

证券研究报告—公司快评

基础化工

化学制品

联泓新科 (003022)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年02月19日

拟收购新能凤凰 82.5%股权, 实现上下游一体化布局

证券分析师: 杨林

yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

证券分析师: 龚诚

010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519040001

事项:

2021年02月18日, 公司发布公告与新奥股份、廊坊华源签订《关于新能凤凰(滕州)能源有限公司之股权转让框架协议》, 拟收购两家公司合计持有的新能凤凰 82.5%股权, 收购完成后公司将持有新能凤凰 100%股权。

国信化工观点:

1) **收购新能凤凰 82.5%股权, 保障原材料甲醇供应。** 本次收购前, 廊坊华源、新奥股份、公司分别持有新能凤凰 42.5%、40.0%、17.5%股权, 本次收购后新能凤凰将成为公司的全资子公司。由于新奥股份董事长王玉锁先生、董事赵令欢先生为公司间接控股股东联想控股董事, 因此公司收购新奥股份所持有新能凤凰 40%的股权构成关联交易; 公司收购廊坊华源所持有新能凤凰 42.5%的股权不构成关联交易。新能凤凰是公司最大的原材料供应商, 2019年甲醇销售量约 105 万吨, 其中向公司销售甲醇 57 万吨, 约占公司 135 万吨甲醇耗用量的 40%。此次交易公司将进一步向上游延伸产业链, 完善产业布局, 实现约 80%的甲醇产能自给, 规避甲醇价格波动对公司业绩的影响, 提高持续盈利能力和盈利稳定性, 增强核心竞争优势。

2) **公司拟采用现金收购, 进一步增强公司盈利能力。** 本次交易公司以支付现金的方式购买标的资产, 最终交易价格仍待交易协商后确定。根据公司公告及新奥能源公告, 新能凤凰截至 2020Q3 总资产 32.6 亿元, 净资产 16.6 亿元, 2017-2020Q3 分别实现营收 16.8、23.5、20.7、11.4 亿元, 实现净利润 1.3、3.2、1.7、-0.8 亿元, 公司收购新能凤凰后, 将进一步增强盈利能力。

3) **公司是 EVA 树脂龙头, 充分受益光伏需求快速增长。** 公司是中科院控股的化工新材料平台企业, 以甲醇为原料制备烯烃 (MTO) 重点布局先进高分子材料 (EVA 12 万吨、聚丙烯薄壁注塑专用料 25 万吨) 和特种化学品 (环氧乙烷 15 万吨、衍生物 15 万吨)。光伏需求爆发拉动 EVA 需求与价格暴涨, 2020-2023 年 EVA 光伏料需求量分别为 56.0/75.1/94.9/107.1 万吨, 每年保守新增 15-20 万吨消费量。自 2020 年 8 月份以来, 受益于光伏电池装机量快速增长, EVA 供需紧张价格由 13000 元/吨上涨至 19000 元/吨, 未来 2 年确定高景气, 公司将充分受益。

投资建议: 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 6.26/9.10/11.75 亿元, 同比增速 17.6/45.5/29.0%, 摊薄 EPS=0.61/0.89/1.14 元, 当前股价对应 PE=60.1/41.2/32.1x, 我们看好公司长期围绕化工新材料布局以及 EVA 高景气度, 维持“买入”评级。

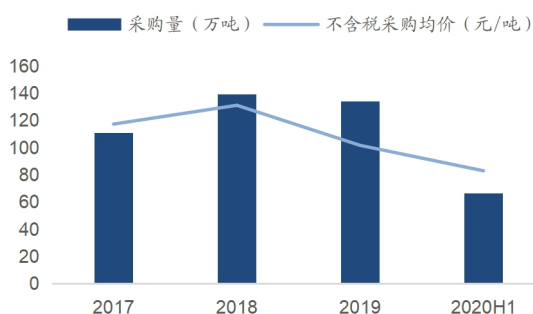
风险提示: 原材料价格大幅上涨; 产品价格大幅波动; 并购项目整合进展低于预期。

评论:

■ 收购新能凤凰 82.5% 股权，保障原材料甲醇供应

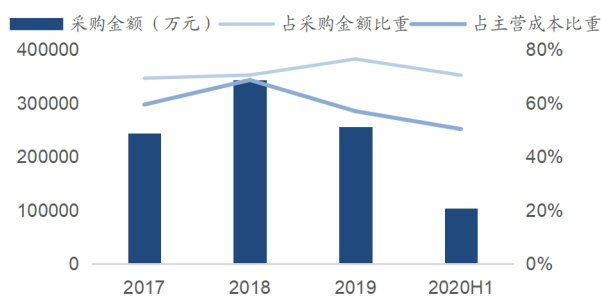
公司与新奥股份、廊坊华源签订《关于新能凤凰(滕州)能源有限公司之股权转让框架协议》，拟收购两家公司合计持有的新能凤凰 82.5% 股权，收购前廊坊华源、新奥股份、公司分别持有新能凤凰 42.5%、40.0%、17.5% 股权，收购完成后公司将持有新能凤凰 100% 股权，成为公司的全资子公司。新能凤凰是公司最大的原材料供应商，2019 年甲醇销售量约 105 万吨，其中向公司销售甲醇 57 万吨，约占公司 135 万吨甲醇耗用量的 40%。此次交易公司将进一步向上游延伸产业链，完善产业布局，实现约 80% 的甲醇产能自给，规避甲醇价格波动对公司业绩的影响，提高持续盈利能力和盈利稳定性，增强竞争优势。

图 1: 公司甲醇采购量及均价



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司甲醇采购金额及占比



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

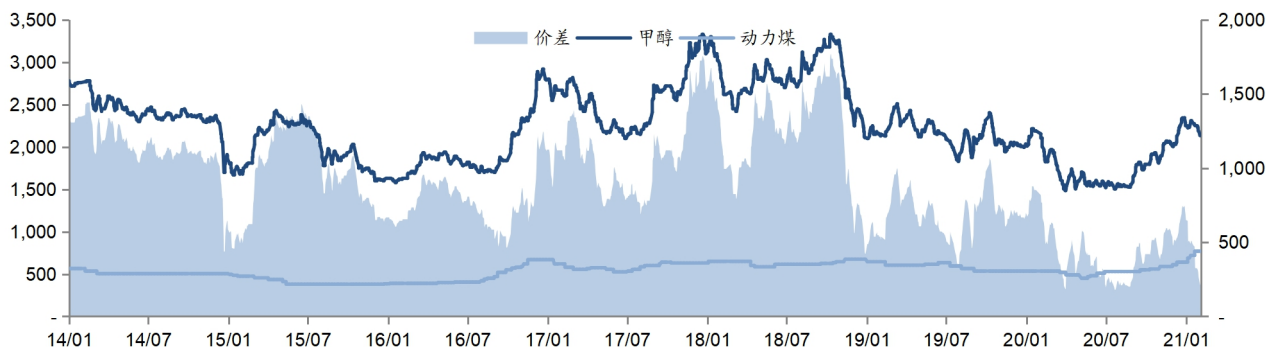
未来新能凤凰所产甲醇将通过管道运输方式全部供应公司，大幅降低公司外购甲醇物流成本，有效降低销售费用与管理费用，通过双方公用工程优化互供进一步降低生产成本，从而提高整体运行效率，增强公司盈利能力。

■ 公司拟采用现金收购，进一步增强公司盈利能力。

本次交易公司以支付现金的方式购买标的资产，最终交易价格仍待交易协商后确定。根据公司公告及新奥能源公告，新能凤凰截至 2020Q3 总资产 32.6 亿元，净资产 16.6 亿元，2017-2020Q3 分别实现营收 16.8、23.5、20.7、11.4 亿元，实现净利润 1.3、3.2、1.7、-0.8 亿元。

根据我们测算，2017-2020Q3 甲醇含税均价分别为 2561、2829、2152、1708 元/吨，甲醇-动力煤价差分别为 1083、1251、688、417 元/吨。2020 年上半年受新冠疫情影响，国际原油价格呈下跌趋势并向产业链传导，同时因下游复工相对缓慢，市场需求疲弱，导致甲醇价格整体偏低，因此新能凤凰 2020 年前三季度净利润为负。目前国内甲醇价格约 2200 元/吨，受益于需求恢复及油价推动，价格回归至正常水平。本次交易完成后新能凤凰将成为公司的全资子公司，进一步增强公司盈利能力。

图 3: 甲醇价格与价差 (元/吨)

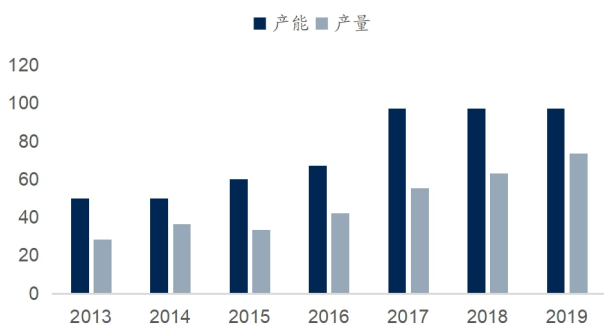


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 公司是中科院控股的化工新材料平台企业，光伏拉动 EVA 树脂爆发增长

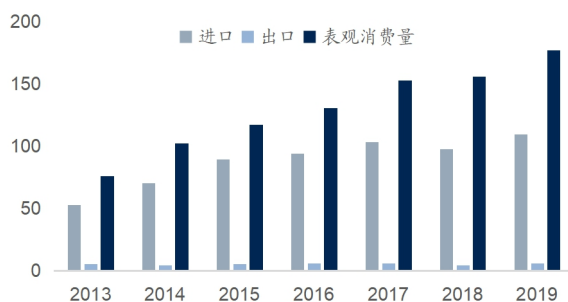
公司借助具备丰富的研发资源，以甲醇为原料制备烯烃（MTO），围绕烯烃下游衍生物，重点布局先进高分子材料（EVA 12 万吨、聚丙烯薄壁注塑专用料 25 万吨）和特种化学品（环氧乙烷 15 万吨、衍生物 15 万吨）。目前国内 EVA 行业 7 家企业的总产能 100 万吨，但实际产量约 75 万吨左右，2020 年表观消费量预计达到 185-190 万吨，进口依赖度高达 60%以上，其中仅 3 家企业可以生产高端光伏料。我们测算 2020-23 年 EVA 光伏料需求量分别为 55.0/75.1/94.9/107.1 万吨，未来三年复合增速可达 25-30%，整体 EVA 行业的需求增速也在 10%以上。

图 4：国内 EVA 产能产量（万吨）



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 5：EVA 进出口及表观消费量（万吨）

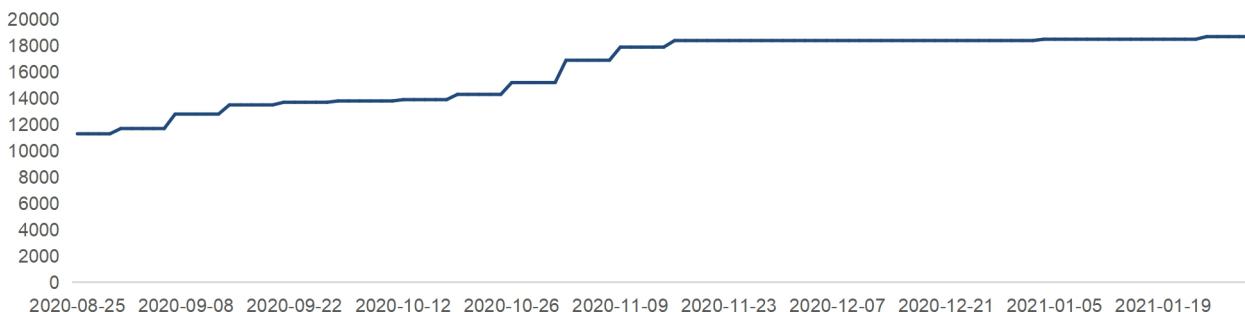


资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

■ EVA 树脂涨价超预期，未来两年确定高景气

1 月份国内 EVA 光伏料三大生产企业斯尔邦、联泓、台塑(宁波)分别上调 EVA 中高端产能价格 200-800 元/吨，2 月份国内燕山石化、北京有机所、扬子-巴斯夫等企业价格也上涨 400-800 元/吨，韩国 LG 化学 2 月船期 EVA 价格上调 120 美元/吨。目前华东地区发泡料价格为 17000-17500 元/吨，进口发泡料价格约 18000 元/吨，电线电缆料价格约 19500 元/吨，进口线缆料价格约 19500-19800 元/吨。韩国韩华光伏进口料报 2450 美元/吨，卓创资讯测算目前行业毛利约 9000-10000 元/吨。但考虑到 EVA 装置工艺包完全来源于外资企业，且高端光伏料产品生产难度大，新装置从开车运行到产出高端 EVA 产品普遍需要 2-3 年时间，我们认为未来两年 EVA 行业供需矛盾将进一步加深，高端产品的供需缺口进一步扩大，产品价格有望趋势性上涨。

图 6：EVA（联泓 UL00428）出厂价格（元/吨）



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：看好公司长期围绕化工新材料布局以及 EVA 高景气度，维持“买入”评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 6.26/9.10/11.75 亿元，同比增速 17.6/45.5/29.0%，摊薄 EPS=0.61/0.89/1.14 元，当前股价对应 PE=60.1/41.2/32.1x，我们看好公司长期围绕化工新材料布局以及 EVA 高景气度，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

原材料价格大幅上涨；产品价格大幅波动；并购项目整合进展低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	929	500	500	1421
应收款项	229	286	368	423
存货净额	374	426	471	537
其他流动资产	46	47	55	63
流动资产合计	1578	1275	1403	2449
固定资产	5339	5288	4970	4533
无形资产及其他	589	565	542	518
投资性房地产	89	89	89	89
长期股权投资	309	319	329	339
资产总计	7903	7535	7333	7928
短期借款及交易性金融负债	2200	1776	1066	1000
应付款项	170	157	173	198
其他流动负债	247	234	260	297
流动负债合计	2617	2167	1499	1495
长期借款及应付债券	1606	1306	1306	1306
其他长期负债	410	410	410	410
长期负债合计	2015	1715	1715	1715
负债合计	4632	3882	3215	3210
少数股东权益	82	88	98	110
股东权益	3190	3565	4020	4607
负债和股东权益总计	7903	7535	7333	7928

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.60	0.61	0.89	1.14
每股红利	0.18	0.24	0.44	0.57
每股净资产	3.62	3.47	3.91	4.48
ROIC	10%	12%	18%	24%
ROE	17%	18%	23%	25%
毛利率	21%	25%	29%	30%
EBIT Margin	14%	16%	20%	21%
EBITDA Margin	20%	26%	29%	29%
收入增长	-2%	2%	16%	15%
净利润增长率	132%	18%	46%	29%
资产负债率	60%	53%	45%	42%
息率	0.9%	1.4%	2.6%	3.3%
P/E	33.2	60.1	41.2	32.1
P/B	5.5	5.8	5.1	4.5
EV/EBITDA	19.7	16.4	12.4	10.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5674	5802	6715	7722
营业成本	4488	4366	4796	5406
营业税金及附加	22	58	67	77
销售费用	115	139	175	209
管理费用	254	302	346	394
财务费用	180	138	112	90
投资收益	22	(35)	(60)	(60)
资产减值及公允价值变动	1	(15)	(50)	(50)
其他收入	1	0	(20)	(30)
营业利润	641	749	1090	1406
营业外净收支	(4)	0	0	0
利润总额	636	749	1090	1406
所得税费用	95	112	164	211
少数股东损益	9	11	16	21
归属于母公司净利润	532	626	910	1175

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	532	626	910	1175
资产减值准备	(2)	0	(0)	(0)
折旧摊销	333	560	591	610
公允价值变动损失	(1)	15	50	50
财务费用	180	138	112	90
营运资本变动	(229)	(136)	(91)	(68)
其它	8	7	10	13
经营活动现金流	641	1071	1470	1780
资本开支	(212)	(500)	(300)	(200)
其它投资现金流	0	(15)	5	5
投资活动现金流	(233)	(525)	(305)	(205)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	1117	(300)	0	0
支付股利、利息	(159)	(250)	(455)	(587)
其它融资现金流	(2496)	(424)	(710)	(66)
融资活动现金流	(581)	(975)	(1165)	(653)
现金净变动	(173)	(429)	0	921
货币资金的期初余额	1102	929	500	500
货币资金的期末余额	929	500	500	1421
企业自由现金流	568	720	1332	1733
权益自由现金流	(811)	(122)	527	1591

相关研究报告

《国信证券-联泓新科-003022-覆盖报告：布局烯烃新材料，迎来光伏产业需求爆发》 ——2021-01-10

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032