

通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

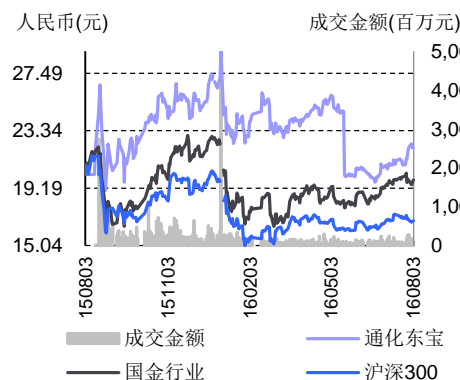
市场价格(人民币): 22.09元

通化东宝定增完成, 开启发展新时代

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)	1,357.92
总市值(百万元)	30,108.61
年内股价最高最低(元)	29.07/19.02
沪深300指数	3193.51
上证指数	2978.46



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	0.464	0.651	0.857
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	53.68	38.29	29.08
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	1,363.00	1,363.00	1,363.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

公司非公开发行股份将于2016年8月4日起上市流通, 发行募集资金10.4亿, 发行价格18.68元/股。锁定三年。募集资金主要用于认购华广生技17.8%的股权、建设糖尿病慢病管理平台。

点评

- **收购华广生技, 强化血糖监测业务:** 此次公司通过认购华广生技17.8%股权的方式成为其股东, 同时取得华广生技所有血糖监测产品的中国总代理特许经营权, 全面介入糖尿病血糖监测领域。通过本次认购, 通化东宝即将完成糖尿病药物治疗、血糖监测两个主要业务领域的布局。
- **慢病管理平台提供血糖监测+治疗的一体化糖尿病解决方案:** 公司正在搭建的慢病管理平台将与糖尿病相关的预防、治疗、复健产品包括在内, 配合前端自有移动医疗APP、平台网站等渠道的购买行为, 打造“互联网+慢病管理平台”, 构建完整的“线上入口+数据云端+线下服务”的O2O闭环。
- **员工持股计划完成, 核心高管、销售人员参与认购:** 公司此次增发资金的88%由企业内认购, 大股东与公司60多位销售人员、核心高管均参与此次增发, 与二级市场利益绑定, 提供股价安全边际。

盈利预测

- 我们预计公司2016~2018年的净利润分别为6.3亿、8.9亿、11.7亿, 对应EPS分别为0.46、0.65、0.86元。

投资建议

- 我们长期看好通化东宝所处的糖尿病市场领域和公司管理层的经营能力, 以及公司未来的产品线布局和慢病管理平台。
- 维持“买入”投资评级, 给予公司2017年P/E 45倍估值, 对应目标价30元。
- 公司投资价值、具体观点详见此前发布的公司深度报告《价值重估: 360°解析通化东宝投资价值(上篇)》

风险提示

- 平台建设不达预期, 胰岛素类似物获批时间延迟, 招标政策从紧。

相关报告

1. 《价值重估: 360°解析通化东宝投资价值(上篇)-通化东宝公司...》, 2016.7.29
2. 《胰岛素延续高成长, 慢病平台扎实推进-通化东宝公司点评》, 2016.4.27
3. 《强强联合, 铸就最佳慢病平台-通化东宝公司点评》, 2016.4.21
4. 《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
5. 《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

孙笑悦

联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷

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

公司非公开发行股份即将上市流通

公司非公开发行股份上市

- 公司非公开发行股份将于 2016 年 8 月 4 日起上市流通，发行募集资金 10.4 亿，发行价格 18.68 元/股。锁定三年。
- 募集资金主要用于认购华广生技 17.8% 的股权、建设糖尿病慢病管理平台。

图表 1: 募集资金投资项目

募集资金投资项目	项目投资总额(万)
认购华广生技17.79%私募股权项目	22,000
东宝糖尿病平台建设项目	82,098
东宝糖尿病平台搭建(你的医疗)	11,000
患者线上导入及日常健康教育	56,098
线下实体药店加盟合作及日常运营	7,000
物联网体系建设及物流仓储	8,000
合计	104,098

来源: 公司公开资料, 国金证券研究所

收购华广生技, 强化血糖监测业务

- 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 17.8%, 同时取得华广生技所有血糖监测产品的大陆总代理权。资产已完成过户交割。
- 公司自 2014 年开始代理华广生技的 GM260 系列血糖仪及血糖试纸, 糖尿病血糖监测业务从之前的试水开始全面展开。
- 此次公司通过认购华广生技 17.8% 股权的方式成为其股东, 同时取得华广生技所有血糖监测产品的中国总代理特许经营权, 全面介入糖尿病血糖监测领域。
- 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。

图表 2: 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			≥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

来源: Diabetes Technology & Therapeutics(Volume16, Number2, 2014), 国金证券研究所

- 血糖监测是糖尿病治疗的基础, 但我国血糖监测较美国等发达国家严重偏低, 远没有达到糖尿病指南的要求。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。我们认为国内血糖监测频率低, 患者对血糖监测的重要性认识不足。未来结合慢病管理平台, 公司将依托医生进行患者教育。

- 通过本次认购，通化东宝即将完成糖尿病药物治疗、血糖监测两个主要业务领域的布局。

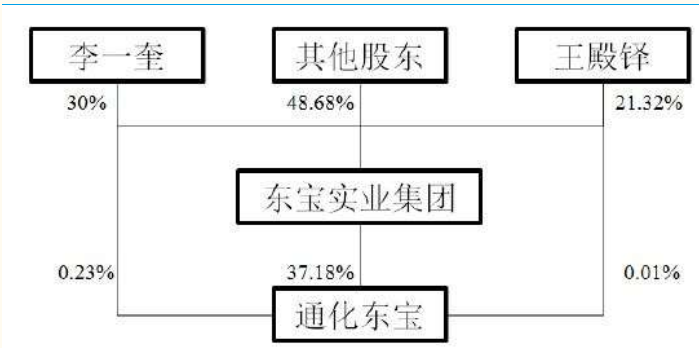
慢病管理平台提供血糖监测+治疗的一体化糖尿病解决方案

- 当前中国糖尿病人血糖控制满意率只有 10% (vs.美国 50%)，未来的糖尿病病人高发的慢性并发症，如高血压、糖尿病肾病、糖尿病眼底病变、糖尿病足等将成为我国医保无法承担的巨大负担。
- 公司以管理好病人血糖为出发点搭建的糖尿病慢病管理平台，将集医生、患者与监测、治疗为一体，体现了公司发展的格局部署，也是利于国计民生的医疗卫生事业。
- 糖尿病治疗的五驾马车：药物治疗，血糖监测，运动治疗，饮食治疗，病人教育，决定了糖尿病适合利用“互联网+”的慢病管理模式。公司将与医院、医生合作建立慢病医疗服务终端，通过线下终端及便携式血糖监测积累用户医疗数据，以大数据平台为中介，将患者引流到线下终端，同时将线下医疗服务终端收集到的信息将反馈到数据平台，通过与移动端收集的数据整合，用大数据协助医生改进诊疗方案，同时提升对糖尿病病人的售后服务水平。未来将与糖尿病相关的预防、治疗、复健产品包括在内，配合前端自有移动医疗 APP、平台网站等渠道的购买行为，打造“互联网+慢病管理平台”，构建完整的“线上入口+数据云端+线下服务”的 O2O 闭环。

员工持股计划完成，核心高管、销售人员参与认购

- 公司此次增发资金的 88%由企业内部认购，大股东与公司 60 多位销售人员、核心高管均参与此次增发，与二级市场利益绑定，提供股价安全边际。

图表 3：增发前公司股权结构



来源：公司公开资料，国金证券研究所

图表 4：增发发行对象 88%为大股东、内部员工

发行对象	发行金额	占比	与通化东宝关系
东宝实业集团	520,490,000	50%	通化东宝大股东
李一奎	88,257,000	8%	董事长
程建秋	14,709,500	1%	东宝实业集团总经理
王鹏	13,578,000	1%	东宝实业集团副总经理
姚景江	10,183,500	1%	东宝实业集团下属控股子公司总经理
吉祥创赢	189,865,700	18%	员工持股
吉发智盈	81,694,300	8%	员工持股
刘殿军	22,630,000	2%	
石光	99,572,000	10%	
合计	1,040,980,000	100%	

来源：公司公开资料，国金证券研究所

- 大股东东宝实业集团认购 50%的份额，董事长认购 8%，吉祥创赢、吉发智盈分别参与认购 18%、8%的份额。
- 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。
 - 吉祥创赢执行事务合伙人为李聪，是通化东宝总经理。其余有限合伙人均为上市公司销售经理等。
 - 吉发智盈执行事务合伙人为崔勇，是通化东宝市场部经理，其余有限合伙人均为上市公司销售人员。

盈利预测

- 我们预计公司 2016~2018 年的净利润分别为 6.3 亿、8.9 亿、11.7 亿，对应 EPS 分别为 0.46、0.65、0.86 元。

投资建议

- 我们长期看好通化东宝所处的糖尿病市场领域和公司管理层的经营能力，以及公司未来的产品线布局和慢病管理平台。
- 维持“买入”投资评级，给予公司 2017 年 P/E 45 倍估值，对应目标价 30 元。
- 公司投资价值、具体观点详见此前发布的公司深度报告《价值重估：360°解析通化东宝投资价值(上篇)》

风险提示

- 平台建设不达预期，胰岛素类似物获批时间延迟，招标政策从紧。

损益表 (人民币百万元)		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)		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	
	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	
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E							
每股指标													
每股收益	0.197	0.272	0.434	0.464	0.651	0.857							
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。

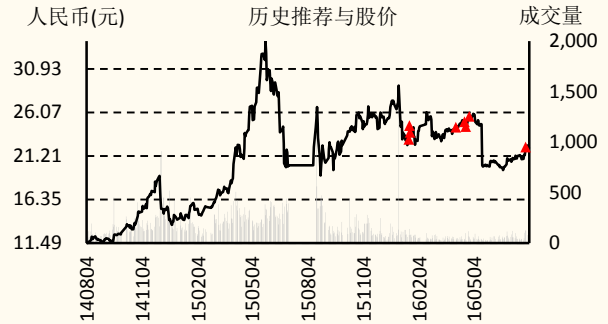
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-01-18	买入	22.41	30.00~30.00
2	2016-01-19	买入	23.04	40.00~40.00
3	2016-01-20	买入	24.58	40.00~40.00
4	2016-04-05	买入	24.01	40.00~40.00
5	2016-04-19	买入	24.93	N/A
6	2016-04-21	买入	24.48	40.00~40.00
7	2016-04-27	买入	25.62	40.00~40.00
8	2016-07-29	买入	21.86	30.00~35.00

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 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