东兴证券
DONGXING SECURITIES

新老产品齐发力，进入快速成长期

——新开源（300109）2014 年年报及 2015 年一季报预告点评

2015 年 03 月 31 日

强烈推荐/维持

新开源 | 财报点评

杨伟 分析师 执业证书编号：S1480512110002

yang_wei@dxzq.net.cn 010-66554034

事件：

公司发布 2014 年年报，营业收入 2.53 亿元，同比增长 20.99%，归属于上市公司股东的扣非后净利润 2994.43 万元，同比增长 55.89%，基本每股收益 0.26 元。公司预计 2015 年一季度营业收入为 6000-6500 万元，同比变动-0.48%-7.81%，归属于上市公司股东的净利润 1100-1200 万元，同比增长 100.24%-118.44%。

公司拟以 1.152 亿总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 1.00 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入（百万元）	59.36	48.7	48.89	60.29	65.2	69	58.85
增长率（%）	-6.11%	0.44%	4.41%	14.96%	9.84%	41.69%	20.39%
毛利率（%）	27.74%	31.55%	27.15%	23.26%	29.57%	31.88%	36.59%
期间费用率（%）	13.91%	20.80%	18.85%	12.01%	14.01%	15.23%	21.62%
营业利润率（%）	12.78%	12.03%	7.03%	10.18%	14.98%	15.48%	14.11%
净利润（百万元）	6.42	5.00	3.83	5.49	8.55	9.35	6.73
增长率（%）	4.00%	11.98%	-1.44%	11.90%	33.06%	86.93%	75.64%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.04	0.03	0.05	0.07	0.08	0.06
资产负债率（%）	6.73%	6.95%	10.79%	10.31%	11.20%	12.24%	15.67%
净资产收益率（%）	1.74%	1.34%	1.02%	1.44%	2.22%	2.38%	1.68%
总资产收益率（%）	1.63%	1.25%	0.91%	1.29%	1.98%	2.09%	1.42%

观点：

- PVP与欧瑞姿齐发力带动业绩大涨。募投项目5000吨PVP一期建成后，公司PVP产能翻倍，新厂硬件设施与工艺流程不断优化，显著提高PVP质量，同时主要原材料BDO价格持续低迷，使PVP销量与毛利率均明显增长，2014年销售毛利率达30.33%，同比提升2.85个百分点，净利率11.89%，同比提升2.26个百分点；高毛利新品欧瑞姿Q1销量达50余吨，增厚净利润350余万，折合吨净利高达7万，与我们此前预计的吨价格15-20万、净利率40%一致。新老产品齐发力是2015年Q1业绩继续大涨的主要因素。
- 公司进入加速成长期，看好 PVP 与欧瑞姿的巨大发展空间。全球 PVP 与欧瑞姿市场规模高达 80-90 亿，公司 PVP 排名世界第三，但 2014 年收入仅有约 2.5 亿，国外认证通过后将逐步打开欧美高端市场，公司产品结构将更加优化，整体毛利率有继续提高空间。欧瑞姿市场规模约 15 亿，公司已开始给国际日

化企业小批量供货， 因其在全球仅有 Ashland 一家竞争对手，且高价格、高毛利率，一旦放量将大幅增厚业绩。

- 产业链继续延伸，并购重组初战告捷。公司成立天津雅瑞姿向下延伸产业链进入口腔护理领域，目前 100 万支假牙粘合剂生产线工艺设计已完成，其产能释放后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。公司 2014 年最大亮点是通过收购呵尔医疗、三济生物、晶能生物三家医疗服务公司进军肿瘤早期诊断、分子诊断及基因测序等领域，开辟新的利润增长点，并进入大健康产业领域，未来公司将在双轮驱动下实现未来高成长。

- 公司 2015 年经营目标为主营业务收入不低于 3 亿元，归属于上市公司股东的净利润不低于 4000 万元。我们基于对 PVP 新增产能及欧瑞姿销售的乐观判断，预计 2015 年业绩超预期的可能性大。

结论：

公司受益新老产品齐发力，业绩进入加速增长期。收购医疗服务资产进入大健康产业领域，大幅提升估值，未来将在双轮驱动下实现高成长。鉴于证监会核准工作目前尚未完成，盈利预测暂不考虑收购标的公司，预计公司2015-2016年EPS分别为0.50元、0.80元，分别对应PE为88倍、54倍，维持“强烈推荐”评级。

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	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	125	150	221	289	374	**营业收入**	209	253	360	482	636
货币资金	21	42	72	96	127	**营业成本**	152	177	241	307	389
应收账款	26	28	40	54	71	营业税金及附加	1	1	2	2	3
其他应收款	1	2	2	3	4	营业费用	12	13	18	23	29
预付款项	3	4	4	4	4	管理费用	20	26	32	41	51
存货	64	71	92	118	149	财务费用	1	0	2	2	1
其他流动资产	1	0	0	0	0	资产减值损失	0.58	1.19	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	298	324	327	333	338	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	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.34	0.50	0.50	0.50
固定资产	212	263	273	281	288	**营业利润**	22	35	65	106	162
无形资产	22	24	22	19	17	营业外收入	1.18	0.32	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	0.12	0.20	0.20	0.20
资产总计	423	475	548	622	711	**利润总额**	23	35	67	108	164
流动负债合计	40	67	102	110	101	所得税	3	5	9	15	23
短期借款	0	25	55	53	30	**净利润**	20	30	57	93	141
应付账款	30	25	33	42	53	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	3	3	3	3	3	归属母公司净利润	20	30	57	93	141
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	33	54	89	133	189
非流动负债合计	5	7	0	0	0	**EPS（元）**	0.18	0.26	0.50	0.80	1.22
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	46	74	102	110	101	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-1.6%	21.0%	42.1%	33.8%	32.0%
实收资本(或股本)	115	115	115	115	115	营业利润增长	6.6%	57.0%	85.8%	63.5%	52.9%
资本公积	184	184	184	184	184	归属于母公司净利润	0.5%	49.4%	89.8%	62.0%	51.9%
未分配利润	67	87	110	147	204	**获利能力**					
归属母公司股东权	377	400	440	505	604	毛利率(%)	27%	30%	33%	36%	39%
负债和所有者权	423	475	542	615	705	净利率(%)	10%	12%	16%	19%	22%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	5%	6%	10%	15%	20%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	5%	8%	13%	18%	23%
经营活动现金流	23	47	44	88	128	**偿债能力**					
净利润	20	30	57	93	141	资产负债率(%)	11%	16%	19%	18%	14%
折旧摊销	10	19	22	24	25	流动比率	3.11	2.23	2.17	2.62	3.69
财务费用	1	0	2	2	1	速动比率	1.51	1.18	1.27	1.55	2.22
应付帐款的变化	0	0	8	9	11	**营运能力**					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.56	0.71	0.83	0.96
投资活动现金流	-35	-47	-26	-31	-31	应收账款周转率	9	9	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.89	9.16	12.43	12.84	13.33
长期投资	5	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	0	0	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.26	0.50	0.80	1.22
筹资活动现金流	-11	19	11	-33	-66	每股净现金流(最新	-0.20	0.17	0.26	0.21	0.27
短期借款	0	25	55	53	30	每股净资产(最新摊	3.27	3.47	3.82	4.38	5.24
长期借款	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	243.33	168.46	88.26	54.47	35.85
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	13.38	12.61	11.46	9.99	8.36
现金净增加额	-23	19	30	24	31	EV/EBITDA	151.68	92.27	56.55	37.71	26.23

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，四年证券行业从业经验，2014 年水晶球第三名。

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。