

证券研究报告—动态报告/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06月03日

增资江西科院布局 PLA，新材料平台再进一步

证券分析师: 杨林	010-88005379	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	010-88005379	xuecong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001
证券分析师: 刘子栋	021-61761041	liuzidong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002
联系人: 张玮航	021-61761041	zhangwei@guosen.com.cn	

事项:

公司拟对江西科院生物新材料有限公司（以下简称“江西科院”）进行增资，增资金额为自有资金人民币 1.5 亿元，增资后持有江西科院 42.86% 的股权。如本次增资完成，江西科院将成为公司的联营企业。

国信化工观点:

- 1) 聚乳酸 (PLA) 是重要的生物可降解材料，市场需求广阔:** 2020 年 1 月，发改委、生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，目前 31 个省、自治区、直辖市发布了实施方案。聚乳酸 (PLA) 是重要的生物可降解材料，PLA 产业化技术长期被国外垄断，工艺壁垒高，国内仅少数企业掌握。到 2025 年我们预计仅国内生物降解塑料替代空间将达到 300 万吨以上，相较于其他降解材料，PLA 在加工性能、耐热性能等方面均具备优势，市场前景广阔。
- 2) 江西科院具备 PLA 全产业链技术，产品已通过检测:** 江西科院主要从事生物可降解材料聚乳酸 (PLA) 的研发、生产与销售，是国内成功自主开发出“高光纯乳酸—高光纯丙交酯—聚乳酸”全产业链技术的企业之一，拥有千吨级示范线，已形成批量化生产能力。全产业链产品乳酸-丙交酯-聚乳酸性能通过第三方检测机构上海复达检测技术集团有限公司检测全部合格。
- 3) 公司布局生物可降解材料，新材料平台再下一城:** 江西科院规划在 2025 年前分两期建设“13 万吨/年生物可降解材料聚乳酸全产业链项目”，其中一期 3 万吨/年，预计 2023 年投产，二期 10 万吨/年，预计 2025 年投产。公司通过增资江西科院，将实现公司在生物可降解材料领域的战略布局，为公司后续发展培育新的经济增长点，助力公司成为新材料平台型企业。
- 4) 完成收购新能凤凰，加强原材料保障增厚利润:** 公司基于战略布局及生产经营需要，收购廊坊华源、新奥股份分别持有的新能凤凰 42.5% 和 40% 的股权，合计 82.5% 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，2021 年 5 月 10 日，新能凤凰已经完成相关工商变更/备案登记手续，并更名为联泓（山东）化学有限公司。
- 5) 风险提示: 增资进度不及预期的风险; 新建产能技术风险; 产能释放不及预期的风险; 产品价格大幅下跌的风险。**
- 6) 投资建议: 公司以自有资金完成对新能凤凰的收购，新能凤凰成为公司全资子公司，因此上调公司盈利预测，预计 21-23 年归母净利润 12.75/15.86/17.80 亿（原值为 11.40/14.19/16.06 亿元），对应 EPS 为 0.95/1.19/1.33 元，对应当前股价 PE 为 25.6/20.5/18.3X，维持“买入”评级。**

评论:

■ 聚乳酸 (PLA) 是重要的生物可降解材料, 市场需求广阔

2020年1月, 发改委、生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 重点对“一次性塑料袋、一次性餐具、宾馆酒店一次性塑料制品、快递塑料包装”等领域实现禁限塑, 目前31个省、自治区、直辖市发布了实施方案。

表 1: 国家发改委关于进一步加强塑料污染治理的意见

具体限制使用的塑料种类	时间节点	具体规定	
不可降解塑料袋	2020 年底	直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动, 禁止使用不可降解塑料袋, 集贸市场规范和限制使用不可降解塑料袋	
	2022 年底	实施范围扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区	
	2025 年底	上述区域的集贸市场禁止使用不可降解塑料袋。鼓励有条件的地方, 在城乡结合部、乡镇和农村地区集市等场所停止使用不可降解塑料袋	
禁止、限制使用的塑料制品	一次性塑料餐具	2020 年底	全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管; 地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务, 禁止使用不可降解一次性塑料餐具
		2022 年底	县城建成区、景区景点餐饮堂食服务, 禁止使用不可降解一次性塑料餐具
		2025 年底	地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%
宾馆、酒店一次性塑料制品	2022 年底	全国范围星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料制品, 可通过设置自助购买机、提供续充型洗洁剂等方式提供相关服务	
	2025 年底	实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿	
快递塑料包装	2022 年底	北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点, 先行禁止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋等, 降低不可降解的塑料胶带使用量	
	2025 年底	全国范围邮政快递网点禁止使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等	
总体原则		禁止生产和销售厚度小于 0.025 毫米的超薄塑料购物袋、厚度小于 0.01 毫米的聚乙烯农用地膜。禁止以医疗废物为原料制造塑料制品。全面禁止废塑料进口。到 2020 年底, 禁止生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签; 禁止生产含塑料微珠的日化产品。到 2022 年底, 禁止销售含塑料微珠的日化产品。	

资料来源: 国家发改委, 国信证券经济研究所整理

在中央加强塑料污染治理力度的大趋势之下, 生物降解塑料在包装用薄膜、一次性塑料袋、一次性餐具和农用地膜等领域有望实现广泛应用。根据我们测算, 以上四大重点应用领域合计约有 1019 万吨的潜在需求空间。全球生物降解塑料渗透率普遍在 3% 以下, 中国的渗透率为仅 0.62%。目前国内可降解塑料行业仍处于发展初期阶段, 市场规模较小, 导致技术与成本仍有大量优化的空间。

聚乳酸 (PLA) 是重要的生物可降解材料之一, PLA 产业化技术长期被国外垄断, 工艺壁垒高, 国内仅少数企业掌握。聚乳酸合成分为一步法与两步法, 两步法是目前主流工艺, 技术壁垒在于中间体丙交酯的合成, 全球只有 NatureWorks、Corbion、浙江海正等几家企业掌握。目前全球聚乳酸产能约 40 万吨/年。美国 NatureWorks 公司是全球最大的聚乳酸生产企业, 年产能达 15 万吨, 占据了全球 30% 以上的聚乳酸产能。聚乳酸的生产在我国目前仍属起步发展阶段, 只有丰原集团、浙江海正等几家企业在丙交酯工业取得突破, 市场需求缺口极大。

■ 江西科院具备 PLA 全产业链技术, 公司切入生物可降解材料赛道

江西科院具备 PLA 全产业链技术, 产品已通过检测公司。江西科院主要从事生物可降解材料聚乳酸 (PLA) 的研发、生产与销售, 是国内成功自主开发出“高光纯乳酸—高光纯丙交酯—聚乳酸”全产业链技术的企业之一, 拥有千吨级示范线, 已形成批量化生产能力。全产业链产品乳酸-丙交酯-聚乳酸性能通过第三方检测机构上海复达检测技术集团有限公司检测全部合格。

公司增资 1.5 亿元持有江西科院 42.86% 股权, 成为公司联营企业。公司拟用自有资金对江西科院增资 1.5 亿元, 增资后将持有江西科院 42.86% 的股权。增资前江西科院股权结构为联泓集团有限公司持股 50.85%、江西省科学院生物技术有限责任公司持股 38.98%、上海玖琪商务咨询有限公司持股 10.17%。鉴于联泓集团为公司的控股股东, 本次交易构成关联交易。若本次增资完成, 江西科院将成为公司的联营企业, 公司持股比例为 42.86%。

表 2: 江西科院增资前后股权结构

	股东名称	认缴出资额 (万元)	持股比例 (%)
增资前	联泓集团有限公司	6,000	50.85
	江西省科院生物技术有限责任公司	4,600	38.98
	上海玖琪商务咨询有限公司	1,200	10.17
	合计	11,800	100.00
增资后	联泓新材料科技股份有限公司	8,850	42.86
	联泓集团有限公司	6,000	29.06
	江西省科院生物技术有限责任公司	4,600	22.27
	上海玖琪商务咨询有限公司	1,200	5.81
	合计	20,650	100.00

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

布局生物可降解材料，新材料平台再下一城。江西科院规划在 2025 年前分两期建设“13 万吨/年生物可降解材料聚乳酸全产业链项目”，其中一期 3 万吨/年，在江西省九江市濂溪区化纤工业基地建设 PLA 全产业链项目，包括乳酸发酵提纯、丙交酯合成提纯、聚乳酸合成以及聚乳酸解聚化学循环等，预计 2023 年投产；二期规划建设 10 万吨/年，预计 2025 年投产。公司通过增资江西科院，将实现公司在生物可降解材料领域的战略布局，为公司后续发展培育新的经济增长点，助力公司成为新材料平台型企业。

■ 完成收购新能凤凰，加强原材料保障增厚利润

公司基于战略布局及生产经营需要，收购廊坊华源、新奥股份分别持有的新能凤凰 42.5%和 40%的股权，合计 82.5%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，2021 年 5 月 10 日，新能凤凰已经完成相关工商变更/备案登记手续，并更名为联泓(山东)化学有限公司。

■ 投资建议：完成新能凤凰收购，上调盈利预测，维持“买入”评级。

公司以自有资金完成对新能凤凰的收购，新能凤凰成为公司全资子公司，因此上调公司盈利预测，预计 21-23 年归母净利润 12.75/15.86/17.80 亿（原值为 11.40/14.19/16.06 亿元），对应 EPS 为 0.95/1.19/1.33 元，对应当前股价 PE 为 25.6/20.5/18.3X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2446	2138	3568	5390
应收款项	247	400	542	578
存货净额	409	605	746	793
其他流动资产	188	257	314	335
流动资产合计	3290	3414	5180	7101
固定资产	5296	5247	4962	4559
无形资产及其他	583	560	536	513
投资性房地产	147	147	147	147
长期股权投资	230	240	250	260
资产总计	9545	9607	11075	12579
短期借款及交易性金融负债	1849	1000	1000	1000
应付款项	242	313	386	410
其他流动负债	351	454	560	592
流动负债合计	2442	1767	1946	2002
长期借款及应付债券	1160	860	860	860
其他长期负债	400	400	400	400
长期负债合计	1561	1261	1261	1261
负债合计	4002	3028	3206	3262
少数股东权益	96	113	134	157
股东权益	5447	6467	7735	9159
负债和股东权益总计	9545	9607	11075	12579

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.62	0.95	1.19	1.33
每股红利	0.12	0.19	0.24	0.27
每股净资产	5.30	4.84	5.79	6.86
ROIC	12%	19%	27%	31%
ROE	12%	20%	20%	19%
毛利率	23%	26%	26%	26%
EBIT Margin	18%	20%	21%	21%
EBITDA Margin	23%	27%	27%	27%
收入增长	5%	37%	22%	7%
净利润增长率	20%	99%	24%	12%
资产负债率	43%	33%	30%	27%
息率	0.5%	1.0%	1.3%	1.4%
P/E	39.1	25.6	20.5	18.3
P/B	4.6	5.0	4.2	3.6
EV/EBITDA	21.0	16.1	13.6	12.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5931	8104	9893	10548
营业成本	4544	5998	7325	7763
营业税金及附加	39	57	49	53
销售费用	45	65	74	76
管理费用	259	331	399	392
财务费用	133	70	38	14
投资收益	(10)	(35)	(60)	(60)
资产减值及公允价值变动	1	(15)	(20)	(20)
其他收入	(134)	0	(20)	(30)
营业利润	769	1533	1907	2140
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	768	1533	1907	2140
所得税费用	114	230	286	321
少数股东损益	14	28	35	39
归属于母公司净利润	641	1275	1586	1780

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	641	1275	1586	1780
资产减值准备	(1)	0	(0)	(0)
折旧摊销	338	557	588	607
公允价值变动损失	(1)	15	20	20
财务费用	133	70	38	14
营运资本变动	(87)	(243)	(162)	(47)
其它	12	17	21	24
经营活动现金流	902	1621	2053	2383
资本开支	(269)	(500)	(300)	(200)
其它投资现金流	0	(15)	5	5
投资活动现金流	(190)	(525)	(305)	(205)
权益性融资	1625	0	0	0
负债净变化	(445)	(300)	0	0
支付股利、利息	(127)	(255)	(317)	(356)
其它融资现金流	325	(849)	0	0
融资活动现金流	805	(1404)	(317)	(356)
现金净变动	1517	(308)	1431	1822
货币资金的期初余额	929	2446	2138	3568
货币资金的期末余额	2446	2138	3568	5390
企业自由现金流	872	1219	1864	2284
权益自由现金流	751	10	1832	2272

相关研究报告

- 《联泓新科-003022-2021 年一季报点评：业绩处于预告上限，一体化布局带动高质量发展》 ——2021-04-22
- 《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

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。

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