

证券研究报告—动态报告

基础化工

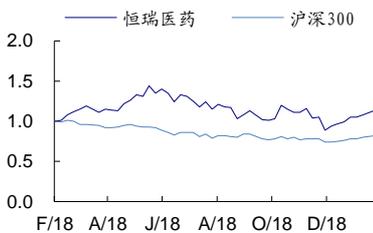
化学制品

联泓新科(003022)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,027/147
总市值/流通(百万元)	25,797/3,700
上证综指/深圳成指	3,412/13,607
12个月最高/最低(元)	39.25/13.75

相关研究报告:

《联泓新科-003022-重大事件快评:收购新能凤凰 82.5%股权,实现上下游一体化布局》——2021-02-19

《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

证券分析师: 杨林

电话:
E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

电话:
E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306
E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

证券分析师: 刘子栋

电话:
E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期, EVA 高景气带动成长

● 2020 年收入利润均创历史新高, 业绩处于预告上限

2020 全年营收 59.31 亿元 (YoY+4.5%), 归母净利润 6.41 亿元 (YoY+20.5%), 扣非归母净利润 6.16 亿元 (YoY+20.3%), 归母净利润处于业绩预告上限 (预告 6.21-6.44 亿元)。公司全年毛利率为 23.4% (YoY+2.5pp), 净利率为 10.8% (YoY+1.3pp), 三费率为 7.4% (YoY-2.3pp), 公司的收入、归母净利润、毛利率、净利率均为历史最好水平。其中四季度单季营收 19.70 亿元 (YoY+28.0%, QoQ+45.6%), 归母净利润 2.18 亿元 (YoY+97.4%, QoQ+12.6%)。

● 贸易收入增加影响毛利率, 聚丙烯与 EVA 盈利能力显著增强。

分板块来看, 2020 年由于原材料价格下跌, 公司主要产品营收均有所下降, 但贸易板块收入大幅增长。剔除贸易板块公司毛利率为 28.83%。2020 年公司主要产品产销量较 2019 年小幅增长, 聚丙烯/EVA/环氧乙烷/环氧乙烷衍生物/贸易的毛利率分别为 24.56% (+5.65pp) /37.68% (+6.85pp) /30.69% (+5.00pp) /34.31% (+4.33pp) /1.07% (-0.68pp)。

● 在建项目有序推进, 公司长期发展可期

公司募投项目“EVA 装置管式尾技术升级改造项目”, 计划于 2022 年上半年建成投产。投产后将提高公司 EVA 生产装置运行周期和催化剂转化效率, 整体产能将至少增加 1.8 万吨/年, 且光伏胶膜料产量和占比将会大幅提高。募投项目“6.5 万吨/年特种精细化学品项目”, 已经完成工艺包设计和基础设计。技改项目“聚丙烯装置二反技术改造项目”, 计划于 2021 年四季度建成投产。投产后将全部用于生产高端聚丙烯专用料, 生产能力将增加约 8 万吨/年。

● 风险提示: 原材料价格大幅波动的风险; 产品价格大幅下跌的风险。
● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。

维持 2021-2022 年盈利预测不变, 新增 2023 年盈利预测。我们预计 2021-2023 年归母净利润 9.1/11.8/13.5 亿元, 同比增速 42.2%/29.2%/14.9%; 摊薄 EPS=0.89/1.14/1.32 元, 当前股价对应 PE=28.3/21.9/19.1x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

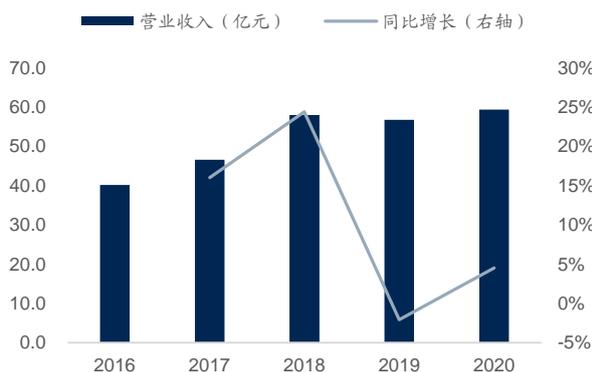
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,674	5,931	6,715	7,722	8,257
(+/-%)	-2.1%	4.5%	13.2%	15.0%	6.9%
净利润(百万元)	532	641	911	1176	1352
(+/-%)	131.7%	20.5%	42.2%	29.2%	14.9%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.62	0.89	1.14	1.32
EBIT Margin	14.0%	17.6%	19.6%	20.9%	20.6%
净资产收益率(ROE)	16.7%	11.8%	15.4%	18.1%	18.9%
市盈率(PE)	41.5	40.3	28.3	21.9	19.1
EV/EBITDA	23.7	21.6	15.3	13.1	12.5
市净率(PB)	6.93	4.74	4.37	3.97	3.60

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

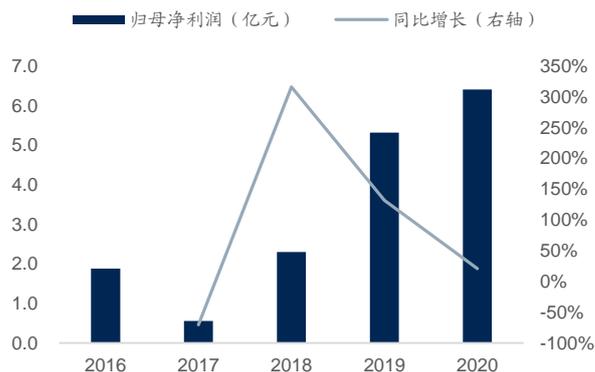
2020 年收入利润均创历史新高，利润环比稳定增长。2020 全年营收 59.31 亿元 (YoY+4.5%)，归母净利润 6.41 亿元 (YoY+20.5%)，扣非归母净利润 6.16 亿元 (YoY+20.3%)，归母净利润处于业绩预告上限 (预告 6.21-6.44 亿元)。公司的收入、归母净利润、扣非归母净利润均为历史最好水平。分季度来看，Q1-Q4 营收分别为 11.73/14.36/13.52/19.70 亿元，归母净利润分别为 0.99/1.31/1.93/2.18 亿元，其中四季度单季营收 19.70 亿元 (YoY+28.0%，QoQ+45.6%)，归母净利润 2.18 亿元 (YoY+97.4%，QoQ+12.6%)，均为历史最好水平。

图 1：联泓新科营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：联泓新科单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

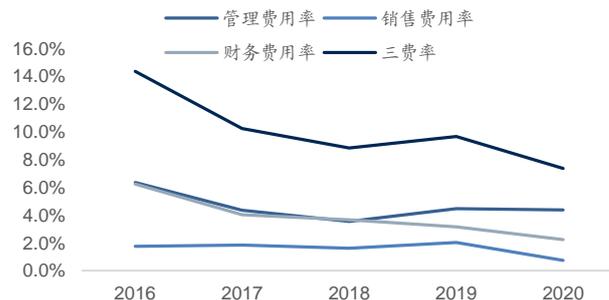
毛利率、净利率稳定增长，销售、财务费用率下降，研发费用率大幅提升。公司 2020 年销售毛利率 23.39%，同比增长 2.48pp。销售费用率 0.75% (-1.28pp)，主要由于 2020 年起公司将运输费用由销售费用计入营业成本；管理费用率 4.37% (+0.10pp)；财务费用率 2.24% (-0.93pp)，主要由于公司积极调整和优化融资结构，降低贷款和票据贴现规模，减少利息支出；研发费用率 2.75% (+2.30pp)，主要因公司研发与技改投入强度进一步提高。公司四项费用率合计 10.11%，(-0.01pp)，销售净利率 10.80%，(+1.26pp)。

图 3：联泓新科毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：联泓新科三项费用率变化情况



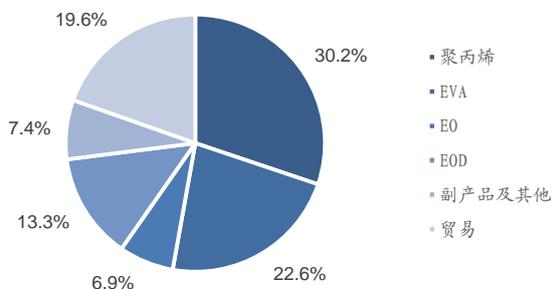
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

贸易收入增加影响毛利率，聚丙烯与 EVA 盈利能力显著增强。分板块来看，2020 年由于原材料价格下跌，公司主要产品营收均有所下降，但贸易板块收入大幅增长，其中超过 80% 为甲醇贸易，主要为了拓宽甲醇采购渠道。若剔除贸易板块，公司毛利率达到 28.83%。2020 年公司主要产品产销量与 2019 年变化较小，毛利率增长主要由于原材料价格下跌幅度大于产品价格下跌幅度所致。

EVA 产品全年产量 13.13 万吨，同比增长 3.61%；聚丙烯生产装置连续运行时间创装置投产以来最长记录，全年产量 24.71 万吨，同比增长 3.61%；EO 产品全年产量 14.12 万吨；EOD 产品全年产量 16.06 万吨，同比增长 9.39%，其中江苏超力高性能减水剂产量达 6.82 万吨。公司生产装置主要经济技术指标继续保持行业领先，其中 DMTO 装置通过催化剂的优化和 OCC 项目的建成投用，进一步降低了主要原材料甲醇单耗，全年均值降至 2.76 吨甲醇/吨烯烃，保持行业领先水平。

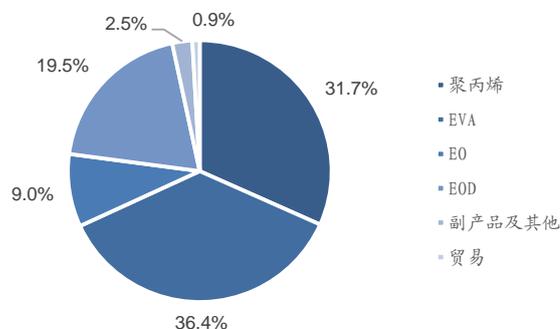
公司聚丙烯/EVA/环氧乙烷/环氧乙烷衍生物/贸易的营收分别为 17.91 (-5.59%) /13.41 (-2.39%) /4.07 (-14.02%) /7.90 (-7.78%) /11.61 (+137.41%) 亿元，聚丙烯/EVA/环氧乙烷/环氧乙烷衍生物/贸易的毛利润分别为 4.40 (+22.62%) /5.05 (+19.29%) /1.25 (+2.71%) /2.71 (+5.54%) /0.12 (+45.32%) 亿元，聚丙烯/EVA/环氧乙烷/环氧乙烷衍生物/贸易的毛利率分别为 24.56%(+5.65pp) /37.68%(+6.85pp) /30.69%(+5.00pp) /34.31%(+4.33pp) /1.07%(-0.68pp)。

图 5：联泓新科各板块营业收入占比



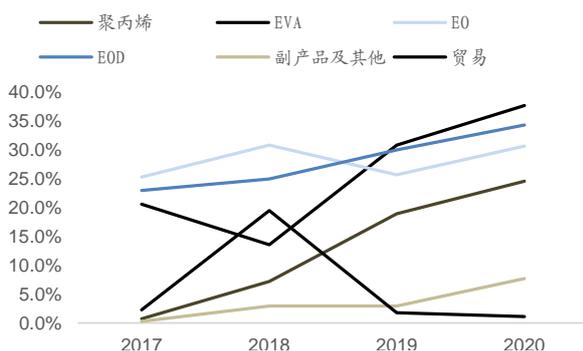
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：联泓新科各板块毛利润占比



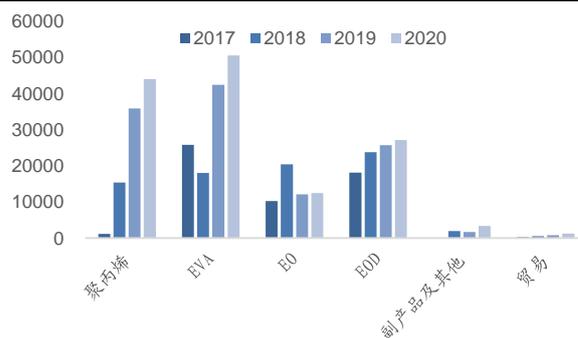
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：联泓新科各板块毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：联泓新科各板块毛利润（万元）



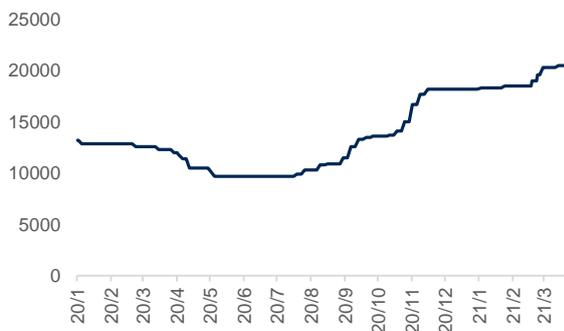
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 联泓新科主要板块细分数据

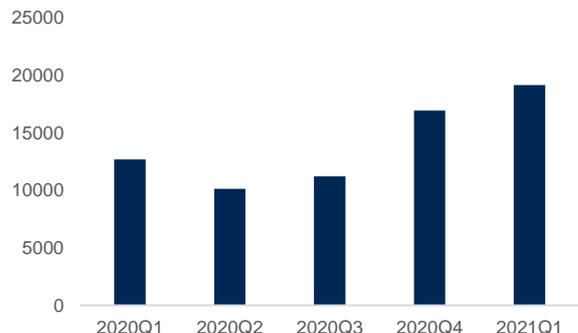
板块	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
聚丙烯	营收 (万元)	168,490.44	214,715.64	189,686.98	179,076.75
	成本 (万元)	167,303.30	199,304.22	153,823.57	135,101.18
	毛利率	0.70%	7.18%	18.91%	24.56%
	销量 (万吨)	22.30	25.40	23.63	24.65
	单吨价格 (元/吨)	7,555.63	8,453.37	8,027.38	7,264.78
	单吨成本 (元/吨)	7,502.39	7,846.62	6,509.67	5,480.78
EVA	营收 (万元)	125,432.89	133,538.00	137,395.87	134,117.85
	成本 (万元)	99,608.16	115,469.96	95,027.85	83,576.98
	毛利率	20.59%	13.53%	30.84%	37.68%
	销量 (万吨)	12.26	12.57	12.43	12.76
	单吨价格 (元/吨)	10,231.07	10,623.55	11,053.57	10,510.80
	单吨成本 (元/吨)	8,124.65	9,186.15	7,645.04	6,549.92
EOD	营收 (万元)	78,911.93	95,458.27	85,695.24	79,025.18
	成本 (万元)	60,788.68	71,640.14	60,001.44	51,908.88
	毛利率	22.97%	24.95%	29.98%	34.31%
	销量 (万吨)	8.07	9.53	13.50	13.94
	单吨价格 (元/吨)	9,778.43	10,016.61	6,347.80	5,668.95
	单吨成本 (元/吨)	7,532.67	7,517.33	4,444.55	3,723.74

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

EVA 价格大涨盈利改善, 看好 1-2 年行业景气度。 EVA 价格在 2021 年春节后出现明显的拉涨, 目前华东地区发泡料价格上涨至 21500-22000 元/吨, 线缆料价格上涨至 22000-23000 元/吨, 较春节前价格大幅上涨 3000 元/吨以上, 泰国 TPI 5 月份船期价格上调 350 美元/吨, 折合约 23500-24000 元/吨, 较目前市场价格上涨 1000 元/吨以上, 未来 EVA 价格仍然存在持续上涨预期, 目前 EVA 行业毛利润超过 1 万元/吨。EVA 光伏料 VA 含量在 28%-33%, 其生产为超高压工艺, 工艺复杂难度大, 技术垄断性强, EVA 装置从开车运行到生产出高端光伏料一般长达 2-3 年, 国内只有斯尔邦石化、联泓新科、台塑宁波等少数企业掌握, 产能约 15 万吨/年, 进口依赖度高达 70%以上, 但 2021 年 EVA 光伏料需求端增量可达 15-20 万吨, 未来三年的需求复合增速可达 20%以上, 供需紧张格局进一步加剧, 我们认为 1-2 年内 EVA 行业仍然处于高景气周期。

图 9: 联泓新科 UL00628 产品价格 (元/吨)


资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 10: EVA 季度均价 (元/吨)


资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

拟现金收购新能凤凰 82.5%股权，实现上下游一体化布局。公司拟收购新奥股份、廊坊华源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。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。

研发平台持续优化，推动新产品和新工艺开发。公司 2020 年研发投入 16333.46 万元，占营业收入比例为 2.75%。2020 年公司申请专利 27 项，其中发明专利 18 项；新增授权专利 22 项，其中发明专利 9 项，截至 2020 年底，公司共拥有授权专利 52 项，其中发明专利 28 项。此外，公司全年完成 20 个新产品/新工艺的实验室研发、18 个新产品的生产工艺配方、14 个新产品的产业化，PP 透明料 PPR-M300、EVA 高档鞋材料 UL01833、新一代聚羧酸大单体 SR7501、特种表面活性剂等新产品成功投产。

在建项目有序推进，公司长期发展可期。公司募投项目“EVA 装置管式尾技术升级改造项目”，计划于 2022 年上半年建成投产。投产后将提高公司 EVA 生产装置运行周期和催化剂转化效率，整体产能将至少增加 1.8 万吨/年，且光伏胶膜料产量和占比将会大幅提高。募投项目“6.5 万吨/年特种精细化学品项目”，已经完成工艺包设计和基础设计。技改项目“聚丙烯装置二反技术改造项目”，计划于 2021 年四季度建成投产。投产后将全部用于生产高端聚丙烯专用料，生产能力将增加约 8 万吨/年。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。维持 2021-2022 年盈利预测不变，新增 2023 年盈利预测。我们预计 2021-2023 年归母净利润 9.1/11.8/13.5 亿元，同比增速 42.2%/29.2%/14.9%；摊薄 EPS=0.89/1.14/1.32 元，当前股价对应 PE=28.3/21.9/19.1x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2446	1697	2531	3622	营业收入	5931	6715	7722	8257
应收款项	247	331	423	452	营业成本	4544	4796	5406	5815
存货净额	409	475	541	584	营业税金及附加	39	74	93	99
其他流动资产	188	213	245	262	销售费用	45	181	216	223
流动资产合计	3290	2732	3750	4926	管理费用	259	346	394	420
固定资产	5296	5212	4897	4484	财务费用	133	74	49	35
无形资产及其他	583	560	536	513	投资收益	(10)	(60)	(60)	0
投资性房地产	147	147	147	147	资产减值及公允价值变动	1	(50)	(50)	(30)
长期股权投资	230	240	250	260	其他收入	(134)	(20)	(20)	(10)
资产总计	9545	8889	9580	10329	营业利润	769	1115	1434	1625
短期借款及交易性金融负债	1849	1000	1000	1000	营业外净收支	(0)	(20)	(20)	0
应付款项	242	246	280	302	利润总额	768	1095	1414	1625
其他流动负债	351	373	426	459	所得税费用	114	164	212	244
流动负债合计	2442	1619	1705	1761	少数股东损益	14	20	26	30
长期借款及应付债券	1160	860	860	860	归属于母公司净利润	641	911	1176	1352
其他长期负债	400	400	400	400					
长期负债合计	1561	1261	1261	1261	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4002	2879	2966	3021	净利润	641	911	1176	1352
少数股东权益	96	108	123	141	资产减值准备	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	5447	5902	6491	7166	折旧摊销	338	557	588	607
负债和股东权益总计	9545	8889	9580	10329	公允价值变动损失	(1)	50	50	30
					财务费用	133	74	49	35
关键财务与估值指标					营运资本变动	(87)	(149)	(103)	(34)
每股收益	0.62	0.89	1.14	1.32	其它	12	12	16	18
每股红利	0.12	0.44	0.57	0.66	经营活动现金流	902	1381	1727	1972
每股净资产	5.30	5.75	6.32	6.98	资本开支	(269)	(500)	(300)	(200)
ROIC	12%	15%	22%	24%	其它投资现金流	0	(15)	5	5
ROE	12%	15%	18%	19%	投资活动现金流	(190)	(525)	(305)	(205)
毛利率	23%	29%	30%	30%	权益性融资	1625	0	0	0
EBIT Margin	18%	20%	21%	21%	负债净变化	(445)	(300)	0	0
EBITDA Margin	23%	28%	29%	28%	支付股利、利息	(127)	(455)	(588)	(676)
收入增长	5%	13%	15%	7%	其它融资现金流	325	(849)	0	0
净利润增长率	20%	42%	29%	15%	融资活动现金流	805	(1605)	(588)	(676)
资产负债率	43%	34%	32%	31%	现金净变动	1517	(749)	834	1091
息率	0.5%	1.8%	2.3%	2.6%	货币资金的期初余额	929	2446	1697	2531
P/E	40.3	28.3	21.9	19.1	货币资金的期末余额	2446	1697	2531	3622
P/B	4.7	4.4	4.0	3.6	企业自由现金流	872	1029	1557	1818
EV/EBITDA	21.6	15.3	13.1	12.5	权益自由现金流	751	(183)	1515	1788

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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