

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

联泓新科 (003022)

买入

化学制品

重大事件快评

(维持评级)

2021年09月08日

布局锂电溶剂、隔膜原料，投建醋酸乙烯完善 EVA 产业链一体化

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	zhangweiHang@guosen.com.cn	

事项：

公司投资建设 2 万吨/年超高分子量聚乙烯和 10 万吨/年醋酸乙烯联合装置项目；投资建设 10 万吨/年锂电材料-碳酸酯联合装置项目。

国信化工观点：

- 1) 延伸乙烯产业链，投建超高分子量聚乙烯 (UHMWPE) 布局锂电隔膜原料，投建醋酸乙烯保障 EVA 原材料供应：**公司规划由全资子公司联泓化学为投资主体，投资 7.9 亿元建设“2 万吨/年超高分子量聚乙烯和 10 万吨/年醋酸乙烯联合装置项目”。项目依托联泓化学现有土地和公用工程，主要原料为公司自产的乙烯，主要产品为超高分子量聚乙烯 (UHMWPE) 和醋酸乙烯 (VA)，预计项目建设周期 18 个月，已于 2021 年 9 月 2 日取得《山东省建设项目备案证明》。
- 2) 拟投建 10 万吨/年锂电材料-碳酸酯联合装置，布局锂电溶剂原料自给优势凸显：**公司计划变更原募投项目“6.5 万吨/年特种精细化学品项目”剩余募集资金用途，用于投资新建“10 万吨/年锂电材料-碳酸酯联合装置项目”。新项目拟投资 5.8 亿元，达产后可年产 5 万吨碳酸乙烯酯 (EC) 产品、5.26 万吨碳酸甲乙酯 (EMC) 产品、0.72 万吨碳酸二乙酯 (DEC) 产品及副产 4.36 万吨乙二醇，预计项目建设周期 16 个月，已于 2021 年 8 月 26 日取得《山东省建设项目备案证明》。碳酸酯原料环氧乙烷、二氧化碳、甲醇均为公司自产，与公司现有产业链充分协同，成本竞争优势明显。项目建成达产后，预计年可实现销售收入约 15.03 亿元、净利润约 4.63 亿元，税后财务内部收益率为 54.56%，税后投资回收期为 3.47 年 (含建设期)。
- 3) 公司已布局生物可降解材料，打造化工新材料产业平台：**2021 年 6 月，公司增资 1.5 亿元持有江西科院 42.86% 的股权。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-丙交酯-聚乳酸性能通过第三方检测机构检测全部合格。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，实现公司在生物可降解材料领域的战略布局，助力公司成为新材料平台型企业。
- 4) 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。
- 5) 投资建议：**公司新产能尚处于规划阶段，因此暂不调整公司盈利预测，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 64.3/51.7/46.0X，维持“买入”评级。

评论:

■ 延伸乙烯产业链，投建 2 万吨/年超高分子量聚乙烯（UHMWPE）布局锂电隔膜原料

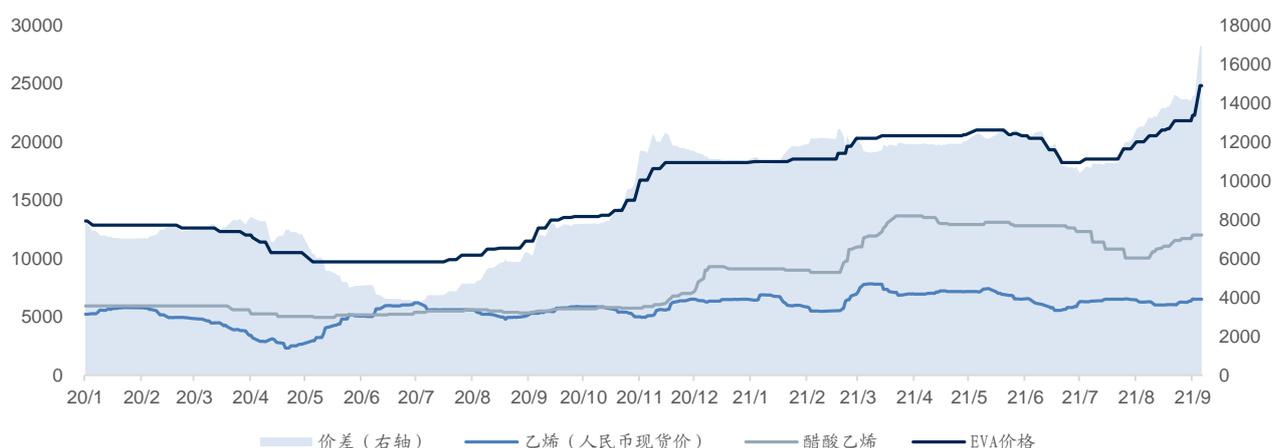
公司规划由全资子公司联泓化学为投资主体，投资 7.9 亿元建设“2 万吨/年超高分子量聚乙烯和 10 万吨/年醋酸乙烯联合装置项目”。项目依托联泓化学现有土地和公用工程，主要原料为公司自产的乙烯，主要产品为超高分子量聚乙烯（UHMWPE）和醋酸乙烯（VA），预计项目建设周期 18 个月，已于 2021 年 9 月 2 日取得《山东省建设项目备案证明》。

超高分子量聚乙烯是一种线性结构、性能优异的热塑性工程塑料，其中隔膜料和纤维料是超高分子量聚乙烯两大高端品种，下游市场需求增长迅速，预计到 2025 年需求量年均复合增长率超过 30%。工信部于 2016 年 9 月发布的《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）》中将超高分子量聚乙烯纤维、碳纤维、对位芳纶列为三大高性能纤维。目前全世界 UHMWPE 的总产能约 25 万吨/年，消耗量约 22 万吨，2020 年国内 UHMWPE 的消费量预计在 10 万吨左右。隔膜料主要用于生产锂电池隔膜，是锂电池湿法隔膜的主要原材料，目前国内市场规模 5-6 万吨；纤维料主要用于生产超高分子量聚乙烯纤维，下游主要用于军用防弹盔甲、安全防护服、深海绳网等高端制造领域，目前国内市场规模 3-4 万吨。目前国内所需超高分子量聚乙烯高端料主要依赖进口，市场成长空间与进口替代空间大。公司超高分子量聚乙烯装置采用国内先进工艺，技术成熟可靠，主要产品为锂电池隔膜料和高性能纤维料，装置采用行业领先技术，投产后公司先进高分子材料产品结构将更加丰富。

■ 投建 10 万吨/年醋酸乙烯产能，保障 EVA 上游原材料供应

醋酸乙烯是公司生产乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）所需的主要原料之一。近年来，国内醋酸乙烯价格随着 EVA 需求增长迅速而大幅上涨。根据卓创资讯数据，2020 年我国醋酸乙烯产能 265 万吨/年，产量 178.5 万吨，进口 27.5 万吨，出口 11 万吨，表观消费量 195 万吨。公司此次投建的醋酸乙烯装置采用国内成熟的先进技术，产品主要供给公司 EVA 装置作为原料，按照 28% 含量计算，10 万吨醋酸乙烯可保障约 35 万吨 EVA 原料供应。因此，醋酸乙烯装置不仅本身具有较好的经济效益，还能有效保障 EVA 装置所需原料的稳定供应，降低 EVA 原料成本。

图 1: EVA、醋酸乙烯、乙烯价格（元/吨）



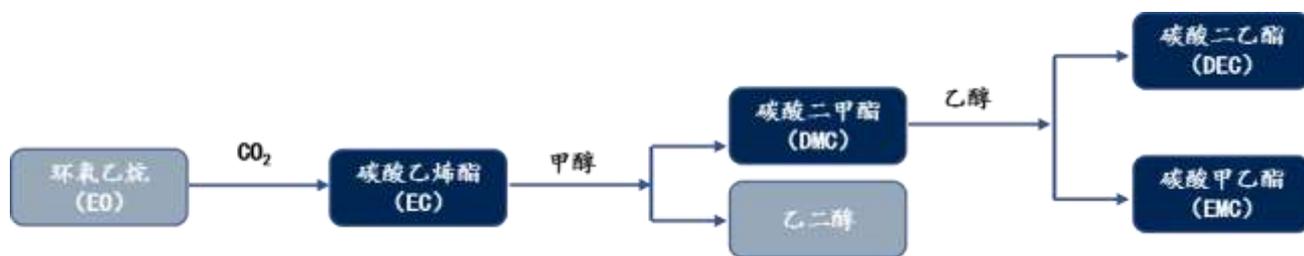
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 拟投建 10 万吨/年锂电材料-碳酸酯联合装置，布局锂电溶剂原料自给优势凸显

公司计划变更原募投项目“6.5 万吨/年特种精细化学品项目”剩余募集资金用途，用于投资新建“10 万吨/年锂电材料-碳酸酯联合装置项目”。新项目拟投资 5.8 亿元，达产后可年产 5 万吨碳酸乙烯酯（EC）产品、5.26 万吨碳酸甲乙酯（EMC）产品、0.72 万吨碳酸二乙酯（DEC）产品及副产 4.36 万吨乙二醇，预计项目建设周期 16 个月，已于 2021 年 8 月 26 日取得《山东省建设项目备案证明》。碳酸酯原料环氧乙烷、二氧化碳、甲醇均为公司自产，与公司现有产业链充分协

同，成本竞争优势明显。项目建成达产后，预计年可实现销售收入约 15.03 亿元、净利润约 4.63 亿元，税后财务内部收益率为 54.56%，税后投资回收期为 3.47 年（含建设期）。

图 2：公司“10 万吨/年锂电材料-碳酸酯联合装置项目”产业链



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

溶剂以碳酸酯类为主，按照结构分为环状与链状碳酸酯。电解液目前采用混合溶剂体系，在溶剂选择方面需要满足高介电常熟、低粘度、低熔点、高沸点、低成本等要求。目前 95% 溶剂以碳酸酯类为主，包括碳酸二甲酯（DMC）、碳酸二乙酯（DEC）、碳酸甲乙酯（EMC）、碳酸乙烯酯（EC）、碳酸丙烯酯（PC）等。环状碳酸酯介电常数高、离子电导率高，能够在负极表面形成稳定的 SEI 膜，但其粘度较大。环状碳酸酯在溶剂中质量占比约 40%，主要分为碳酸乙烯酯（EC）、碳酸丙烯酯（PC），EC 的介电常数更高、化学稳定性高、熔点低，低温性能更佳，是主要应用的环状碳酸酯。

链状碳酸酯粘度比环状碳酸酯低，电化学稳定性更好，能够提高电解液低温性能。环状碳酸酯在溶剂中质量占比大约为 60% 左右，主要分为碳酸二甲酯（DMC）、碳酸二乙酯（DEC）、碳酸甲乙酯（EMC），三者在不同电池种类中配比有较大差别，一般来说三元电池中 EMC 占比较高，而磷酸铁锂电池中 DMC 占比较高。

全球“电动化”拉动电池级溶剂需求，复合增速达到 35%。我们按照电解液中溶剂占比 85%，三元电池 DMC: EMC: EC: DEC: PC=15:35:35:10:5，其他电池 DMC: EMC: EC: DEC: PC=35:15:35:10:5 来测算，2025 年全球电池级溶剂需求约为 187.1 万吨，其中国内电池级溶剂需求量约为 80.5 万吨，未来 5 年复合增速为 34.6%，DMC、EMC、EC、DEC、PC 需求量分别为 22.4、19.8、26.8、7.7、3.8 万吨。

■ 公司已布局生物可降解材料，打造化工新材料产业平台

2021 年 6 月，公司增资 1.5 亿元持有江西科院 42.86% 的股权。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检测全部合格。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，实现公司在生物可降解材料领域的战略布局，助力公司成为新材料平台型企业。

■ 光伏需求启动带动胶膜订单增长，看好 EVA 下半年行业景气度

近期国内 EVA 发泡、线缆和光伏料价格全线上涨，本周国内厂家再次全线调涨价格 1000 元/吨，8 月份以来国内厂家已经连续上调出厂价约 4000 元/吨，目前国产发泡料价格约 22000-23000 元/吨，线缆料价格约 23000-24000 元/吨，光伏料在 23500 元/吨以上。海外方面，台湾台塑、台聚 9 月 EVA 价格大幅走高 170-200 美元/吨，泰国 TPI 9 月光伏料上调 400 美元/吨，韩国乐天 9 月热熔胶上调 500 美元/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+ 万吨进口需求。EVA 未来三年的需求复合增速可达 25% 以上，供需紧张格局进一步加剧，我们认为 2 年内 EVA 行业仍然处于高景气周期，国内新增产能很难满足需求端的高速增长，高端光伏料处于供不应求的状态，同时下半年在光伏的需求带动下，光伏料 EVA 价格有望超预期上涨。

■ **投资建议：暂不调整盈利预测，维持“买入”评级。**

公司新产能尚处于规划阶段，因此暂不调整公司盈利预测，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 64.3/51.7/46.0X，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	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
P/E	98.3	64.3	51.7	46.0
P/B	11.6	12.7	10.6	8.9
EV/EBITDA	48.4	38.4	32.3	29.7

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。

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