

## 净水和细胞双业务优势明显，定增将增厚每股收益

2015. 11. 2

王亮(分析师)

电话: 010-83226009-813

邮箱: wangl\_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

### 事件:

10月31日公司发布公告称,公司第三届董事会第十八次会议通过了《关于公司非公开发行股票方案的议案》,本次采取向特定对象非公开发行的方式非公开发行不超过6,000万股,筹集资金不超过97,980万元,用于:1、收购浙江润鑫电器有限公司52.38%股权并增资项目;2、收购上海海泰药业有限公司57%股权项目;3、深低温(-196℃)全自动生物样本库项目;4、投资水处理设备滤芯研发、制造及配套设施项目;5、补充现有生产流动资金。

10月23日公司发布三季报显示,公司2015年1-9月营业收入同比增长9.23%,归属母公司股东的净利润同比增长16.53%。毛利率为40.4%、净利率为17.4%。

### 点评:

● 此次定向项目实施后,公司将呈现净水和免疫细胞双主业齐飞。净水领域包括全屋净水和终端净水。免疫细胞业务包括细胞存储、技术研发、临床研究与应用、项目投资。

● 由于定增股本扩大,我们在盈利预测和估值中均考虑了股本变动和股权变动因素。

● 净水领域,公司通过收购浙江润鑫52.38%股权,并单方面对其增资6,000万元,公司终端净水器产能将快速提升2-4倍,由原有的30万台提升到100到150万台。通过公司奔泰品牌广泛的经销商渠道,可实现终端净水收入大幅增加。根据润鑫公司对经营净利润的承诺,可显著增厚公司今年及以后的净利润。据此,我们估算终端净水业务的股价为18.58元。

● 作为RO机的配套项目,公司募集资金的一部分投资水处理设备滤芯研发、制造及配套设施项目,设计产能为1000万只。该项目将与上述终端净水配套,富余出的产量用于销售。由此,公司终端净水业务形成了从上游RO膜片生产,RO膜滤芯生产、多级滤芯生产,到整机生产,到下游经销的全产业链优势。

● 免疫细胞领域,公司通过收购上海海泰药业有限公司57%股权项目,从而获得土地和房屋建筑,用于建设原能集团公司总部、一个符合国际标准的细胞存储基地、具有国际水准的细胞技术工程研究中心。同时,投资建设1,000万份存储能力的深低温(-196℃)全自动生物样本库,以及建立超大容量的人类健康大数据中心。公司在免疫细胞领域已走出实质性一步。此次定增预案中,公司公布了多项专利技术和技术专家团队。我们认为,公司在免疫细胞领域布局的产业链已初步完成,项目进度将超预期。我们估算公司免疫细胞业务的股价为11.12元。

● 公司非终端业务(全屋净水和核心部件)具有极强的稳定性,我们估算该业务股价为4.60元。

● 根据上述三项估值,在不考虑免疫细胞治疗和养老业务的情况下,公司合理股价34.30元。公司2015到2017年的EPS分别为0.37、0.45、0.73元,对应的PE分别为93倍、76倍、47倍。该目标价距停牌前的价格21.59元还有59%的空间,给予“强烈推荐”的评级。

## 强烈推荐(维持)

现价: 21.59

目标价: 34.30

股价空间: 59%

### 股价走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
开能环保	10.0	28.7	19.8
家用电器	12.8	-13.4	-24.1
沪深300	8.5	-8.9	-26.8

### 基本资料

总市值(亿元)	70.94
总股本(万股)	33,182
流通股比例	59.5%
资产负债率	13.59%
大股东	瞿建国
大股东持股比例	38.48%

### 相关报告

**深度报告**《人居水处理行业黄金十年、投资稀缺品种》2014年6月6日

**调研报告**《公司营销模式清晰,远近无忧》2014年6月26日

**深度报告**《免疫细胞治疗带动细胞存储大市场,开能环保领先一步》2014年7月23日

**调研报告**《产能释放保障盈利;细胞业务提升估值》2014年11月7日

**深度报告**《终端净水释放业绩,细胞业务超预期》(20150818)



## 目录

1. 公司双主业优势明显 .....	5
2. 终端净水业务收购优质资产增厚公司业绩 .....	5
2.1 润鑫资产优质 .....	5
2.2 润鑫电器的研发与生产优势明显 .....	6
2.3 预计可增厚公司今年及以后的净利润 .....	7
2.4 公司产能急速放大以满足净水行业的旺盛需求 .....	7
3. 建立终端净水全产业链 .....	9
3.1 滤芯项目介绍 .....	9
3.2 滤芯产品介绍 .....	9
4. 免疫细胞全产业链将形成，技术优势显现 .....	9
4.1 收购项目具体介绍 .....	9
4.2 免疫细胞存储有望成为未来 10 年内最具增长力的产业之一 .....	11
4.3 原能集团的免疫细胞存储技术优势显现 .....	11
4.3.1 拥有专业技术专家团队 .....	11
4.3.2 已申请多项专利 .....	11
4.4 产业链已经初步完成 .....	12
5. 盈利预测与估值 .....	12
5.1 盈利预测假定：摊薄与股权变动 .....	12
5.2 三项业务的盈利预测与估值 .....	12
5.2.1 非终端产品领域的盈利预测与估值 .....	13
5.2.2 终端产品领域的盈利预测与估值 .....	13
5.2.3 免疫细胞业务的估值 .....	13
5.3 公司整体盈利预测 .....	13
6. 风险提示 .....	14



## 图表目录

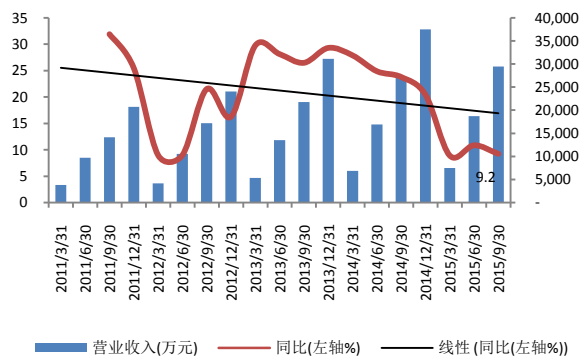
图表 1 公司收入增速趋势在 15-20%之间	4
图表 2 归属母公司股东的净利润增速在 15%上下	4
图表 3 毛利率接近 40%、净利率 15%上下	4
图表 4 ROA 和 ROE 比较稳定 10%上下	4
图表 5 本次非公开发行发行对象认购情况	4
图表 6 本次非公开发行募集资金投向	5
图表 7 公司双主业优势明显	5
图表 8 浙江润鑫主营产品介绍	6
图表 9 2015-2019 润鑫可归属母公司净利润预测	7
图表 10 公司向终端净水领域的延伸	7
图表 11 净水器行业销量增长稳定	8
图表 12 净水器行业产量增长稳定	8
图表 13 净水器行业内销量进入稳定增长	8
图表 14 净水器行业出口销量增速明显	8
图表 15 开能环保终端净水产业链完善	9
图表 16 滤芯生产线项目情况	9
图表 17 各类滤芯产品	9
图表 18 公司收购项目情况	10
图表 19 收购项目投资总额的其他来源	10
图表 20 收购后海泰药业的股权结构	10
图表 21 海泰药业项目建设情况	11
图表 22 以细胞存储为中心推进技术研发、临床研究与应用和项目投资	12
图表 23 非终端产品领域的盈利预测	13
图表 24 终端净水盈利预测	13
图表 25 主要财务指标预测（单位：百万元）	14
图表 26 盈利预测表（单位：百万元）	15



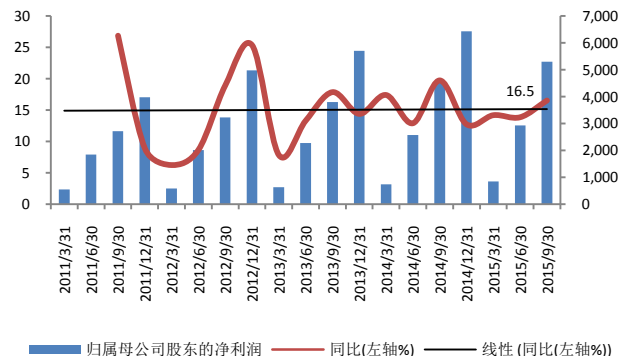
### 事件一：

公司 2015 年三季报数据显示，公司 2015 年 1-9 月营业收入同比增长 9.23%，归属母公司股东的净利润同比增长 16.53%。毛利率为 40.4%、净利率为 17.4%。

图表 1 公司收入增速趋势在 15-20%之间



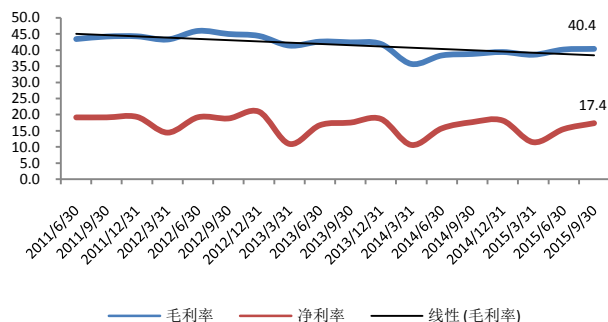
图表 2 归属母公司股东的净利润增速在 15%上下



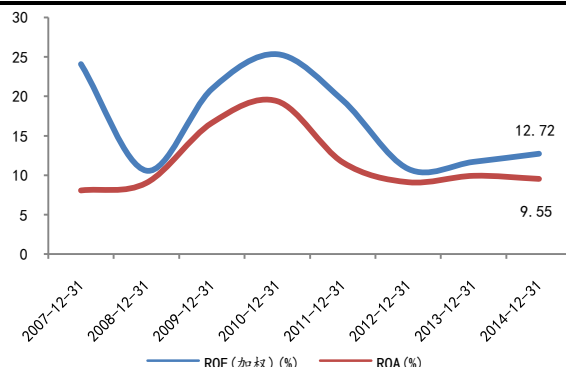
资料来源：公司公告，广证恒生整理

资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 3 毛利率接近 40%、净利率 15%上下



图表 4 ROA 和 ROE 比较稳定 10%上下



资料来源：公司公告，广证恒生整理

资料来源：公司公告，广证恒生整理

### 事件二：

10 月 31 日公司发布公告称，公司第三届董事会第十八次会议通过了《关于公司非公开发行股票方案的议案》，本次采取向特定对象非公开发行的方式非公开发行不超过 6000 万股，筹集资金不超过 97980 万元。本次非公开发行的定价基准日为公司第三届董事会第十八次会议决议公告日，发行价格为 16.33 元/股，不低于本次非公开发行的定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。

图表 5 本次非公开发行发行对象认购情况

发行对象	认购数量(万股)	认购金额(万元)
上海界龙集团有限公司	1,200	19,596
南通乐源汇达资产管理有限公司	1,500	24,495
建信基金管理有限责任公司	2,100	34,293
三一重工股份有限公司	1,200	19,596
合计	6,000	97,980

资料来源：公司公告，广证恒生整理



图表 6 本次非公开发行募集资金投向

项目	投资额 (万元)	规划方向
收购浙江润鑫电器有限公司 52.38%股权并增资项目	22,500	以公司全资子公司为项目主体,方向为目前已有产品产量的扩大和技术的提升
收购上海海泰药业有限公司 57%股权项目	17,453	获取房产土地,建设深低温(-196℃)全自动生物样本库项目
深低温(-196℃)全自动生物样本库项目	25,227	开展自动化、规模化细胞存储业务
投资水处理设备滤芯研发、制造及配套设施项目	20,000	扩大产品面进而扩大目标消费群体
补充现有生产流动资金	12,800	-
合计	97,980	

资料来源:公司公告,广证恒生整理

## 1. 公司双主业优势明显

图表 7 公司双主业优势明显

业务	细分	本次定增项目	经营主体	优势
净水	全屋净水	——	开能母公司	<b>全产业链:</b> 整机、控制阀、压力容器,国内 DSR 直销和国外经销,价格稳定、渠道稳定。 <b>品牌优势:</b> 全屋净水领域龙头企业。
	终端净水	1、收购浙江润鑫电器有限公司 52.38%股权并增资项目; 2、投资水处理设备滤芯研发、制造及配套设施项目	奔泰公司、浙江润鑫、浙江美易膜科技	<b>全产业链:</b> 整机、RO 膜、各级滤芯,奔泰经销商。 <b>品牌优势:</b> 开能、奔泰
免疫细胞	免疫细胞存储; 免疫细胞应用; 技术研发;	1、收购上海海泰药业有限公司 57%股权项目; 2、深低温(-196℃)全自动生物样本库项目	原能集团	<b>全产业链:</b> 细胞存储;技术研发;临床研究与应用;项目投资 <b>品牌优势:</b> 具有国际标准的健康体检与细胞采集、制备中心。

资料来源:公司公告,广证恒生整理

## 2. 终端净水业务收购优质资产增厚公司业绩

公司通过收购浙江润鑫电器有限公司 52.38%股权,并单方面对其增资 6,000 万元,上述交易全部完成后,公司将最终持有润鑫电器 60%的股份。

### 2.1 润鑫资产优质

浙江润鑫电器有限公司成立于 1998 年 2 月,是家专业从事净水产品的研发、生产和出口的行业龙头企业。公司研发生产的水处理类产品可分为七大类包括:家用 RO 机、商用 RO 机、工业 RO 机、超滤净水机(UF)、直饮机、软水机以及配件产品等。各类产品中代表及特点如下:





图表 8 浙江润鑫主营产品介绍

主要类别	产品名称	图片	主要功能与特点
家用 RO 机	Soda R0-01 台上式三合一多功能一体机		3 和 1 多功能一体机：净水、产苏打水、制冷。
	R0-4 型 5 级带泵壁挂 RO 机		快接, 自动冲洗, LED 电脑版显示, 2.0G 内置压力桶
商用 RO 机	R0-1 5 级商用 RO 机		自动运行控制, 带压力表流量计, 鹅颈龙头, 11G 压力桶 (20G 可选)
工业 RO 机	工业 RO 机		不需加热、能耗少; 没有相变, 能保持原料的结构特点和品质; 设备体积小、操作简单, 适应性强; 无酸碱排放, 对环境不产生污染。易于实现自动化控制。
超滤净水器	UF-1 型 5 级超滤系统		无。

资料来源：公司网站，广证恒生整理

## 2.2 润鑫电器的研发与生产优势明显

公司自主研发生产零配件占整机的近 70%，如 PP 滤芯、活性炭滤芯、滤壳、接头、高/低压开关等。可为合作伙伴提供从“产品设计-模具开发-批量生产”一站式产品服务。

公司已成为 WQA 的会员单位，并且获得 WQA 纯金印证。其大多数产品均已通过了 RoHS、CE、CB 等质量认证。当前，润鑫电器的产品已累计出口美国、法国、西班牙、俄罗斯、南非、埃及、伊朗、土耳其、马来西亚、泰国、越南等 30 多个国家，与国外近 50 家客户建立长期合作关系，2014 年及 2015 年 1-7 月，公司产品出口金额分别为人民币 4,958 万元和 2,598 万元。

润鑫电器产品的大部分零配件包括本体、接头、滤芯等均自主生产，配件装配精度高、契合度更好，有利于进一步降低成本、统一规格、控制质量，同时润鑫电器具有较强的模具制造能力，可以为客户开模



定制产品，满足客户个性化需求。

润鑫电器目前有专业研发人员 39 人，建有慈溪市工程技术中心。截至 2015 年 9 月，润鑫电器拥有有效专利 55 项，正在申请专利 6 项，为“慈溪市专利示范企业”。同时，润鑫电器与浙江大学建立合作关系，利用浙大的人才、技术优势为企业研发服务，联合研发“基于太阳能技术的新型便携式净水系统”，2013 年 12 月，润鑫电器又与浙江大学联合进行“微污染水处理技术研究与健康直饮机装置开发”项目，该项目按计划预计 2015 年底完成验收。

## 2.3 预计可增厚公司今年及以后的净利润

根据《上海开能环保设备股份有限公司收购并投资浙江润鑫电器有限公司股权的框架协议》中的约定，润鑫电器原股东承诺其预计实现的 2015 年度至 2019 年度合并报表后归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润最小值如下：

图表 9 2015-2019 润鑫可归属母公司净利润预测

年份	归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润最小值(万元)
2015E	3000
2016E	3500
2017E	4100
2018E	5000
2019E	6280

资料来源：公司公告，广证恒生整理

开能环保 2014 年财务报表中净利润为 6,828 万元，由上表润鑫电器各年净利润估计可知，通过收购优质资产优化公司资产结构和收入结构，快速增大公司的业绩规模，增强公司的盈利能力。

## 2.4 公司产能急速放大以满足净水行业的旺盛需求

企业当前 RO 机的生产由控股子公司上海奔泰负责，目前已达到年产 30 万台的能力。公司实际控制润鑫电器 60%股权后企业可形成年产 100-150 万台 RO 机的生产能力。使得公司在整机产能上急速放大并跻身中型 RO 机生产企业行业。预计到 2016 年，公司终端净水器产能达到 230 万台至 270 万台，是目前产能的 11 至 13 倍。

图表 10 公司向终端净水领域的延伸

途径	时间	进展	RO 机产能预计
终端净水器 内生增长	2012 年	子公司奔泰公司的滤芯事业部成立。 目前已具有反渗透膜年产能 100 万支，滤芯年产能 300 万支。	30 万台
	2013 年	开能净水设备二期项目即净水技术产品研发制造项目。产品主要以 RO 机为主。预计产能将是目前产能的 1 倍。按照整体的建设进度周期预计，2016 年可投产。	100 万台
	2013 年 2 月	投资 1.09 亿元取得 38 亩土地	
	2014 年 7 月	投资 0.73 亿元进行土建和安装	
	2014 年 7 月	IP0 募投项目之一节余资金的 1,090 万元，用于净水设备二期项目	
	2014 年 9 月	IP0 募投项目之一节余资金的 2,155 万元，用于净水设备二期项目	
	2015 年 7 月	正在建设中，项目进展顺利。	



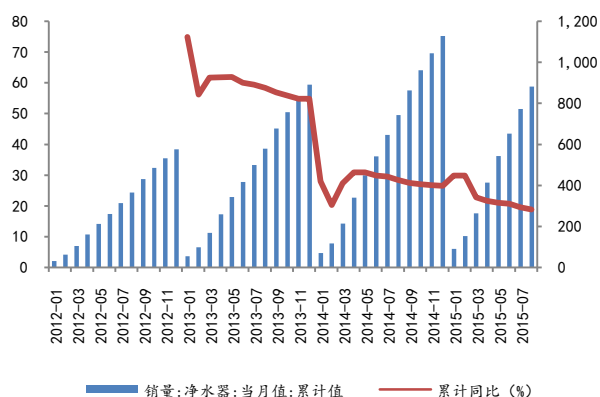
终端净水器 外延增长	2012年	公司向浙江美易膜科技有限公司投资2,000万元，取得其20%股权。分离膜产品包括微滤膜、超滤膜、纳滤膜和反渗透膜。另外还有工业园废水分离膜等。	——
	2015年	公司与浙江润鑫电器有限公司签署股权收购框架协议，持有浙江润鑫60%的股份。浙江润鑫是一家专业从事民用水处理设备系列环保产品的高新技术企业，是中国终端水处理技术和产品研发制造方面的领先企业之一，具有年产各式滤芯500多万支、R0机100多万台的生产能力，产品远销欧美等30多个国家和地区。	100-150万台

资料来源：公司网站，公司公告，广证恒生整理

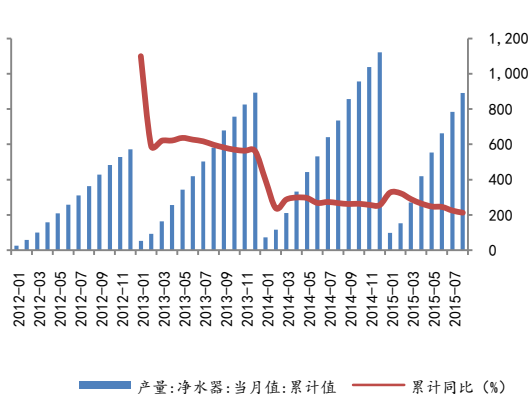
目前国内净水行业目前处于快速发展阶段，市场空间大。家用净水器目前普遍以终端净水器为主，从总量来看，我国市场普及率还不足 3%，不少水污染严重的地区普及率甚至不足 1%，仅在北京、上海、广州三大城市净水产品的使用率可达到 15%，远低于欧美日韩等地 70%以上的普及率。

净水器作为健康类家电，同时也会成为厨房电器的标配，家用净水器市场空间非常大。根据图表 9-10 和以上分析，我们预计净水器在国内外销量的增速将会一直保持较高水平。

图表 11 净水器行业销量增长稳定



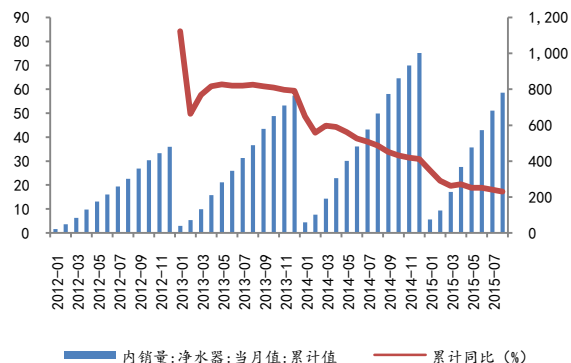
图表 12 净水器行业产量增长稳定



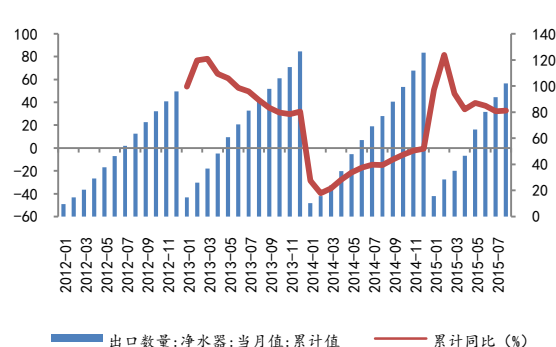
资料来源：产业在线，广证恒生整理

资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 13 净水器行业内销量进入稳定增长



图表 14 净水器行业出口销量增速明显



资料来源：产业在线，广证恒生整理

资料来源：产业在线，广证恒生整理





### 3. 建立终端净水全产业链

图表 15 开能环保终端净水产业链完善



资料来源：广证恒生整理

#### 3.1 滤芯项目介绍

本次定增募集资金部分用于搭建滤芯生产线投资项目，由公司作为项目建设方和运营方。项目完成后，即可满足公司自有生产需要，也可满足行业发展配件采购需要。这将有助于企业节约采购成本，加强环节监控，增强企业盈利能力。

图表 16 滤芯生产线项目情况

设计产能	1,000 万支
项目建设期	20 个月，自 2015 年 11 月至 2017 年 6 月
地址	上海市浦东新区川大路 518 号 3 幢厂房，总建筑面积为 6,653 平方米
投资金额和用途	2 亿元，全部为设备采购
达产时间	2019 年
预计收益率	投资利润率为 12.05%，内部收益率 23.06%

资料来源：广证恒生整理

#### 3.2 滤芯产品介绍

净水器的核心部分是滤芯，在终端净水器总常用的滤芯如下：

图表 17 各类滤芯产品

膜的类别	膜的孔径	过滤效果	市场竞品及均价
粗滤、微滤膜	0.5-1 微米	简单过滤泥垢、铁锈、胶体等可见杂质，以及大的细菌团。	碧水源、泉来 100元
超滤膜 (UF)	0.1-0.01 微米	较粗滤/微滤膜进一步过滤细菌、病毒、色素、炭粉等大分子有机物。	飞利浦、沁园 180元
纳滤膜 (NF)	0.01-0.001微米	较超滤膜进一步过滤农药、除草剂、洗涤剂等大分子有机物和大分子盐类。	碧水源、水管家 450元
活性炭	20-1000 微米	活性炭利用其巨大的表面积可将水中毒性有机物吸附于微孔中，同时又能与水中多种化学污染物结合，从而阻止有机物和化学污染物被人体吸收。	灏钻、沁园 60元

资料来源：京东商城，广证恒生整理

### 4. 免疫细胞全产业链将形成，技术优势显现

#### 4.1 收购项目具体介绍

原能集团拟投资 56,040 万元用于收购海泰药业 57%股权，并建设深低温（-196℃）全自动生物样本



库项目，其中 42,680 万元将由开能环保以本次非公开发行股票募集资金通过补足认缴出资并增资的方式投入原能集团；剩余 13,360 万元中，5,500 万元由其他投资者以现金增资的方式投入原能集团，其余 7,860 万元由原能集团以自有资金或通过其他融资方式解决，具体如下：

图表 18 公司收购项目情况

项目名称	项目投资总额	投入募资金额
收购海泰药业 57%股权	22,916	17,453
深低温（-196℃）全自动生物样本库	33,124	25,227
合计	56,040	42,680

资料来源：公司公告，广证恒生整理

单位：万元

图表 19 收购项目投资总额的其他来源

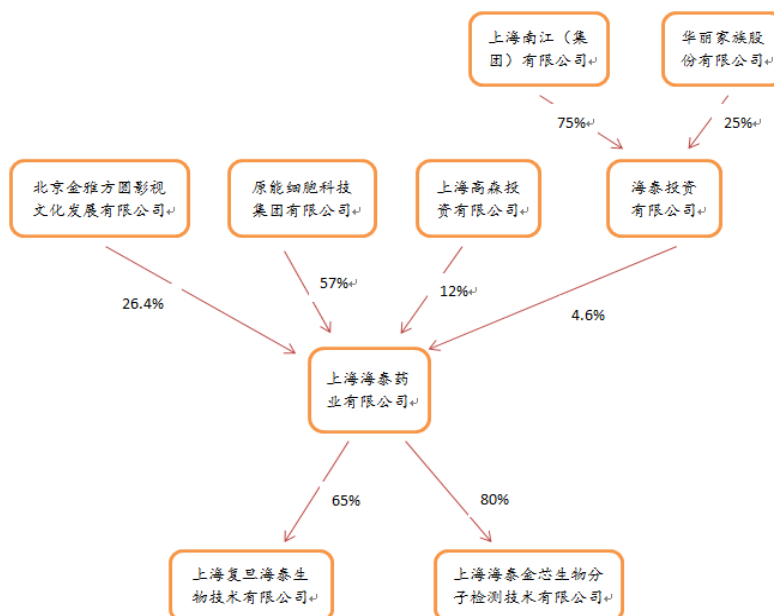
资金来源	出资方式	出资金额
三一重工	现金增资	2,500
南通乐源	现金增资	2,500
唐少云	现金增资	500
原能集团	自有资金或其他融资方式	7,860
合计		13,360

资料来源：公司公告，广证恒生整理

单位：万元

根据原能集团与海泰投资签署的《股权转让框架协议》，原能集团拟向海泰投资收购其持有海泰药业的 57%股权，暂定购买价款为 22,916 万元。同时开能环保的关联公司上海高森投资有限公司以 5,833 万元收购张江科技持有的海泰药业 12%的股权，收购以后海泰药业的股权结构如下图：

图表 20 收购后海泰药业的股权结构



资料来源：公司公告，广证恒生整理

原能集团收购“海泰药业”57%的股权后，将取得其位于上海张江生物医药基地内合计 40,538.7 平方米的国有土地使用权，及其地上 36,898 平方米的房屋及构筑物的产权。原能集团取得以上房产及土地后，将用于建设原能集团公司总部、一个符合国际标准的细胞存储基地和具有国际水准的细胞技术工程研究中心等核心经营场所，同时，投资建设 1,000 万份存储能力的深低温（-196℃）全自动生物样本库，同时建立超大容量的人类健康大数据中心，为客户提供细胞存储以及人体健康基础信息服务。



图表 21 海泰药业项目建设情况

项目建设周期预计	24 个月，自 2015 年 9 月-2017 年 9 月。
地点	中国(上海)自由贸易试验区哈雷路 1118 号(本次拟收购的海泰药业所在地)。
设备	全自动生物样本库将汇同欧美医疗高科技企业独家定制，集成千万支级大规模、零误差、高效率、专业化的机器人管理存储系统，实现全自动无人值守，在-196℃低温环境中单支存取。
投资额	本项目计划投资总额为 33,124 万元，主要用于先进设备的采购安装，其中铺底流动资金 2,000 万元。此次募集资金为 25,227 万元。
经济效益分析	税后内部收益率为 49.57%，静态投资回收期为 4.3 年，具有较好的经济效益。

资料来源：公司公告，广证恒生整理

其中，原能集团收购“海泰药业”57%的股权后将取得其位于上海张江生物医药基地内合计 40,538.7 平方米的国有土地使用权及其地上 36,898 平方米的房屋及构筑物的产权。原能集团取得以上房产及土地后，将用于建设原能集团公司总部、一个符合国际标准的细胞存储基地和具有国际水准的细胞技术工程研究中心等核心经营场所，同时，投资建设 1,000 万份存储能力的深低温(-196℃)全自动生物样本库。

#### 4.2 免疫细胞存储有望成为未来 10 年内最具增长力的产业之一

世界卫生组织《2014 全球癌症报告》新增癌症病例有一半出现在亚洲，其中大部分在中国，中国新增癌症病例高居世界首位。癌症的死亡人数在迅猛上升，癌症在我国正变成一种常态，未来十年将成井喷式发展态势。根据《中国肿瘤登记年报》，在我国癌症愈发明显的呈现年轻化，死亡率日益增高，我国每年新增癌症患者 320 万例，每 10 秒就确诊一名癌症患者，平均每天确诊 8,550 人，每 15 秒就有一人死于癌症，每年死于癌症的人数达 270 万人。在 0~64 岁人口中，每死亡 4 人，即有 1 人死于癌症。从年龄段来看，恶性肿瘤发病率全国 35 岁~39 岁年龄段为 87.07/10 万，40 岁~44 岁年龄段几乎翻番，达到 154.53/10 万；50 岁以上人群发病占全部发病的 80%以上，60 岁以上癌症发病率超过 1%，80 岁达到高峰。

然而，免疫细胞的寿命随年龄的增加而减短，免疫力也随之下降；成年人每天都有 3,000-6,000 个癌细胞产生，人体的免疫力在 20 岁到达最高峰后，免疫系统会随年龄增长而逐渐衰退，当 40 岁时，免疫力只有巅峰时的 1/2；等到了 70 岁时，仅有巅峰期的 1/10。

免疫细胞是抗肿瘤、抗衰老新医疗技术的一个核心要素。因此，免疫细胞存储需求很大，潜在市场等待开发。伴随免疫治疗技术发展的时间需求以及人体生长规律，在年轻、健康时，将免疫细胞储存起来，在未来需要时使用，即是存储生命的希望。如果从事细胞存储的企业能提高技术，达到量产满足市场需求，免疫细胞存储有望成为未来 10 年内最具增长力的产业之一。

#### 4.3 原能集团的免疫细胞存储技术优势显现

##### 4.3.1 拥有专业技术专家团队

原能集团已聚集了一批在免疫细胞研究上有很深造诣的技术专家团队和资源，现有研发技术人员 25 名，其中博士以上学历 5 名，硕士 11 名，本科 9 名，成员均有细胞生物学医学教育背景，其中一部分人多年从事细胞研究工作，研发能力较强，在免疫细胞的分离-存储-培养、细胞含量与活力等指标检测、细胞倍增技术和质量及安全控制流程等方面具备了领先的技术和独到的优势。

##### 4.3.2 已申请多项专利

原能集团目前已申请的发明专利有：细胞储运箱；细胞转移运输盒；细胞冷冻存储装置；细胞复苏器；

细胞低温工作台；自动细胞灌装机；冷冻细胞自动存取控制装置；生物样本库管理系统等。

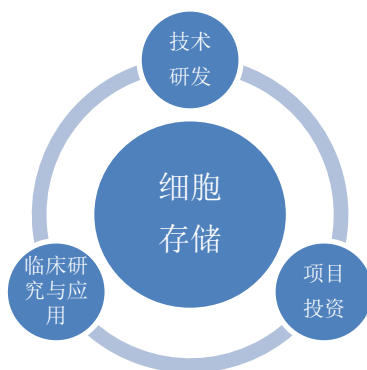
此外，原能集团注重标准化建设与制度建设，在细胞采集、检测、库存、制备、出库各环节的安全与质量方面，已研发出一套独有的管理控制体系，为免疫细胞存储业务的正式开展打下良好技术基础。

#### 4.4 产业链已经初步完成

经过一年多，公司逐渐形成以细胞存储业务为中心的上下游产业链，具体结构如下图。原能集团致力于为客户提供专业的、符合国际标准的免疫细胞采集、分离、存储的服务；同时通过技术合作、投资等方式与国际、国内的研究机构和专家开展免疫细胞治疗技术的研究与产品开发，在肿瘤治疗、肿瘤免疫、抗衰老、保健及提升免疫力等领域展开应用方面的技术转化合作；最后通过项目投资，以参股、控股等方式，投资成熟的细胞技术相关的项目和企业，从而集合产业投资，打造健康生态圈。

在细胞存储、技术开发、临床研究与应用以及项目投资方面，公司都已经完成了相关的投资收购活动，并与不少医院、研究所达成合作。

图表 22 以细胞存储为中心推进技术研发、临床研究与应用和项目投资



资料来源：广证恒生

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测假定：摊薄与股权变动

根据此次公告，本次发行股份数量不超过 6,000 万股，若以本次最终发行股份数为 6,000 万股来看，发行完成后公司总股本将增长 18.08%（达到 3.92 亿股）。若不考虑相关发行费用等因素，并按本次募集资金规模上限 97,980 万元计算，本次发行完成后，公司归属于母公司股东的所有者权益将增长 169.32%。随着股本和所有者权益的增加，将导致短期内每股收益和净资产收益率减少，原股东即期回报将被摊薄。

在子公司控股股权变动方面，开能环保在《非公开发行股票预案》中决定对原能集团增资，股权比例由原来占注册资本总数 50% 上升至 57.01%。

### 5.2 三项业务的盈利预测与估值

我们基于 20150818 开能环保深度报告《终端净水释放业绩，细胞业务或超预期》的思路，按照此次假设，我们对公司非终端业务、终端业务和免疫细胞业务分别进行盈利预测和估值，计算股价为：4.60 元+18.58 元+11.12 元=34.30 元。

公司 2015 到 2017 年的 EPS 分别为 0.37、0.45、0.73 元，对应的 PE 分别为 93 倍、76 倍、47 倍。目标价距停牌前价格 21.59 元还有 59% 的空间，给予“强烈推荐”的评级。





### 5.2.1 非终端产品领域的盈利预测与估值

非终端业务按照公司现有业务的增速,在剔除终端净水器后,按照假设我们得到的股价理论值为:4.60元。计算如下:

图表 23 非终端产品领域的盈利预测

单位百万	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
非终端产品收入(百万)	216.66	272.64	321.84	386.21	463.45	556.14
非终端产品净利润(百万)	39.0	49.1	57.9	69.5	83.4	100.1
股利(百万)	34.1	24.4	16.1	27.8	33.4	40.0

资料来源:广证恒生

### 5.2.2 终端产品领域的盈利预测与估值

基于对终端净水器市场的分析,我们认为净水器需求将保持 20%以上增长。收购润鑫公司 60%股权以及净水设备二期项目的开展均会使得终端净水设备的产能明显扩大。我们认为公司终端净水器未来三年(到 2017 年)的营业收入有望达到 11 亿元。

根据开能环保点评报告(300272)中分析,我们估算 2014 年开能终端净水设备销售额为 0.53 亿元,销售量为 6.8 万台;全屋净水设备销售额为 0.27 亿元,销售量为 1.52 万台。

图表 24 终端净水盈利预测

单位百万	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
估计终端总收入(百万)	24	38	53	491.1	590.3	1,138.9
估计终端收入(百万)(润鑫)	—	—	186	416.7 <sup>1</sup>	486.1	569.4
估计终端收入(百万)(其他)	24	38	53	74.4	104.2	569.4 <sup>2</sup>
平均增速	118%	58%	39%	826%	20%	93%
估计对应销售量(万台)(润鑫)	—	—	—	53.4	62.3	73.0
估计对应销售量(万台)(其他)	3.1	4.9	6.8	9.5	13.4	73.0
估计净利润(百万)(润鑫)	—	—	—	50.0	58.3	68.3
估计净利润(百万)(其他)	2.9	4.6	6.4	8.9	12.5	68.3

资料来源:广证恒生

按照假设,我们计算得到股价理论值为 18.58 元。我们认为,基于对市场的需求判断、以及公司技术、品牌效应以及渠道和服务体系,公司的盈利增长具有持续性。

### 5.2.3 免疫细胞业务的估值

基于 20150818 开能环保深度报告(300272)《终端净水释放业绩,细胞业务或超预期》的分析,到 2015 年底原能细胞公司理论价值为 76.48 亿元,按照此次假设,上市公司的权益价值为 43.60 亿元,因此我们估算公司细胞业务的股价理论值为 43.60/3.92=11.12 元。

## 5.3 公司整体盈利预测

<sup>1</sup> 公司收购润鑫电器 60%股份,拓宽润鑫电器销售渠道。

<sup>2</sup> 开能净水二期项目预计可投入生产。





图表 25 主要财务指标预测 (单位: 百万元)

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	374.74	877.00	1054.00	1695.00
同比(%)	20.4%	134.0%	20.2%	60.8%
归属母公司净利润	64.24	145.86	176.13	284.16
同比(%)	12.7%	127.1%	20.8%	61.3%
毛利率(%)	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
ROE(%)	10.00%	17.45%	18.42%	25.16%
每股收益(元)	<b>0.16</b>	<b>0.37</b>	<b>0.45</b>	<b>0.73</b>
P/E	96.49	58.80	48.70	30.18
P/B	11.64	12.99	11.16	8.56
EV/EBITDA	66.95	42.32	32.84	22.97

资料来源: 广证恒生

## 6. 风险提示

- 一、净水业务: 全屋设备和终端设备国内市场竞争加剧风险; 海外市场波动风险; 汇率风险。
- 二、免疫细胞存储业务: 免疫细胞存储政策风险; 免疫细胞存储市场的竞争风险。



图表 26 盈利预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	515.52	891.06	929.92	1368.63
现金	45.24	478.64	388.90	585.04
应收账款	60.83	137.82	169.69	271.46
其它应收款	15.86	2.62	34.24	22.36
预付账款	6.20	6.36	11.98	18.63
存货	54.11	151.07	174.33	271.60
其他	333.29	114.55	150.78	199.54
<b>非流动资产</b>	353.96	724.45	807.04	1264.49
长期投资	8.25	10.87	7.70	2.97
固定资产	147.58	330.59	359.39	569.54
无形资产	114.81	311.68	374.09	598.59
其他	83.32	71.31	65.86	93.38
<b>资产总计</b>	869.49	1615.50	1736.97	2633.12
<b>流动负债</b>	87.76	703.68	714.51	1375.05
短期借款	0.00	440.52	603.65	934.58
应付账款	23.83	67.55	43.50	137.86
其他	63.93	195.61	67.36	302.61
<b>非流动负债</b>	10.64	9.85	9.82	9.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.64	9.85	9.82	9.81
<b>负债合计</b>	98.40	713.53	724.33	1384.86
少数股东权益	238.58	240.58	243.03	245.86
归属母公司股东权益	532.51	660.50	768.72	1001.51
<b>负债和股东权益</b>	869.49	1614.61	1736.08	2632.23

利润表	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	374.74	877.00	1054.00	1695.00
<b>营业成本</b>	226.98	526.20	632.40	1017.00
营业税金及附加	1.17	2.67	3.34	5.27
营业费用	34.34	86.29	101.38	161.71
管理费用	38.81	100.70	115.24	185.17
财务费用	-1.94	-13.24	-9.65	-16.63
资产减值损失	2.11	3.75	5.11	8.34
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.13	1.82	2.42	3.12
<b>营业利润</b>	78.41	172.44	208.60	337.27
营业外收入	2.46	3.11	2.89	2.82
营业外支出	0.05	0.07	0.06	0.06
<b>利润总额</b>	80.82	175.48	211.44	340.03
所得税	12.54	27.62	32.85	53.04
<b>净利润</b>	68.28	147.86	178.58	286.99
少数股东损益	4.04	2.00	2.45	2.83
归属母公司净利润	64.24	145.86	176.13	284.16
<b>EBITDA</b>	95.47	207.47	275.15	399.32
<b>EPS (摊薄)</b>	0.16	0.37	0.45	0.73

数据来源: 港澳资讯, 公司公告, 广证恒生

现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	80.25	398.70	-50.96	413.55
净利润	68.28	147.86	178.58	286.99
折旧摊销	14.66	31.99	63.72	59.29
财务费用	-1.94	-13.24	-9.65	-16.63
投资损失	-5.13	-1.82	-2.42	-3.12
<b>营运资金变动</b>	-294.90	233.27	-280.91	87.05
其它	299.29	0.63	-0.28	-0.03
<b>投资活动现金流</b>	-370.58	-401.29	-143.61	-513.59
资本支出	35.73	394.87	79.05	457.94
长期投资	8.94	-12.18	-0.70	-1.44
其他	-325.91	-18.60	-65.26	-57.09
<b>筹资活动现金流</b>	198.36	-4.53	-58.30	-34.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	198.36	-4.53	-58.30	-34.75
<b>现金净增加额</b>	-91.96	-7.12	-252.87	-134.79

主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	20.41%	134.03%	20.18%	60.82%
营业利润增长率	19.20%	119.93%	20.96%	61.69%
归属于母公司净利润增长率	12.75%	127.07%	20.75%	61.33%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.43%	40.00%	40.00%	40.00%
净利率	18.22%	16.86%	16.94%	16.93%
ROE	10.00%	17.45%	18.32%	24.84%
ROIC	12.82%	13.43%	13.01%	14.82%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	11.32%	44.17%	41.70%	52.59%
净负债比率	0.00%	48.89%	59.66%	74.92%
流动比率	5.87	1.27	1.30	1.00
速动比率	5.26	1.05	1.06	0.80
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.71	0.63	0.78
应收账款周转率	0.16	0.16	0.16	0.16
应付账款周转率	10.74	11.52	11.39	11.22
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.37	0.45	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.02	-0.13	1.06
每股净资产(最新摊薄)	1.97	2.30	2.58	3.18
<b>估值比率</b>				
P/E	96.49	58.80	48.70	30.18
P/B	11.64	12.99	11.16	8.56
EV/EBITDA	66.95	42.32	32.84	22.97



机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	王微娜	(86) 18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86) 18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86) 13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	金娟	(86) 13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86) 18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86) 18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86) 15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86) 13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86) 15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我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担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。