

证券研究报告—动态报告

基础化工

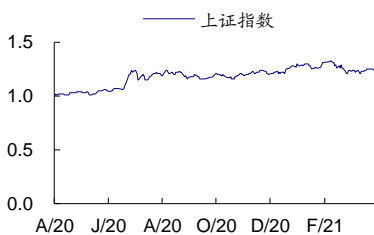
化学制品

联泓新科(003022)
买入

2021年一季报点评

(维持评级)

2021年04月22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)	33,286/4,774
上证综指/深圳成指	3,473/14,151
12个月最高/最低(元)	39.25/13.75

相关研究报告:

《联泓新科-003022-2020 年年报点评: 业绩符合预期, EVA 高景气带动成长》——2021-03-24

《联泓新科-003022-重大事件快评: 收购新能凤凰 85% 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: 010-88005379
 E-MAIL: 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

 E-MAIL: 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

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

证券分析师: 刘子栋

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

业绩处于预告上限, 一体化布局带动高质量发展

● 单季利润创历史新高, 毛利率大幅提高, 现金流改善明显

公司 21Q1 营收 18.03 亿元 (YoY+53.70%, QoQ-8.45%), 归母净利润 2.70 亿元 (YoY+173.40%, QoQ+23.78%), 扣非后归母净利润 2.58 亿元 (YoY+178.72%, QoQ+22.01%), 归母净利润处于预告上限, 为历史最好水平。公司 21Q1 毛利率 26.42% (YoY+7.64pp, QoQ+5.78pp), 净利率为 14.95% (YoY+6.55pp, QoQ+3.90pp), 经营活动现金流净额为 2.61 亿元 (+306.60%), 同比大幅改善。

● EVA 景气度持续提升, 降本增效成果显著

公司业绩大幅增长主要原因有三: 一是光伏、线缆等下游需求持续增长, EVA 销售价格大幅上涨, 21Q1 的 EVA 均价为 20500 元/吨 (YoY+); 二是募投项目 OCC 项目自 2020 年第四季度投产以来, 原料甲醇单耗下降约 10%, 生产成本显著降低, 公司毛利率、净利率大幅改善; 三是资本结构进一步改善, 财务费用同比降低, 公司 21Q1 三费率为 6.65% (YoY-0.78pp), 其中财务费用率由 3.20% 下降至 1.64%。

● 在建项目有序推进, 公司实施一体化布局, 发展未来可期

公司募投项目“EVA 装置管式尾技术改造升级改造项目”, 计划于 2022 年上半年建成投产。投产后 EVA 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升级项目”计划于 21Q4 投产。投产后高端聚丙烯专用料产能将增加约 8 万吨/年。公司拟现金收购新能凤凰 82.5% 股权, 进一步加强甲醇自给率, 实现上下游一体化布局, 未来发展可期。

● 风险提示: 原材料价格大幅波动风险; 产品需求不及预期的风险; 在建项目进度不及预期的风险。
● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级。

我们上调公司 2021-2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 11.40/14.19/16.06 亿元 (原值为 9.1/11.8/13.5 亿元), 同比增速 78.0%/24.5%/13.2%; 摊薄 EPS=1.11/1.38/1.56 元, 当前股价对应 PE=29.2/23.5/20.7x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

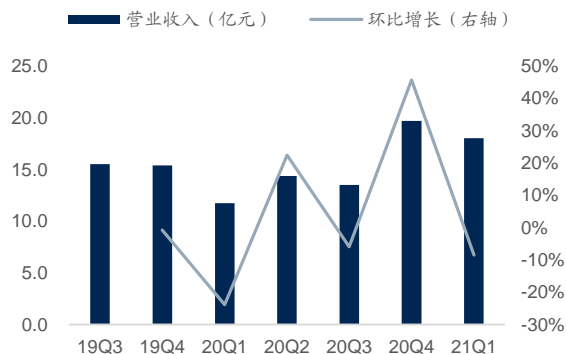
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,674	5,931	6,928	7,893	8,548
(+/-%)	-2.1%	4.5%	16.8%	13.9%	8.3%
净利润(百万元)	532	641	1140	1419	1606
(+/-%)	131.7%	20.5%	78.0%	24.5%	13.2%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.62	1.11	1.38	1.56
EBIT Margin	14.0%	17.6%	21.5%	23.4%	24.1%
净资产收益率(ROE)	16.7%	11.8%	17.9%	18.9%	18.3%
市盈率(PE)	53.6	52.0	29.2	23.5	20.7
EV/EBITDA	29.4	27.0	17.7	14.9	13.6
市净率(PB)	8.94	6.11	5.23	4.44	3.79

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

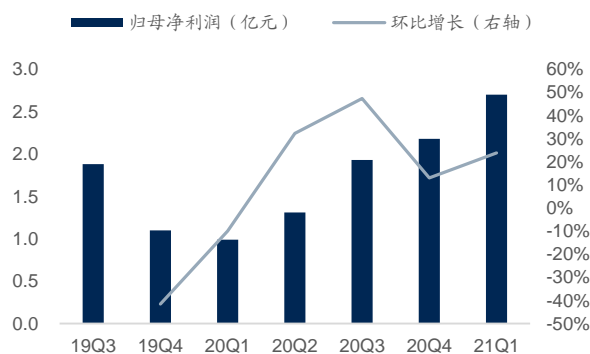
单季利润创历史新高,毛利率大幅提高,现金流改善明显。公司 21Q1 营收 18.03 亿元 (YoY+53.70%, QoQ-8.45%), 归母净利润 2.70 亿元 (YoY+173.40%, QoQ+23.78%), 扣非后归母净利润 2.58 亿元 (YoY+178.72%, QoQ+22.01%), 归母净利润处于预告上限, 为历史最好水平。公司 21Q1 毛利率 26.42% (YoY+7.64pp, QoQ+5.78pp), 净利率为 14.95% (YoY+6.55pp, QoQ+3.90pp), 经营活动现金流净额为 2.61 亿元 (+306.60%), 同比大幅改善。

图 1: 联泓新科分季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

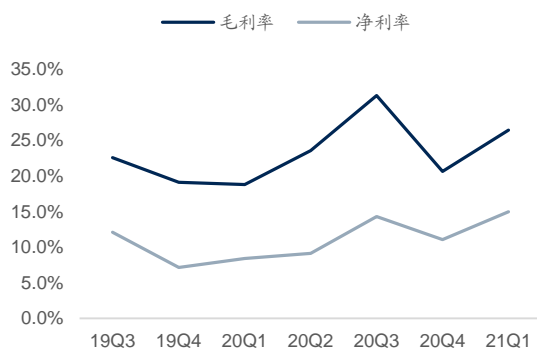
图 2: 联泓新科分季度归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

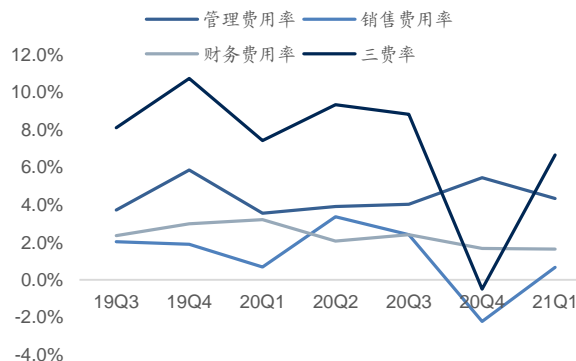
财务费用明显下降,研发投入大幅增加。公司上市以后资本结构进一步改善,财务费用明显降低,公司 21Q1 三费率为 6.65% (YoY-0.78pp), 财务费用率、管理费用率、销售费用率分别为 1.64% (YoY-1.56pp)、4.34% (YoY+0.79pp)、0.67% (YoY-0.01pp)。公司 21Q1 研发费用 4951 万元 (YoY+273.60%), 研发费用率为 2.55% (YoY+1.50%)。

图 3: 联泓新科分季度毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 联泓新科分季度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

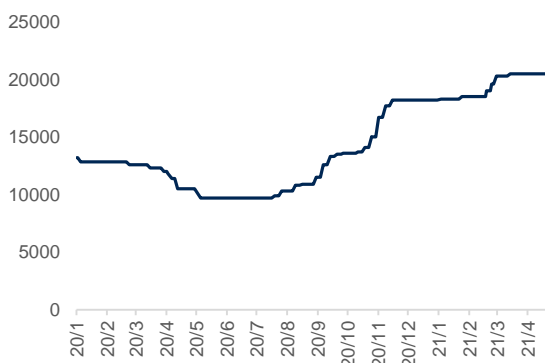
EVA 盈利能力显著提高,看好 1-2 年行业景气度。

根据卓创资讯数据, 21Q1 的 EVA 均价为 19272 元/吨 (YoY+52.03%, QoQ+13.91%), EVA 平均价差 (EVA-0.75 乙烯-0.25 醋酸乙烯) 为 11705 元/吨 (YoY+56.92%, QoQ+9.56%)。21Q2 至今的 EVA 均价为 20500 元/吨, 平均价差为 11862 元/吨, 我们预计目前外购原材料的 EVA 单吨净利润在 6000 元/吨以上。

根据卓创资讯统计，21Q1 国内 EVA 产量约 20.07 万吨（YoY+4.36%，QoQ-4.97%），21Q1 行业平均开工负荷在 76.67%（YoY+4.01pp）。进口来看，21Q1 国内 EVA 进口量 32.05 万吨（YoY+19.27%，QoQ+4.84%），21Q1 国内表观消费量为 51.55 万吨（YoY+14.45%，QoQ+2.96%）。

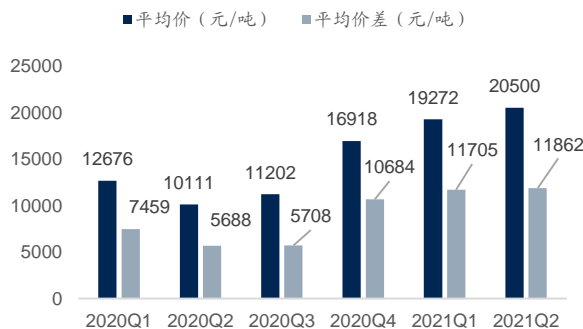
新增产能方面，榆能化 30 万吨/年 LDPE/EVA 装置近期有转产 EVA 计划，扬子石化 10 万吨/年 EVA 装置、中化泉州 10 万吨/年 EVA 装置目前尚未投产，乐观预计 21H2 有望产出 EVA 产品，浙石化 EVA 装置乐观预计 21Q4 有望投产，21 年全年国内 EVA 产量增量乐观预计在 10-15 万吨。但 2021 年 EVA 光伏料国内需求端增量可达 15-20 万吨，未来三年的需求复合增速可达 20% 以上，传统需求增量每年在 10 万吨左右，供需紧张格局进一步加剧，我们认为 1-2 年内 EVA 行业仍然处于高景气周期。

图 5: 联泓新科 UL00628 产品价格 (元/吨)



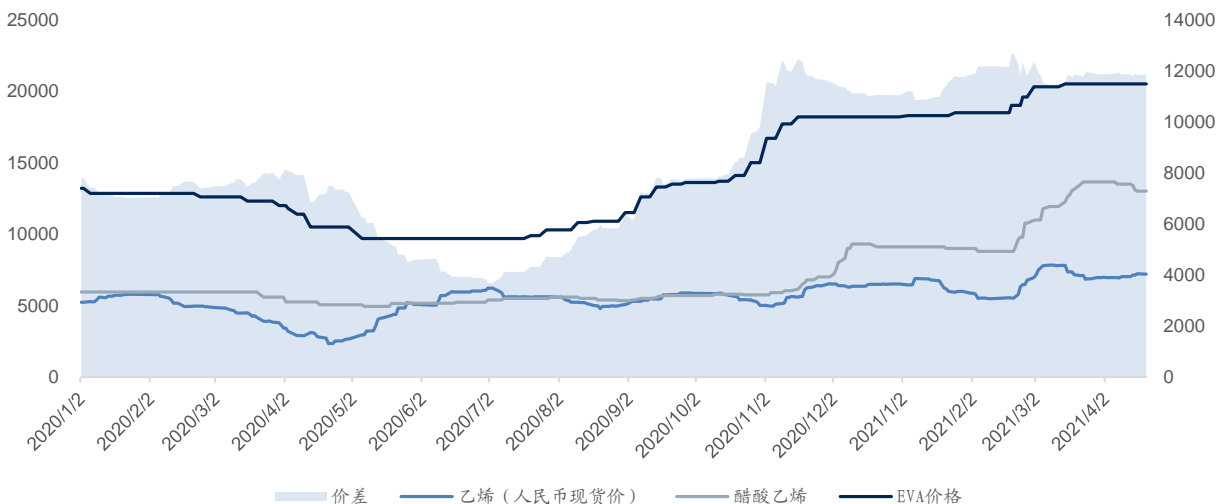
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 6: EVA 季度均价与价差 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: EVA-乙烯-醋酸乙烯价差 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, Wind, 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。

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：上调盈利预测，维持“买入”评级。我们上调公司 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 11.40/14.19/16.06 亿元（原值为 9.1/11.8/13.5 亿元），同比增速 78.0%/24.5%/13.2%；摊薄 EPS=1.11/1.38/1.56 元，当前股价对应 PE=29.2/23.5/20.7x，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	2096	3448	5130	营业收入	5931	6928	7893	8548
应收款项	247	342	432	468	营业成本	4544	5046	5625	6063
存货净额	409	500	559	605	营业税金及附加	39	48	39	43
其他流动资产	188	220	250	271	销售费用	45	55	59	62
流动资产合计	3290	3172	4700	6479	管理费用	259	287	323	322
固定资产	5296	5247	4962	4559	财务费用	133	71	39	17
无形资产及其他	583	560	536	513	投资收益	(10)	(35)	(60)	(60)
投资性房地产	147	147	147	147	资产减值及公允价值变动	1	(15)	(20)	(20)
长期股权投资	230	240	250	260	其他收入	(134)	0	(20)	(30)
资产总计	9545	9365	10594	11957	营业利润	769	1371	1707	1931
短期借款及交易性金融负债	1849	1000	1000	1000	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	242	258	289	313	利润总额	768	1371	1707	1931
其他流动负债	351	376	421	453	所得税费用	114	206	256	290
流动负债合计	2442	1635	1710	1766	少数股东损益	14	25	31	35
长期借款及应付债券	1160	860	860	860	归属于母公司净利润	641	1140	1419	1606
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	2895	2970	3027	净利润	641	1140	1419	1606
少数股东权益	96	111	130	151	资产减值准备	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	5447	6359	7495	8779	折旧摊销	338	557	588	607
负债和股东权益总计	9545	9365	10594	11957	公允价值变动损失	(1)	15	20	20
					财务费用	133	71	39	17
关键财务与估值指标					营运资本变动	(87)	(175)	(105)	(46)
每股收益	0.62	1.11	1.38	1.56	其它	12	15	19	21
每股红利	0.12	0.22	0.28	0.31	经营活动现金流	902	1552	1941	2208
每股净资产	5.30	6.19	7.29	8.55	资本开支	(269)	(500)	(300)	(200)
ROIC	12%	17%	25%	29%	其它投资现金流	0	(15)	5	5
ROE	12%	18%	19%	18%	投资活动现金流	(190)	(525)	(305)	(205)
毛利率	23%	27%	29%	29%	权益性融资	1625	0	0	0
EBIT Margin	18%	22%	23%	24%	负债净变化	(445)	(300)	0	0
EBITDA Margin	23%	30%	31%	31%	支付股利、利息	(127)	(228)	(284)	(321)
收入增长	5%	17%	14%	8%	其它融资现金流	325	(849)	0	0
净利润增长率	20%	78%	24%	13%	融资活动现金流	805	(1377)	(284)	(321)
资产负债率	43%	32%	29%	27%	现金净变动	1517	(350)	1352	1682
息率	0.4%	0.7%	0.9%	1.0%	货币资金的期初余额	929	2446	2096	3448
P/E	52.0	29.2	23.5	20.7	货币资金的期末余额	2446	2096	3448	5130
P/B	6.1	5.2	4.4	3.8	企业自由现金流	872	1150	1752	2110
EV/EBITDA	27.0	17.7	14.9	13.6	权益自由现金流	751	(59)	1718	2096

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