

拟收购资产进军肿瘤早期诊断、分子诊断及基因测序等领域，双轮驱动未来高成长

——新开源（300109）事件点评

2014年11月18日

强烈推荐/维持

新开源

事件点评

事件：

公司11月14日晚公布发行股份购买资产并募集配套资金预案，拟作价5.4亿元向标的公司全体股东发行股份4115.15万股，收购呵尔医疗100%股权、三济生物100%股权和晶能生物100%股权，同时拟向包括公司高管在内的三名特定投资者非公开发行股份，募集配套资金1.81亿元，用于标的资产整合与运营。交易总金额7.24亿元，构成重大资产重组。

主要观点：

1. 进军医疗服务市场中的朝阳行业，未来双轮驱动

公司目前主营为PVP与PVME/MA产品，随着募投项目产能陆续投产，公司业绩开始加速增长。基于行业地位与市场空间，公司规划通过产业链延伸与兼并收购等方式，实现“消费类特种化学品”与“健康医疗服务”双平台驱动公司长期发展的战略目标。公司通过此次收购将进军肿瘤早期诊断、分子诊断及基因测序等领域，进一步拓展未来的成长空间。公司围绕两大平台对相关资源的整合进展未来应持续关注。

三济生物以基因检测试剂研发生产销售、个体化合理用药整体解决方案与提供细胞遗传学检测服务为三大核心业务，晶能生物是国内华东地区第一批提供新一代DNA高通量测序和基因芯片技术的应用和推广的企业，呵尔医疗则主要从事肿瘤早期诊断有关的医疗诊断设备的研发、生产、销售。标的公司所处体外诊断行业在医疗服务中发展最快，是我国医疗市场的朝阳行业，市场规模高达数百亿，其中基因测序产业市场潜力高达150亿元，而且行业处于快速增长期。体外诊断将成为公司未来业绩成长的重要支柱。三标的公司技术与市场互补性极强，同时借由公司的上市平台及资金、管理优势，有望快速产生协同效应。

杨伟

010-66554034

yang_wei@dxzq.net.cn

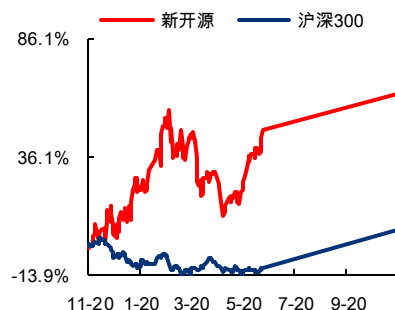
执业证书编号：

S1480512110002

交易数据

52周股价区间（元）	17.45-9.81
总市值（亿元）	20.1
流通市值（亿元）	11.97
总股本/流通A股（万股）	11520/8041
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.56

52周股价走势图

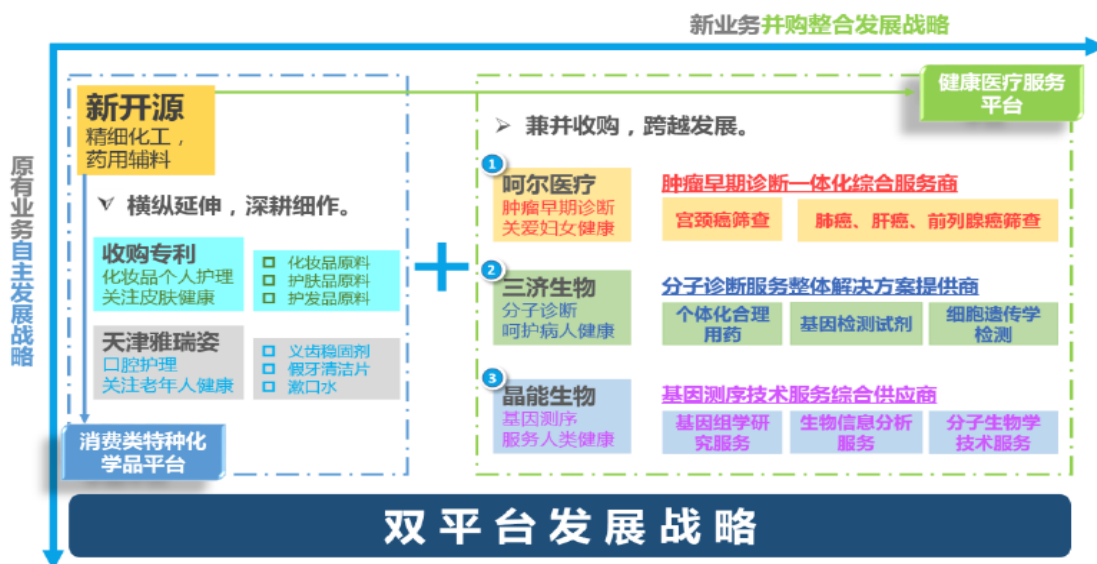


资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《新开源（300109）季报点评：业绩加速增长，毛利率随产品结构优化提升》2014-10-29
- 《新开源（300109）：业绩符合预期，内生外延助力公司跨越式发展》2014-08-26
- 《新开源（300109）事件点评：业绩符合预期，成长空间巨大》2014-07-15
- 《新开源（300109）调研快报：欧瑞姿明年将大幅放量，带动业绩翻倍增长》2014-05-30

图 1 “消费类特种化学品”与“健康医疗服务”双平台驱动未来成长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 标的公司承诺业绩快速增长

基于标的公司已开始在各大医院持续布局，其全体股东均承诺未来业绩增长。呵尔医疗、三济生物、晶能生物分别承诺 2015 年扣非后归母净利润增速高达 55%、1775%、30%，总利润高达 2733 万元，是公司 2013 年净利润的 135%，标的公司未来五年业绩复合增速则高达 40%-50%，高增长必享高估值溢价。从收购价格来看，三标的公司作价 5.4 亿元，对应 2015 年估值 20 倍，收购价格较为合理。

表 1 对标的公司发行股份及募集配套资金交易总额 7.24 亿

标的公司	万股	万元	募集配套资金	万股	万元
呵尔医疗	1969.6967	26000	王东虎	792.4242	10460
三济生物	1515.1503	20000	王坚强	378.7878	5000
晶能生物	630.3029	8320	胡兵来	200	2640
合计	4115.1499	54320		1371.212	18100
交易合计					72420

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2 标的公司承诺未来业绩高增长（万元）

公司	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E*
呵尔医疗	895	1385	1815	2415	3310
三济生物	40	750	1200	1920	3072
晶能生物	460	598	777	1010	1313
合计	1395	2733	3792	5345	7695
净利润增速					

呵尔医疗	55%	31%	33%	37%
三济生物	1775%	60%	60%	60%
晶能生物	30%	30%	30%	30%
合计	96%	39%	41%	44%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所, *若本次交易在 2015 年实施完毕

3. 受益药用辅料行业发展及整合

公司 PVP 开始进入国外高端医药市场, 三季报显示 PVP 贡献业绩呈现加速增长趋势。随着新产能陆续投放市场, 公司世界第三、国内第一的行业地位将愈加稳固, 预计公司在全球 PVP 行业的市占率将由 3% 提高到至少 6%。此外, 国内药用辅料行业小散乱的局势有利于公司开展行业整合。

4. 拓展欧瑞姿销售及下游产业链

公司欧瑞姿产品已开始给国际日化企业小批量试用, 其价格与毛利率均远高于 PVP, 预计销售即将放量, 业绩弹性极大; 同时公司近期通过向下游延伸产业链进入口腔护理领域, 既可带动欧瑞姿产品销售, 又直接受益国内口腔护理潜在巨大市场。

5. 实际控制人未变, 三年锁定期彰显高管层信心

本次交易实施之前, 总经理王东虎及其一致行动人王坚强、杨海江合计持有总股本的 39.39%, 为实际控制人。此次交易完成后, 实际控制人的地位未变。而且, 参与募集配套资金的两高管均承诺锁定期三年, 显示对公司未来成长的信心。

表 3 公司实际控制人未变

高管	发行前	发行后
王东虎	19.96%	19.57%
王坚强	9.71%	8.80%
杨海江	9.71%	6.58%
方华生	4.26%	12.60%
合计	43.64%	47.55%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

公司将通过资产收购打造消费类特种化学品与健康医疗服务双平台, 我们认为公司发展空间巨大, 市值将极具成长空间。分别给予公司消费聚合物产品与医疗器械业务 40、60 倍 PE, 对应市值 41.6 亿, 以交易完成后总股本 1.7 亿计算, 目标股价 24.5 元。预计公司 2014、2015 年每股收益分别为 0.29 元、0.55 元, 对应 PE 分别为 61 倍、32 倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

PVP 与欧瑞姿市场推广低于预期的风险；体外诊断业务业绩不达预期的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	144	125	170	249	353	营业收入	213	209	265	373	493
货币资金	48	21	54	93	153	营业成本	166	152	190	251	319
应收账款	22	26	30	42	55	营业税金及附加	0	1	1	1	1
其他应收款	1	1	2	2	3	营业费用	10	12	15	19	25
预付款项	4	3	3	3	3	管理费用	17	20	24	32	39
存货	63	64	73	96	122	财务费用	-1	1	0	-1	-1
其他流动资产	1	1	1	1	1	资产减值损失	0.41	0.58	0.50	0.50	0.50
非流动资产合计	266	298	272	248	223	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5	5	5	5	5	投资净收益	0.62	0.00	0.50	0.50	0.50
固定资产	34	212	224	197	173	营业利润	21	22	36	71	110
无形资产	22	22	19	17	15	营业外收入	2.10	1.18	2.00	2.20	2.20
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00
资产总计	410	423	442	497	576	利润总额	23	23	38	73	112
流动负债合计	40	40	37	47	59	所得税	3	3	5	10	15
短期借款	5	0	0	0	0	净利润	20	20	33	63	97
应付账款	23	30	26	34	44	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	3	3	3	3	归属母公司净利润	20	20	33	63	97
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	27	33	61	95	133
非流动负债合计	6	5	5	5	5	BPS (元)	0.17	0.18	0.29	0.55	0.84
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	46	46	42	52	64	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	11.6%	-1.6%	26.7%	40.7%	32.2%
实收资本 (或股	115	115	115	115	115	营业利润增长	-21.5%	6.6%	63.1%	94.9%	55.6%
资本公积	184	184	184	184	184	归属于母公司净利	-19.5%	0.5%	64.1%	90.4%	53.9%
未分配利润	56	67	80	106	145	获利能力					
归属母公司股东	364	377	400	444	512	毛利率 (%)	22%	27%	28%	33%	35%
负债和所有者权	410	423	442	497	576	净利率 (%)	9%	10%	12%	17%	20%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	5%	5%	7%	13%	17%	
经营活动现金流	21	23	43	58	88	偿债能力					
净利润	20	20	33	63	97	资产负债率 (%)	11%	11%	10%	11%	11%
折旧摊销	7	10	25	25	25	流动比率	3.60	3.11	4.57	5.26	6.01
财务费用	-1	1	0	-1	-1	速动比率	2.03	1.51	2.61	3.23	3.93
应付帐款的变化	0	0	-4	8	9	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.53	0.50	0.61	0.79	0.92
投资活动现金流	-87	-35	0	0	0	应收账款周转率	10	9	9	10	10
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.75	7.89	9.40	12.35	12.63
长期投资	5	5	5	5	5	每股指标 (元)					
投资收益	1	0	1	1	1	每股收益 (最新摊	0.17	0.18	0.29	0.55	0.84
筹资活动现金流	-5	-11	-10	-18	-28	每股净现金流 (最新	-0.62	-0.20	0.28	0.34	0.52
短期借款	5	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.16	3.27	3.47	3.86	4.45
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	43	0	0	0	0	P/E	102.65	96.94	60.74	31.89	20.73
资本公积增加	-36	0	0	0	0	P/B	5.53	5.33	5.02	4.52	3.92
现金净增加额	-72	-23	33	40	60	EV/EBITDA	72.79	60.05	32.12	20.26	13.93

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（石油化工/煤化工/化肥/民爆/精细化工等）研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。