

## 中报业绩符合预期, EVA行业将保持长期景气

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2021年半年度报告, 1H21实现营收38.3亿元, 同比+46.6%, 归母净利润5.4亿元, 同比+135.8%, 扣非净利润4.9亿元, 同比+125.7%; 二季度实现营收20.2亿元, 同比+40.9%, 环比+12.2%, 实现归母净利润2.7亿元, 同比+107.5%, 环比+0.83%。1H21销售净利率与毛利率分别为14.3%与26.4%, 同比分别提升5.3与5.0个百分点, 期间费用率为10.7%, 同比增加0.3个百分点, 平均净资产收益率为9.6%, 较去年同期增加2.7个百分点。
- **榆林能化投产不改光伏料短缺格局, 长期行业仍处供需紧平衡状态:** 截止8月10号, 公司线缆料UL00628指导价报20000元/吨, 较年初18300元/吨上涨9.3%, 年内均价为19611元/吨, 较去年同期上涨76.8%。2021年国内共有两套EVA装置投产, 分别为扬子石化10万吨装置与中化泉州10万吨装置, 扬子石化装置目前已停车近一个月, 中化泉州8月3号开车后产UL0628, 另有榆林能化于2020年12月正式投产, 近期榆林能化公众号发文称已经成功自主开发生产出高端EVA光伏料, 但考虑到光伏料下游企业的认证周期, 我们认为年内国内EVA光伏料供应仍将处于紧张状态。根据我们统计, 至2023年国内共有145万吨装置投产, 考虑到EVA装置的开工建设周期, 较高的进口依存度(2020年63.1%)与光伏装机需求, 行业仍将处于长期供需紧平衡状态。
- **积极布局生物可降解材料, 培育新的利润增长点:** 公司于2021年6月投资科院生物, 持有42.86%的股权, 成为其第一大股东, 计划在2025年前分两期建设“13万吨/年PLA全产业链项目”(一期3万吨/年, 二期10万吨/年), 目前已启动一期项目建设。生物可降解材料是解决传统塑料污染的主要途径, PLA与PBAT则是产业聚焦的重点, PLA技术壁垒是中间体丙交酯的生产, 而江西科院已自主开发出“高光纯乳酸-高光纯丙交酯-聚乳酸”全产业链技术, 且建成千吨级PLA一体化生产示范线, 该生产示范线已试车成功, 已形成批量化生产能力。随着各地方禁塑令的下达与明确, 可降解塑料市场空间进一步明朗, PLA产品将持续为公司贡献业绩。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计2021-2023年归母净利润分别为11.2亿元、14.1亿元、15.6亿元, 对应EPS分别为0.84元、1.05元、1.17元, 对应PE分别为46X、36X、33X, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅下滑、项目投产不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022	2023E
营业收入(百万元)	5931.36	7467.85	8425.06	8762.75
增长率	4.53%	25.90%	12.82%	4.01%
归属母公司净利润(百万元)	640.61	1116.70	1407.83	1560.28
增长率	20.46%	74.32%	26.07%	10.83%
每股收益EPS(元)	0.48	0.84	1.05	1.17
净资产收益率ROE	11.81%	17.85%	19.44%	18.87%
PE	80	46	36	33
PB	9.42	8.18	7.07	6.20

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	13.36
流通A股(亿股)	1.92
52周内股价区间(元)	15.15-40.36
总市值(亿元)	512.86
总资产(亿元)	123.10
每股净资产(元)	4.33

### 相关研究

1. 联泓新科(003022): 专注高附加值化学品, 受益于光伏行业景气上行 (2021-03-26)

### 关键假设:

假设 1: “EVA 装置管式尾技术升级改造项目” 2022 年投产, 2022、2023 年 EVA 销量增加 1.8 万吨; 聚丙烯“聚丙烯装置二反技术改造项目” 2021 年四季度投产, 2022、2023 年聚丙烯专用料销量较 2021 年增加 8 万吨。

假设 2: “10 万吨/年副产碳四碳五综合利用及烯烃分离系统配套技术改造项目” 投产后, 2021-2023 年公司碳四、碳五等产品销量减少 5 万吨, 乙烯、丙烯销量增加 5 万吨。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入	5931.4	7467.85	8425.06	8762.75
	增速	4.5%	25.9%	12.8%	4.0%
	营业成本	4543.7	5423.07	5939.94	6063.65
	毛利率	23.4%	27.4%	29.5%	30.8%
聚丙烯	营业收入	1790.8	1898.05	2546.70	2612.00
	增速	-5.6%	6.0%	34.2%	2.6%
	营业成本	1351.0	1416.0	1875.6	1875.6
	毛利率	24.6%	25.4%	26.4%	28.2%
EVA	营业收入	1341.2	2227.4	2446.9	2620.2
	增速	-2.4%	66.1%	9.9%	7.1%
	营业成本	835.8	1291.9	1312.0	1401.3
	毛利率	37.7%	42.0%	46.4%	46.5%
环氧乙烷衍生物	营业收入	790.3	978.36	994.14	1025.70
	增速	-7.8%	23.8%	1.6%	3.2%
	营业成本	519.1	610.73	606.63	606.63
	毛利率	34.3%	37.6%	39.0%	40.9%
副产品及其他	营业收入	441.7	725.00	740.00	755.00
	增速	-24.5%	64.1%	2.1%	2.0%
	营业成本	407.6	648.50	656.00	657.80
	毛利率	7.7%	10.6%	11.4%	12.9%
环氧乙烷	营业收入	406.6	455.00	489.60	518.00
	增速	-14.0%	11.9%	7.6%	5.8%
	营业成本	281.8	289.62	300.11	308.94
	毛利率	30.7%	36.3%	38.7%	40.4%
贸易	营业收入	1160.9	1184.1	1207.7	1231.9
	增速	137.4%	2.0%	2.0%	2.0%
	营业成本	1148.4	1166.3	1189.6	1213.4
	毛利率	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5931.36	7467.85	8425.06	8762.75	净利润	654.72	1141.30	1438.83	1594.64
营业成本	4543.72	5423.07	5939.94	6063.65	折旧与摊销	347.69	509.24	509.24	506.64
营业税金及附加	38.69	42.10	49.99	51.13	财务费用	132.87	1.84	1.80	1.53
销售费用	44.76	134.42	151.65	157.73	资产减值损失	-0.67	0.00	0.00	0.00
管理费用	259.30	522.75	589.75	613.39	经营营运资本变动	-24.17	-272.53	-46.28	0.18
财务费用	132.87	1.84	1.80	1.53	其他	10.82	-4.66	3.93	-0.05
资产减值损失	-0.67	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1121.26</b>	<b>1375.19</b>	<b>1907.53</b>	<b>2102.94</b>
投资收益	-9.86	0.00	0.00	0.00	资本支出	-666.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	335.11	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-331.10</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>768.50</b>	<b>1343.66</b>	<b>1691.93</b>	<b>1875.32</b>	短期借款	-672.86	-1324.30	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.02	0.00	0.00	0.00	长期借款	-445.20	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>768.48</b>	<b>1343.66</b>	<b>1691.93</b>	<b>1875.32</b>	股权融资	1610.00	0.00	0.00	0.00
所得税	113.76	202.36	253.10	280.68	支付股利	-205.47	-247.50	-431.45	-543.92
净利润	654.72	1141.30	1438.83	1594.64	其他	493.82	-570.32	-1.80	-1.53
少数股东损益	14.11	24.59	31.00	34.36	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>780.29</b>	<b>-2142.12</b>	<b>-433.25</b>	<b>-545.45</b>
归属母公司股东净利润	640.61	1116.70	1407.83	1560.28	<b>现金流量净额</b>	<b>1570.31</b>	<b>-766.93</b>	<b>1474.28</b>	<b>1557.49</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2445.91	1678.97	3153.26	4710.75	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	351.28	389.37	455.12	466.75	销售收入增长率	4.53%	25.90%	12.82%	4.01%
存货	409.25	506.07	517.36	520.44	营业利润增长率	19.95%	74.84%	25.92%	10.84%
其他流动资产	83.73	105.42	118.93	123.70	净利润增长率	20.97%	74.32%	26.07%	10.83%
长期股权投资	229.60	229.60	229.60	229.60	EBITDA 增长率	7.02%	48.49%	18.77%	8.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5295.65	4802.86	4310.07	3817.29	毛利率	23.39%	27.38%	29.50%	30.80%
无形资产和开发支出	588.51	574.66	560.80	546.95	三费率	7.37%	8.82%	8.82%	8.82%
其他非流动资产	141.32	138.73	136.13	136.13	净利率	11.04%	15.28%	17.08%	18.20%
<b>资产总计</b>	<b>9545.25</b>	<b>8425.67</b>	<b>9481.26</b>	<b>10551.59</b>	ROE	11.81%	17.85%	19.44%	18.87%
短期借款	1324.30	0.00	0.00	0.00	ROA	6.86%	13.55%	15.18%	15.11%
应付和预收款项	372.73	403.23	444.88	462.92	ROIC	12.12%	18.15%	23.71%	28.23%
长期借款	1160.35	1160.35	1160.35	1160.35	EBITDA/销售收入	21.06%	24.84%	26.15%	27.20%
其他负债	1145.07	468.97	475.53	477.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4002.46</b>	<b>2032.56</b>	<b>2080.77</b>	<b>2100.38</b>	总资产周转率	0.68	0.83	0.94	0.87
股本	1027.36	1335.57	1335.57	1335.57	固定资产周转率	1.15	1.53	1.91	2.24
资本公积	3029.76	2721.55	2721.55	2721.55	应收账款周转率	39.81	44.44	43.83	41.15
留存收益	1346.48	2215.69	3192.07	4208.42	存货周转率	11.60	11.84	11.58	11.65
归属母公司股东权益	5447.08	6272.81	7249.19	8265.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.89%	—	—	—
少数股东权益	95.71	120.30	151.31	185.67	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5542.79</b>	<b>6393.11</b>	<b>7400.50</b>	<b>8451.21</b>	资产负债率	41.93%	24.12%	21.95%	19.91%
负债和股东权益合计	9545.25	8425.67	9481.26	10551.59	带息债务/总负债	62.08%	57.09%	55.77%	55.24%
					流动比率	1.35	5.68	8.16	10.78
					速动比率	1.18	4.60	7.16	9.82
					股利支付率	32.07%	22.16%	30.65%	34.86%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.48	0.84	1.05	1.17
					每股净资产	4.08	4.70	5.43	6.19
					每股经营现金	0.84	1.03	1.43	1.57
					每股股利	0.15	0.19	0.32	0.41
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1249.06	1854.74	2202.97	2383.49					
PE	80.06	45.93	36.43	32.87					
PB	9.42	8.18	7.07	6.20					
PS	8.65	6.87	6.09	5.85					
EV/EBITDA	31.93	27.30	22.31	19.97					
股息率	0.40%	0.48%	0.84%	1.06%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1

用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn