

暂不评级

新开源 (300109)

2010 年 8 月 10 日

## 快速扩张的国内 PVP 龙头企业

发行价: 30 元 (8 月 11 日网下和网上申购)

医药行业分析师: 江维娜

SAC 执业证书编号: S0850210040012

jiangwn@htsec.com

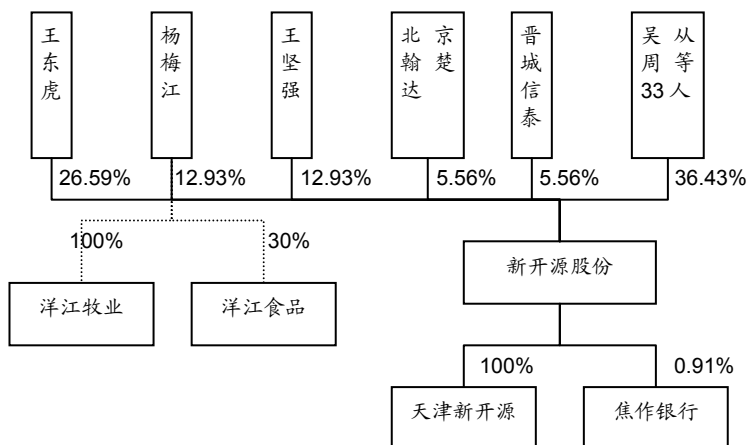
021-23219610

**投资建议:** 我们预测 2010-2012 年公司 EPS (摊薄) 分别为 0.74 元、0.96 元和 1.48 元。参照化学原料药行业的估值水平, 我们认为公司的合理估值应为 2011 年 26-30 倍的 PE, 公司的合理股价为 24.96-28.80 元。

### 1. 新开源简介

公司是一家从事 PVP 系列产品的研发、生产和销售的企业。公司前三大股东王东虎、杨海江、王坚强为本公司控股股东暨共同实际控制人, 三人分别持有公司 26.59%、12.93% 和 12.93% 的股份, 公司此次 IPO 发行 900 万股, 发行后总股本为 3600 万股。

图 1 本次发行前公司股权结构

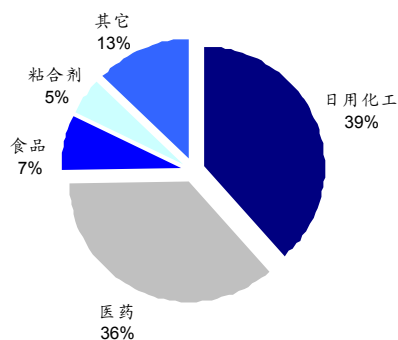


资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

### 2. 公司 PVP 产品全球市场份额尚小, 相比国外厂商具有成本优势

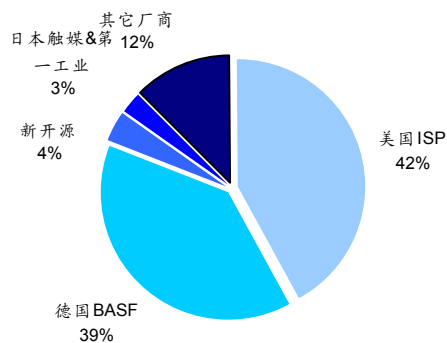
公司 PVP 产品包括 PVP K 系列、PVP-I、PVPP 和 PVP/VA 共聚物四大系列, 四十多个品种, 涵盖工业级、化妆品级、食品级和医药级四种规格。PVP 系列产品作为一种辅料、添加剂或者助剂, 广泛应用于日用化工、医药工业、酿酒和饮料工业、颜料涂料、纺织工业、造纸工业、采油、感光材料和电子工业等领域。目前公司 PVP 年产能达到 2500 吨, 是全球第三、国内最大的 PVP 生产企业, 2008 年全球市场占有率为 3.8%; 国内市场占有率第一, 为 38.86%。

图 2 全球 2008 年 PVP 各应用领域消费量分布图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 3 全球 2008 年 PVP 主要厂商市场占有率



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

公司产品约有 50% 出口，相对于海外厂商，公司的 PVP 产品具有价格优势。（1）公司地处河南焦作，紧邻山西晋城，原料  $\gamma$ -丁内酯和电石的主产区都在山西，运输成本相对低廉，主要能源消耗的煤炭也是从山西晋城采购为主，因此在各项原料的采购运输成本方面具有优势；（2）公司从  $\gamma$ -丁内酯开始生产  $\alpha$ -P，由  $\alpha$ -P 生产 NVP，再由 NVP 聚合成各种聚合物，产品价值链比较长，具有材料成本优势；（3）公司地处经济不发达地区，人力成本比较低。因此，公司产品具有一定的成本优势。

表 1 公司主要原材料采购比重表

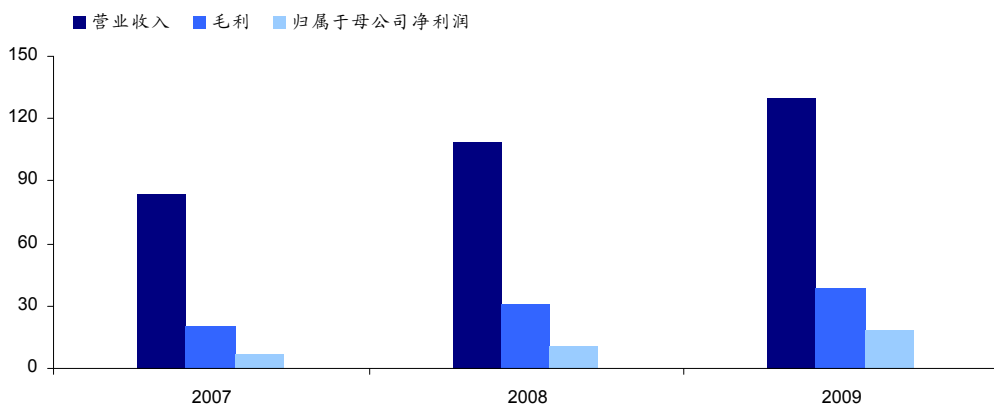
|                   | 2010 年 1-3 月 | 2009 年 | 2008 年 | 2007 年 |
|-------------------|--------------|--------|--------|--------|
| $\gamma$ -丁内酯 (%) | 71.88        | 55.61  | 62.08  | 71.98  |
| 精碘 (%)            | 8.34         | 13.98  | 15.32  | 13.48  |
| 电石 (%)            | 13.22        | 15.60  | 12.41  | 8.00   |
| $\alpha$ -P (%)   | -            | -      | 4.33   | 2.38   |
| 小计 (%)            | 93.44        | 85.19  | 94.15  | 95.84  |

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

### 3. 公司主营收入和利润稳步提升

公司 PVP 产量稳步提升，公司 2007-2009 年 PVP 产量分别为 1391.83 吨、1943.18 吨和 2577.24 吨。公司 2009 年产能利用率已超过 100%（公司 PVP 产品总产能为 2500 吨）。公司 2007-2009 年实现主营收入分别为 8343 万元、1.09 亿元和 1.28 亿元；实现归属于母公司净利润分别为：626 万元、1035 万元和 1821 万元。

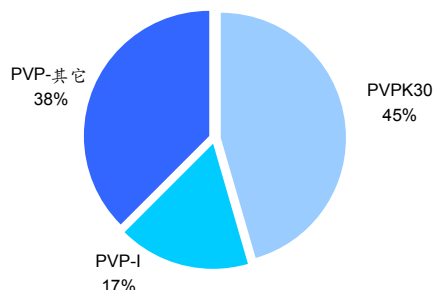
图 4 公司 2007-2009 年收入和利润（百万元）



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

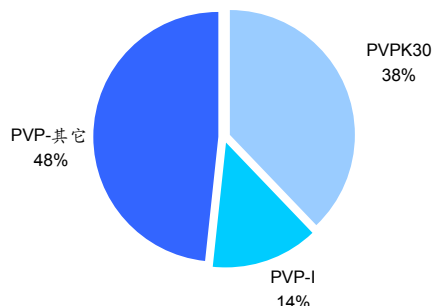
在各细分 PVP 产品方面，PVP K30 是公司销量最大的 PVP 产品，PVP-I 次之。公司目前已向 FDA 申请 PVP-I 原料药认证，以便满足该产品作为原料药进军美国市场的要求。

图 5 新开源 2009 年收入构成



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 6 新开源 2009 年毛利构成



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

#### 4. 公司募投项目

公司本次拟公开发行人民币普通股 900 万股，占发行后总股本的 25%。募集资金主年产 5000 吨聚乙烯吡咯烷酮（PVP）扩建项目一期年产 3000 吨项目和年产 1 万吨乙烯基甲醚/马来酸酐（PVME/MA）共聚物一期年产 2500 吨项目。

PVP 项目完成后，公司各类 PVP 产品的总产能将达到 5500 吨，公司在 PVP 市场的领先地位将进一步扩大。PVME/MA 是公司自主研发的一种可溶性聚合物，对人体完全无毒无害。该产品可广泛用于日用化工、医药辅料、农业等领域。公司的 PVME/MA 产品可与现有的 PVP 产品共享销售渠道。我们认为 PVME/MA 产品将成为公司未来利润增长点之一。

表 2 公司募投项目

| 项目                                         | 投资金额（万元） | 建设期 | 备案部门   | 备案文号             |
|--------------------------------------------|----------|-----|--------|------------------|
| 年产 5000 吨聚乙烯吡咯烷酮（PVP）扩建项目一期年产 3000 吨项目     | 6295.79  | 1 年 | 河南省发改委 | 豫焦博县高（2009）00068 |
| 年产 1 万吨乙烯基甲醚/马来酸酐（PVME/MA）共聚物一期年产 2500 吨项目 | 5962.00  | 1 年 | 河南省发改委 | 豫焦博县高（2009）00069 |

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

#### 5. 盈利预测及估值

我们预测 2010-2012 年公司 EPS（摊薄）分别为 0.74 元、0.96 元和 1.48 元。参照化学原料药行业的估值水平，我们认为公司的合理估值应为 2011 年 26-30 倍的 PE，公司的合理股价为 24.96-28.80 元。

表 3 公司盈利预测表（百万元）

|           | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 108.68 | 130.09 | 148.30 | 177.96 | 285.80 |
| 营业成本      | 78.00  | 91.19  | 101.22 | 119.44 | 192.99 |
| 销售费用      | 4.62   | 4.87   | 5.56   | 6.49   | 10.71  |
| 管理费用      | 7.15   | 12.03  | 10.75  | 12.90  | 20.71  |
| 财务费用      | 3.11   | 1.63   | -0.32  | -1.17  | -1.16  |
| 营业利润      | 13.90  | 20.57  | 30.47  | 39.57  | 61.39  |
| 利润总额      | 13.79  | 20.94  | 30.47  | 39.57  | 61.39  |
| 归属于母公司净利润 | 10.35  | 18.21  | 26.49  | 34.41  | 53.38  |
| 摊薄每股收益（元） | 0.29   | 0.51   | 0.74   | 0.96   | 1.48   |

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

## 6. 风险提示

（1）人民币升值风险。公司外销主要以美元结算，面临人民币升值的风险；（2）原材料采购价格上涨风险。

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

江维娜：医药行业分析师

重点研究上市公司：乐普医疗、康美药业、康芝药业、科华生物、达安基因、东阿阿胶、千金药业、天士力、丽珠集团、恒瑞医药等。

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

#### 公司评级

**买入:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

**增持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

**卖出:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。