



PVP与欧瑞姿市场空间巨大，把握公司成长期的投资机会

——新开源（300109）2013 年年报暨 2014 年一季报点评

2014 年 04 月 28 日

强烈推荐/维持

新开源

财报点评

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 2013 年年报与 2014 年一季报，2013 年实现营业收入 2.09 亿元，同比略降 1.62%，归属于上市公司股东的净利润 2016.51 万元，同比微增 0.46%，扣非净利润 1920.82 万元，同比增长 6.57%，每股收益 0.18 元。2014 年一季度营业收入与归属于上市公司股东的净利润分别同比增长 14.96%、11.9%。

公司 2014 年经营目标为主营业务收入不低于 2.45 亿元，归属于上市公司股东的净利润不低于 3000 万元；该指标分别较 2013 年增长 17%、49%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入（百万元）	48.49	46.82	52.45	59.36	48.7	48.89	60.29
增长率（%）	0.77%	-0.48%	-3.45%	-6.11%	0.44%	4.41%	14.96%
毛利率（%）	21.25%	25.03%	23.71%	27.74%	31.55%	27.15%	23.26%
期间费用率（%）	13.32%	17.35%	11.98%	13.91%	20.80%	18.85%	12.01%
营业利润率（%）	10.40%	9.09%	10.18%	12.78%	12.03%	7.03%	10.18%
净利润（百万元）	4.47	3.89	4.91	6.42	5.00	3.83	5.49
增长率（%）	-27.02%	-18.42%	-11.45%	04.00%	11.98%	-01.44%	11.90%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.03	0.04	0.06	0.04	0.03	0.05
资产负债率（%）	9.84%	11.18%	8.90%	6.73%	6.95%	10.79%	10.31%
净资产收益率（%）	1.24%	1.07%	1.33%	1.74%	1.34%	1.02%	1.44%
总资产收益率（%）	1.12%	0.95%	1.21%	1.63%	1.25%	0.91%	1.29%

观点：

- 新产能尚未释放是公司业绩保持平稳的主因。公司募投项目一期 3000 吨 PVP 与 2500 吨 PVME/MA 试生产已全部结束，具备工业化生产的条件，但由于尚未获得河南省环保批文，新增产能并未开始释放。同时，国内 PVP 行业竞争仍较为激烈，低端 PVP-K30 等产品价格处于低位，还未进入国外高端医药市场。公司重点放在 PVP 系列产品的工艺改进与市场推广，及欧瑞兹产品在口腔护理应用领域的推广与应用，费用率同比提升，部分抵消了毛利率回升对业绩的贡献。以上因素导致 2013 年业绩保持平稳，总的来看，2013 年是公司业务承上启下的重要转折年。

- 原料成本下降导致公司产品毛利率显著回升。公司主要原料 BDO 与电石价格 2013 年同比降幅较大, 分别达到 12.45%、13.55%, 导致 PVP 系列产品毛利率提高; PVP-K30 毛利率同比提高 3.71 个百分点, PVP 系列其它产品毛利率为 40.41%, 同比提高 8.69 个百分点, 公司 2013 年整体毛利率为 27.48%, 同比提高 5.39 个百分点。由于 PVP 与 PVME/MA 主要原料 BDO 与顺酐未来三年新增产能较多, 且成本中枢下移, 其价格将长期低位徘徊, 利好公司盈利水平稳中有升。
- PVP 市场空间大, 关注公司 2014 年海外认证进展。世界 PVP 市场规模 2013 年预计高达 66.6 亿元, 公司市占率只有 3%, 与行业第三的地位不相符, 随着公司国外认证顺利推进, 市占率将提高至 5-6%, 将迎来销量、毛利率齐升的良好局面。
- **欧瑞姿是公司今年业绩的重要增长点。**公司 2014 年 PVME/MA 产能由实验室中试的数百吨提升至工业化规模的 2500 吨, 且其商品欧瑞姿去年在口腔护理市场的销售已取得进展, MS 产品成功开发了高性能假牙粘合剂配方。欧瑞姿全球市场规模高达 30 亿, 公司竞争对手只有 BASF 与 Ashland, 预计随着工业化装置逐渐放量, 以点及面将带动其业绩贡献快速增长。
- **2014 年或是公司加速成长的起始之年。**公司 2013 年建成的现代化新工厂是一大跨越, 目前正在进行欧盟 COS 与美国 FDA 认证流程, 一旦通过将顺利切入国外高端医药市场; 由于募投项目预计 7 月投产, 上半年业绩将持续稳定增长, 如以公司 2014 年规划净利润不低于 3000 万元测算, 下半年净利润增速将高达 90% 以上。考虑到已建成产能为规划 5000 吨 PVP 与 10000 吨 PVME/MA 的一期, 且市场需求快速增长、高端产品进入壁垒高, 如果国外认证与开拓市场顺利, 公司 2014 年开启成长模式的可能性很大。
- 关注药用辅料行业的并购机会。PVP 属于三大新型药用辅料之一。药用辅料行业形势属于小散乱, 行业第一尔康制药市占率只有约 3.5%; 相关国标或产品认证未强制推广, 专业生产企业占比只有 19%, 其余大多由化工厂与食品加工企业生产, 随着国家对辅料行业的法规逐步完善, 公司等专业生产企业龙头将拥有巨大成长及并购空间。

结论:

公司具备“小市值、大市场、高壁垒”的典型特征, 下游医药与日化市场需求持续增长, 国外认证与欧瑞姿销售或引领公司进入加速成长期, 值得长期关注。预计公司 14-15 年 EPS 分别为 0.27 元、0.45 元, 目前股价对应 PE 分别 40 倍、24 倍, 由于募投项目 14 年至多贡献半年业绩, 以 15 年业绩估值更为准确, 维持未来 6 个月目标价 17.4 元, 对应 15 年 38.7 倍 PE, 维持“强烈推荐”评级。

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

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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	144	125	169	240	329	营业收入	213	209	260	355	460
货币资金	48	21	54	88	136	营业成本	166	152	187	248	314
应收账款	22	26	29	40	52	营业税金及附加	0	1	1	1	1
其他应收款	1	1	2	2	3	营业费用	10	12	14	18	23
预付款项	4	3	3	3	3	管理费用	17	20	23	30	37
存货	63	64	72	95	120	财务费用	-1	1	0	-1	-1
其他流动资产	1	1	1	1	1	资产减值损失	0.41	0.58	0.50	0.50	0.50
非流动资产合计	266	298	272	248	223	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	0.62	0.00	0.50	0.50	0.50
固定资产	34	212	224	197	173	营业利润	21	22	34	58	86
无形资产	22	22	19	17	15	营业外收入	2.10	1.18	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	0.05	0.00	0.00	0.00
资产总计	410	423	441	487	552	利润总额	23	23	36	60	88
流动负债合计	40	40	37	47	58	所得税	3	3	5	8	12
短期借款	5	0	0	0	0	净利润	20	20	31	52	76
应付账款	23	30	26	34	43	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	3	3	3	3	归属母公司净利润	20	20	31	52	76
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	27	33	59	82	109
非流动负债合计	6	5	5	5	5	BPS (元)	0.17	0.18	0.27	0.45	0.66
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	46	46	42	52	63	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	11.6%	-1.6%	24.1%	36.7%	29.4%
实收资本(或股本)	115	115	115	115	115	营业利润增长	-21.5%	6.6%	54.5%	68.4%	48.1%
资本公积	184	184	184	184	184	归属于母公司净利润	-19.5%	0.5%	55.9%	65.1%	46.3%
未分配利润	56	67	80	101	131	获利能力					
归属母公司股东权	364	377	399	435	489	毛利率(%)	22%	27%	28%	30%	32%
负债和所有者权	410	423	441	487	552	净利率(%)	9%	10%	12%	15%	17%
现金流量表						单位:百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	总资产净利润(%)	5%	5%	7%	11%	14%
						ROE(%)	6%	5%	8%	12%	16%
经营活动现金流	21	23	42	49	70	偿债能力					
净利润	20	20	31	52	76	资产负债率(%)	11%	11%	9%	11%	11%
折旧摊销	7	10	25	25	25	流动比率	3.60	3.11	4.58	5.10	5.67
财务费用	-1	1	0	-1	-1	速动比率	2.03	1.51	2.63	3.08	3.59
应付帐款的变化	0	0	-5	8	9	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.53	0.50	0.60	0.77	0.88
投资活动现金流	-87	-35	0	0	0	应收账款周转率	10	9	9	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.75	7.89	9.27	11.90	11.93
长期投资	5	5	5	5	5	每股指标(元)					
投资收益	1	0	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.18	0.27	0.45	0.66
筹资活动现金流	-5	-11	-9	-15	-22	每股净现金流(最新)	-0.62	-0.20	0.29	0.29	0.42
短期借款	5	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.16	3.27	3.46	3.78	4.24
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	43	0	0	0	0	P/E	64.24	60.67	40.01	24.23	16.56
资本公积增加	-36	0	0	0	0	P/B	3.46	3.34	3.15	2.89	2.57
现金净增加额	-72	-23	33	34	48	EV/EBITDA	44.95	37.34	20.41	14.30	10.28

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。

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。