

2012 年 01 月 30 日

生物制品 II

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 23.97

目标价(元): 24.00

ST 中源(600645)

确保和泽生物并表收益 业绩未来巨幅增长

投资评级: A--持有(持续)

医药消费组: 俞向兵

执业证书编号: S0890511070001

电话: 021-50122496

邮箱: yuxiangbing@cnhbstock.com

联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	32504.10
流通 A 股/B 股(万股)	32201.80/0.00
资产负债率(%)	67.33
每股净资产(元)	0.46
市净率(倍)	52.22
净资产收益率(加权)	11.88
12 个月内最高/最低价	27.55/9.45

股价走势图



相关研究报告

1 《蓝海战略创造价值》，2011.12.29

◎事项:

公司发布公告, 终止公司 2011 年度非公开发行股票方案, 采用新的收购方式。即以自有资金 4692 万元收购和泽生物科技有限公司(简称“和泽生物”) 51%股权; 公司非公开发行股票 2020 万股, 发行价 20.94 元, 募集资金 4.23 亿元, 其中 4508 万元用于收购和泽生物 49%股权。截至 2011 年 9 月 30 日, 和泽生物 100%股权的净资产评估值为 1.15 亿元。

◎主要观点:

◆收购和泽生物方式变化, 更加有利于收购成功。公司原收购方式是拟向天津赛恩投资集团定向发行不超过 4867 万股 A 股, 发行价 9.40 元, 募集资金 4.57 亿元, 用于收购和泽生物 100%股权。由于对 ST 股的制度限制以及公司发展的变化, 原增发方案成功难度比较大。此次新收购方式, 即上市公司现金收购 51%的和泽生物股权, 可以确保和泽生物的未来并表收益, 从而带来公司业绩巨幅变化。

◆和泽生物收购成功, 将带来业绩巨幅增长。截止 2011 年 9 月 30 日, 和泽生物收入 3745 万元, 净利润为负的 1105 万元。但考虑到公司已经建立间充质干细胞库和脂肪干细胞库的两项核心技术。同时, 和泽生物在国内成功运营数家间充质干细胞库的基础上, 与黑龙江、上海、江苏、安徽、江西、河南、山西、吉林、辽宁、河北、陕西、海南、云南、甘肃、内蒙古等 15 个省市签订了建设地方干细胞库的合作协议或达成合作意向, 和泽生物的干细胞库全国连锁经营网络已初现架构。如果未来全部运营, 干细胞存储规模将有望达到每年新增 20 万份, 是目前公司每年新增 2 万份的十倍, 从而带来业绩巨幅增长。

◆控股结构发生变化, 李德福成为中源协和实际控制人。李德福通过对红礞投资出资 5,000 万元进行增资, 直接持有红礞投资 37.5%的股权, 通过永泰红礞持有红礞投资 18.125%的股权, 合计拥有或控制红礞投资 55.625%的股权, 成为红礞投资实际控制人。信息披露义务人持有红礞投资 44.375%的股权, 失去红礞投资控股权。

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	307.75	268.47	61.36	349.02	453.72	589.84
同比增速(%)	6.82	-12.76	-7.30	30.00	30.00	30.00
净利润(百万)	2.12	8.38	6.38	23.19	32.04	41.58
同比增速(%)	-94.58	294.40	-1.00	176.73	38.16	29.78
毛利率(%)	62.27	74.09	77.86	78.94	78.40	78.67
每股盈利(元)	0.01	0.03	0.02	0.07	0.10	0.13
ROE(%)	-0.67	11.30	2.41	18.45	20.31	20.86
PE(倍)	0.00	0.00		356.98	258.39	199.09

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	554.85	343.69	1165.89	803.45
现金	460.12	223.16	1039.21	620.03
应收账款	20.37	42.97	38.77	67.89
其它应收款	5.53	17.91	7.00	28.64
预付账款	3.83	4.51	6.97	7.53
存货	19.55	32.05	39.72	50.47
其他	45.45	23.09	34.21	28.91
非流动资产	216.84	158.81	101.37	43.68
长期投资	2.22	-1.46	-4.80	-8.31
固定资产	139.92	97.89	54.17	11.22
无形资产	33.05	22.78	11.60	0.88
其他	41.65	39.60	40.39	39.89
资产总计	771.69	502.51	1267.26	847.13
流动负债	491.18	166.12	854.92	335.62
短期借款	0.00	2.90	2.90	2.90
应付账款	6.28	13.72	11.95	21.63
其他	484.90	149.51	840.08	311.08
非流动负债	36.38	37.04	36.71	36.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	36.38	37.04	36.71	36.87
负债合计	527.56	203.16	891.63	372.49
少数股东权益	111.59	143.62	187.86	245.29
归属母公司股东权益	132.53	155.73	187.77	229.35
负债和股东权益	771.69	502.51	1267.26	847.13

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	122.32	-304.86	783.97	-469.10
净利润	27.60	55.22	76.29	99.01
折旧摊销	0.00	16.97	17.06	17.17
财务费用	-2.57	-3.14	-4.79	-6.43
投资损失	4.22	0.88	2.35	2.51
营运资金变动	93.66	-374.99	693.27	-581.36
其它	-0.59	0.19	-0.20	0.00
投资活动现金流	33.56	61.20	27.63	43.31
资本支出	-40.16	-53.04	-54.75	-53.85
长期投资	42.08	3.68	3.35	3.51
其他	35.49	11.83	-23.78	-7.03
筹资活动现金流	-8.47	6.71	4.46	6.60
短期借款	-5.80	2.90	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-2.67	3.81	4.46	6.60
现金净增加额	147.42	-236.96	816.06	-419.19

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	268.47	349.02	453.72	589.84
营业成本	69.56	73.50	98.00	125.81
营业税金及附加	14.44	17.34	23.47	29.91
营业费用	71.85	100.87	126.27	167.31
管理费用	65.46	87.25	113.43	147.46
财务费用	-2.57	-3.14	-4.79	-6.43
资产减值损失	4.07	4.54	6.38	7.98
公允价值变动收益	0.10	0.05	0.08	0.06
投资净收益	-4.22	-0.88	-2.35	-2.51
营业利润	41.55	67.82	88.68	115.34
营业外收入	2.64	1.50	2.07	1.79
营业外支出	5.49	0.30	1.00	0.65
利润总额	38.70	69.02	89.75	116.48
所得税	11.10	13.80	13.46	17.47
净利润	27.60	55.22	76.29	99.01
少数股东损益	19.21	32.03	44.25	57.42
归属母公司净利润	8.38	23.19	32.04	41.58
EBITDA	22.60	74.13	84.91	104.81
EPS (元)	0.03	0.07	0.10	0.13

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-12.76%	30.00%	30.00%	30.00%
营业利润	88.08%	63.22%	30.75%	30.07%
归属母公司净利润	294.40%	176.73%	38.16%	29.78%
获利能力				
毛利率	74.09%	78.94%	78.40%	78.67%
净利率	10.28%	15.82%	16.81%	16.79%
ROE	11.30%	18.45%	20.31%	20.86%
ROIC	12.01%	28.47%	29.96%	31.81%
偿债能力				
资产负债率	68.36%	40.43%	70.36%	43.97%
净负债比率	0.00%	0.97%	0.77%	0.61%
流动比率	1.13	2.07	1.36	2.39
速动比率	1.09	1.88	1.32	2.24
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.55	0.51	0.56
应收账款周转率	11.18	11.02	11.10	11.06
应付账款周转率	7.93	7.35	7.64	7.49
每股指标(元)				
每股收益	0.03	0.07	0.10	0.13
每股经营现金	0.38	-0.94	2.41	-1.44
每股净资产	0.75	0.92	1.16	1.46
估值比率				
P/E	0.00	356.98	258.39	199.09
P/B	0.00	53.16	44.09	36.10
EV/EBITDA	-17.23	110.38	87.16	75.21

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。