

中源协和（600645）：收购执诚生物，迈入诊断试剂领域（首次）

医药行业

当前股价：23.25 元

报告日期：2014 年 5 月 23 日

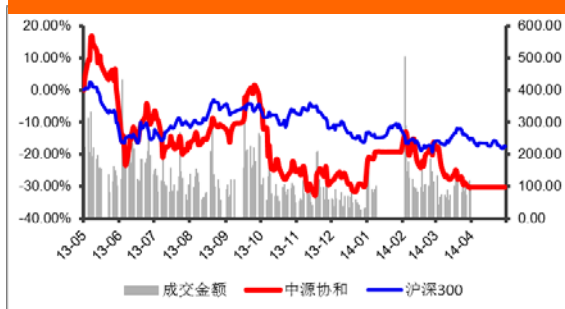
主要财务指标（单位：百万元）

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	361	415	499	615
(+/-)	20.3%	14.9%	20.1%	23.4%
营业利润	4	10	11	14
(+/-)	-87.5	176.2	14.8%	21.1%
归属母公司 股东净利润	7	9	11	14
(+/-)	-48.1	28.0%	19.9%	22.8%
EPS(元)	0.021	0.026	0.032	0.039
市盈率(倍)	1125	879	733	597

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股(万股)	34,929/32,486
流通市值(亿元)	75.53
每股净资产(元)	1.44
资产负债率(%)	55.55

股价表现（最近一年）



华鑫证券 研究发展部

医药行业

研究员 徐呈健

执业证书编号 S1050511030001

021-51793716

xucj@cfsc.com.cn

联系人 杜沐

021-51793712

事件：

今日中源协和发布公告，以发行股份及支付现金方式购买上海执诚生物 100% 股份，此次收购交易价格为 8 亿元。通过本次业务整合，中源协和将进入体外诊断产品的研发、生产和销售。

点评：

中原协和进入体外诊断领域：此次公司收购的执诚生物是国内生化诊断试剂行业主要企业之一，在自产产品以免疫诊断试剂为主，涵盖心肌梗死、肝功、血脂、肾功、糖代谢等 9 大类，可匹配各类生化分析仪。在代理产品方面，公司是英国朗道公司中国大陆地区一级代理商，2010 年至 2012 年全球三大白金代理商之一。公司平均年复合增长率基本稳定在 20% 至 30% 之间，根据对赌协议，上海执诚生物承诺 2014、2015 和 2016 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 5223.51 万元、6483.56 万元和 8325.19 万元，相对收购价格 8 亿元的估值远低于目前沪深两市同类诊断试剂企业，我们认为收购价格较为合理。

纽克生物在研 POCT 产品附加值高：执诚生物子公司纽克生物主要从事 POCT 相关产品的开发，试剂产品大多处于研发阶段，有望在几年内形成规模产销。目前国内临床上附加值较高的 POCT 产品应用较少，免疫诊断总体尚处于从基础方法学向附加值更高的先进方法学过渡时期；另一方面我国仍普遍应用大型生物分析仪器进行检测，床旁便捷检测产品较少。纽克生物在研产品技术含量高于目前市场主流产品，为公司增添了较强产品储备，有望作为行业龙头带领产业升级，但需求放量需要一定时间。

生化试剂行业增速稳定、景气度高：执诚生物的 DENUO 品牌产品线包括 70 种生化诊断试剂、2 种免疫诊断试剂和“纽克快诊”等产品。由于未来医院医控控费压力以及部分地区双控双降、按病种收费等政策因素，生化免疫试剂作为疾病初筛方式性价比高，未来随着诊疗人次增长生化试剂将稳步增长，预计行业能够保持 10%-15% 年均增速。

dumu@cfsc.com.cn

盈利预测及公司评级：目前国内市场对体外诊断试剂行业已经形成了高度认同，科华生物、利德曼等、新华医疗等企业都获得了行业内较高水平的估值。我们认为公司是干细胞行业先行者，收购后利于公司生物制品产业链的整合，收购价格合理，估值较低，收购将为公司带来增长及稳定现金流，利好公司未来业绩。不考虑收购，我们预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.02、0.03、0.04 元。对应前一交易日收盘价 PE 分别为 879、733、597 倍，相对估值高，但考虑到成功收购后 14-16 年 EPS 有望分别提升至 0.18、0.20、0.23 元，以及诊断试剂行业的高景气度，我们首次覆盖并给予“审慎推荐”评级。

风险提示：应注意公司干细胞主业长时间位于成长初期盈利能力低的风险，以及并购后整合的风险。

图表1：盈利预测表

单位：万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	36,131	41,519	49,872	61,524
增长率(%)	20.3%	14.9%	20.1%	23.4%
减：营业成本	10,779	12,276	15,177	19,152
综合毛利率(%)	70.2%	70.4%	69.6%	68.9%
减：营业税金及附加	1,162	1,336	1,605	1,979
销售费用	8,412	9,549	11,471	14,150
管理费用	15,326	17,438	20,448	24,609
财务费用	-521	-208	-100	123
期间费用率	64.3%	64.5%	63.8%	63.2%
资产减值损失	438	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-180	-150	-150	-150
营业利润	354	978	1,122	1,359
增长率(%)	-87.5%	176.2%	14.8%	21.1%
加：营业外收入	1,941	1,500	1,600	1,700
减：营业外支出	45	50	50	50
利润总额	2,250	2,428	2,672	3,009
增长率(%)	-40.7%	7.9%	10.1%	12.6%
减：所得税	560	604	665	748
实际所得税率(%)	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	1,690	1,824	2,008	2,261
归属于母公司所有者净利润	722	924	1,108	1,361
增长率(%)	-48.1%	28.0%	19.9%	22.8%
净利润率(%)	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%
少数股东损益	969	900	900	900
总股本（万股）	34,929	34,929	34,929	34,929
基本每股收益（元/股）	0.02	0.03	0.03	0.04
稀释后每股收益（元/股）	0.02	0.03	0.03	0.04

数据来源：华鑫证券研发部

研究员简介

徐呈健：华鑫证券研究员，英国城市大学卡斯商学院投资管理系硕士。2009年3月加入华鑫证券研发部。

主要研究和跟踪领域：电气设备及新能源行业

杜沐：华鑫证券研究员，毕业于复旦大学，2012年加入华鑫证券。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>