

业绩符合预期，内生外延助力公司 跨越式发展

——新开源（300109）中报点评

2014年08月26日

强烈推荐/维持

新开源

财报点评

杨伟	分析师	执业证书编号：S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

事件：

公司于8月26日发布中报，实现营业收入1.25亿元，同比增长12.24%，归属于上市公司股东的净利润为1404万元，同比增长23.89%，扣非净利润1401万元，同比增长25.57%，每股收益0.12元。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	46.82	52.45	59.36	48.7	48.89	60.29	65.2
增长率（%）	-0.48%	-3.45%	-6.11%	0.44%	4.41%	14.96%	9.84%
毛利率（%）	25.03%	23.71%	27.74%	31.55%	27.15%	23.26%	29.57%
期间费用率（%）	17.35%	11.98%	13.91%	20.80%	18.85%	12.01%	14.01%
营业利润率（%）	9.09%	10.18%	12.78%	12.03%	7.03%	10.18%	14.98%
净利润（百万元）	3.89	4.91	6.42	5.00	3.83	5.49	8.55
增长率（%）	-18.42%	-11.45%	4.00%	11.98%	-1.44%	11.90%	33.06%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.04	0.06	0.04	0.03	0.05	0.07
资产负债率（%）	11.18%	8.90%	6.73%	6.95%	10.79%	10.31%	11.20%
净资产收益率（%）	1.07%	1.33%	1.74%	1.34%	1.02%	1.44%	2.22%
总资产收益率（%）	0.95%	1.21%	1.63%	1.25%	0.91%	1.29%	1.98%

观点：

- **发展进入新阶段，业绩开始加速增长长期。**公司募投项目3000吨PVP与2500吨PVME/MA已全部建成，产能规模与产品质量已远超国内竞争对手；公司在非法规市场K30延续以低价挤压其它竞争对手的策略，收入增长31.67%，高端市场PVP产品收入增长6.48%，毛利率由37.78%提高至43.34%。同时欧瑞姿产品销售也取得突破。公司作为典型的“小市值、大市场、高壁垒”企业，目前市占率仅有3%，随着募投项目下半年完成验收，将直接带动公司业绩加速增长与毛利率水平提高。
- **PVP与欧瑞姿市场空间巨大。**PVP与欧瑞姿市场规模高达80-90亿，而公司13年收入仅有2亿。公司PVP产品13年满负荷，新订单较多，募投项目产能几近翻倍，达产后将迅速打开国外市场。欧瑞姿开始进入国际大型企业供应链体系，全球范围内只有ASHLAND一家竞争对手，其售价高达15万元/吨，毛利率高达50%以上，一旦放量将大幅增厚业绩。
- **看好药用辅料行业的发展。**药用辅料受益医药行业产值年均增长20%，PVP作为国际三大新型辅料之一，近几年来由于质量不断提升、价格不断降低，加上国家大力开发新型制剂，应用得到拓展。同时，我国

药用辅料行业属于小散乱，行业第一尔康制药市占率仅有 3.5%，看好公司受益药用辅料行业快速发展及集中度提高。

- **关注公司并购重组进展。**公司持续关注下游医药行业、医疗器械、医疗服务行业的发展机遇，拟通过并购重组等方式实现跨越式发展。由于公司目前主营产品下游与医药企业、医院联系紧密，看好公司未来外延式发展进程。

结论：

公司国内 PVP 龙头地位进一步加强，募投项目达产将受益 PVP 与欧瑞姿巨大市场空间，预计公司业绩进入加速增长期，同时看好公司通过并购重组实现跨越式发展。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，公司将于 9 月 15 日之前复牌，三个月目标价 20 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

新产能释放低于预期的风险

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	170	249	353	营业收入	213	209	265	373	493
货币资金	48	21	54	93	153	营业成本	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
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	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
资产总计	410	423	442	497	576	利润总额	23	23	38	73	112
流动负债合计	40	40	37	47	59	所得税	3	3	5	10	15
短期借款	5	0	0	0	0	净利润	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
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	27	33	61	95	133
非流动负债合计	6	5	5	5	5	BPS (元)	0.17	0.18	0.29	0.55	0.84
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	64	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%	26.7%	40.7%	32.2%
实收资本(或股本)	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	归属于母公司净利润	-19.5%	0.5%	64.1%	90.4%	53.9%
未分配利润	56	67	80	106	145	获利能力					
归属母公司股东权	364	377	400	444	512	毛利率(%)	22%	27%	28%	33%	35%
负债和所有者权	410	423	442	497	576	净利率(%)	9%	10%	12%	17%	20%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	6%	5%	8%	14%	19%	
经营活动现金流	21	23	43	58	88	偿债能力					
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	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	0.61	0.79	0.92
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	9.40	12.35	12.63
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	0.29	0.55	0.84
筹资活动现金流	-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	估值比率					
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
现金净增加额	-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。