

年报符合预期，关注欧瑞兹放量

投资要点：

- 新开源公布 2014 年年报：实现营业收入 2.53 亿元，同比增长 20.99%，实现净利润 3011.79 万元，同比增长 49.36%，EPS0.26 元。公司净利润与我们前期预测一致。另外，公司一季度业绩预计同比增长 100.24%-118.44%。
- **关注欧瑞兹的放量。**公司的 PVME/MA 系列产品（乙烯基甲醚与马来酸酐共聚物，商品名：欧瑞兹）是公司具有自主品牌、技术世界领先的产品，根据公司年报披露，欧瑞兹全年销售量达到 40 吨，销售额 481 万元。根据公司一季度预告的披露，公司第一季度的欧瑞兹销量已经达到 50 余吨，增加净利润 350 多万元。我们认为公司的欧瑞兹产品销量大幅增长说明公司未来化工板块方面，高毛利产品的销售和利润占比将会进一步提升，应该给予一定的估值。
- **公司原有业务属于化工行业，稳健发展，受益于成本下降。**公司处于乙炔产业链，上游原料 BDO 仍然处于严重的产能过剩阶段，而且产能过剩的消化速度并不迅速，加之 PVP 与下游的供需关系较为健康，因此公司能够享受到成本下降的优势。本轮的油价下跌对公司毛利率的提升有一定的贡献。
- **公司目前正在布局大健康行业。**公司 2014 年设立了天津雅瑞兹，另外，今年最近又公告拟通过向特定对象以 13.20 元/股非公开发行股份购买阿尔医疗、三济生物和晶能生物 100% 股权。公司这一系列举措，我们认为是其在加紧布局大健康行业。
- **对公司发展战略的思考。**由于公司的 PVP 产品市场容量较小，即使需求扩大十倍，PVP 产品仍然属于小宗品。对于没有资源禀赋的中游化工企业，如果单纯追求一体化而向上游或者下游发展，可能将会面临市场容量瓶颈、上游产能过剩、新装置成本高昂等诸多问题。我们认为公司目前的战略是将自身的定位从商品制造商向**大健康服务商**转变，通过自身的内延发展和外延并购，打开成长的天花板。
- **内延发展，设立天津雅瑞兹，切入口腔护理领域。**欧瑞姿是公司近年开发的新产品，年产 2500 吨的生产线已投入试生产并取得合格产品，下游是口腔护理领域。公司 2014 年设立天津雅瑞兹，其经营范围为活动假牙稳固剂（义齿稳固剂）、假牙清洁片（体外接触）、漱口水等其他口腔护理材料的生产销售。这是我们预期之内的举措。
- **外延并购，收购三家公司，布局大健康行业。**阿尔医疗从事肿瘤（包括宫颈癌、肝癌、肺癌、前列腺癌等）的早期诊断，是未来肿瘤微创早期诊断的龙头；三济生物主要从事个体化治疗（包括肿瘤、心脑血管、免疫调节、精神神经、麻醉用药等领域），应用的技术主要是分子诊断；晶能生物定位于第三方基因检测科技服务平台；三家公司都有望成为各自所在领域的前三名，并且三家公司具有很好的协同效应：阿尔和三济是肿瘤诊断和治疗的协同；晶能生物是三济和阿尔业务发展的助推器，可以为三济和阿尔提供不断的技术支持，同时通过与这两家公司渠道整合，拓展科技服务的业务
- **维持“买入”的评级。**我们调整自己的盈利预测模型，将收购的三家公司自 2015 年开始纳入合并范围，预测公司 2015-2016 年的净利润将会达到 6706 万元、8819 万元，

新开源 (300109.SZ)

分析师：黄景文

执业证书编号：S0050513100001

Tel：010-59355819

Email：huangjw@chinans.com.cn

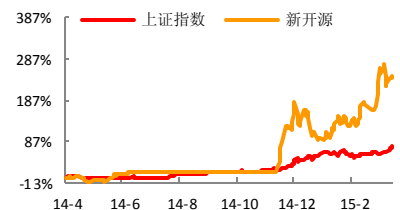
投资评级

本次评级：买入
跟踪评级：维持
目标价格：

市场数据

市价(元)	43.17
上市的流通 A 股(亿股)	0.8
总股本(亿股)	1.15
52 周股价最高最低(元)	50-10.82
上证指数/深证成指	3617.32/ 12544.45
2014 年股息率	0.34%

52 周相对市场表现



相关研究

维持“买入”的评级。

公司财务数据及预测

项目	2013	2014	2015E	2016E
营业收入(百万元)	209.39	253.34	378.15	449.50
增长率(%)	-1.62	20.99	49.26	18.87
归属于母公司所有者的 净利润(百万元)	20.17	30.12	67.06	88.19
增长率(%)	0.46	49.36	122.64	31.52
毛利率%	27.48	30.33	35.93	37.75
净资产收益率(%)	5.35	7.71	14.77	16.82
EPS(元)	0.175	0.261	0.582	0.766
P/E(倍)	260.96	174.72	78.48	59.67
P/B(倍)	13.96	13.15	11.59	10.03

数据来源：民族证券

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E
流动资产	124.91	150.24	218.04	329.05	营业收入	209.39	253.34	378.15	449.50
现金	20.88	42.29	47.33	129.50	营业成本	151.85	176.51	242.29	279.82
应收账款	34.31	31.15	61.13	72.66	营业税金及附加	0.85	0.76	1.13	1.35
其他应收款	3.34	4.26	6.22	7.39	销售费用	12.45	12.90	22.69	26.97
预付账款	1.27	1.65	2.28	2.71	管理费用	20.12	26.32	32.14	38.21
存货	64.17	70.88	99.57	114.99	财务费用	1.32	0.39	1.75	0.00
其他	0.93	0.02	1.51	1.80	资产减值损失	0.58	1.19	0.76	0.90
非流动资产	297.74	324.39	316.95	291.07	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	5.00	5.00	5.00	5.00	投资净收益	0.00	0.34	0.00	0.00
固定资产	269.61	293.17	284.16	257.56	营业利润	22.22	35.62	77.39	102.25
无形资产	21.62	24.01	24.01	24.01	利润总额	23.35	35.82	78.89	103.75
其他	1.51	2.21	3.78	4.49	所得税	3.18	4.98	11.83	15.56
资产总计	422.64	474.63	534.99	620.12	净利润	20.17	30.84	67.06	88.19
流动负债	40.18	67.44	61.43	72.30	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	25.00	0.00	0.00	归属母公司净利	20.17	30.12	67.06	88.19
应付账款	34.38	34.16	50.72	59.64	EBITDA	33.81	55.44	111.81	135.61
其他	5.80	8.28	10.71	12.66	EPS (元)	0.175	0.261	0.582	0.766
非流动负债	5.40	6.94	19.66	23.37	主要财务比率	2013	2014	2015E	2016E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	5.40	6.94	19.66	23.37	营业收入	-1.62%	20.99%	49.26%	18.87%
负债合计	45.58	74.38	81.10	95.67	营业利润	6.65%	60.31%	117.26%	32.13%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净	0.46%	49.36%	122.64%	31.52%
归属母公司股东权益	377.06	400.25	453.89	524.44	获利能力				
负债和股东权益	422.64	474.63	534.99	620.12	毛利率	27.48%	30.33%	35.93%	37.75%
					净利率	9.63%	12.18%	17.73%	19.62%
					ROE	5.35%	7.71%	14.77%	16.82%
					ROIC	5.47%	7.14%	14.46%	16.14%
					偿债能力				
					资产负债率	10.79%	15.67%	15.16%	15.43%
					净负债比率	-4.11%	-2.59%	-8.26%	-22.46%
					流动比率	3.11	2.23	3.55	4.55
					速动比率	1.51	1.18	1.93	2.96
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.53	0.71	0.72
					应收帐款周转	6.10	8.13	6.19	6.19
					应付帐款周转	4.13	4.60	4.15	4.15
					每股指标(元)				
					每股收益	0.175	0.261	0.582	0.766
					每股经营现金	0.241	0.409	0.566	0.901
					每股净资产	3.273	3.474	3.940	4.552
					估值比率				
					P/E	260.96	174.72	78.48	59.67
					P/B	13.96	13.15	11.59	10.03
					EV/EBITDA	156.39	95.51	47.37	38.55

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，从事化工行业研究，4年证券行业研究经验。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)