

新股分析(首次)

新开源：崛起于中原的 PVP 生产商

询价价格：

26.68-29.48 元

当前价格：

元

报告摘要：

市场数据

化工化纤指数	3239
三个月涨跌幅	1.05%
上证综合指数	2672
沪深 300 指数	2918

基础数据

发行前总股本（万股）	2700
本次发行股本（万股）	900
发行后总股本（万股）	3600
社会公众股占比	25%

相对股价表现

相关研究

公司简介：新开源地处中原，是我国最早研发生产 PVP(聚乙烯吡咯烷酮)的生产企业，其前身为成立于 1987 年的开源精细化工厂。公司经过 20 多年的发展，目前已经成为国内第一，国际第三的 PVP 生产商。2008 年公司国内市场占有率为 38.9%，全球市场占有率为 3.8%，仅次于德国 BASF 和美国 ISP。

公司产品具有广阔的应用前景，产品线丰富：公司生产的 PVP 具有广阔的应用前景，主要应用于医用辅料和日化产品。下游广阔的应用前景，奠定了公司良好的发展空间。公司具有丰富的产品线，四十多个品种，并逐渐用高毛利率的产品替代低毛利率的产品，产品升级为公司带来更高的利润增长空间。

投资亮点：公司是典型的内需股，下游产业主要是医药工业和日化工业。随着国内消费的升级，公司可以间接分享到内需增长带来的实际收益。

公司主要风险：由于 PVP 行业属于寡头垄断行业，BASF 和 ISP 占据了全球 80% 的市场份额，因此公司对于 PVP 产品缺乏定价权；其次公司产品 50% 以上用于出口，人民币升值压力也是公司风险之一。公司产品的原材料长期处于底部，具有价格反弹的可能，公司低端产品的毛利率有下滑风险。

盈利预测及估值分析：预计公司 2010-2012 年公司的 EPS 分别为 0.78 元/0.94 元/1.09 元。和上市可比公司相比，给予公司 2010 年 PE38-42 倍，对应二级市场价格 29.64-32.76 元，考虑一级市场 10% 的折价，建议一级市场的询价区间为 26.68-29.48 元。

医药研究小组：

郑一宁（联系人）

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	83.44	108.68	130.09	152.75	182.70	269.79
收入增幅(%)	N/A	30.26%	19.69%	17.42%	19.61%	47.67%
净利润	6.26	10.35	18.21	21.02	25.19	29.30
净利增幅(%)	N/A	65.27%	75.95%	15.44%	19.87%	16.31%
毛利率(%)	24.71%	28.23%	29.90%	31.21%	30.86%	32.40%
ROE(%)	35.13%	23.56%	29.30%	25.28%	23.25%	21.29%
EPS(元)	0.23	0.38	0.67	0.78	0.93	1.09

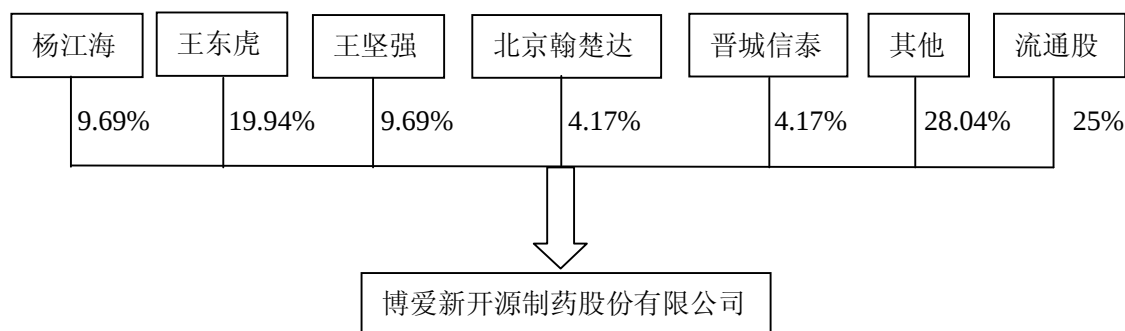
请务必阅读正文后的免责条款部分

1. 公司简介

新开源地处河南焦作，是我国最早研发生产 PVP(聚乙烯吡咯烷酮)的生产企业，其前身为成立于 1987 年的开源精细化工厂。公司经过 20 多年的发展，目前已经成为国内第一，国际第三的 PVP 生产商。2008 年公司国内市场占有率为 38.9%，全球市场占有率为 3.8%，仅次于德国 BASF 和美国 ISP。

公司此次拟发行 900 万股，发行后总股本为 3600 万股。发行后的实际控制人为公司的管理层，包括公司董事长杨江海，总经理王东虎，技术总监王坚强等。

图 1 博爱新开源制药股份有限公司股权结构图



资料来源：招股说明书，德邦研究

公司此次募集资金的主要用途是扩大公司产能。公司拟建年产 5000 吨 PVP 扩建一期年产 3000 吨项目；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；以及其他与主营业务相关的营运资金项目。

2. 公司经营分析

2.1 公司产品分析

PVP 是用途十分广泛，作为一种合成水溶性高分子化合物，具有水溶性高分子化合物的一般性质，胶体保护作用、成膜性、粘结性、吸湿性、增溶或凝聚作用，但其最具特色，因而受到人们重视的是其优异的溶解性能及生理相容性。在合成高分子中像 PVP 这样既溶于水，又溶于大部分有机溶剂、毒性很低、生理相容性好的并不多见，特别是在医药、

食品、化妆品这些与人们健康密切相关的领域。PVP 的主要功能在于：

(1) 医药卫生

PVP 有优良的生理惰性，不参与人体新陈代谢，又具有优良的生物相容性，对皮肤、粘膜、眼等不形成任何刺激。从生物学的观点来看，PVP 的分子结构特色类似于用简单的蛋白质模型的那种结构，以致于使 PVP 被广泛地用作药物制剂的辅料。

(2) 食品加工方面

PVP 本身不会致癌，有良好的食物安全性，能与特定多酚化合物(如单宁)形成络合物，在食品加工方面主要作为啤酒、果汁、葡萄酒等食品澄清剂和稳定剂。

(3) 日用化妆品方面

在 PVP 的消费结构中，发达国家的化妆品工业占 30%~50%，我国占 70%~80%。由于 PVP 具有极低的毒性和生理惰性，它对皮肤、眼睛无刺激，在医药领域中有长期使用的记录，所以用于化妆品等很安全。在日用化妆品中，PVP 及共聚物具有良好分散性及成膜性，PVP 在乳液中有保护胶体的作用，可用于脂肪性和非脂肪性膏体中，用作定型液、喷发胶及摩丝的定型剂等。

(4) 洗涤剂领域

PVP 具有抗污垢再沉淀性能，可用于配制透明液体或重污垢洗涤剂，在洗涤剂中添加 PVP 有很好的防转色效果，而且可以增强净洗能力，洗涤织物时可防止合成洗涤剂对皮肤的刺激，尤其对合成纤维，此性能比羧甲基纤维素(CMC)类洗涤剂更为突出。PVP 可与硼砂复配，作为含酚消毒清洁剂配方中的有效成分。PVP 与过氧化氢固体复配的洗涤剂中，具有漂白、杀灭病菌的作用。

(5) 纺织印染

PVP 与许多有机染料有很好的亲和力，它可以与聚丙烯腈、酯、尼龙和纤维性材料等疏水性合成纤维结合，提高染色力和亲水性。

(6) 涂料和颜料

用 PVP 包覆的油漆、涂料成膜透明而不影响本色，改善涂料和颜料的光泽和分散性，提高热稳定性并能改善油墨和墨水的分散性等。

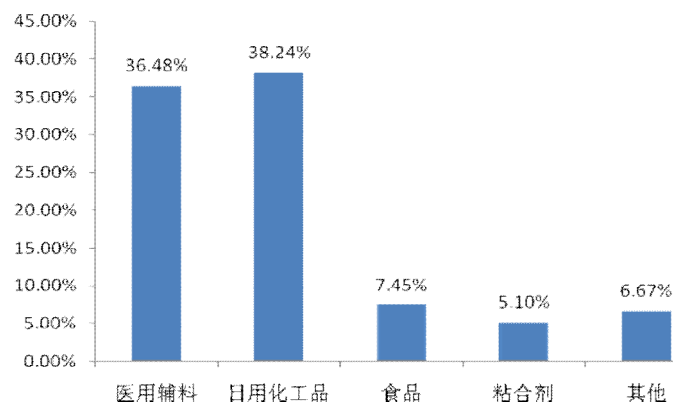
(7) 聚合物工艺

聚乙烯基吡咯烷酮作为高分子表面活性剂，在不同的分散体系中，可作为分散剂、乳化剂、增稠剂、流平剂、粒度调节剂、抗再沉淀剂、凝聚剂、助溶剂和洗涤剂。

(8) 其它方面

PVP 可作为三次采油的胶凝剂，提高油田的采油率。作为感光材料的助剂有助于降低乳胶度和增强显影图像的覆盖能力。在分子聚合过程中作为增稠剂、分散稳定剂和粘结调节剂等。在造纸行业作为分散剂，在丙烯胺气化反应中作为助催化剂。PVP 目前在分离膜、光固化树脂、激光视盘、减阻涂料、建材、炼钢和电镀等领域的应用也在兴起。

图 2 2008 年全球 PVP 各应用领域消费量分布图



资料来源:招股说明书,德邦研究

PVP 的广泛用途决定了生产 PVP 厂家的光明前景。尤其是医用辅料和日化产品的强势发展和 PVP 新的应用，为 PVP 光明的生产前景奠定了基础。预计 2009-2015 年全球 PVP 消费量年复合增长率达 8% 左右，2015 年全球 PVP 消费量将达到约 8.6 万吨。

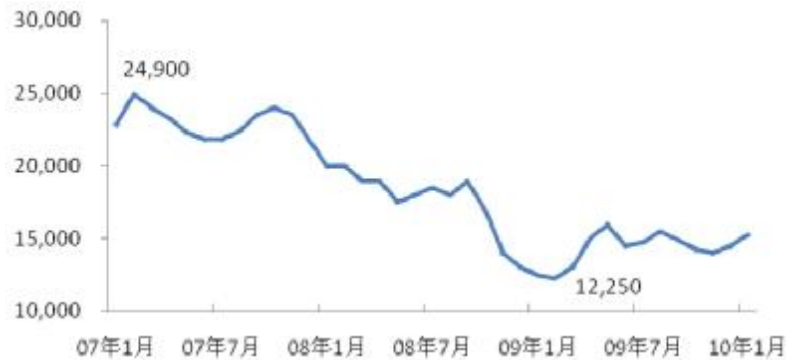
图 3 未来 PVP 消费量及增幅预测量



资料来源:招股说明书,德邦研究

另外，PVP 主要原料之一 γ -丁内酯（占 PVP 采购成本 50%以上）一直处于供大于求的状态，从 2007 年至 2010 年 1 月国内单位价格一路下行，有效地降低了公司的成本压力。

图 4 2007-2010 年 1 月国内 γ -丁内酯价格变动情况（单位：元/吨）



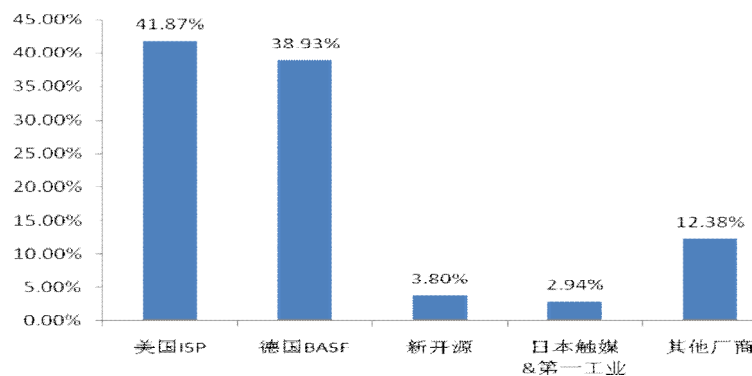
资料来源：招股说明书，德邦研究

公司产品的特定决定了公司发展前景较为广阔，公司的成长空间较好。

2.2 公司竞争分析

从国际市场上来看，PVP 行业表现为寡头垄断竞争格局。德国 BASF 公司和美国 ISP 公司两大巨头占据了市场份额的 80%，控制了国际市场上 PVP 的价格。

图 5 2008 全球 PVP 主要厂商市场占有率情况

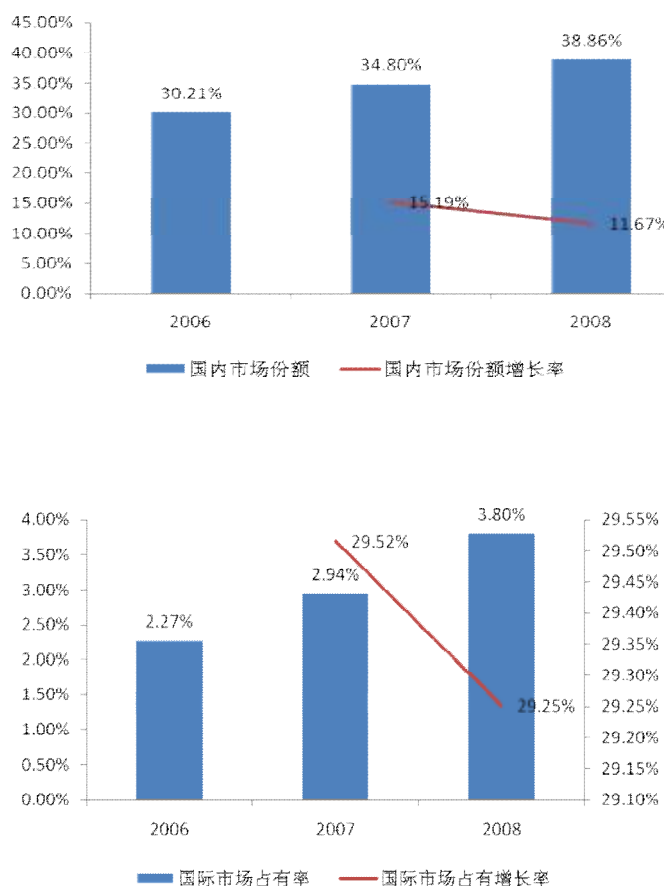


资料来源：招股说明书，德邦研究

国内 PVP 生产厂商较早参与了市场竞争，国内竞争十分激烈。新开源是国内最具规模和

综合竞争力的 PVP 龙头企业，研究开发和市场销售能力在国内 PVP 行业中均处于领先地位。2006 年至 2008 年，公司产品按照产量统计的全球市场份额逐年上升，显示出良好的成长性。公司目前最主要竞争对手是杭州南杭化工。

图 6 公司产品 2006-2008 国内国际市场占有率情况



资料来源:招股说明书,德邦研究

除此之外，PVP 产品系列众多，不同 PVP 产品的竞争呈现出不同的竞争态势。高端产品因生产厂家少喝技术门槛高，竞争程度较低；而低端产品因生产厂家众多，竞争相对激烈。

公司产品线比较丰富，PVP 产品包括 PVPK 系列，PVP-I，PVPP 和/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，是目前国内品种规格最全的 PVP 生产企业。公司研究开发了三十多个新产品，其中：PVP K12、PVP K17、食品级 PVPP、PVP K60、PVP K90、PVP/VA 系列产品、PVME/MA 高、中、低共聚物和维酮白系列产品为国内首创。

公司具有一定的技术研发实力，在国内的 PVP 行业具有较强的竞争能力和地位，在国际市场也有一定的市场地位，但和主要竞争对手南航相比，公司缺乏含金量高的论证，如南航有有 COS 认证，但博爱新开源没有，所以技术方面南航较有优势。

2.3 公司财务分析：产品升级调整，盈利能力增强

公司在报告期内营业收入持续增长，2010 年 1-3 月，公司实现营业收入 3,454.41 万元，同比增加 773.09 万元，增长了 28.83%；2007、2008、2009 年，公司分别实现营业收入 8,343.64 万元、10,868.32 万元、13,008.52 万元，呈快速增长趋势。2007 至 2009 年年均复合增长率为 24.86%。

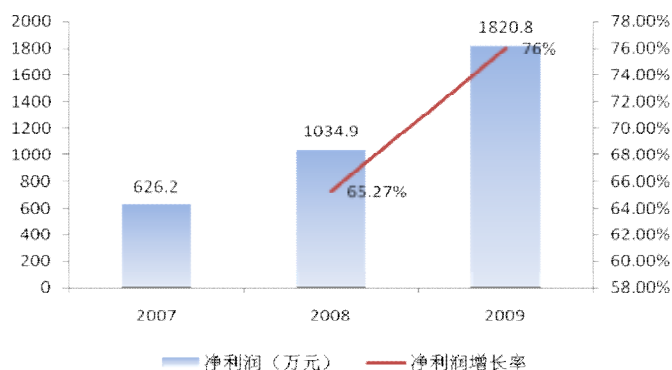
图 7 2007-2010 年 1 季度公司营业收入增长情况



资料来源：招股说明书，德邦研究

公司三年的净利润也由 2007 年的 626 万元增至 2009 年的 1820 万元，复合增长率达 71%。

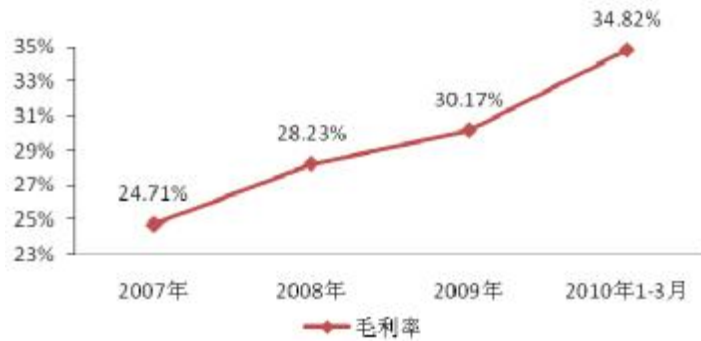
图 8 2007-2009 年公司净利润增长情况



资料来源：招股说明书，德邦研究

公司产品毛利率较高，2008 年主营业务毛利率为 28.23%，比 2007 年提高了 3.52 个百分点。2009 年主营业务毛利率为 30.17%，比 2008 年提高了 1.94 个百分点。2010 年 1-3 月主营业务毛利率为 34.82%，比 2009 年提高了 4.65 个百分点。

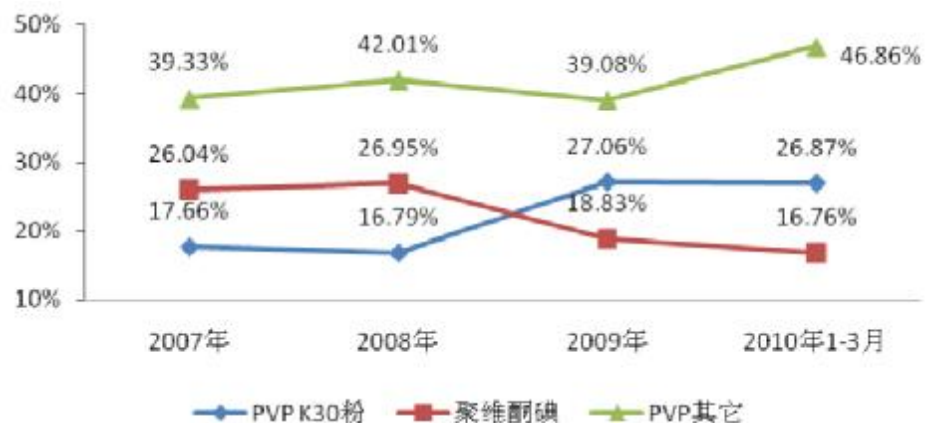
图 9 2007-2010 年 1 季度公司毛利率增长情况



资料来源:招股说明书,德邦研究

公司毛利率的上升一方面是由于公司主要产品 PVP K30 毛利率增加所致，另一方面，公司也在不断地调整产品结构，让高毛利产品（PVP 其他产品）逐渐代替低毛利产品（聚维酮碘），高毛利产品产量已占总产量的 40%。其净利润 09 年占公司总的净利润的 61.50%。

图 10 不同产品毛利率变化图



资料来源:招股说明书,德邦研究

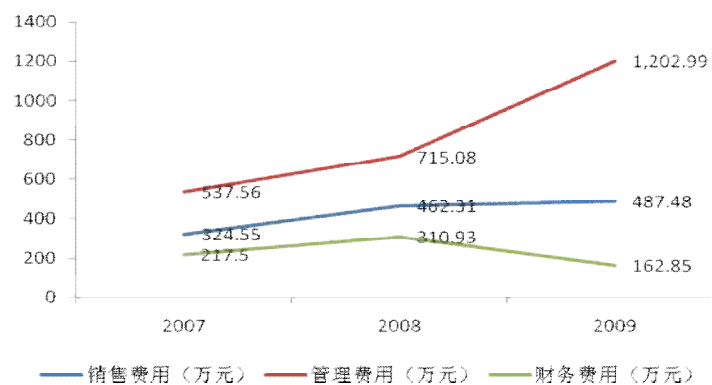
图 11 2007-2009 年度不同产品净利润占比



资料来源:招股说明书,德邦研究

公司的三项费用除财务费用外,销售费用和管理费用都呈增长趋势,尤其是管理费用在 2009 年增长较快,管理层给出的解释是 2009 年公司扩大了经营规模,工资和福利费用增加所致。

图 12 2007-2009 年度公司三项费用变化情况



资料来源:招股说明书,德邦研究

值得注意的是,公司的报告期三年流动比率分别为 0.85、1.26、1.24,速动比率为 0.44、0.56、0.70。和化工医药出口企业的龙头相比,2009 年海普瑞的速动比率为 2.94,新合成为 2.67,均为新开源的 4 倍左右,新开源的速动比率明显偏低。

2.4 公司风险分析

PVP 行业在国际市场上的寡头垄断格局，造成 PVP 的定价权在少数几位生产商手中。美国 ISP 和德国 BASF 两者 80% 的世界产量，足以对 PVP 产品的价格产生影响。相对于新开源来说，弱势的国际地位对产品价格没有主导权，国际产品价格的波动是公司面临的主要风险之一。

其次，公司的出口收入占营业收入的 50% 以上，以美元或欧元结算的财务方式，会由于人民币升值造成公司营业收入的下降，

除此之外，原材料成本的变化也会传导到下游，造成 PVP 产品价格的波动。公司募投项目达产后，如果公司的销售能力不能匹配公司的生产能力也会造成公司的营业损失。

3. 公司盈利预测和估值

假设 1：公司 PVP 系列产品 2010-2012 年的增长率为 20%，25% 和 30%

假设 2：公司 PVPK30 产品 2010-2012 年的增长率为 20%，20% 和 25%

假设 3：公司 PVP-I 产品 2010-2012 年的增长率均为 5%

假设 4：公司 PVME/MA 产品在 2012 年才产生利润，毛利率为 38.25%，营业收入为 0.42 亿元

假设 4：公司在未来三年三项费用率，财务费用和管理费用率保持不变，和 09 年持平，销售费用率增长分别为 5%，5% 和 10%

假设 5：公司未来三年税率保持不变

经测算，公司 2010-2012 的净利润预测为 0.21, 0.25 和 0.29 亿元，EPS 分别为 0.78, 0.94 和 1.09 元。

表 1 2007-2009 年度公司盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
PVP 产品系列 (亿元)	0.41	0.48	0.58	0.72	0.94
增长率	105.00%	17.07%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率	42.01%	39.08%	42.00%	40.00%	40.00%
PVPK30 (亿元)	0.47	0.58	0.70	0.84	1.04
增长率	4.44%	23.40%	20.00%	20.00%	25.00%
毛利率	16.79%	27.06%	27.00%	27.00%	27.00%
PVP-I (亿元)	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25
增长率	10.53%	4.76%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	26.95%	18.83%	17.00%	17.00%	17.00%
PVME/MA (亿元)	0	0	0.00	0.00	0.42
增长率	0.00%	0.00%	0%	0.00%	N/A
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	38.25%
营业收入合计(亿元)	1.09	1.28	1.50	1.80	2.65
增长率	7.50%	17.43%	17.42%	19.61%	47.67%
毛利率	28.23%	30.00%	31.21%	30.86%	32.40%
净利润 (亿元)	0.10	0.18	0.21	0.25	0.29
每股收益(元)	0.38	0.67	0.78	0.94	1.09

资料来源:德邦研究

上市公司中没有和新开源生产同类产品的公司,选择 5 家具有代表性的精细化工公司计算相应 PE,可比上市公司 2009 年 PE 均值为 50.72,2010 年预测 PE 均值为 45.48

表 2 可比上市公司 PE

股票名称		EPS(元)			PE		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
联化科技 (002250)	32.07	1	1.28	1.74	32.07	25.05	18.43
奥克股份 (300082)	76.09	2.15	1.96	2.85	35.39	38.82	26.70
永太科技 (002326)	51.68	0.57	0.73	1.38	90.67	70.79	37.45
回天胶业 (300041)	61.6	1.04	1.19	1.63	59.23	51.76	37.79
雅克科技 (002409)	31.15	0.86	0.76	1.04	36.22	40.99	29.95
平均					50.72	45.48	30.06

资料来源:德邦研究

考虑到新开源公司的行业特性，竞争激烈，给予新开源公司 2010PE38-42 倍，对应二级市场价格为 29.64-32.76 元，考虑一级市场 10%的折价，建议一级市场的询价区间为 26.68-29.48 元。

表 3 公司财务报表预测 （单位：百万元）

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	130.09	152.75	182.70	269.79	货币资金	11.40	1.53	36.82	10.66
减：营业成本	91.19	105.07	126.33	182.37	应收和预付款项	20.60	35.37	31.67	66.68
营业税金及附加	0.75	0.88	1.05	1.55	存货	25.04	44.66	39.14	81.83
营业费用	4.87	7.64	9.14	26.98	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	12.03	14.13	16.90	24.95	长期股权投资	5.00	5.00	5.00	5.00
财务费用	1.63	0.30	-0.35	-0.53	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.96	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	31.84	26.93	22.01	17.09
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	16.33	14.64	12.94	11.25
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	110.22	128.12	147.58	192.51
营业利润	20.57	24.73	29.64	34.47	短期借款	13.75	3.15	0.00	0.00
加：其他非经营损益	0.37	0.00	0.00	0.00	应付和预收款项	31.30	38.78	36.20	51.82
利润总额	20.94	24.73	29.64	34.47	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
减：所得税	2.73	3.71	4.45	5.17	其他负债	3.03	3.03	3.03	3.03
净利润	18.21	21.02	25.19	29.30	负债合计	48.08	44.96	39.23	54.85
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	27.00	27.00	27.00	27.00
归属母公司股东净利润	18.21	21.02	25.19	29.30	资本公积	16.97	16.97	16.97	16.97
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	留存收益	18.17	39.19	64.38	93.68
经营性现金净流量	28.46	1.03	38.10	-26.69	归属母公司股东权益	62.14	83.16	108.35	137.66
投资性现金净流量	(23.66)	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	5.36	(10.90)	-2.80	0.53	股东权益合计	62.14	83.16	108.35	137.66
现金流量净额	10.39	(9.87)	35.29	-26.16	负债和股东权益合计	110.22	128.12	147.58	192.51

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
 增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
 中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%

减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。