联网企业, 仅微信平台就拥有 6 亿多用户。通化东宝是国内胰岛素用户最多的企业, 目前拥有 300 多万用户。互联网医疗的发展和兴起, 都使双方想在慢病管理领域有一番大的作为。腾讯之前通过糖大夫以及和区域医院的合作在糖尿病领域进行慢病管理探索; 最近也发布腾爱医疗战略, 利用自身的社交基因和大数据能力, 搭建“互联网+医疗”开放平台, 为医疗产业提供后端服务。通化东宝去年发布定增公告, 探索糖尿病慢病管理平台。双方在慢病管理这块都有各自的优势。腾讯的优势在于用户数、体验、互联网运行能力; 东宝的优势在于渠道资源和病人积累。双方合作能够优势互补, 线上线下结合, 对平台建设的推进意义重大。

腾讯将为慢病平台的成功提供最佳的线上资源。(1) 入口价值: 仅腾讯的微信平台用户就有 6 亿多人, 其中估计糖尿病患者会有 5000 万以上。这会为东宝的平台建设提供另一个很好的病人入口, 并为产品(比如血糖仪、针头等耗材)的精准化宣传和推广提供最佳的路径。(2) 体验提升: 腾讯的产品以体验好著称, 这为东宝慢病平台的优化及上线后的体验提升意义巨大。

(3) 运营管理：腾讯具备互联网运行和管理的强大能力，能为平台建设提供帮助。此外，腾讯的糖大夫也已经进行过很久的慢病管理的探索，其中也积累了一些经验，能降低东宝平台的运行风险。(4) 产品互补：腾讯自身有糖大夫血糖管理系统，腾讯的产品是智能化血糖仪（手机样式，数据自动显示及上传），东宝的产品是蓝牙血糖仪，需要搭配智能手机。产品互补，可以将智能手机用户和非智能手机用户全面覆盖，有效解决老年病人检测血糖的问题。使慢病平台的目标人群进一步扩大，为东宝的产品推广拓宽了渠道。

- **东宝将为慢病平台提供最佳的设计理念、线下资源以及产品。**(1) 行业理解深刻。东宝专注糖尿病十多年，对糖尿病的理解、医生的诉求、病人的诉求的理解远远超过其他企业，因此东宝的慢病平台的设计将从医生及患者角度出发，以解决糖尿病管理为根本目标，产品设计将更接地气。(2) 线下资源丰富。东宝在国内持续进行医生的教育，积累了大量的医生和医院资源，我们估计通过东宝的活动教育的医生达到 5000 名左右，有业务合作的医生达到 10000 多名。东宝现在的产品用户达到 300 多万。丰富的线下资源能使慢病平台顺利落地。(3) 产品优秀。东宝现在已经有多种规格的胰岛素，有全球最准确的血糖仪，有最好的注射用针头，未来还将拥有胰岛素类似物、口服药等系列产品。东宝的产品线不仅能为慢病平台提供入口和工具（血糖仪），还能为平台运行找到好的盈利模式。
- **战略清晰，布局长远。**我们认为公司的慢病平台建设是公司继基层队伍建设之后的又一项重要的战略布局，如果慢病平台建设顺利，将奠定公司未来长期在糖尿病领域的竞争优势。本次与腾讯的战略合作，进一步提高了公司慢病平台的成功概率。我们认为平台将构建成为集合大量优质患者，拥有大量有效数据，能够提高医生工作效率并且能够为患者提供性价比最高的整体解决方案的糖尿病管理社区。平台战略将奠定公司未来长期的竞争优势，打开长期的发展空间。

盈利预测及投资建议：

- 我们长期看好通化东宝管理层的能力，公司管理层对行业理解透彻，总能把握先机，布局长远。我们看好公司的产品线，以胰岛素为代表的产品已经具备一定体量，后续类似物将拥有更大空间。我们看好公司的慢病平台，公司具备做好慢病平台的所有条件，与腾讯合作进一步提高了成功的概率，慢病平台将为患者提供整体解决方案，体现医疗的本质价值，构建公司的长远竞争力。此外，公司增发方案价格为 22.63 元，公司股东及管理层高比例参与，为股价提供安全边际。我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 6.3 亿、8.9 亿、11.7 亿，对应每股收益为 0.56、0.78、1.02 元。维持“买入”投资评级，年内目标价 40 元。

风险提示

- 政策环境对药品价格可能有影响、后续产品上市时间具有不确定性等。

损益表（人民币百万元）	21%	15%	32%	26%	27%	
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,204	1,451	1,669	2,210	2,785	3,547
增长率		20.5%	15.0%	32.4%	26.1%	27.3%
主营业务成本	-385	-452	-413	-583	-741	-919
% 销售收入	32.0%	31.1%	24.7%	26.4%	26.6%	25.9%
毛利	819	999	1,256	1,627	2,044	2,628
% 销售收入	68.0%	68.9%	75.3%	73.6%	73.4%	74.1%
营业税金及附加	-8	-12	-6	-18	-22	-28
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-435	-440	-467	-601	-652	-851
% 销售收入	36.1%	30.3%	28.0%	27.2%	23.4%	24.0%
管理费用	-149	-184	-211	-261	-265	-326
% 销售收入	12.4%	12.7%	12.6%	11.8%	9.5%	9.2%
息税前利润（EBIT）	226	364	573	747	1,106	1,422
% 销售收入	18.8%	25.1%	34.3%	33.8%	39.7%	40.1%
财务费用	-18	-27	-17	-63	-73	-61
% 销售收入	1.5%	1.8%	1.0%	2.8%	2.6%	1.7%
资产减值损失	-8	-16	-7	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	6	20	55	7	8
% 税前利润	2.6%	1.9%	3.5%	7.4%	0.7%	0.6%
营业利润	207	327	569	739	1,039	1,369
营业利润率	17.2%	22.6%	34.1%	33.4%	37.3%	38.6%
营业外收支	5	-4	1	2	0	0
税前利润	212	324	571	741	1,039	1,369
利润率	17.6%	22.3%	34.2%	33.5%	37.3%	38.6%
所得税	-32	-47	-80	-110	-154	-203
所得税率	15.3%	14.6%	14.1%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	179	277	490	631	885	1,167
少数股东损益	-4	-3	-3	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	184	280	493	633	887	1,169
净利率	15.3%	19.3%	29.5%	28.6%	31.9%	32.9%
现金流量表（人民币百万元）	52%	76%	28%	40%	32%	
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	179	277	490	631	885	1,167
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	117	129	139	95	116	130
非经营收益	15	22	-5	53	71	59
营运资金变动	-91	-223	-329	-286	-270	42
经营活动现金净流	221	206	295	493	803	1,398
资本开支	-130	-106	-400	-326	-709	-310
投资	-34	0	47	-1	0	0
其他	-4	0	-225	55	7	8
投资活动现金净流	-168	-106	-578	-272	-702	-302
股权募资	0	41	28	0	-295	0
债权募资	220	67	513	-136	471	-831
其他	-182	-223	-247	-67	-226	-215
筹资活动现金净流	39	-114	294	-203	-51	-1,046
现金净流量	91	-14	10	18	50	50

资产负债表（人民币百万元）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	216	202	212	230	280	330
应收款项	396	431	416	712	898	1,143
存货	344	630	955	926	1,015	755
其他流动资产	151	50	51	177	224	278
流动资产	1,107	1,312	1,634	2,045	2,417	2,506
% 总资产	41.1%	44.4%	43.1%	46.6%	45.1%	44.6%
长期投资	213	243	193	194	193	193
固定资产	1,260	1,280	1,587	2,094	2,683	2,859
% 总资产	46.8%	43.3%	41.9%	47.7%	50.1%	50.8%
无形资产	86	85	105	55	60	65
非流动资产	1,587	1,644	2,154	2,345	2,939	3,119
% 总资产	58.9%	55.6%	56.9%	53.4%	54.9%	55.4%
资产总计	2,694	2,956	3,788	4,390	5,356	5,625
短期借款	283	310	873	809	1,380	598
应付款项	74	129	136	230	275	346
其他流动负债	18	21	18	178	187	197
流动负债	375	461	1,027	1,218	1,841	1,141
长期贷款	256	298	250	210	110	60
其他长期负债	47	37	32	0	0	0
负债	678	796	1,309	1,428	1,951	1,201
普通股股东权益	1,991	2,138	2,459	2,945	3,389	4,410
少数股东权益	25	23	20	18	16	14
负债股东权益合计	2,694	2,956	3,788	4,390	5,356	5,625
比率分析	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.197	0.272	0.434	0.557	0.781	1.029
每股净资产	2.138	2.075	2.165	2.593	2.984	3.883
每股经营现金净流	0.237	0.200	0.259	0.434	0.707	1.231
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	9.24%	13.09%	20.04%	21.50%	26.19%	26.50%
总资产收益率	6.83%	9.46%	13.01%	14.42%	16.57%	20.77%
投入资本收益率	7.50%	11.21%	13.66%	15.99%	19.24%	23.84%
增长率						
主营业务收入增长率	21.45%	20.52%	15.02%	32.37%	26.05%	27.34%
EBIT增长率	69.20%	60.81%	57.41%	30.49%	47.93%	28.63%
净利润增长率	193.28%	52.13%	76.19%	28.42%	40.19%	31.67%
总资产增长率	13.21%	9.72%	28.14%	15.90%	21.99%	5.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	96.2	91.8	84.9	96.0	96.0	96.0
存货周转天数	273.1	393.0	700.2	580.0	500.0	300.0
应付账款周转天数	33.0	36.7	46.5	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	289.3	305.7	247.2	221.5	200.6	155.0
偿债能力						
净负债/股东权益	16.03%	18.80%	36.73%	26.64%	35.53%	7.42%
EBIT利息保障倍数	12.8	13.6	33.8	12.0	15.1	23.5
资产负债率	25.17%	26.92%	34.56%	32.53%	36.43%	21.35%

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	2015-08-31	买入	22.37	30.00~30.00
2	2015-10-27	买入	25.93	35.00~35.00
3	2016-01-07	买入	23.06	30.00~30.00
4	2016-01-18	买入	22.41	30.00~30.00
5	2016-01-19	买入	23.04	40.00~40.00
6	2016-01-20	买入	24.58	40.00~40.00
7	2016-04-05	买入	24.01	40.00~40.00
8	2016-04-19	买入	24.93	N/A

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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为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