

国内PVP龙头，海外市场将进入高速扩张期

——新开源（300109）

2014年03月16日

强烈推荐/维持

新开源

深度报告

报告摘要：

- **国内第一、世界第三的PVP龙头企业。**公司是从事PVP（聚乙烯吡咯烷酮）系列产品研发、生产与销售的高新技术企业，PVP是三大新型药用辅料之一，被广泛应用于日化、医药、食品、环保等领域，德国汉高、辉瑞制药、碧水源均是公司下游客户。PVP扩产与PVME/MA工业化是支撑公司未来业绩持续增长的主要动力。
- **PVP市场空间巨大，公司将保一强三。**PVP下游消费结构中医药与日化行业合计占比约75%，我国日化行业过去六年平均增长率为12.4%，持续稳定增长；药用辅料市场规模170亿元，年均复合增速高达18.6%，国内药用辅料占医药行业产值2-3%，相比国外的10-20%还有很大发展空间。预计2013年PVP市场规模66.6亿元，公司全球市占率将提高至5%-6%。
- **PVME/MA是新的利润增长点。**PVME/MA下游需求中77%被应用于牙膏、漱口水、齿科等口腔护理领域，也可用于药用辅料、日化产品及工业领域，众多跨国公司的牙膏与漱口水品牌中开始使用PVME/MA。预计2013年市场规模31.24亿元。公司竞争对手只有BASF与Ashland，募投项目2500吨/年PVME/MA达产后，全球市占率将达6%。
- **竞争优势明显，海外市场将进入高速扩张期。**公司产业链齐全利于开展柔性化生产，且已占领认证高地；成本优势明显，主要原料BDO与顺酐价格中枢将下移；海外收入占比50%，一旦美国FDA和欧洲COS认证通过，将进入高速增长期。
- **公司盈利预测及投资评级。**预计公司2013年-2015年EPS分别为0.18元、0.28元、0.42元，73倍、48倍、31倍，考虑到2014年公司将开始加速增长，且具备“小市值、大市场、高壁垒”的典型特征，PB较低，给予公司2014年目标市值20亿、2015年目标市值25亿，分别对应2014年64.5倍PE、2015年51倍PE。未来6个月目标价17.4元，距目前股价尚有30%的空间，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	190.73	212.85	215.75	259.81	324.98
增长率(%)	16.79%	11.59%	1.36%	20.42%	25.08%
净利润(百万元)	24.92	20.07	20.93	31.70	48.22
增长率(%)	8.23%	-19.45%	4.26%	51.48%	52.10%
净资产收益率(%)	7.10%	5.52%	5.53%	7.91%	11.10%
每股收益(元)	0.35	0.17	0.18	0.28	0.42
PE	37.66	77.53	72.55	47.89	31.49
PB	2.70	4.17	4.01	3.79	3.50

杨伟

010-66554034

yang_wei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512110002

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

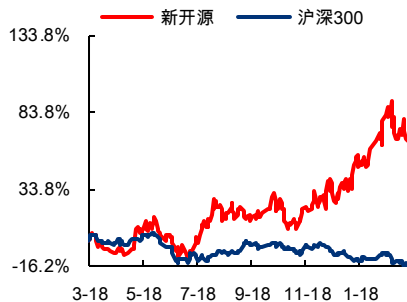
执业证书编号:

S1480510120014

交易数据

52周股价区间(元)	13.18-8.3
总市值(亿元)	15.18
流通市值(亿元)	9.03
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	4.03

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《新开源（300109）调研快报：海外市场有望高速扩张的PVP龙头》2014-02-27

目 录

1. 公司是国内第一、世界第三的 PVP 龙头企业	4
1.1 核心管理层集中持股	4
1.2 公司主营 PVP 与 PVME/MA 两大功能性聚合物	4
1.3 募投项目已进入试生产, 14 年将开始加速成长	5
2. PVP 与 PVME/MA 行业空间巨大, 竞争格局清晰	6
2.1 应用领域集中于医药辅料与日化	6
2.2 日化行业需求增长平稳	6
2.3 药用辅料随医药行业快速成长	7
2.4 竞争格局清晰, 公司“保一强三”	9
3. 公司竞争优势明显, 海外市场将进入高速扩张期	9
3.1 产品品种丰富, 占领认证高地	10
3.2 成本优势明显, 主要原料 BDO 与顺酐价格中枢下移	10
3.3 研发投入高, 客户数量快速增加	11
3.4 海外市场将进入高速扩张期	12
4. 盈利预测与投资评级	12

表格目录

表 1 公司产品种类齐全, 客户粘性较强	10
表 2 公司产品盈利预测表	13
表 3 可比上市公司市盈率水平 (截至 2014.3.14)	14
表 4: 公司盈利预测表	15

插图目录

图 1 公司管理层持股较为集中	4
图 2 公司 PVP 与 PVME/MA 产业链	4
图 3 公司 07 年至今营业收入与净利润	5
图 4 公司费用率稳定, 毛利率开始企稳回升	5
图 5 PVP 主要用于医药与日化 (2008 年)	6
图 6 PVME/MA 主要用于口腔护理领域 (2009 年)	6

图 7 近十年我国化妆品行业收入年均增速 15%左右 (亿元)	7
图 8 近十年我国口腔清洁用品收入年均增速 10%以上 (亿元)	7
图 9 我国医药行业产值持续高速增长 (亿元)	7
图 10 尔康制药营业收入五年增长八倍	8
图 11 药用辅料行业专业生产企业比例不高	8
图 12 PVP 行业寡头垄断 (2008 年)	9
图 13 BDO 价格走势 (元/吨)	11
图 14 华东地区顺酐价格走势 (元/吨)	11
图 15 BDO 新增供给压力较大 (万吨)	11
图 16 顺酐行业开工率仅有五成左右 (万吨)	11
图 17 公司研发支出情况 (万元)	12
图 18 客户数量快速增长 (家)	12

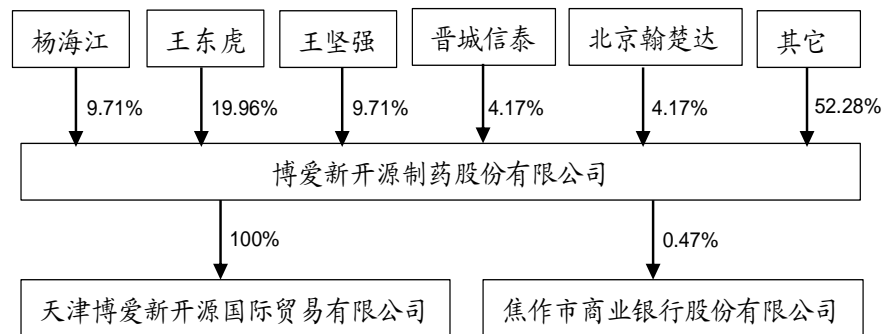
1. 公司是国内第一、世界第三的 PVP 龙头企业

公司是国内 PVP（聚乙烯吡咯烷酮）系列产品研发、生产与销售的高新技术企业，产销规模居国内第一、世界第三，仅次于德国 BASF 与美国 Ashland。公司前身是河南省焦作市博爱县开源精细化工厂及开源制药厂，是国内首家研究、生产 PVP 系列产品的企业。PVP 是三大新型药用辅料之一，被广泛应用于日化、医药、食品、环保等领域，公司产品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、碧水源均是公司下游客户。

1.1 核心管理层集中持股

公司 2010 年 8 月 25 日登陆创业板，高管持股集中。董事长杨海江、总经理王东虎、副董事长王坚强合计持股比例 39.38%，分别负责公司外联、技术与销售。公司自成立以来，中高层管理人员非常稳定。

图 1 公司管理层持股较为集中

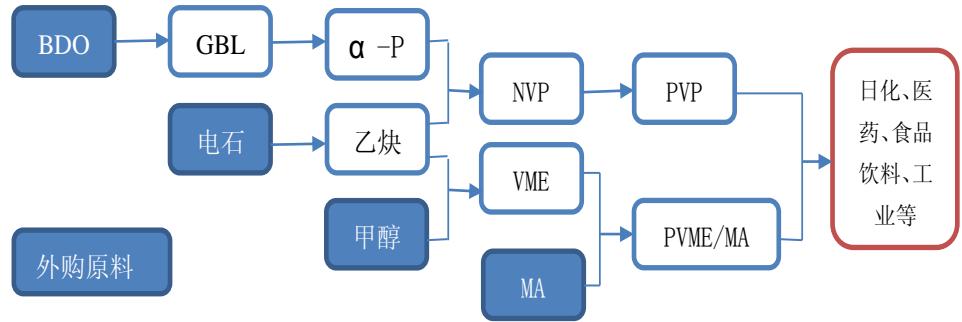


资料来源：东兴证券研究所

1.2 公司主营 PVP 与 PVME/MA 两大功能性聚合物

公司 PVP 的生产工艺为：BDO（1-4 丁二醇）催化脱氢生产 GBL（ γ -丁内酯），再氨解制得 α -P（ α -吡咯烷酮）， α -P 与乙炔加成得到 NVP（乙烯基吡咯烷酮），NVP 聚合得到 PVP。生产 PVME/MA 的工艺为甲醇与乙炔在碱金属催化剂作用下生产 VME（乙烯基甲醚），VME 与 MA（马来酸酐或顺酐）聚合得到 PVME/MA。两聚合物主要原料包括 BDO、电石、甲醇与顺酐。

图 2 公司 PVP 与 PVME/MA 产业链



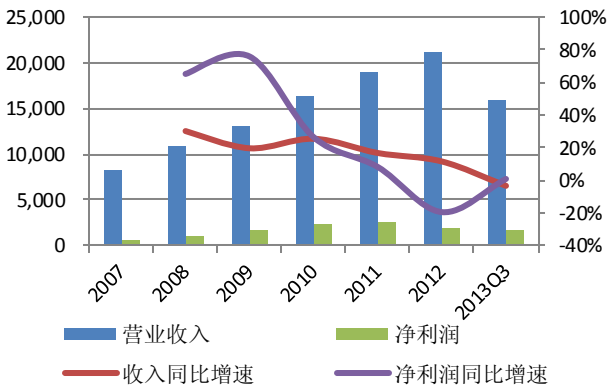
资料来源: 东兴证券研究所

1.3 募投项目已进入试生产, 14 年将开始加速成长

公司 2010 年上市之前业绩保持快速增长, 但自上市以来营业收入与净利润增速均逐年下滑, 销售毛利率由 2010 年的 30.92% 降至 2012 年的 22.09%, 净利率由 14.1% 降至 9.43%, 主要原因为 PVP 市场竞争激烈, 国内竞争对手之间大打价格战, 同时主要原材料如 GBL、精碘、电石等受供应紧张影响, 价格波动较大; 此外, 人民币升值对产品出口价格的影响及导致的汇兑损益也影响公司业绩。

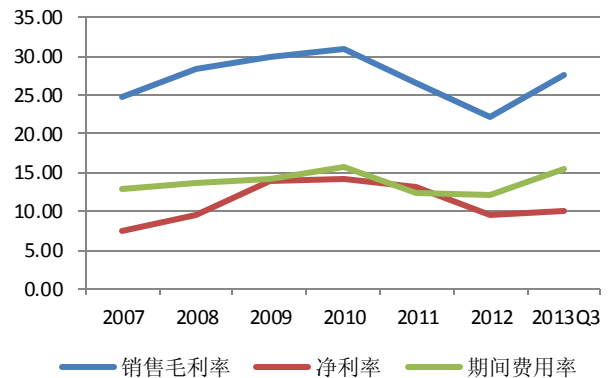
2013 年公司盈利水平开始企稳回升, 主要是由于公司产品优势明显, 经过充分的市场竞争, 同行企业大多已陷入亏损; 原料新增产能较多导致价格下跌, 也减轻了成本端压力。2013 年 4 月, 公司占地 208 亩的新工厂建成, 主要生产装置包括募投项目 3000 吨/年 PVP、2500 吨/年 PVME/MA (乙烯基甲醚/马来酸酐), 两项目是公司未来规划的年产 5000 吨 PVP 与 10000 吨 PVME/MA 的第一步, PVP 扩产与 PVME/MA 工业化是支撑公司未来业绩持续增长的主要动力。

图 3 公司 07 年至今营业收入与净利润



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4 公司费用率稳定, 毛利率开始企稳回升



资料来源: wind, 东兴证券研究所

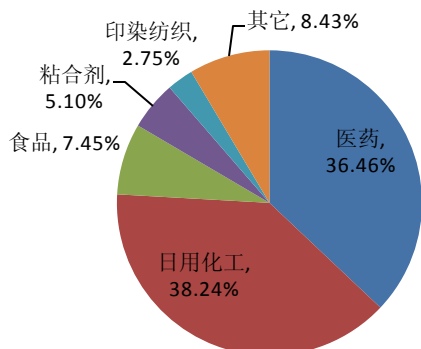
2. PVP 与 PVME/MA 行业空间巨大，竞争格局清晰

2.1 应用领域集中于医药辅料与日化

PVP 是白色有吸湿性的粉末，由德国 BASF 公司研究乙炔化学的 Walter Reppe 教授制得，1939 年被专利化，其 3.5% 水溶液曾在二战中被用做代用血液；我国在上世纪 80 年代末由博爱开源精细化工厂与浙江省化工研究院共同承担了国家七五攻关项目“年产 50 吨 PVP”，其后逐渐实现工业化生产。

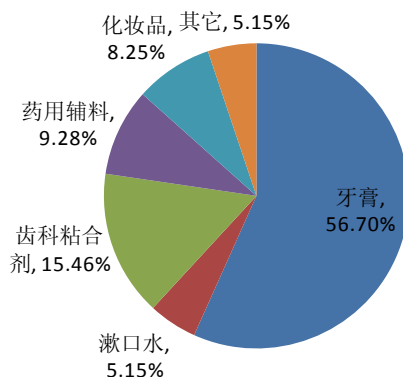
PVP 具有优良的溶解性、低毒性和化学稳定性，其固体与溶液具有成膜性和吸湿性，易被吸附在胶体粒子表面起到保护作用；基于其优良的物化性质，PVP 近年来已成为国际倡导的三大药用新辅料之一，在片剂、颗粒剂的粘合剂上应用较多，也可用于个人护理用品的分散剂、定型剂和亲和剂，以及食品的稳定剂和澄清剂等领域。2008 年 PVP 下游消费结构中医药与日化行业分别占比 36.46%、38.24%，合计约 75%，因此医药与日化行业景气度将决定 PVP 市场需求走势。

图 5 PVP 主要用于医药与日化（2008 年）



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图 6 PVME/MA 主要用于口腔护理领域（2009 年）



资料来源：东兴证券研究所

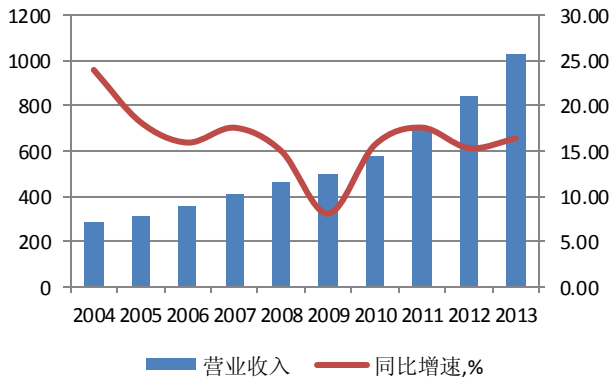
PVME/MA 根据不同行业应用的需要发展了一系列衍生品，如水解的酸、与醇类生产的半酯、相关的盐类等，由于其具有极强的生物粘合性、优良的成膜性、低毒性，PVME/MA 被大量应用于牙膏、漱口水、齿科等口腔护理领域，也可用于药用辅料、日化产品及工业领域。据美国高露洁技术中心科学研究表明 PVME/MA 和氯化物的结合是人的牙垢的有效抑制剂，使用三个月可减少 30%-50% 的牙垢。PVME/MA 用于来自口腔护理市场的需求在 PVME/MA 市场中占比高达 77%，众多跨国公司的牙膏与漱口水品牌中开始使用 PVME/MA。

2.2 日化行业需求增长平稳

根据美国个人护理用品协会于 2012 年委托普华永道所做的个人护理用品行业研究报告，我国日化行业 2010 年销售额约 2200 亿，过去六年平均增长率为 12.4%，明显

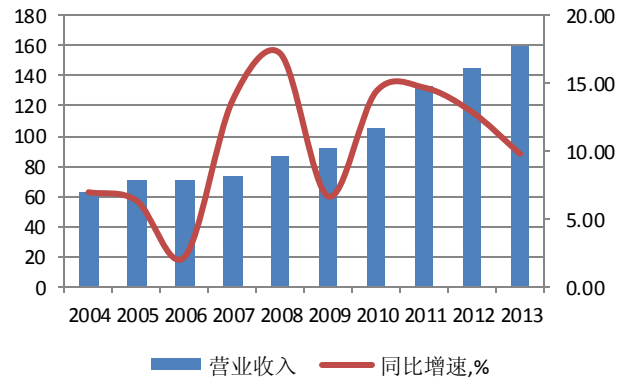
高于 GDP 增速, 并预计个人护理行业 2020 年以前将维持 10% 的增长速度。从 2004 年-2013 年我国日化子行业收入情况来看, 化妆品行业收入增长最为稳定, 年均增长 15% 以上, 口腔清洁用品行业自 2007 年以来收入增速也基本维持 10% 以上, 日化行业稳定增长将带动 PVP 消费需求。

图 7 近十年我国化妆品行业收入年均增速 15% 左右 (亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8 近十年我国口腔清洁用品收入年均增速 10% 以上 (亿元)

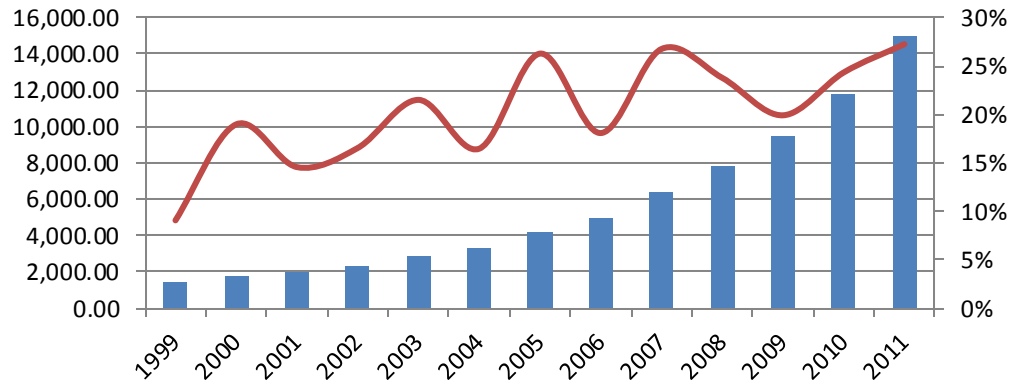


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.3 药用辅料随医药行业快速成长

药用辅料对 PVP 需求的拉动更为显著。医药行业曾有言“没有好的辅料就没有好的制剂, 没有好的制剂就没有好的药品”, 药用辅料市场的成长性与医药行业基本保持一致。过去十年期间, 我国医药行业在人口老龄化、经济增长带来的用药水平提高、新医改带来的持续放量、医药产业向新兴市场转移等因素影响下, 行业产值由 2001 年 2041 亿元增至 2011 年的 14942 亿元, 持续保持 20% 以上的高速增长, 年均增速高达 22%。药用辅料质量直接关乎药品效果与安全, 市场规模也保持快速增长, 2011 年全球有超过 499 万吨药用辅料用于药品生产, 品种超 1200 种, 全球市场规模 43 亿美元左右, 年均复合增速 10% 以上; 我国 2010 年国内药用辅料市场规模 170 亿元, 预计 2015 年将达到 400 亿元左右, 年均复合增速高达 18.6%。PVP 未来消费需求将在药用辅料市场的快速发展中显著受益。

图 9 我国医药行业产值持续高速增长 (亿元)

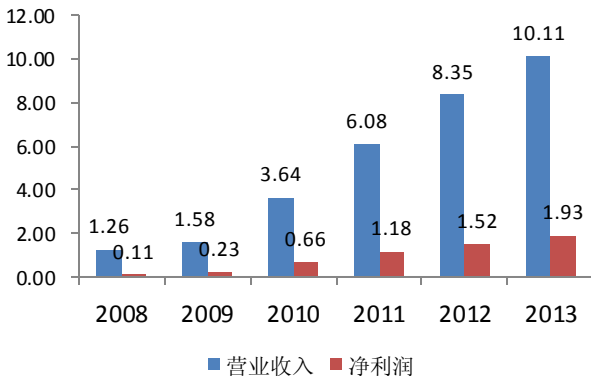


资料来源: 东兴证券研究所

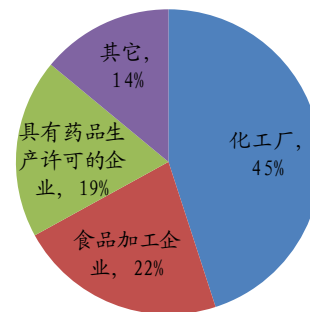
国内药用辅料市场中专业生产企业的发展空间巨大。我国药用辅料行业仍然高度分散, 全国有近 400 家生产企业, 规模较大的药用辅料企业主要包括尔康制药、安徽山河药辅、湖州展望药业、山东聊城阿华制药, 行业唯一的上市公司尔康制药 2013 年营业收入只有 10.11 亿元, 市场占比 3.5% 左右。药用辅料行业中由于管理尚不完善, 相关国标或产品认证也未推广, 专业生产企业占比只有 19%, 化工厂与食品加工企业合计占比 67%; 随着国家对辅料行业的法规逐步完善, 专业生产企业龙头将拥有巨大成长及并购空间, 尔康制药 2008-2013 年五年间营业收入增长 8 倍、净利润增长 17.5 倍。此外, 国内药用辅料占医药行业产值 2-3%, 相比国外的 10-20% 还有很大的发展空间。2013 年 PVP 消费量预计 7.4 万吨, 以 9 万元/吨测算, 市场规模高达 66.6 亿元。

图 10 尔康制药营业收入五年增长八倍

图 11 药用辅料行业专业生产企业比例不高



资料来源: 东兴证券研究所



资料来源: 东兴证券研究所

PVME/MA2009 年市场需求量约 19400 吨, 包括牙膏 11000 吨、漱口水 1000 吨、齿科粘合剂 3000 吨、药用辅料 1800 吨、化妆品 1600 吨。目前牙膏和糖果行业中的大型跨国企业都使用含有 PVME/MA 的配方。如参考个人护理行业 10% 的年均增速,

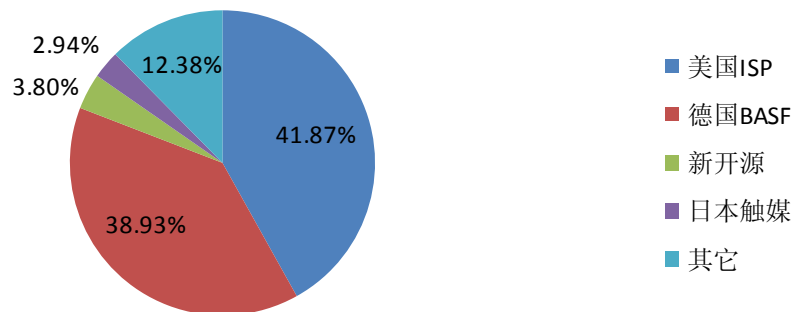
PVME/MA2013 年消费量将达 28400 吨, 至 2015 年将达到 34368 万吨; 以目前价格 11 万元/吨测算, 其 13 年市场规模为 31.24 亿元。

2.4 竞争格局清晰, 公司“保一强三”

PVP 行业呈现寡头垄断格局, 德国 BASF 与美国 Ashland (2011 年收购美国 ISP) 两大巨头占据全球市场份额约 80%, 国内主要 PVP 生产企业包括新开源、衢州南杭化工、焦作中维化工、浙江茂源药业等。公司 2008 年国内市占率 38.86%, 全球市占率 3.8%, 位居国内第一、世界第三, 由于公司自上市以来产能规模变化不大, 因此预计公司目前市占率保持稳定; 公司 2013 年目标为“保一强三”, 即保持国内第一、世界第三的地位, 并扩大与其它竞争对手的差距。

PVP 行业的下游市场属性决定了未来强者愈强的市场竞争格局, 从 Ashland 的 PVP 业务收入情况来看, 营业收入由 2011 年的 2.72 亿美元增长至 2013 年的 4.16 亿美元, 复合增速高达 76.5%, 远高于行业增速。国内 PVP 行业竞争格局也出现向好态势, 高端 PVP-K30、聚维酮碘等竞争程度较低, 低端产品则竞争激烈, 充分竞争环境下焦作中维、南化等企业盈利状况不佳, 近年来已有产能开始关停; 预计募投项目 3000 吨/年 PVP 达产之后, 公司在全球市占率将提高至 5%-6%。

图 12 PVP 行业寡头垄断 (2008 年)



资料来源: 东兴证券研究所

目前全球范围内能够生产 PVME/MA 系列产品的企业只有 BASF、Ashland 及新开源, 其中前二者生产工艺均在苯溶剂中进行, 公司是唯一能够在非苯/甲苯溶剂中生产 PVME/MA 的企业, 并已于 2009 年 9 月通过河南省科学技术成果鉴定(专利申请号: 200910065994.4); 公司 PVME/MA 系列产品 2012 年销售 5.7 吨, 说明下游客户对公司产品质量的认可, 预计募投项目 2500 吨/年 PVME/MA 达产后, 公司全球市占率将达 6%, 而且基于产品质量与 BASF 基本相同、价格优势明显, 公司未来规划的年产 1 万吨 PVME/MA 将加速占领市场。

3. 公司竞争优势明显, 海外市场将进入高速扩张期

3.1 产品品种丰富, 占领认证高地

作为国内首家研究开发 PVP 系列产品的高新技术企业, 公司不断扩大经营规模, 通过持续创新完善产业链结构, 目前在国内 PVP 行业中产品品类与规格最为齐全、生产规模最大, 也是国内唯一有能力生产 PVP-K12、K60 粉、K90 粉、K120 粉、PVME/MA 和高纯乙烯基醚中间体的企业。公司在国内药用辅料企业中率先按照 GMP 的规范进行生产, 国家食品药品监督管理局已印发《加强药用辅料监督管理的有关规定》, 按 GMP 进行生产的强制规定已于 2013 年 2 月 1 日执行。公司产品先后取得 ISO9001:2000 认证、英国劳氏 HACCP 认证、Kosher 认证及欧洲 REACH 预注册 (花费高, 国内中小企业一般没做), 并且计划 2013 年开始美国 FDA 认证及欧洲 COS 认证的资料提交工作。

公司主要下游客户包括辉瑞、汉高、华北制药、碧水源等知名国内外企业, 产业链齐全利于公司开展柔性化生产, 实现经济效益最大化, 同时丰富的产品种类有利于为客户提供一站式服务, 行业法规趋于严格也使产品认证成为其它竞争对手难以逾越的门槛。

表 1 公司产品种类齐全, 客户粘性较强

产品	下游行业	主要客户
PVP- (K30、K90、K12、K25、K60), PVPP, PVP/VA	医药行业	辉瑞、哈药集团、千金药业、山东鲁抗、太极集团、华北制药、杭州民生、广西金嗓子
PVP-I	医院、工业、家庭	意大利 Esoform, 台湾杏辉, 河北威远
PVP-K 与 PVP/VA 系列	日化行业	德国汉高
PVP-(K6、K90、K120)	文具	江苏兴达、浙江凯达、广东嘉利
PVPP	食品行业	青岛啤酒、燕京啤酒
PVME/MA	日化/医药行业	潜在客户: 食品与日化企业

资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

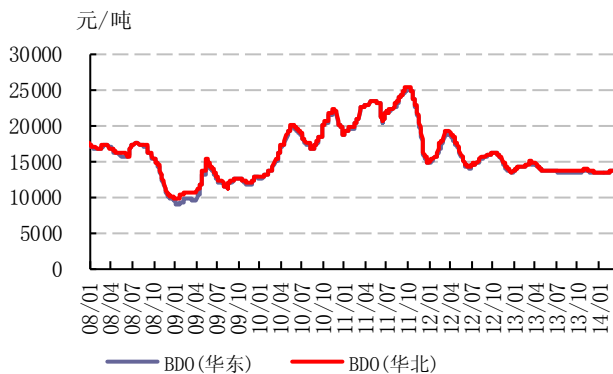
3.2 成本优势明显, 主要原料 BDO 与顺酐价格中枢下移

公司所在地紧邻山西晋城, 主要原材料 BDO、 γ -丁内酯、电石及主要消耗能源煤炭均采购自山西, 由于山西是煤炭及煤化工大省, 公司在原料采购、运输等方面均较竞争对手有明显优势。

两大聚合物 PVP 与 PVME/MA 原料成本中 BDO 与顺酐均占比高达 80% 以上, BDO 受成本下降、新增供给过剩影响, 价格自 2011 年 10 月以来持续下跌, 从最高点 25000 元/吨跌至目前的 13600 元/吨, 跌幅高达 45.6%; BDO 2012 年产能 60.6 万吨, 而据统计至 2015 年还将新增 168.5 万吨, 产能过剩态势将更为严峻, 且新疆美克、英力特等产能布局西部地区, 将带动 BDO 价格中枢下移, 预计 BDO 未来两年价格维持低位的可能性大。顺酐同样新增产能压力较大, 2013 年顺酐产能 151 万吨, 产量只

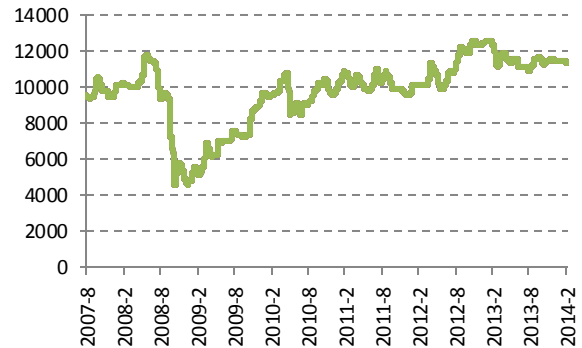
有 80 万吨, 行业开工率只有五成左右, 而且成本优势明显的正丁烷工艺正在逐渐替代苯工艺, 成本中枢下降将影响顺酐价格。

图 13 BDO 价格走势 (元/吨)



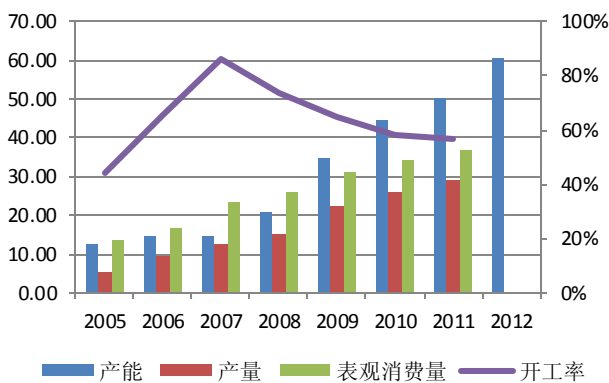
资料来源: 中华商务网, 东兴证券研究所

图 14 华东地区顺酐价格走势 (元/吨)



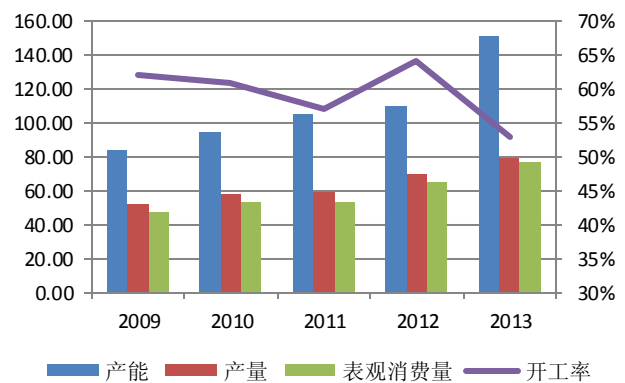
资料来源: 中华商务网, 东兴证券研究所

图 15 BDO 新增供给压力较大 (万吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 16 顺酐行业开工率仅有五成左右 (万吨)



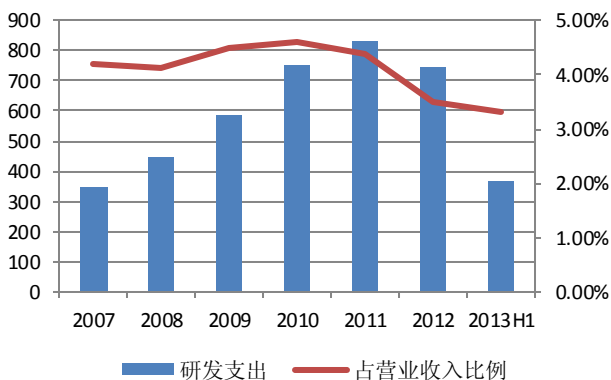
资料来源: 东兴证券研究所

3.3 研发投入高, 客户数量快速增加

公司十分重视技术创新与研发投入, 通过不断引进高素质人才与良好的激励机制, 不断提高产品质量、优化产品结构、创造新的利润增长点; 2012 年 285 位员工中研发人员占比高达 21.75%。近三年研发支出分别为 753.8、834.8、743.6 万元, 占营业收入比例分别为 4.62%、4.38%、3.49%, 与化学制药、生物制品行业研发支出占比 4%-5%的水平基本相当, 近五年研发支出占净利润的比重则高达 33%-43%; 公司已获得 2 项发明专利、6 项实用新型专利、11 项专有技术, 多项成果填补了国内空白。

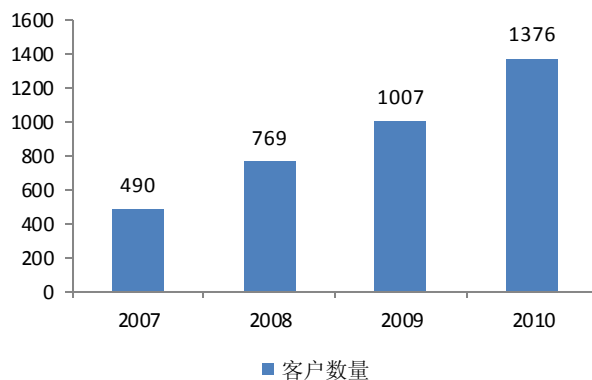
对于研发的转化成果, 公司通过直销与经销相结合的销售模式, 对于跨国公司与特大用户采取直销模式, 对国外地区性客户则纳入经销商网络; 公司已于 2014 年 2 月公告拟在德国投资设立一家贸易公司, 来进一步开拓欧洲市场。随着公司产品种类越来越丰富、自主品牌“NKY”在国内外的知名度越来越高, 公司客户数量由 2007 年的 490 家增长至 2010 年的 1376 家, 三年增长 2.8 倍。

图 17 公司研发支出情况 (万元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 18 客户数量快速增长 (家)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.4 海外市场将进入高速扩张期

公司近五年海外市场收入占比 50% 左右, 但海外销售产品的毛利率偏低, 2011 年、2012 年分别只有 19.86%、13.96%, 这主要是由于海外高端医药市场未打开所致; 如前文所述, PVP 与 PVME/MA 海外市场容量均高达数十亿元, 公司的发展空间巨大; 海外竞争对手主要是德国 BASF 与美国 Ashland, 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。

欧美市场均对原料药实行严格的市场准入, 只有通过其认证后才能被制药企业用于制剂生产, 因此一旦美国 FDA 和欧洲 COS 的认证通过, 公司将凭借价格优势实现海外市场高速扩张。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。

4. 盈利预测与投资评级

关键假设:

(1) PVP 各产品销量 2014 年同比增长 15%、2015 年同比增长 20%; 产品价格维持不变, 毛利率小幅提升。

(2) PVME/MA 2014 年、2015 年分别销售 175 吨、375 吨; 销售毛利率维持 50% 不变。

(3) 2013-2015 年管理费用率分别为 8.97%、8.5%、8.0%，销售费用率分别为 6.6%、5.5%、5.2%。

表 2 公司产品盈利预测表

产品	项目	2013E	2014E	2015E
PVP K30	销量 (吨)	1550	1783	2139
	平均销售价格 (万元/吨)	5.50	5.50	5.50
	销售收入 (百万元)	85.25	98.04	117.65
	毛利率 (%)	10.44	12.00	13.00
	经营成本 (百万元)	76.35	86.27	102.35
PVP-I	销量 (吨)	350	403	483
	平均销售价格 (万元/吨)	10.00	10.00	10.00
	销售收入 (百万元)	35.00	40.25	48.30
	毛利率 (%)	26.00	27.00	29.00
	经营成本 (百万元)	25.90	29.38	34.29
PVP 系列其它产品	销量 (吨)	1100.00	1265.00	1518.00
	平均销售价格 (万元/吨)	8.50	8.50	8.50
	销售收入 (百万元)	93.50	107.53	129.03
	毛利率 (%)	37.78	38.00	40.00
	经营成本 (百万元)	58.18	66.67	77.42
PVME/MA	销量 (吨)	25	175	375
	平均销售价格 (万元/吨)	8.00	8.00	8.00
	销售收入 (百万元)	2.00	14.00	30.00
	毛利率 (%)	50.00	50.00	50.00
	经营成本 (百万元)	1.00	7.00	15.00

资料来源: 东兴证券研究所

公司主要产品 PVP 与 PVME/MA 主要用于医药辅料与日化行业添加剂, 属于可为下游产品带来高附加值的精细化工产品, 在 A 股市场没有开展相同或类似业务的上市公司。我们选取橡胶助剂龙头阳谷华泰、打印耗材添加剂企业鼎龙股份, 及药用辅料企业尔康制药、东宝生物、青海明胶作为可比标的, 如忽略青海明胶因业绩基数过低导致的高市盈率, 可比公司 2013 年、2014 年平均 PE 分别为 70.0 倍、37.6 倍, PB 平均值为 5.7。考虑到 2014 年是公司加速增长的起点, 且具备“小市值、大市场、高壁垒”的典型特征, PB 显著低于可比公司均值, 给予公司 2014 年目标市值 20 亿、2015 年目标市值 25 亿, 分别对应 2014 年 64.5 倍 PE、2015 年 51 倍 PE。

我们预计公司 2013 年-2015 年营业收入分别为 2.16 亿元、2.60 亿元和 3.25 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 2093 万元、3170 万元、4822 万元; EPS 分别为 0.18 元、0.28 元、0.42 元, 对应 PE 分别为 73 倍、48 倍、31 倍, 给予公司未来 6 个月目标价 17.4 元, 距目前股价尚有 30% 的空间, 维持对公司“强烈推荐”评级。

表 3 可比上市公司市盈率水平 (截至 2014.3.14)

证券简称	最新收 盘价	每股收益 (元)			市盈率 PE			PB	市值 (亿元)
		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E		
鼎龙股份	18.23	0.22	0.30	0.60	82.86	60.03	30.35	5.20	53.42
尔康制药	28.77	0.33	0.42	0.53	87.18	68.50	53.95	9.66	130.75
阳谷华泰	13.40	0.08	0.14	0.47	167.50	99.04	28.63	4.41	18.81
东宝生物	11.15	0.18	0.21		61.94	52.42		6.19	22.03
青海明胶	6.05	0.01	0.01	0.04	796.05	864.29	172.86	3.05	28.56
平均					99.87	70.00	37.64	5.7	
新开源	13.30	0.17	0.18	0.28	78.24	73.21	48.33	4.06	15.18

资料来源: 东兴证券研究所

风险提示:

项目投产与国外认证拖延的风险; 新开户开发低于预期的风险; 人民币升值风险

表 4: 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
流动资产合计	210	144	169	215	275	营业收入	191	213	216	260	325
货币资金	115	48	80	111	149	营业成本	140	166	161	189	229
应收账款	19	22	21	26	32	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	17
预付款项	4	4	4	4	4	管理费用	17	17	19	22	26
存货	64	63	57	67	82	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
非流动资产合计	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	营业利润	27	21	22	34	54
无形资产	22	22	20	18	15	营业外收入	2.44	2.10	2.20	2.20	2.20
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
资产总计	390	410	415	442	482	利润总额	29	23	24	37	56
流动负债合计	35	40	32	36	43	所得税	4	3	3	5	7
短期借款	5	5	0	0	0	净利润	25	20	21	32	48
应付账款	21	23	22	26	31	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	21	32	48
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	31	27	41	53	72
非流动负债合计	4	6	5	5	5	BPS (元)	0.35	0.17	0.18	0.28	0.42
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	39	46	36	41	48	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	16.8%	11.6%	1.4%	20.4%	25.1%
实收资本 (或股	72	115	115	115	115	营业利润增长	13.3%	-21.5%	5.5%	56.6%	55.4%
资本公积	220	184	184	184	184	归属于母公司净利	8.2%	-19.5%	4.3%	51.5%	52.1%
未分配利润	52	56	64	77	96	获利能力					
归属母公司股东	351	364	378	401	434	毛利率 (%)	26%	22%	25%	27%	30%
负债和所有者权	390	410	415	442	482	净利率 (%)	13%	9%	10%	12%	15%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
						ROE (%)					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		6%	5%	5%	7%	10%
经营活动现金流	4	21	44	40	51	偿债能力					
净利润	25	20	21	32	48	资产负债率 (%)	10%	11%	9%	9%	10%
折旧摊销	7	7	20	19	19	流动比率	6.05	3.60	5.35	5.92	6.39
财务费用	-2	-1	0	-1	-1	速动比率	4.19	2.03	3.53	4.07	4.49
应付帐款的变化	0	0	-1	4	5	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.51	0.53	0.52	0.61	0.70
投资活动现金流	-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	9.64	10.81	11.34
长期投资	5	5	5	5	5	每股指标 (元)					
投资收益	1	1	1	1	1	每股收益 (最新摊	0.35	0.17	0.18	0.28	0.42
筹资活动现金流	-3	-5	-12	-9	-13	每股净现金流 (最新	-1.44	-0.62	0.28	0.27	0.33
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	3.77
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	36	43	0	0	0	P/E	37.66	77.53	72.55	47.89	31.49
资本公积增加	-36	-36	0	0	0	P/B	2.70	4.17	4.01	3.79	3.50
现金净增加额	-103	-72	32	31	38	EV/EBITDA	26.89	54.59	34.87	26.59	19.13

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。

杨若木

基础化工行业小组组长，6 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

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。