

## 业绩符合预期，成长空间巨大

——新开源（300109）事件点评

2014年07月14日

强烈推荐/维持

新开源 事件点评

### 事件：

公司发布半年度业绩预告，营业收入 1.18-1.22 亿元，同比增长 5.54%-9.12%，归属于上市公司股东的净利润为 1350-1450 万元，同比增长 19.12%-27.94%。

### 主要观点：

#### 1. 高毛利产品增多与成本下降推动业绩增长

公司预告业绩均值对应销售净利率为 12%，与我们近期报告中预测数据一致，相比 12 年 9.4%、13 年 9.6% 的水平有显著提升，我们判断 14 年对于公司而言是一个大的转折点，BDO 与顺酐价格中枢持续下移，PVP 中低端市场基本洗牌结束与公司逐渐打开国外高端市场将导致净利率水平持续攀升，预计 15-16 年净利率分别达到 17%、20%。收入增长的主要原因为募投项目开始贡献销量。

#### 2. PVP 与欧瑞姿将放量，带动业绩加速增长

公司 PVP13 年满负荷，目前单体 NVP 产能 5000 吨，后续将扩至 20000 吨，结合公司全球排名第三、市占率仅有 3% 的市场地位，如果欧盟 COS 与美国 FDA 认证通过，国外市场销量将开始快速增长，导致业绩增加与毛利率水平提高。欧瑞姿已开始小量销售，市场试用期完毕后客户采购量会逐渐加大，其售价高达 15 万元/吨，毛利率远高于 PVP，一旦放量将大幅提高业绩弹性。

#### 3. 典型的“小市值、大市场、高壁垒”企业，成长空间巨大

公司 PVP 与欧瑞姿所处市场规模高达 80-90 亿，且聚合物行业技术壁垒极高，全球市场范围内竞争格局清晰；公司 13 年经营收入 2 亿、目前市值仅有 16.6 亿，结合药用辅料行业的并购扩张预期，公司未来提升空间巨大。

### 结论：

预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.29 元、0.55 元、0.84 元，对应 PE 分别为 50 倍、26 倍、17 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：** PVP 与欧瑞姿销售不达预期的风险

### 杨伟

010-66554034

yang\_wei@dxzq.net.cn

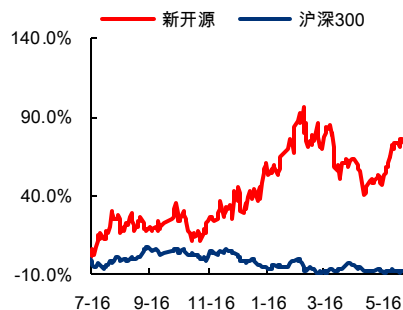
执业证书编号：

S1480512110002

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	14.42-7.68
总市值 (亿元)	16.61
流通市值 (亿元)	9.89
总股本/流通 A 股 (万股)	11520/6862
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.2

### 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：欧瑞姿明年将大幅放量，带动业绩翻倍增长》  
2014-05-30
- 2、《新开源（300109）：PVP 与欧瑞姿市场空间巨大，把握公司成长期的投资机会》  
2014-04-29
- 3、《新开源（300109）深度报告：国内 PVP 龙头，海外市场将进入高速扩张期》  
2014-03-17
- 4、《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

## 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
<b>流动资产合计</b>	144	125	170	249	353	<b>营业收入</b>	213	209	265	373	493
货币资金	48	21	54	93	153	<b>营业成本</b>	166	152	190	251	319
应收账款	22	26	30	42	55	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	15	19	25
预付款项	4	3	3	3	3	管理费用	17	20	24	32	39
存货	63	64	73	96	122	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
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	21	22	36	71	110
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
<b>资产总计</b>	410	423	442	497	576	<b>利润总额</b>	23	23	38	73	112
<b>流动负债合计</b>	40	40	37	47	59	所得税	3	3	5	10	15
短期借款	5	0	0	0	0	<b>净利润</b>	20	20	33	63	97
应付账款	23	30	26	34	44	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	33	63	97
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	27	33	61	95	133
<b>非流动负债合计</b>	6	5	5	5	5	<b>BPS (元)</b>	0.17	0.18	0.29	0.55	0.84
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		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	46	46	42	52	64	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	11.6%	-1.6%	26.7%	40.7%	32.2%
实收资本(或股	115	115	115	115	115	营业利润增长	-21.5%	6.6%	63.1%	94.9%	55.6%
资本公积	184	184	184	184	184	归属于母公司净利	-19.5%	0.5%	64.1%	90.4%	53.9%
未分配利润	56	67	80	106	145	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	364	377	400	444	512	毛利率(%)	22%	27%	28%	33%	35%
<b>负债和所有者权</b>	410	423	442	497	576	净利率(%)	9%	10%	12%	17%	20%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	5%	5%	7%	13%	17%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	6%	5%	8%	14%	19%
<b>经营活动现金流</b>	21	23	43	58	88	<b>偿债能力</b>					
净利润	20	20	33	63	97	资产负债率(%)	11%	11%	10%	11%	11%
折旧摊销	7	10	25	25	25	流动比率	3.60	3.11	4.57	5.26	6.01
财务费用	-1	1	0	-1	-1	速动比率	2.03	1.51	2.61	3.23	3.93
应付帐款的变化	0	0	-4	8	9	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.53	0.50	0.61	0.79	0.92
<b>投资活动现金流</b>	-87	-35	0	0	0	应收账款周转率	10	9	9	10	10
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.75	7.89	9.40	12.35	12.63
长期投资	5	5	5	5	5	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1	0	1	1	1	每股收益(最新摊	0.17	0.18	0.29	0.55	0.84
<b>筹资活动现金流</b>	-5	-11	-10	-18	-28	每股净现金流(最新	-0.62	-0.20	0.28	0.34	0.52
短期借款	5	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.16	3.27	3.47	3.86	4.45
长期借款	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	43	0	0	0	0	P/E	84.82	80.11	50.19	26.36	17.13
资本公积增加	-36	0	0	0	0	P/B	4.57	4.41	4.15	3.74	3.24
<b>现金净增加额</b>	-72	-23	33	40	60	EV/EBITDA	59.87	49.51	26.39	16.57	11.31

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(石油化工/煤化工/化肥/民爆/精细化工等)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。