

## 海外市场有望高速扩张的PVP龙头

——新开源（300109）调研快报

2014年02月27日

强烈推荐/上调

新开源

调研快报

关注 1: 公司是国内最大的 PVP 生产企业

公司是国内首家研究和生产聚乙烯吡咯烷酮（PVP）的高新技术企业，拥有 PVP 产能 2500 吨，在行业中位居国内第一、世界第三。PVP 系列产品主要用于医药市场，是三大新型药用辅料之一，在日化、食品、环保水处理等领域的需求也持续增长。公司产品质量优于其它国内企业，已获得国内知名企业与世界跨国公司的认同，德国汉高、辉瑞制药、上市公司碧水源均是公司下游客户。

关注 2: 募投项目建成投产将带动业绩快速增长

公司募投项目 3000 吨/年 PVP、2500 吨/年 PVME/MA（乙烯基甲醚/马来酸酐）已于 2013 年 4 月建成，目前项目处于试生产阶段，在等待河南省环保厅的批文。该项目为公司年产 5000 吨 PVP 扩建项目、1 万吨 PVME/MA 的一期工程，基于其下游主要应用领域医药与日化市场规模持续增长，公司新增产能将快速放量。此外，市场竞争环境也对公司有利，日本触媒 PVP 装置已停产，国内焦作中维、南化等企业盈利状况不佳，公司将凭借新建成项目的工艺、成本、规模优势进一步夯实国际前三的优势地位。

关注 3: 海外市场有望实现高速扩张

公司海外市场收入占比 50% 以上，竞争对手主要是德国 BASF 与美国 ISP，公司产品质量与其相差无几，但产品定价只有对手的 50% 左右。PVP 海外市场容量高达数十亿元，目前公司已在德国投资设立一家贸易公司，来进一步开拓欧洲市场，同时在进行美国 FDA 和欧洲 COS 的认证工作，一旦认证通过，公司将凭借价格优势实现海外市场高速扩张。

关注 4: BDO 等原料价格走势平稳，公司盈利水平将稳中有升

PVP 上游为  $\gamma$ -丁内酯（GBL）、乙炔等化工原料，原材料在成本中占比 80% 以上，其中 GBL 原料 BDO 受 11 年价格高企影响，近几年产能大量增加，导致其价格持续下跌，西部煤炭资源地新建 BDO 产能比例提高也带动其价格中枢下移，在煤炭行情 14 年将持续低迷的背景下，预计公司盈利水平将稳中有升。

杨伟

010-66554034

yang\_wei@dxzq.net.cn

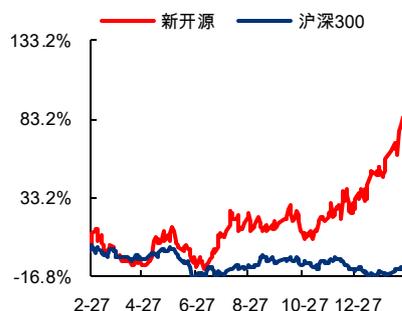
执业证书编号:

S1480512110002

交易数据

52 周股价区间 (元)	14.5-8.44
总市值 (亿元)	16.7
流通市值 (亿元)	9.93
总股本/流通 A 股 (万股)	11520/6851
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.16

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

**结论:**

公司在 PVP 行业位居世界第三, PVP 下游日化与医药市场容量高达数十亿, 且持续快速增长; 公司募投项目已开始试生产, 达产后将进入国外高端医药市场, 打开上升空间, 带动业绩快速增长。预计公司 2013 年-2015 年每股收益分别为 0.19 元、0.27 元和 0.43 元, 对应 PE 分别为 73、51、33 倍, 给予“强烈推荐”评级。

**风险提示:**

项目投产与国外认证拖延的风险; 创业板调整的风险

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**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				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产合计</b>	210	144	170	215	274	<b>营业收入</b>	191	213	217	252	307
货币资金	115	48	81	114	155	<b>营业成本</b>	140	166	162	184	214
应收账款	19	22	21	25	30	营业税金及附加	1	0	1	1	1
其他应收款	2	1	1	1	2	营业费用	9	10	13	14	16
预付款项	4	4	4	4	4	管理费用	17	17	19	21	25
存货	64	63	58	65	76	财务费用	-2	-1	0	-1	-1
其他流动资产	2	1	1	1	1	资产减值损失	0.31	0.41	0.50	0.50	0.50
<b>非流动资产合计</b>	180	266	246	226	207	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	0.74	0.62	0.50	0.50	0.50
固定资产	39	34	196	175	156	<b>营业利润</b>	27	21	22	33	54
无形资产	22	22	20	18	15	营业外收入	2.44	2.10	3.00	3.00	3.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.09	0.05	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	390	410	416	441	481	<b>利润总额</b>	29	23	25	36	57
<b>流动负债合计</b>	35	40	32	35	41	所得税	4	3	3	5	8
短期借款	5	5	0	0	0	<b>净利润</b>	25	20	22	31	49
应付账款	21	23	22	25	29	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	3	1	1	1	1	归属母公司净利润	25	20	22	31	49
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	31	27	42	52	72
<b>非流动负债合计</b>	4	6	5	5	5	<b>5BPS (元)</b>	0.35	0.17	0.19	0.27	0.43
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>负债合计</b>	39	46	36	40	45	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	16.8%	11.6%	1.8%	16.2%	22.1%
实收资本(或股	72	115	115	115	115	营业利润增长	13.3%	-21.5%	7.4%	49.2%	60.8%
资本公积	220	184	184	184	184	归属于母公司净利润	8.2%	-19.5%	9.4%	43.3%	55.8%
未分配利润	52	56	65	77	97	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	351	364	379	401	436	毛利率(%)	26%	22%	25%	27%	30%
<b>负债和所有者权</b>	390	410	416	441	481	净利率(%)	13%	9%	10%	13%	16%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	6%	5%	5%	7%	10%
						ROE(%)	7%	6%	6%	8%	11%
<b>经营活动现金流</b>	4	21	45	42	55	<b>偿债能力</b>					
净利润	25	20	22	31	49	资产负债率(%)	10%	11%	9%	9%	9%
折旧摊销	7	7	20	19	19	流动比率	6.05	3.60	5.36	6.07	6.75
财务费用	-2	-1	0	-1	-1	速动比率	4.19	2.03	3.54	4.22	4.87
应付帐款的变化	0	0	0	3	4	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.51	0.53	0.53	0.59	0.67
<b>投资活动现金流</b>	-105	-87	0	0	0	应收账款周转率	11	10	10	11	11
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.64	9.75	9.67	10.65	11.30
长期投资	5	5	5	5	5	<b>5每股指标(元)</b>					
投资收益	1	1	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.17	0.19	0.27	0.43
<b>筹资活动现金流</b>	-3	-5	-12	-8	-13	每股净现金流(最新	-1.44	-0.62	0.28	0.29	0.36
短期借款	5	5	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.87	3.16	3.29	3.48	3.78
长期借款	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	36	43	0	0	0	P/E	39.83	82.00	73.10	50.99	32.73
资本公积增加	-36	-36	0	0	0	P/B	2.86	4.41	4.24	4.00	3.69
<b>现金净增加额</b>	-103	-72	33	33	41	EV/EBITDA	28.65	57.83	36.63	28.77	20.22

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（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 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。