

新 开 源 (300109.SZ)

PVP 产业链深化拓展，广阔下游展翅高飞

评级:

前次:

目标价 (元):

23.69-26.66

分析师

联系人

孙国东

李璇

S0740207010008

0531-81776391

021-58207774

sungd@qlzq.com.cn

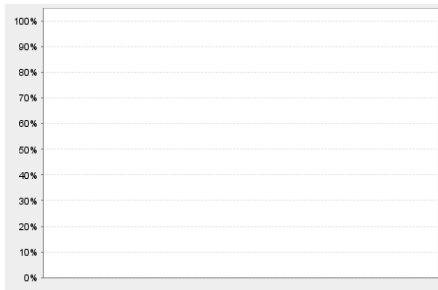
lixuan@qlzq.com.cn

2010年8月6日

基本状况

总股本(百万股)	27.00
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	108.68	130.09	133.64	186.93	271.50
营业收入增速	30.26%	19.69%	2.73%	39.88%	45.24%
净利润增长率	65.27%	75.95%	62.66%	7.49%	72.40%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.67	0.82	0.88	1.52
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产(元)	1.63	2.30	7.79	8.67	10.20
每股现金流量	-0.15	1.06	0.57	0.49	1.36
净资产收益率	23.56%	29.30%	10.57%	10.20%	14.95%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万股)	27.00	27.00	36.00	36.00	36.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

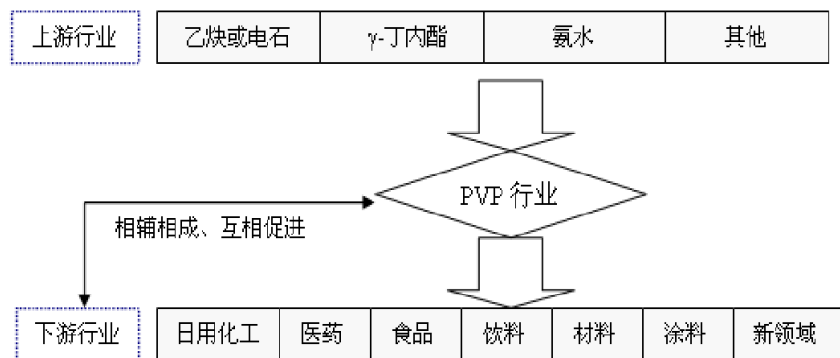
投资要点

- **新开源是中国最大、世界第三的 PVP (聚乙烯吡咯烷酮) 制造商。**近三年主营产品均为 PVP 系列产品。2008 年公司国内市场占有率 38.86%，全球市场占有率 3.80%。目前公司已完成美国 FDA 食品设施注册、欧洲化学品 REACH 预注册等市场准入规则，PVP 产品 50% 出口，销往全球 60 多个国家与地区。
- **PVP 产品应用领域深化拓展，需求量稳步增长。**传统 PVP 产品作为辅料广泛应用于日用化工品，医药和食品饮料行业，以提高相应产品的品质。随着研究的深化，每年水处理膜致孔剂、新能源燃料助剂、新型涂料等新兴领域都将提供大量新增需求。预计到 2015 年，PVP 的全球市场容量为 8.6 万吨，新开源的募投项目产能全部达产后所占比例 8.7%，未来市场空间广阔。
- **全球 PVP 行业寡头垄断，美国 ISP 和德国 BASF 所占全球份额超过 80%。**新开源作为具有单体合成与提纯、PVP 聚合与干燥等核心技术的后起之秀，正在挑战这一垄断格局。产品品种规格齐全、质量卓越、稳定的全球营销网络、柔性化生产和产业集群成本优势是公司竞争力的保证。
- **募投项目产能大部分自 2012 年开始释放，2015 年全部达产。**预计募投项目的实施将巩固公司目前 PVP 行业的领先地位，实现公司非苯/甲苯溶剂的 PVME/MA 共聚物新产品成为公司新的利润增长点目标。
- **风险提示：公司主要风险来自于募投产能无法全部销售、人民币升值与原材料价格上涨的风险。**
- **公司 2010 年到 2012 年预计全面摊薄 EPS 为 0.82、0.88 元和 1.52 元。**考虑到公司与联化科技的行业地位与估值具有一定的可比性 (10PE=34 倍)。预计公司合理估值区间为相对 2010 年 32-36 倍 PE，即 26.33-29.62 元。考虑到 10% 的申购收益，建议询价区间为 23.69-26.66 元。

发行人概况

- 新开源是从事 PVP（聚乙烯吡咯烷酮）系列产品的研发、生产和销售的龙头企业。目前公司是中国最大、世界第三的 PVP 制造商。
- 2008 年 PVP 产量国内市场占有率 38.86%，全球市场占有率 3.80%。
- PVP 系列产品作为一种辅料、添加剂或者助剂，广泛应用于日用化工、医药工业、酿酒和饮料工业、颜料涂料、纺织工业、造纸工业、采油、感光材料和电子工业等领域。

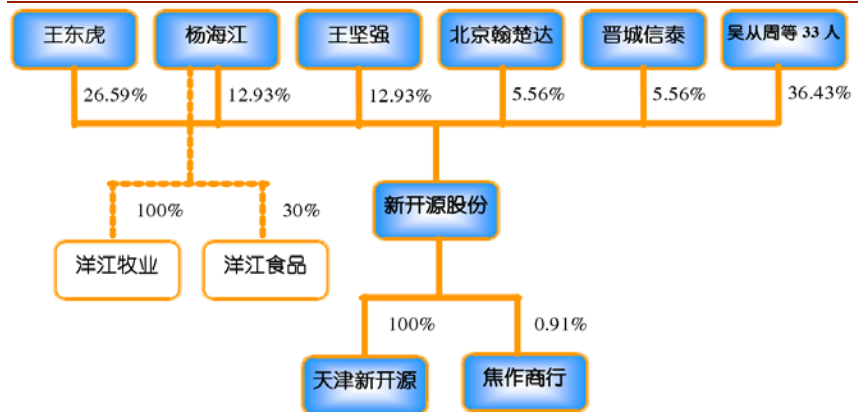
图表 1: PVP 上下游产业链



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

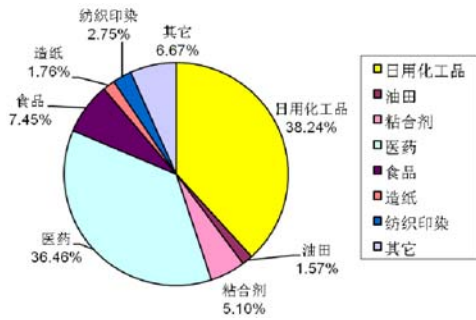
- 本次发行人首次公开发行 900 万股人民币普通股，发行后总股本 3600 万股。发行后的实际控制人为包括王东虎、杨海江、王坚强在内的公司管理层。管理层包括董事长、总经理、技术总监、财务总监等合计持股 1516 万股，占发行后总股本的 42% 以上。

图表 2: 公司股权结构

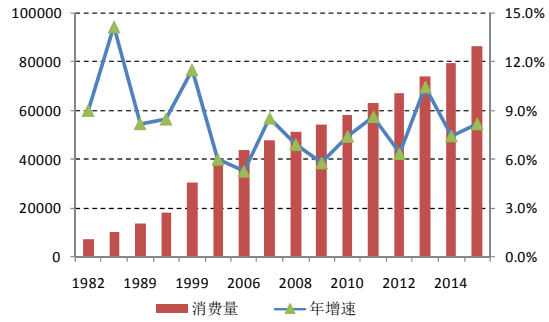


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 公司主营产品为 PVP 系列产品，包括 PVP K 系列、PVP-I、PVPP 和 PVP/VA 共聚物四大系列，四十多个品种，涵盖工业级、化妆品级、食品级和医药级四种规格。

图表 3: 2008 年全球 PVP 消费分布


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 1982-2015 年 PVP 消费量和增长速度预测


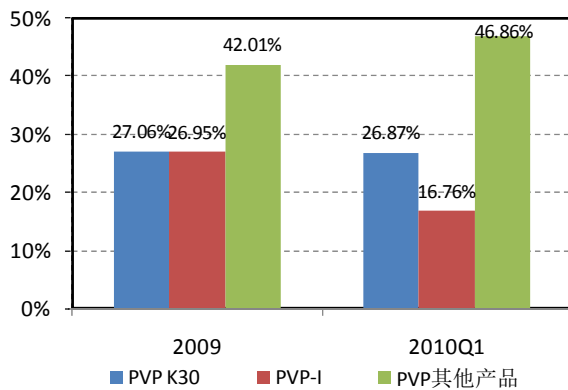
来源: 齐鲁证券研究所

(单位: 吨)

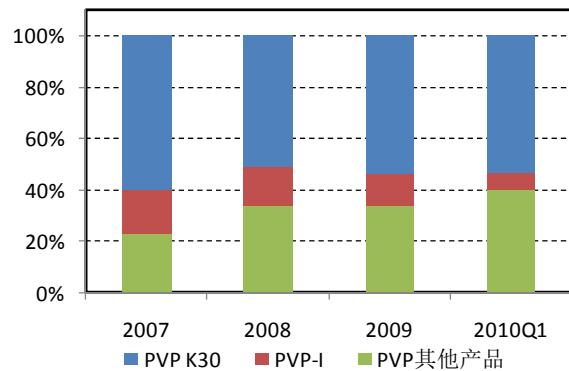
图表 5: 公司产品主要用途及代表客户

产品名称	级别	用途	优质客户
PVP K 系列 (包括 K12、K15、K17、K30、K25、K60、K90、K120)	工业级 化妆品级 医药级	表面活性剂、分散剂、润滑剂等广泛应用于日用化工中的洗涤用品、护发啫用品、护肤用品, 例如发胶、摩丝、喱水、染发剂、牙膏等的添加剂 药物制剂中作为片剂、颗粒剂、胶囊剂、填充剂等, 眼药中的添加剂、难溶药物的共沉淀剂、助溶剂以及用于脱盐膜和人工肾透析隔膜等	NBTY 辉瑞, 杭州民生, 华北制药, 哈药集团, 广西金嗓子, 太极集团西南药业, 复兴药业集团, 湖南千金药业, 江山制药, 山东鲁抗
PVP-I		消毒剂用于医药、食品饮料以及养殖行业	台湾杏辉, 意大利 Esoform, 河北威远
PVPP		片剂崩解剂广泛应用于医药行业; 作为稳定剂用于包括啤酒、果酒、饮料酒在内的饮料行业 粘合剂、增稠剂等用于造纸、涂料等行业; 水	青岛啤酒、燕京啤酒
PVP/VA		溶性系列产品是植保剂常用的乳化剂及保护性胶体	德国汉高

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: PVP 系列产品的毛利率水平较好


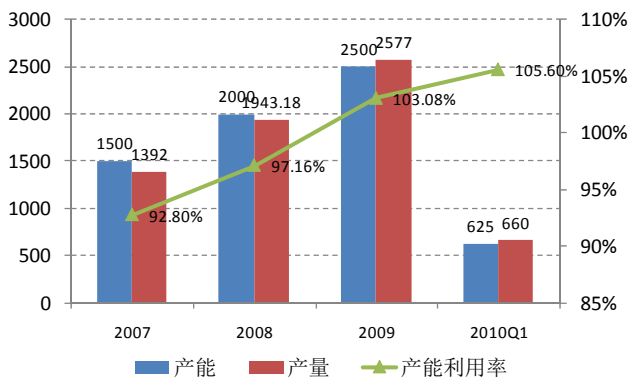
来源: 齐鲁证券研究所

图表 7: PVP 高毛利产品的比例逐年提高


来源: 齐鲁证券研究所

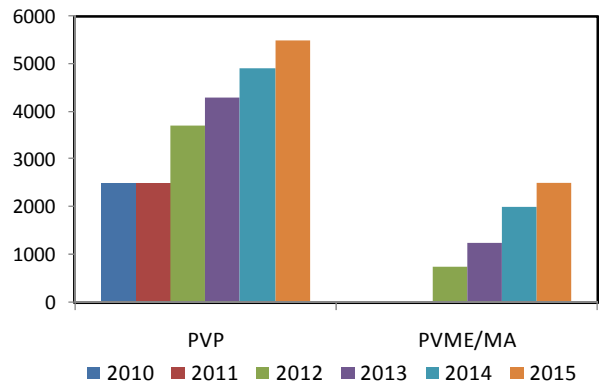
募集资金项目分析

- 本次募集资金投资的项目为公司现有产品升级与产能扩大。募投项目的实施将巩固公司目前 PVP 行业的领先地位，实现公司非苯/甲苯溶剂的 PVME/MA 共聚物新产品成为公司新的利润增长点的目标。

图表 8: 公司产能利用率保持在 100%左右


来源: 齐鲁证券研究所

(单位: 吨)

图表 9: 2010-2015 年公司新增产能将逐步投产


来源: 齐鲁证券研究所

图表 10: 募集资金投向项目

序号	项目名称	投资金额 (万元)	建设期 (月)	项目备案编号
1	年产 5000 吨聚乙烯吡咯烷酮 (PVP) 扩建项目一期年产 3000 吨项目	6,295.79	12	豫焦博县高 (2009)00068
2	年产 1 万吨乙烯基甲醚/马来酸酐共聚物一期年产 2500 吨项目	5,962.00	12	豫焦博县高 (2009)00069
3	其他与主营业务相关的营运资金项目	--	--	--
合计		--	--	--

来源: 齐鲁证券研究所

(单位: 万元)

盈利预测

图表 11: 主要产品盈利预测

项目		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
PVP 系列 产品	平均售价 (元/吨)	59952.29	59530.58	52271.01	52000.00	49500.00	50000.00
	增长率 (YOY)	--	-0.70%	-12.19%	-0.52%	-4.81%	1.01%
	销售量 (吨)	1391.70	1825.67	2453.31	2550.00	3100.00	3750.00
	增长率 (YOY)	--	31.18%	34.38%	3.94%	21.57%	20.97%
	销售收入 (万元)	8343.56	10868.32	12823.70	13260.00	15345.00	18750.00
	增长率 (YOY)	--	30.26%	17.99%	3.40%	15.72%	22.19%
	毛利率	24.71%	28.23%	28.89%	31.00%	29.62%	33.33%
	销售成本 (万元)	6281.54	7800.33	9118.79	9150.00	10800.00	12500.00
	增长率 (YOY)	--	24.18%	16.90%	0.34%	18.03%	15.74%
	毛利 (万元)	2062	3068	3705	4110	4545	6250
	增长率 (YOY)	--	48.79%	20.76%	10.93%	10.58%	37.51%
PVME/MA	平均售价 (元/吨)				52000.00	55800.00	60000.00
	增长率 (YOY)				--	7.31%	7.53%
	销售量 (吨)				20.00	600.00	1400.00
	增长率 (YOY)				--	2900.00%	133.33%
	销售收入 (万元)				104.00	3348.00	8400.00
	增长率 (YOY)				--	3119.23%	150.90%
	毛利率				8.65%	16.37%	44.05%
	销售成本 (万元)				95.00	2800.00	4700.00
	增长率 (YOY)				--	2847.37%	67.86%
	毛利 (万元)				9	548	3700
	增长率 (YOY)				--	5988.89%	575.18%
公司整体	营业收入 (百万元)	83	109	128	134	187	272
	营业成本 (百万元)	63	78	91	94	137	173
	营收增长率 (%)	-	30.26%	17.99%	4.21%	39.88%	45.24%
	综合毛利率 (%)	24.71%	28.23%	28.89%	29.55%	26.60%	36.46%
	毛利(百万元)	21	31	37	39	50	99
	销售费用率	3.9%	4.3%	3.7%	4.5%	4.0%	4.0%
	管理费用率	6.4%	6.6%	9.2%	9.5%	9.0%	9.0%
	财务费用率	2.6%	2.9%	1.3%	-1.0%	2.0%	2.0%
	所得税率	31.56%	24.96%	13.05%	15.00%	15.00%	25.00%

来源: 齐鲁证券研究所

附录：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	83	109	130	134	187	272
增长率	—	30.3%	19.7%	2.7%	39.9%	45.2%
营业成本	-63	-78	-91	-94	-137	-173
% 销售收入	75.3%	71.8%	70.1%	70.5%	73.4%	63.5%
毛利	21	31	39	39	50	99
% 销售收入	24.7%	28.2%	29.9%	29.5%	26.6%	36.5%
营业税金及附加	0	0	-1	-1	-1	-2
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-3	-5	-5	-6	-7	-11
% 销售收入	3.9%	4.3%	3.7%	4.5%	4.0%	4.0%
管理费用	-5	-7	-12	-13	-17	-24
% 销售收入	6.4%	6.6%	9.2%	9.5%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	12	18	21	20	24	62
% 销售收入	13.8%	17.0%	16.3%	15.0%	13.0%	22.9%
财务费用	-2	-3	-2	0	-2	-4
% 销售收入	2.6%	2.9%	1.3%	0.1%	1.0%	1.5%
资产减值损失	-1	-2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
% 税前利润	4.4%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	9	14	21	20	22	58
营业利润率	11.0%	12.8%	15.8%	14.8%	12.0%	21.4%
营业外收支	0	0	0	15	15	15
税前利润	9	14	21	35	37	73
利润率	11.0%	12.7%	16.1%	26.1%	20.0%	27.0%
所得税	-3	-3	-3	-5	-6	-18
所得税率	31.6%	25.0%	13.0%	15.0%	15.0%	25.0%
净利润	6	10	18	30	32	55
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	6	10	18	30	32	55
净利率	7.5%	9.5%	14.0%	22.2%	17.0%	20.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	6	10	18	30	32	55
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	5	3	8	16	22
非经营收益	1	1	2	-14	-12	-10
营运资金变动	-1	-21	6	-4	-18	-18
经营活动现金流	10	-4	29	20	18	49
资本开支	5	10	24	175	90	20
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0	0
投资活动现金流	-4	-9	-24	-175	-90	-20
股权募资	0	16	0	189	0	0
债权募资	0	-4	2	-10	96	0
其他	-5	-3	4	-1	-3	-5
筹资活动现金流	-5	9	6	178	93	-5
现金净流量	0	-4	11	23	21	24

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	5	1	11	35	56	79
应收款项	12	18	14	23	40	58
存货	20	33	25	31	45	57
其他流动资产	4	8	6	5	11	17
流动资产	42	60	57	93	152	211
% 总资产	62.6%	65.6%	51.3%	28.4%	31.9%	38.5%
长期投资	5	5	5	5	5	5
固定资产	16	22	32	174	258	266
% 总资产	23.4%	23.7%	28.7%	52.9%	54.2%	48.5%
无形资产	4	4	16	56	61	66
非流动资产	25	31	54	235	324	337
% 总资产	37.4%	34.4%	48.7%	71.6%	68.1%	61.5%
资产总计	67	91	111	328	476	549
短期借款	10	12	14	4	0	0
应付款项	30	28	31	36	52	66
其他流动负债	9	8	1	5	9	12
流动负债	49	48	46	45	61	79
长期贷款	0	0	0	0	100	100
其他长期负债	0	0	3	3	3	3
负债	49	48	49	48	164	182
普通股股东权益	18	44	62	280	312	367
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	67	91	111	328	476	549

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	0.783	0.383	0.674	0.823	0.884	1.525
每股净资产 (元)	2.228	1.627	2.301	7.786	8.671	10.195
每股经营现金净流 (元)	1.195	-0.152	1.058	0.567	0.489	1.358
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	35.13%	23.56%	29.30%	10.57%	10.20%	14.95%
总资产收益率	9.39%	11.32%	16.43%	9.03%	6.69%	10.00%
投入资本收益率	44.45%	27.60%	30.93%	6.96%	5.89%	12.17%
增长率						
营业总收入增长率	—	30.26%	19.69%	2.73%	39.88%	45.24%
EBIT增长率	—	60.47%	14.93%	-5.80%	21.70%	155.18%
净利润增长率	—	65.27%	75.95%	62.66%	7.49%	72.40%
总资产增长率	—	37.19%	21.15%	195.98%	45.12%	15.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.5	34.8	29.0	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	59.0	125.6	116.9	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	20.9	42.0	35.8	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	34.0	62.0	72.5	139.8	174.0	148.3
偿债能力						
净负债/股东权益	27.56%	25.79%	4.15%	-11.01%	14.19%	5.66%
EBIT利息保障倍数	5.3	5.9	13.0	120.7	12.8	15.7
资产负债率	73.27%	51.96%	43.92%	14.53%	34.41%	33.10%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501