

证券研究报告—动态报告

基础化工

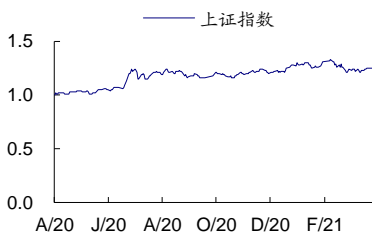
化学制品

联泓新科(003022)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 11 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)	1,336/192
总市值/流通(百万元)	53,102/7,617
上证综指/深圳成指	3,530/15,058
12个月最高/最低(元)	43.00/13.75

相关研究报告:

《联泓新科-003022-重大事件快评: 增资江西科学院布局 PLA, 新材料平台再进一步》——2021-06-03

《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

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号: 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号: S0980520120001

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号: S0980521020002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041

E-MAIL: zhangwei@guosen.com.cn

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, 充分受益于 EVA 高景气

● 业绩符合预期, 毛利率、净利率大幅提高, 费用率小幅降低

公司 21H1 营收 38.26 亿元 (YoY+46.64%), 归母净利润 5.41 亿元 (YoY+135.82%), 归母净利润处于预告上限 (预告 5.36-5.42 亿元)。公司 21Q2 营收 20.23 亿元 (YoY+40.86%, QoQ+12.18%), 归母净利润 2.72 亿元 (YoY+102.53%, QoQ+0.83%), 公司 21H1 毛利率 26.41% (YoY+5.01pp), 净利率为 14.15% (YoY+5.35pp), 三费率为 7.86% (YoY-0.61pp), 经营活动现金流净额为 6.45 亿元 (YoY+52.37%), 同比大幅改善。

● 受益于 EVA 景气提升价格暴涨, 聚丙烯毛利率小幅下降

21H1 公司 EVA 板块营收 12.35 亿元 (YoY+94.47%), 毛利率提升至 51.25% (YoY+23.47pp), EVA 高景气满产满销, 产量 6.48 万吨, 不含税均价约 19000 元/吨 (YoY+104.07%)。21H1 公司聚丙烯板块营收 8.74 亿元 (YoY+4.29%), 毛利率为 17.65% (YoY-1.77pp), 主要由于原材料价格上涨, 产量 10.88 万吨, 不含税均价约 8035 元/吨 (YoY+15.03%)。我们认为 EVA 行业壁垒主要在于扩产周期长, 2-3 年内不改行业高景气, 21H2 在光伏需求拉动下涨价有望持续上涨。

● 公司实施产业一体化布局, 打造国内领先新材料平台

公司项目建设进展顺利, 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; 技改项目“聚丙烯装置二反技术改造项目”计划于 21Q4 投产。2021 年 5 月公司完成对联泓化学 (原新能凤凰) 股权收购, 实现原料甲醇 80% 自给, 实施一体化运行, 规避原材料价格波动风险。2021 年 6 月, 公司对江西科学院生物投资, 持有 42.86% 股权并成为第一大股东, 科院生物计划在 2025 年前分两期建设“13 万吨/年 PLA 全产业链项目”, 目前已启动一期 3 万吨/年项目建设, 预计 2023 年投产, 公司迈出打造新材料平台重要一步。

● 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: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。

预计 21-23 年归母净利润 12.75/15.86/17.80 亿, 对应 EPS 为 0.95/1.19/1.33 元, 目前 PE 为 41.7/33.5/29.8X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

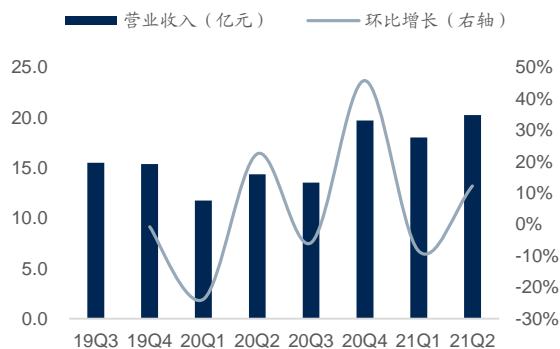
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,674	5,931	8,104	9,893	10,548
(+/-%)	-2.1%	4.5%	36.6%	22.1%	6.6%
净利润(百万元)	532	641	1275	1586	1780
(+/-%)	131.7%	20.5%	99.0%	24.4%	12.2%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.62	0.95	1.19	1.33
EBIT Margin	14.0%	17.6%	20.4%	20.7%	21.5%
净资产收益率(ROE)	16.7%	11.8%	19.7%	20.5%	19.4%
市盈率(PE)	65.8	63.8	41.7	33.5	29.8
EV/EBITDA	35.1	32.4	25.4	21.4	19.6
市净率(PB)	10.97	7.50	8.21	6.87	5.80

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

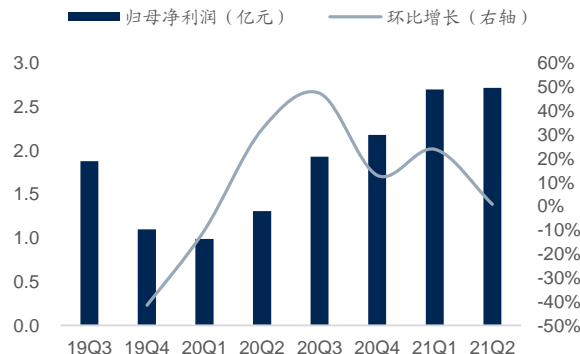
业绩符合预期，毛利率大幅提高，费用率小幅降低。公司 21H1 营收 38.26 亿元（YoY+46.64%），归母净利润 5.41 亿元（YoY+135.82%），归母净利润处于预告上限（预告 5.36-5.42 亿元）。公司 21Q2 营收 20.23 亿元（YoY+40.86%，QoQ+12.18%），归母净利润 2.72 亿元（YoY+102.53%，QoQ+0.83%），公司 21H1 毛利率 26.41%（YoY+5.01pp），净利率为 14.15%（YoY+5.35pp），三费率为 7.86%（YoY-0.61pp），经营活动现金流净额为 6.45 亿元（YoY+52.37%），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

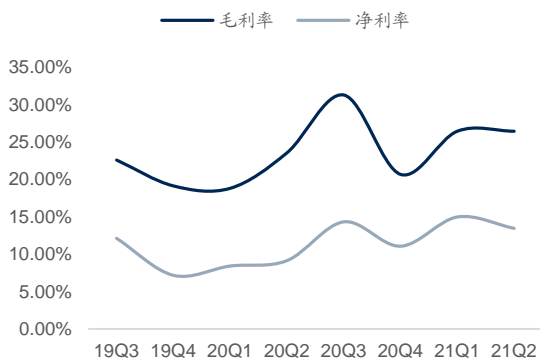
图 2：联泓新科分季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

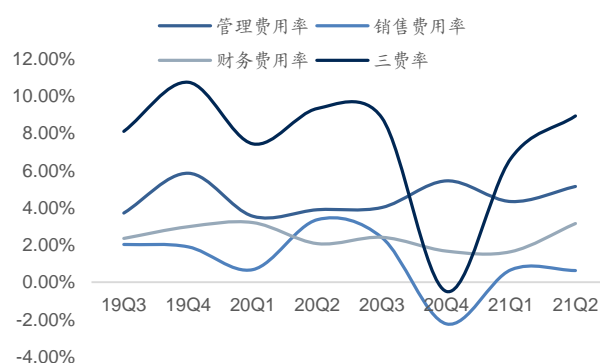
21Q2 管理、财务费用率环比增加，21H1 研发投入大幅增加。公司 21Q2 三费率为 8.93%（YoY-0.40%，QoQ+2.28pp），同比下降主要由于运费由管理费用计入营业成本，财务费用率、管理费用率、销售费用率分别为 3.15%（YoY+1.08%，QoQ+1.51pp）、5.15%（YoY+1.25pp，QoQ+0.81pp）、0.63%（YoY-2.73pp，QoQ-0.04pp），管理费用增加主要由于职工薪酬增加以及维修费增加（约 3000 万元），财务费用增加主要由于承兑汇票贴现息和手续费增加。公司 21H1 研发费用 1.08 亿元（YoY+121.70%），研发费用率为 2.82%（YoY+0.96pp）。

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

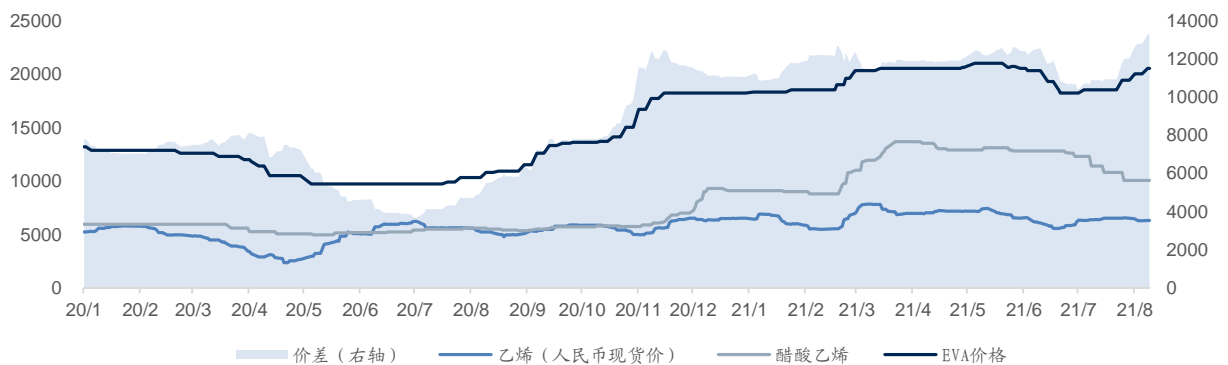
EVA 行业壁垒主要在于扩产周期长，2-3 年内不改行业高景气

根据卓创资讯数据，21H1 的 EVA 均价为 19750 元/吨（YoY+73.25%），EVA 平均价差（EVA-0.75 乙烯-0.25 醋酸乙烯）为 11830 元/吨（YoY+80.06%）。目前（8 月 10 日）EVA 平均价格为 20500 元/吨，平均价差为 13270 元/吨，主

要由于原材料醋酸乙烯价格自 Q2 以来持续下跌，目前行业价差为历史最大水平。我们预计随着下半年光伏需求转暖，EVA 价格与价差仍将持续提高。

根据卓创资讯统计，2021 年 1-6 月中国 EVA 产量约 41 万吨，表观消费量约 101 万吨，自给率只有约 41%。我们认为 EVA 供需紧缺不仅存在于光伏料，而是发泡、线缆、光伏未来 2-3 年均处于紧缺状态。2020 年国内产能 97.2 万吨，产量约 75 万吨，进口约 120 万吨，表观消费量约 190 万吨，其中光伏需求约 65 万吨，传统领域需求约 125 万吨，我们预计 2021-2023 年光伏每年新增 EVA 需求约 20 万吨（20-23 按照 120、170、220、270GW 装机，胶膜 5000 吨/GW，80%EVA 假设），传统领域每年新增 EVA 需求约 10 万吨，合计新增需求 90 万吨。EVA 主要壁垒在于扩产周期长，核心设备定制周期在 18-24 个月，规划到投产周期在 3 年左右，据我们统计目前在建、2021-2023 年投产的装置合计在 100 万吨左右，因此到 2023 年国内 EVA 新增供需基本平衡，仍将保持 100 万吨以上的进口需求，2-3 年内不改行业高景气。

图 5: 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

公司布局生物可降解材料，新材料平台再下一城。2021 年 6 月，公司对江西科院生物增资 1.5 亿元，持有其 42.86% 的股权成为第一大股东。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。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，未来生物可降解材料有望成为公司新的业绩增长点。

在建项目有序推进，并表联泓化学实施产业一体化布局，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。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。2021 年 5 月公司完成对联泓化学（原新能凤凰）股权收购，实现原料甲醇 80% 自给，实施一体化运行规避原材料价格波动风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。预计 21-23 年归母净利润 12.75/15.86/17.80 亿，对应 EPS 为 0.95/1.19/1.33 元，对应当前股价 PE 为 41.7/33.5/29.8X，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	2138	3568	5390	营业收入	5931	8104	9893	10548
应收款项	247	400	542	578	营业成本	4544	5998	7325	7763
存货净额	409	605	746	793	营业税金及附加	39	57	49	53
其他流动资产	188	257	314	335	销售费用	45	65	74	76
流动资产合计	3290	3414	5180	7101	管理费用	259	331	399	392
固定资产	5296	5247	4962	4559	财务费用	133	70	38	14
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	9607	11075	12579	营业利润	769	1533	1907	2140
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	313	386	410	利润总额	768	1533	1907	2140
其他流动负债	351	454	560	592	所得税费用	114	230	286	321
流动负债合计	2442	1767	1946	2002	少数股东损益	14	28	35	39
长期借款及应付债券	1160	860	860	860	归属于母公司净利润	641	1275	1586	1780
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	3028	3206	3262	净利润	641	1275	1586	1780
少数股东权益	96	113	134	157	资产减值准备	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	5447	6467	7735	9159	折旧摊销	338	557	588	607
负债和股东权益总计	9545	9607	11075	12579	公允价值变动损失	(1)	15	20	20
					财务费用	133	70	38	14
关键财务与估值指标					营运资本变动	(87)	(243)	(162)	(47)
每股收益	0.62	0.95	1.19	1.33	其它	12	17	21	24
每股红利	0.12	0.19	0.24	0.27	经营活动现金流	902	1621	2053	2383
每股净资产	5.30	4.84	5.79	6.86	资本开支	(269)	(500)	(300)	(200)
ROIC	12%	19%	27%	31%	其它投资现金流	0	(15)	5	5
ROE	12%	20%	20%	19%	投资活动现金流	(190)	(525)	(305)	(205)
毛利率	23%	26%	26%	26%	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%	27%	27%	27%	支付股利、利息	(127)	(255)	(317)	(356)
收入增长	5%	37%	22%	7%	其它融资现金流	325	(849)	0	0
净利润增长率	20%	99%	24%	12%	融资活动现金流	805	(1404)	(317)	(356)
资产负债率	43%	33%	30%	27%	现金净变动	1517	(308)	1431	1822
息率	0.3%	0.6%	0.8%	0.9%	货币资金的期初余额	929	2446	2138	3568
P/E	63.8	41.7	33.5	29.8	货币资金的期末余额	2446	2138	3568	5390
P/B	7.5	8.2	6.9	5.8	企业自由现金流	872	1219	1864	2284
EV/EBITDA	32.4	25.4	21.4	19.6	权益自由现金流	751	10	1832	2272

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。

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