

# PVDF 需求端利好仍存，2022Q1 公司业绩高增长持续

——联创股份（300343）点评报告

增持(下调)

2022 年 04 月 20 日

## 报告关键要素：

2022 年 4 月 19 日晚，联创股份发布了 2021 年度报告及 2022 年一季度报告。2021 年公司实现营业收入 18.35 亿元，同比增长 5.56%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.88 亿元，同比增长 3.75 亿元。2022 一季度实现营业收入 6.11 亿元，同比增长 83.90%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.08 亿元，同比增长 2208.11%。

## 投资要点：

**新能源产业风口下 PVDF 投产及时，为公司带来全新业绩增长点：**2021 年，联创股份完成了互联网业务剥离工作回归化工主业，全年互联网板块实现营业收入 9409.66 万元，占比下滑至 5.13%，产生终止经营净利润 -2564.04 万元。化工新材料板块实现营业收入 17.41 亿元，其中聚氨酯新材料板块实现营业收入 7.32 亿元，同比增长 16.95%，毛利率为 6.89%，同比下滑 0.68pct。含氟新材料板块实现营业收入 10.09 亿元，同比增长 127.47%，板块毛利率为 67.13%，同比增长 57.53pcts。含氟新材料板块及公司综合业绩同比显著增长，主要得益于报告期内新能源产业发展提速，下游对于锂电级 PVDF 及其原材料 R142b 需求爆发，两类材料供需结构阶段性严重失衡，价格一路飙升。据百川盈孚数据显示，截至 2021 年 12 月 31 日，R142b 市场均价为 18.5 万元/吨，同比上涨 560.71%；锂电级 PVDF 市场均价为 44.5 万元/吨，同比上涨 304.55%。公司控股子公司华安新材拥有 R142b 产能 2 万吨/年，可外售 12650 吨/年。且公司在 2021 年下半年成功投产了 3000 吨 PVDF，原材料 R142b 自给自足，产品各项技术指标稳定，产能有效释放，产能利用率达到约 75%。二者在 2021 年度为公司贡献了十分可观的业绩增量。但公司 2021 年度净利润水平低于我们此前的预期，我们认为主要原因在于：1. 公司在报告期内合计计提了超 1.3 亿元的信用减值损失、资产减值损失以及资产处置损失，该部分损失占 2021 年净利润的 38.79%；2. 四季度公司对公司高管、核心管理人员以及核心技术骨干合计 154 人进行了股权激励，并确认了股权激励费用，导致四季度公司管理费用高达 8978 万元，环比三季度增加了超 6908 万元。

**R142b、PVDF 价格保持高位，2022 年度业绩有望持续大幅走高：**2022

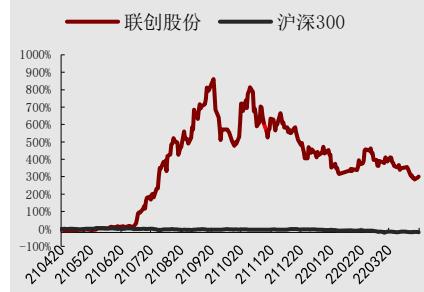
	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1835.10	3505.03	5003.31	5626.91
增长比率(%)	6	91	43	12
净利润(百万元)	287.73	1269.68	1482.95	1498.57
增长比率(%)	429	341	17	1
每股收益(元)	0.25	1.11	1.29	1.30
市盈率(倍)	49.04	11.11	9.51	9.42
市净率(倍)	14.15	6.22	3.76	2.69

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 基础数据

总股本(百万股)	1,148.99
流通 A 股(百万股)	940.89
收盘价(元)	12.28
总市值(亿元)	141.10
流通 A 股市值(亿元)	115.54

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

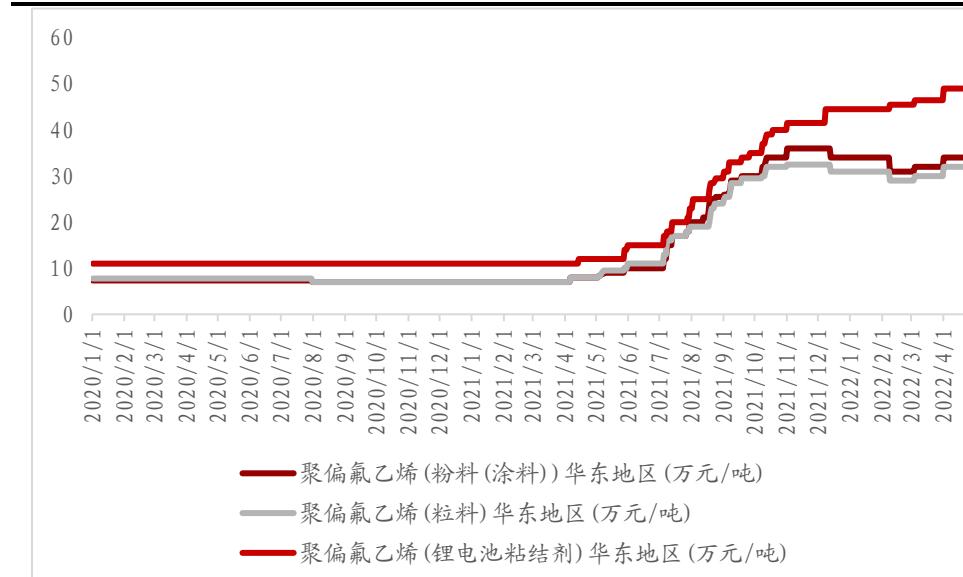
分析师:	黄侃
执业证书编号:	S0270520070001
电话:	02036653064
邮箱:	huangkan@wlzq.com.cn
研究助理:	孙思源
邮箱:	sunsy@wlzq.com.cn

年，新能源车快速放量持续，且磷酸铁锂电池占比不断提升，锂电级 PVDF 需求加速上涨，R142b、锂电级 PVDF 价格持续居于高位。据百川盈孚数据显示，截至 4 月 19 日，R142b 市场均价为 18 万元/吨，锂电级 PVDF 市场均价为 49 万元/吨，使得公司 2022 年一季度业绩持续保持了高速增长态势。且公司已正式进入宁德时代的供应链体系，为其提供锂电级 PVDF 和 R142b 产品。不仅证明了公司 PVDF 品质得到了权威认证，同时也助于公司与行业上下游之间形成紧密供需联动，实现长期互利共赢，进而改善公司的盈利水平。2022 年上半年公司 PVDF 2 期 5000 吨/年产能即将投产，届时也将有力推动公司业绩保持高增长态势。但考虑到 3 月以来，公司所属地山东，宁德时代所属地福建，以及众多新能源汽车厂所在的上海等多地疫情再度爆发，多家企业阶段性停工停产，或将在短期内对公司 PVDF 及 R142b 的产销进度造成一定负面影响。

**盈利预测与投资建议：**考虑到 2021 年以来多家企业加速布局 PVDF 一体化产能，PVDF 及 R142b 后续即将迎来新增产能集中释放期，后续产品价格或将随着供需结构改善而加速回落至理性区间。叠加疫情反复或导致下游需求阶段性不及预期的风险，我们下调了 2022-2023 年对于公司的盈利预测，并新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归属净利润分别为 12.7/14.8/15.0 亿元，对应的 P/E 分别为 11.1/9.5/9.4（对应 4 月 19 日收盘价 12.28 元），调整为“增持”评级。

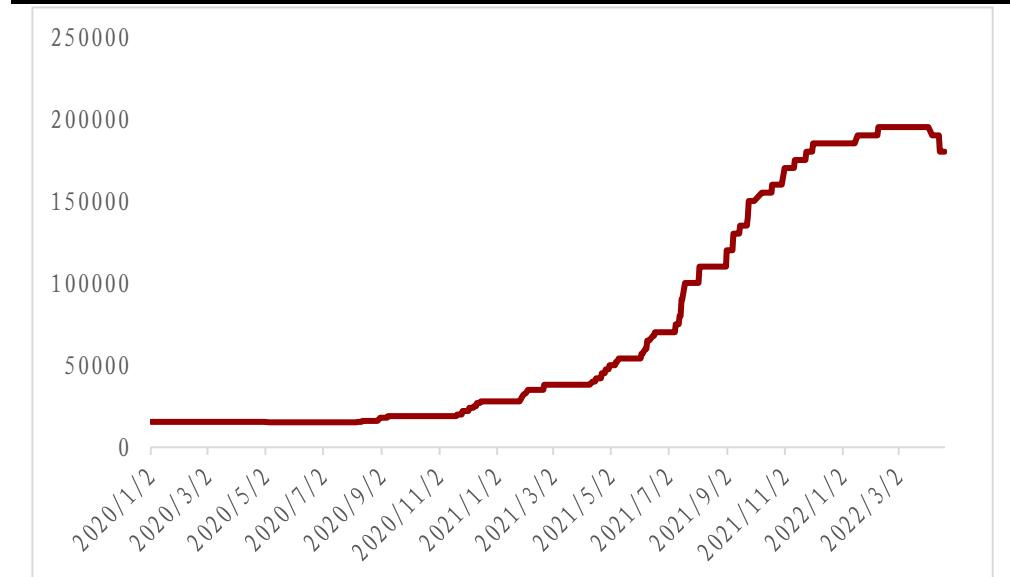
**风险因素：**受环保政策影响产品开工受限风险；PVDF 及其他项目建设进度不及预期风险；产品价格大幅波动风险；疫情导致下游需求不及预期风险；会计师事务所对公司 2021 年年报部分科目出具非标准审计意见，对应事项存在对公司 2021 年经营情况产生重大影响风险。

图表1: PVDF价格走势 (万元/吨)



资料来源：百川盈孚、万联证券研究所

图表2: R142b价格走势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚、万联证券研究所

**利润表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1835	3505	5003	5627
%同比增速	6%	91%	43%	12%
营业成本	1109	1572	2713	3309
毛利	726	1933	2291	2318
%营业收入	40%	55%	46%	41%
税金及附加	12	25	35	39
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	32	70	90	101
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	150	280	375	394
%营业收入	8%	8%	8%	7%
研发费用	67	88	100	101
%营业收入	4%	3%	2%	2%
财务费用	11	4	-9	-28
%营业收入	1%	0%	0%	-1%
资产减值损失	-9	-1	-2	-2
信用减值损失	-121	0	0	0
其他收益	6	11	15	17
投资收益	35	35	50	56
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
资产处置收益	-2	-2	-3	-4
<b>营业利润</b>	<b>366</b>	<b>1508</b>	<b>1760</b>	<b>1779</b>
%营业收入	20%	43%	35%	32%
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>366</b>	<b>1508</b>	<b>1760</b>	<b>1779</b>
%营业收入	20%	43%	35%	32%
所得税费用	30	128	148	150
净利润	336	1380	1612	1629
%营业收入	18%	39%	32%	29%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>288</b>	<b>1270</b>	<b>1483</b>	<b>1499</b>
%同比增速	429%	341%	17%	1%
少数股东损益	48	110	129	130
EPS (元/股)	0.25	1.11	1.29	1.30

**基本指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.25	1.11	1.29	1.30
BVPS	0.87	1.97	3.26	4.57
PE	49.04	11.11	9.51	9.42
PEG	0.11	0.03	0.57	8.94
PB	14.15	6.22	3.76	2.69
EV/EBITDA	281.29	8.84	6.93	6.00
ROE	29%	56%	40%	29%
ROIC	0%	48%	35%	25%

**资产负债表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	215	1130	2385	3941
交易性金融资产	81	81	81	81
应收票据及应收账款	250	337	546	615
存货	161	185	344	410
预付款项	43	54	94	117
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	207	466	639	692
<b>流动资产合计</b>	<b>957</b>	<b>2253</b>	<b>4089</b>	<b>5855</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	541	689	785	863
在建工程	7	82	119	82
无形资产	176	174	171	169
商誉	134	134	134	134
递延所得税资产	56	56	56	56
其他非流动资产	26	29	32	34
<b>资产总计</b>	<b>1897</b>	<b>3417</b>	<b>5386</b>	<b>7193</b>
短期借款	113	148	137	137
应付票据及应付账款	241	323	568	688
预收账款	0	0	0	0
合同负债	22	31	54	66
应付职工薪酬	12	16	20	25
应交税费	78	101	147	176
其他流动负债	159	181	220	232
<b>流动负债合计</b>	<b>512</b>	<b>652</b>	<b>1009</b>	<b>1187</b>
长期借款	14	14	14	14
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	16	16	16	16
其他非流动负债	255	255	255	255
<b>负债合计</b>	<b>797</b>	<b>937</b>	<b>1294</b>	<b>1472</b>
归属于母公司的所有者权益	997	2267	3750	5248
少数股东权益	103	213	342	473
<b>股东权益</b>	<b>1100</b>	<b>2480</b>	<b>4092</b>	<b>5721</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>1897</b>	<b>3417</b>	<b>5386</b>	<b>7193</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	367	1166	1454	1654
投资	-61	0	0	0
资本性支出	-27	-312	-231	-147
其他	-18	34	50	56
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-106</b>	<b>-278</b>	<b>-181</b>	<b>-90</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	128	35	-11	0
筹资成本	-35	-7	-8	-7
其他	-360	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-268</b>	<b>28</b>	<b>-18</b>	<b>-8</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-8</b>	<b>915</b>	<b>1254</b>	<b>1557</b>

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

## 免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦  
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心  
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场