

新 开 源 (300109) \ 基础化工

业绩符合预期，PVP 贡献核心业绩

事件：

公司发布三季报，前三季度实现营收11.26亿元，yoy+30.14%，实现归母净利润2.78亿元，yoy+177.34%；单三季度实现营收4.48亿元，yoy+36.11%，mom+21.86%，实现归母净利润1.31亿元，yoy+691.46%，mom+15.80%，单季度创历史新高。

➤ 需求景气&成本下降，PVP贡献核心业绩

受益于锂电材料端的市场渗透，PVP产品需求增长明确，同时欧洲天然气的短缺导致巴斯夫德国工厂约占全球30%的PVP产能遭遇不可抗力，市场出现供需缺口，PVP进入景气上行周期。BDO作为PVP核心原材料，三季度价格出现大幅回落，根据隆众化工的数据，华东市场BDO均价12826元/吨，环比下降46%。综上，PVP需求景气叠加成本端的下降，公司前三季度综合毛利率提升至49.85%，为历史最高水平，带动三季度业绩创历史新高。

➤ PVP景气有望持续，在建PVP/NVP产能逐步投放支撑业绩增长

欧洲进入冬季，天然气危机持续超市场预期，巴斯夫复产难度大，PVP景气度有望持续；此外，公司通过现有PVP装置挖潜、技改和扩建，以及焦作中站2万吨/年NVP产能的投建，外购部分NVP作为补充，有望在22Q4及23年每个季度出货量持续环比增长，有望量价齐升带动业绩继续创新高。

➤ 欧瑞姿产品持续高增长，医疗板块有望随疫情好转扭亏为盈

欧瑞姿作为公司第二类精细化工大单品，2018-2022年有望实现销量复合增速61%，22年中报显示欧瑞姿在精细化工板块收入占比约为12%，毛利率高达65%，成为推动公司业绩增长的重要支撑点。此外，精准医疗由于疫情的反复，三季度亏损加大，待疫情逐步有效控制，精准医疗业务有望实现扭亏为盈。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为16/27/39亿元，yoy分别为+31%/+68%/+45%，归母净利润分别为4.92/10.41/12.28亿元，yoy分别为+68%/+111%/+18%，EPS分别为1.43/3.02/3.56元，3年CAGR为61%。公司享受PVP量价利齐升带来的业绩高增长，维持23年目标价45.30元，维持“买入”评级。

风险提示：巴斯夫复产的风险；在建PVP进度不及预期；安全生产的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	979	1220	1595	2675	3885
增长率（%）	6%	25%	31%	68%	45%
EBITDA（百万元）	172	472	684	1343	1562
归母净利润（百万元）	45	293	492	1041	1228
增长率（%）	-64%	558%	68%	111%	18%
EPS（元/股）	0.13	0.85	1.43	3.02	3.56
市盈率（P/E）	214.3	32.6	19.4	9.2	7.8
市净率（P/B）	3.1	2.8	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	28.1	13.2	12.2	6.1	5.1

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年10月24日收盘价

投资评级：

行 业： 化学制品

投资建议： 买入（维持评级）

当前价格： 27.68元

目标价格： 45.30元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	345/288
流通A股市值（百万元）	7,968
每股净资产（元）	9.67
资产负债率（%）	12.89
一年内最高/最低（元）	32.19/11.52

股价相对走势



分析师：柴沁虎

执业证书编号：S0590522020004

邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《新 开 源 (300109) \ 化工行业欧洲能源危机锂电端需求增长，PVP 迎来供需错配》2022.09.19
- 2、《新 开 源 (300109) \ 化工行业布局精准医疗，前景广阔》2020.03.03

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	232	1162	1098	1366	1776	营业收入	979	1220	1595	2675	3885
应收账款+票据	325	346	503	843	1224	营业成本	549	727	689	948	1715
预付账款	57	41	85	142	206	营业税金及附加	10	11	16	28	40
存货	186	230	238	327	592	营业费用	70	72	80	134	194
其他	291	411	596	863	1162	管理费用	195	257	225	325	472
流动资产合计	1091	2190	2519	3540	4960	财务费用	49	-7	-1	-3	-4
长期股权投资	21	17	15	13	11	资产减值损失	-44	-67	0	0	0
固定资产	540	512	599	541	486	公允价值变动收益	9	15	0	0	0
在建工程	71	219	78	81	82	投资净收益	-2	302	-2	-2	-2
无形资产	117	116	101	85	68	其他	-5	-10	6	6	6
其他非流动资产	2305	936	919	902	890	营业利润	65	400	589	1248	1472
非流动资产合计	3055	1800	1711	1622	1537	营业外净收益	2	3	2	2	2
资产总计	4145	3990	4230	5163	6497	利润总额	67	403	591	1250	1474
短期借款	655	39	0	0	0	所得税	34	122	89	188	221
应付账款+票据	156	188	147	202	366	净利润	33	281	502	1063	1253
其他	190	274	231	327	571	少数股东损益	-12	-12	10	21	25
流动负债合计	1001	502	379	529	937	归属于母公司净利润	45	293	492	1041	1228
长期带息负债	32	54	41	28	16	主要财务比率					
长期应付款	3	0	0	0	0		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	32	34	34	34	34	成长能力					
非流动负债合计	68	88	75	62	50	营业收入	5.85%	24.71%	30.71%	67.71%	45.23%
负债合计	1069	590	453	591	987	EBIT	-43.25%	240.77%	49.09%	111.32%	17.83%
少数股东权益	(3)	(12)	(2)	20	45	EBITDA	-31.34%	173.77%	44.97%	96.21%	16.33%
股本	323	345	345	345	345	归属于母公司净利润	-63.70%	557.59%	68.00%	111.49%	17.93%
资本公积	2262	2410	2410	2410	2410	获利能力					
留存收益	493	658	1024	1798	2711	毛利率	43.93%	40.39%	56.80%	64.58%	55.85%
股东权益合计	3076	3400	3776	4571	5509	净利率	3.34%	23.02%	31.50%	39.73%	32.26%
负债和股东权益总计	4145	3990	4230	5163	6497	ROE	1.45%	8.59%	13.04%	22.88%	22.48%
						ROIC	1.39%	7.56%	23.15%	40.96%	38.90%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债	25.79%	14.78%	10.72%	11.45%	15.20%
净利润	33	281	502	1063	1253	流动比率	1.1	4.4	6.7	6.7	5.3
折旧摊销	56	76	94	95	92	速动比率	0.8	3.8	5.7	5.7	4.3
财务费用	49	-7	-1	-3	-4	营运能力					
存货减少	-2	-45	-7	-89	-265	应收账款周转率	3.0	3.5	3.2	3.2	3.2
营运资金变动	80	-106	-477	-603	-601	存货周转率	3.0	3.2	2.9	2.9	2.9
其它	51	-156	11	92	268	总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
经营活动现金流	267	43	123	556	743	每股指标(元)					
资本支出	-104	-230	-7	-9	-9	每股收益	0.1	0.8	1.4	3.0	3.6
长期投资	-11	2	0	0	0	每股经营现金流	0.8	0.1	0.4	1.6	2.2
其他	8	1758	-1	-1	-1	每股净资产	8.9	9.9	10.9	13.2	15.8
投资活动现金流	-106	1530	-8	-10	-10	估值比率					
债权融资	-241	-594	-53	-13	-12	市盈率	214.3	32.6	19.4	9.2	7.8
股权融资	0	21	0	0	0	市净率	3.1	2.8	2.5	2.1	1.7
其他	83	-64	-126	-265	-311	EV/EBITDA	28.1	13.2	12.2	6.1	5.1
筹资活动现金流	-159	-637	-178	-278	-323	EV/EBIT	41.7	15.8	14.2	6.6	5.4
现金净增加额	-3	938	-64	268	410						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2022 年 10 月 24 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695