

巩固饮片业务，进军 CRO 领域

增持 首次

投资要点:

公司发布公告，拟发行股份及支付现金购买吴澜、高世静合计持有的新领先 100% 股权，发行股份购买桐庐药材持有的桐君堂 49% 股权，同时向鹏兴投资、博云投资发行股份募集不超过 1.72 亿元资金。本次发行价格为 6.85 元/股，发行股份数量不超过 8876 万股，占发行后总股本的 15.16%。

报告摘要:

- 标的资产新领先和桐君堂收购价格合理。新领先 13 年净利润和 14 年预测净利润分别为 1791 和 2398 万元，根据收购价格 3.2 亿计算，对应的静态和动态市盈率分别为 17.87 和 13.35 倍。桐君堂 13 年净利润为 2792 万元，14 年预测净利润为 3294 万元，根据 49% 股权折算后，相应的静态和动态市盈率分别为 14.33 和 12.15 倍。两个标的资产静态和动态市盈率明显低于行业平均水平，收购价格合理。
- 通过外延式收购，巩固饮片业务，进军 CRO 领域。此次收购实现了对桐君堂的完全控股，解决了困扰桐君堂多年的股权结构问题，有助于充分利用上市公司的融资优势，更好地支持桐君堂中药饮片业务的发展，增强公司盈利能力。新领先作为一家专门从事 3 类、6 类化学药品临床前研发和技术服务的公司，具有丰富的品种开发经验，并且积累了大量优质药企客户资源。收购新领先一方面增强了公司研发实力，同时也使公司的业务领域扩展到医药研发外包服务领域。
- 盈利预测及评级。管理层换届后，公司新的管理团队对内致力于管理机制优化和营销平台调整，对外积极探索外延式发展。通过此次并购，公司的业务组合得到优化，同时管理层的激励问题得到解决，我们预计公司未来的重心将聚焦于产品线的拓展及业绩的提升。预计 14 年-16 年的 EPS 分别为 0.17、0.22 和 0.29 元，对应的 PE 分别为 43、34 和 26 倍，首次给予增持评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1089.13	1304.67	1703.13	2088.21	2566.49
增长率 (%)	11.05	19.79	30.54	22.61	22.90
归母净利润(百万)	20.20	36.06	82.64	107.72	141.82
增长率 (%)	58.40	78.52	129.19	30.34	31.66
每股收益	0.05	0.07	0.17	0.22	0.29
市盈率	156.40	105.49	43.87	33.65	25.56

医药生物研究组

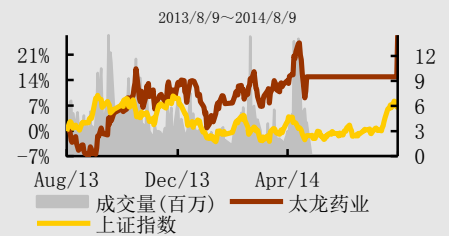
分析师:

王晓锋(S1180512120001)

电话: 010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



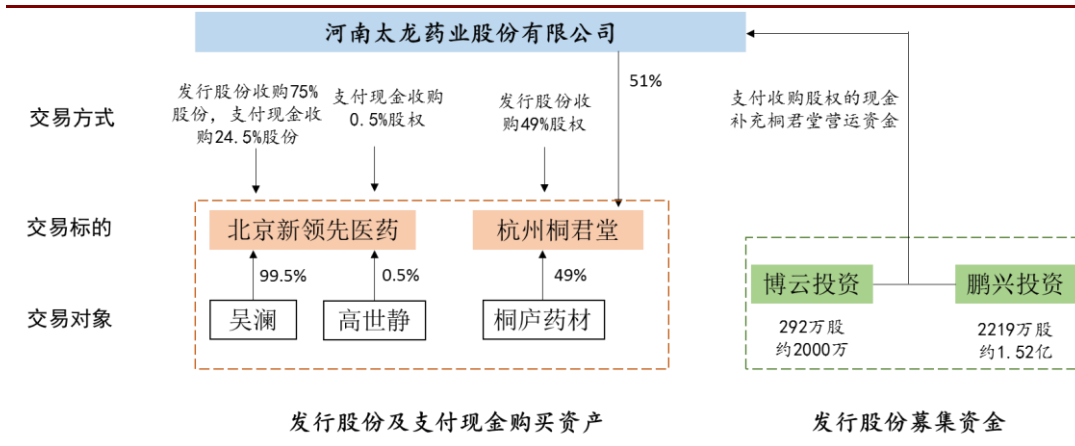
相关研究

- 《泰格医药：临床研究类业务保持高速增长》
2014/8/7
- 《精华制药：拟收购金丝利药业，进军生物药领域》
2014/7/28
- 《汉森制药：产能瓶颈解决，高速增长可期》
2014/7/3
- 《常山药业：达肝素获批巩固肝素制剂龙头地位》
2014/5/16
- 《泰格医药：收购方达医药，国际化再下一城》
2014/5/7
- 《戴维医疗：所得税率变动对业绩下滑影响较大》
2014/4/24
- 《普洛药业：内部整合和外延发展推动业绩成长》
2014/4/14

1、本次非公开发行及交易概况

太龙药业拟发行股份及支付现金购买吴澜、高世静合计持有的新领先 100% 股权(交易价格 3.2 亿), 发行股份购买桐庐药材持有的桐君堂 49% 股权(交易价格 1.96 亿), 同时向鹏兴投资、博云投资发行股份募集配套资金, 配套融资总额不超过本次交易总金额的 25%, 且不超过 17,200 万元。本次交易后, 太龙药业将持有新领先 100% 股权和桐君堂 100% 股权。

图 1: 非公开发行及交易概况



资料来源: 宏源证券, 公司公告

2、发行价格及数量

本次发行价格经除息调整后为 6.85 元/股。根据标的资产评估价格, 向吴澜发行数量约 3504 万股, 向桐庐药材发行数量约 2861 万股。相应的配套融资总额不超过 1.72 亿元, 向鹏兴投资和博云投资发行股份数量不超过 2511 万股。

表 1: 样本城市零售市场感冒药品种及企业排名情况

发行对象类别	发行对象	发行数量(股)	占发行后总股本的比例
发行股份购买资产的发行对象	吴澜	35,036,496	5.99%
	桐庐药材	28,613,138	4.89%
	鹏兴投资	2,919,708	0.50%
配套融资的发行对象	博云投资	不超过 22,189,781	3.79%
	合计	88,759,123	15.16%

资料来源: 公司公告、宏源证券

3、股份锁定期限

吴澜自发行结束之日起, 12、24、36、48 和 60 个月的解锁比例分别为 30%、30%、20%、10%和 10%。桐庐药材 12、24 和 36 个月的解锁比例分别为 40%、30%和 30%。鹏兴投资、博云投资锁定期为 36 个月。

4、业绩承诺

若本次重组在 2014 年度完成, 则承诺期为 2014 年度、2015 年度、2016 年度; 若本

次重组在 2015 年度完成，则承诺期为 2015 年度、2016 年度、2017 年度。若本次重组在 2014 年度完成，吴澜、高世静承诺新领先 2014 年度、2015 年度、2016 年度净利润分别不低于 2,400 万元、2,800 万元、3,350 万元；若本次重组在 2015 年度完成，吴澜、高世静承诺新领先 2015 年度、2016 年度、2017 年度净利润分别不低于 2,800 万元、3,350 万元、3,700 万元。桐君堂 2014 年度、2015 年度、2016 年度、2017 年度预测净利润分别为 3,293.51 万元、3,773.02 万元、4,127.24 万元、4,608.76 万元。

5、其他

本次交易前控股股东为众生实业，实际控制人为竹林镇政府。众生实业持有公司 1.32 亿股，占比为 26.55%，交易完成后总股本增加 8800 万股左右至 5.85 亿股，众生实业持有公司股份比例将下降到 22.52%，但仍为公司控股股东。

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	432	441	662	806	营业收入	1305	1703	2088	2566
应收票据及账款	19	21	23	31	营业成本	1051	1372	1675	2050
应收账款	22	24	26	35	营业税金及附加	5	5	5	7
预付款项	29	40	53	61	销售费用	75	85	104	128
其他应收款	41	44	48	66	管理费用	66	82	104	128
存货	149	126	293	173	财务费用	43	21	20	16
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	1	1
固定资产	571	534	486	425	营业利润	64	136	179	236
在建工程	51	45	35	25	营业外收支净额	3	3	3	3
无形资产	78	97	105	105	税前利润	67	139	182	239
长期待摊费用	5	2	0	0	减：所得税	15	21	27	36
资产总计	1924	2008	2296	2419	净利润	52	119	154	203
短期借款	390	0	0	0	减：少数股东损益	16	36	47	62
应付账款	183	160	281	201	归母净利润	36	83	108	142
预收款项	23	22	31	31	EPS	0.07	0.17	0.22	0.29
其他应付款	15	16	17	18	EPS(稀释)	0.07	0.17	0.22	0.29
其他流动负债	16	10	10	10	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	140	540	540	540	成长性				
其他非流动负债	64	50	52	50	营收增长率	19.8%	30.5%	22.6%	22.9%
负债合计	832	797	931	851	EBIT 增长率	44.8%	47.0%	25.6%	26.7%
股东权益合计	1092	1211	1365	1569	净利润增长率	61.4%	129.2%	30.3%	31.7%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	52	116	152	201	销售毛利率	19.4%	19.4%	19.8%	20.1%
非现金损益	42	104	111	114	销售净利率	4.0%	7.0%	7.4%	7.9%
营运资本减少	-142	-139	6	-132	ROE	3.5%	7.3%	8.7%	10.3%
其他经营活动现金流	41	20	19	15	ROIC	8.07%	11.05%	12.65%	16.86%
经营活动现金流	-5	101	288	198	估值倍数				
投资活动现金流	-23	-67	-49	-39	PE	100.5	43.9	33.7	25.6
融资活动现金流	359	-24	-19	-15	P/S	2.8	2.1	1.7	1.4
现金净变动	330	9	220	144	P/B	3.47	3.22	2.94	2.63
期初现金余额	123	432	441	662	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	432	441	662	806	EV/EBITDA	25.4	17.0	13.9	11.5

作者简介:

王晓锋: 宏源证券研究所医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，2012年加入宏源证券，主要从事医药生物领域上市公司研究。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。