

联泓新科 (003022.SZ)

投建电子特气、锂电添加剂 VC，看好下半年 EVA 高景气

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码: S0980520120002
证券分析师: 薛聪	010-88005107	xuecong@guosen.com.cn	执证编码: S0980520120001

事项:

公司公告: 公司出资 6885 万元持股 51% 设立控股子公司山东华宇同方电子材料有限公司, 计划在山东省济宁市汶上化工产业园投资电子级高纯特气和锂电添加剂项目, 一期项目投资约 4.1 亿元, 建设 1 万吨/年电子特气(包括电子级氯化氢、电子级氯气、电子级三氯氢硅、电子级四氯化硅等)和 3000 吨/年锂电添加剂碳酸亚乙烯酯(VC), 预计建设周期 16 个月。

国信化工观点:

1) **新设山东华宇同方, 新材料布局再下一城。**根据天眼查信息, 公司于 2022 年 6 月收购北京华宇同方 53.7% 股权, 北京华宇同方化工科技开发有限公司深耕电子特气领域二十余年, 掌握多项电子级特种气体提纯关键技术, 实现了拥有完全自主知识产权的电子级氯化氢和氯气产品的国产化突破, 打破了国外公司的垄断, 主要客户包括台积电、新傲科技等行业知名半导体企业。此次公司引入战略合作伙伴济宁中银电化并新设山东华宇同方, 并将北京华宇同方作为山东华宇同方的全资子公司。目前山东华宇同方的股权结构为: 公司持有 51%, 济宁中银电化有限公司、张吉瑞等合计持有 49% 的股权。济宁中银电化有限公司是一家有五十余年发展历史的氯碱化工企业, 扎根汶上化工产业园, 具备 30 万吨/年烧碱、高纯盐酸、液氯等丰富氯资源; 张吉瑞等为北京华宇同方原有股东。

2) **投建电子特气与锂电添加剂 VC, 具备原料与产业链优势。**山东华宇同方计划在汶上化工产业园投资投资 4.1 亿元建设 1 万吨/年电子特气、3000 吨/年锂电添加剂碳酸亚乙烯酯(VC), 预计建设周期 16 个月。电子特气包括 6000 吨/年电子级氯化氢、1500 吨/年电子级氯气、2000 吨/年电子级三氯氢硅、500 吨/年电子级四氯化硅等, 一方面济宁中银电化具备丰富的氯资源, 另一方面北京华宇同方具备电子特气提纯关键技术及优异下游客户资源。VC 是目前锂电电解液中用量最大的添加剂品类, 其作为有机成膜添加剂与过充电保护添加剂, 可以提高电池的容量和循环寿命, 对锂电池综合性能的提升至关重要。公司 10 万吨/年锂电溶剂项目即将于 2022 年底投产, 产品包括 EC、DMC、DEC、EMC, 一方面 EC 为生产 VC 的原料, 另一方面 VC 可以与公司锂电溶剂产品形成系列产品的布局。

3) **上半年 EVA 涨价幅度超预期, 看好下半年及未来 1-2 年 EVA 行业高景气。**今年 3 月份以来国内 EVA 市场价格持续上涨, 下游光伏胶膜的需求拉动是 EVA 价格上涨的最主要因素, 同时进口货源紧张及国内部分装置停车加剧了近期 EVA 的市场紧张程度。目前华东地区国产发泡料价格约 26000-26500 元/吨, 线缆料价格约 28000-29000 元/吨, 光伏料价格已经上涨至 30000 元/吨以上, 卓创资讯测算, 目前行业税前毛利约 15500 元/吨。我们认为 1-2 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, 我们也看到了今年以来 EVA 价格的上涨幅度超过市场预期, 考虑到今年国内的主要新增产能已经投放, 2025 年前全球范围内只有三套装置投产, 同时光伏行业需求继续明显提升, 我们看好 EVA 价格未来中长期的继续上涨。

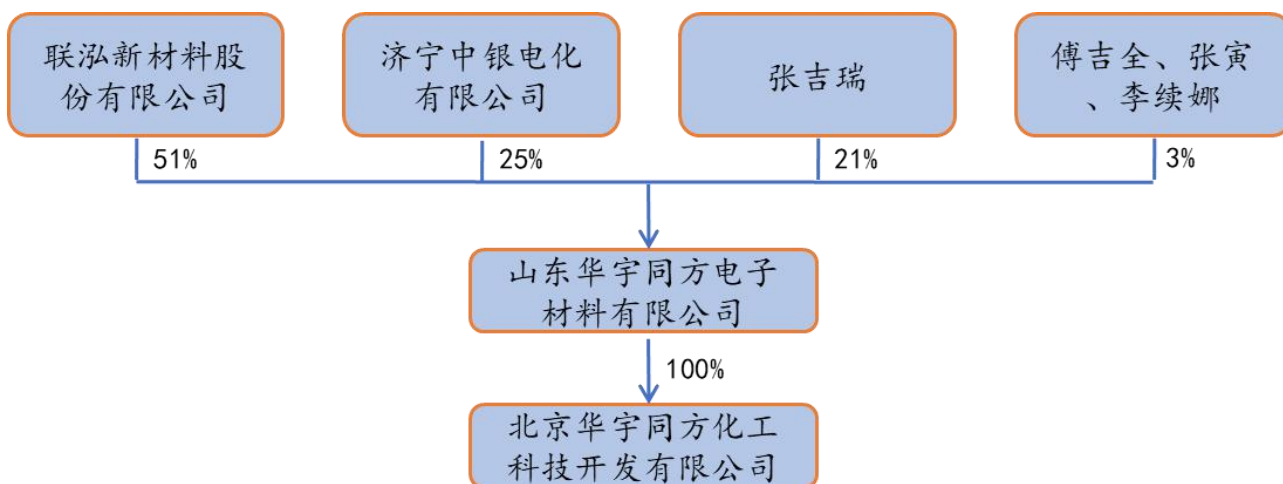
4) **公司有望受益于 EVA 产品高景气, 暂不考虑公司新产能带来的盈利变化, 维持盈利预测, 维持“买入”评级。**预计 2022-2024 年归母净利润 12.6/16.1/20.2 亿元, 同比增速 15.6%/27.7%/25.6%; 摊薄 EPS=0.94/1.21/1.51 元, 当前股价对应 PE=34.3/26.9/21.4x。公司通过自身产业链延伸, 布局光伏、锂电、可降解材料产业平台, 打开未来成长空间, 维持“买入”评级。

评论：

◆ 新设山东华宇同方，新材料布局再下一城

根据天眼查信息，公司于 2022 年 6 月收购北京华宇同方 53.7% 股权，北京华宇同方化工科技开发有限公司深耕电子特气领域二十余年，掌握多项电子级特种气体提纯关键技术，实现了拥有完全自主知识产权的电子级氯化氢和氯气产品的国产化突破，打破了国外公司的垄断，主要客户包括台积电、新傲科技等行业知名半导体企业。此次公司引入战略合作伙伴济宁中银电化并新设山东华宇同方，并将北京华宇同方作为山东华宇同方的全资子公司。目前山东华宇同方的股权结构为：公司持有 51%，济宁中银电化有限公司、张吉瑞等合计持有 49% 的股权。济宁中银电化有限公司是一家有五十余年发展历史的氯碱化工企业，扎根汶上化工产业园，具备 30 万吨/年烧碱、高纯盐酸、液氯等丰富氯资源；张吉瑞等为北京华宇同方原有股东。

图1：股权结构图

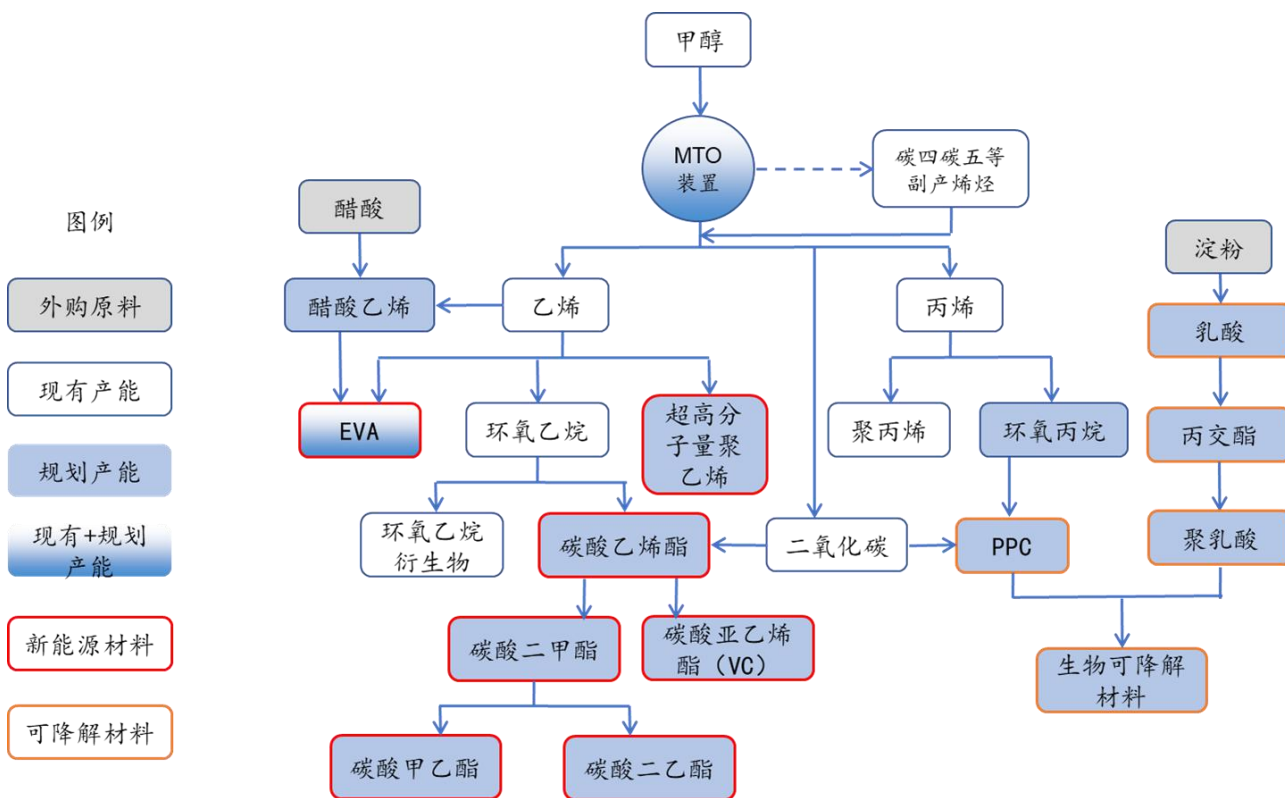


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投建电子特气与锂电添加剂 VC，具备原料与产业链优势

山东华宇同方计划在汶上化工产业园投资 4.1 亿元建设 1 万吨/年电子特气、3000 吨/年锂电添加剂碳酸亚乙烯酯（VC），预计建设周期 16 个月。电子特气包括 6000 吨/年电子级氯化氢、1500 吨/年电子级氯气、2000 吨/年电子级三氯氢硅、500 吨/年电子级四氯化硅等，一方面济宁中银电化具备丰富的氯资源，另一方面北京华宇同方具备电子特气提纯关键技术及优异下游客户资源。VC 是目前锂电电解液中用量最大的添加剂品类，其作为有机成膜添加剂与过充电保护添加剂，可以提高电池的容量和循环寿命，对锂电池综合性能的提升至关重要。公司 10 万吨/年锂电溶剂项目即将于 2022 年底投产，产品包括 EC、DMC、DEC、EMC，一方面 EC 为生产 VC 的原料，另一方面 VC 可以与公司锂电溶剂产品形成系列产品的布局。

图2：公司主要产业链

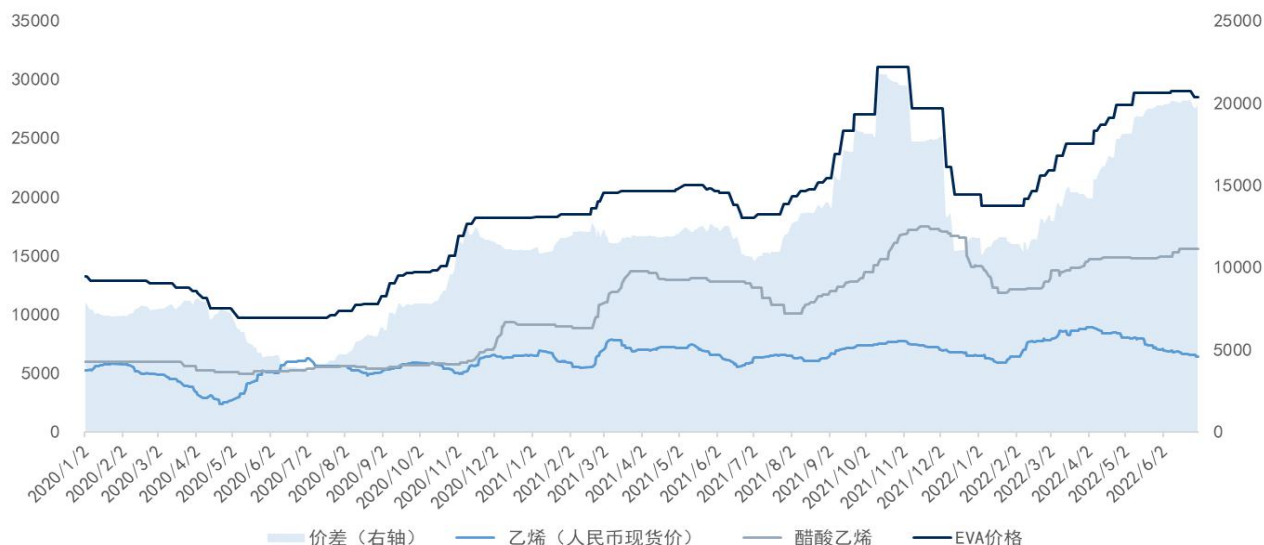


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 上半年 EVA 涨价幅度超预期，看好下半年及未来 1-2 年 EVA 行业高景气

今年 3 月份以来国内 EVA 市场价格持续上涨，下游光伏胶膜的需求拉动是 EVA 价格上涨的最主要因素，同时进口货源紧张及国内部分装置停车加剧了近期 EVA 的市场紧张程度。目前华东地区国产发泡料价格约 26000-26500 元/吨，线缆料价格约 28000-29000 元/吨，光伏料价格已经上涨至 30000 元/吨以上，卓创资讯测算，目前行业税前毛利约 15500 元/吨。由于国产化率的提升和海外 EVA 供需紧张，今年 1-5 月份国内 EVA 进口量为 44.3 万吨，同比下滑 12.8%，据隆众石化数据显示，一季度国内 EVA 光伏料需求达到 27 万吨，考虑到 2022 年光伏新增装机容量的乐观需求 2022 年光伏料新增需求量有望较 2021 年超过 35 万吨，如果按照 400GW 新增装机量测算，2025 年全球光伏料需求量可达 200 万吨以上，因此高端光伏料供需紧张格局进一步加剧，我们认为 1-2 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，我们也看到了今年以来 EVA 价格的上涨幅度超过市场预期，考虑到今年国内的主要新增产能已经投放，2025 年前全球范围内只有三套装置投产，同时光伏行业需求继续明显提升，我们看好 EVA 价格未来中长期的继续上涨。

图3: EVA 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind、卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

◆ 新材料项目稳步推进, 未来成长可期

公司目前规划并实施了 10 万吨/年锂电材料-碳酸酯联合装置项目、2 万吨/年超高分子量聚乙烯和 9 万吨/年醋酸乙烯联合装置项目、年产 20 万吨乳酸及 13 万吨聚乳酸项目。(1) 10 万吨/年锂电材料-碳酸酯联合装置项目计划于 2022 年底前建成中交; (2) 2 万吨/年超高分子量聚乙烯和 9 万吨/年醋酸乙烯联合装置项目计划于 2023 年上半年建成中交; (3) 一期年产 3 万吨/年聚乳酸项目计划于 2023 年底前建成投产; (4) 1 万吨/年电子特气、3000 吨/年锂电添加剂碳酸亚乙烯酯 (VC) 项目预计 2023 年底前建成投产。

◆ 投资建议: 公司有望受益于 EVA 产品高景气, 维持盈利预测, 维持“买入”评级

预计 2022-2024 年归母净利润 12.6/16.1/20.2 亿元, 同比增速 15.6%/27.7%/25.6%; 摊薄 EPS=0.94/1.21/1.51 元, 当前股价对应 PE=34.3/26.9/21.4x。公司通过自身产业链延伸, 布局光伏、锂电、可降解材料产业平台, 打开未来成长空间, 维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济系统性风险, 大规模传染疫情风险, 新项目投产进度低于预期的风险, 产品价格下跌幅度超预期, 新进入者竞争加剧等市场风险。

相关研究报告:

- 《联泓新科 (003022.SZ) -EVA 盈利高增业绩符合预期, 新材料平台稳步推进》——2022-03-31
- 《联泓新科-003022-重大事件快评: 签署可降解材料合作协议, 打造新能源、新材料平台》——2021-12-27
- 《联泓新科-003022-2021 年三季度报点评: EVA 持续高景气, 公司打造新材料一体化平台》——2021-10-30
- 《联泓新科-003022-重大事件快评: 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》——2021-09-08
- 《联泓新科-003022-2021 年中报点评: 业绩处于预告上限, 充分受益于 EVA 高景气》——2021-08-11

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	2446	2212	1675	3416	5656	营业收入	5931	7581	9401	11179	13458
应收款项	247	447	464	613	737	营业成本	4544	5675	6915	8148	9837
存货净额	409	601	685	814	998	营业税金及附加	39	55	66	56	67
其他流动资产	188	94	117	139	167	销售费用	45	51	56	67	81
流动资产合计	3290	3354	2955	4991	7564	管理费用	259	359	698	823	915
固定资产	5296	7541	7294	6798	6181	财务费用	133	140	111	64	34
无形资产及其他	583	1004	964	924	884	投资收益	(10)	30	(35)	(60)	(60)
投资性房地产	147	162	162	162	162	资产减值及公允价值变动	1	14	(15)	(20)	(20)
长期股权投资	230	31	41	51	61	其他收入	(134)	(75)	0	(20)	(30)
资产总计	9545	12092	11415	12926	14851	营业利润	769	1269	1505	1922	2413
短期借款及交易性金融负债	1849	2582	1000	1000	1000	营业外净收支	(0)	1	0	0	0
应付款项	242	501	591	703	861	利润总额	768	1270	1505	1922	2413
其他流动负债	351	417	512	609	740	所得税费用	114	164	226	288	362
流动负债合计	2442	3499	2103	2311	2602	少数股东损益	14	15	18	23	29
长期借款及应付债券	1160	1583	1283	1283	1283	归属于母公司净利润	641	1091	1261	1611	2023
其他长期负债	400	430	430	430	430						
长期负债合计	1561	2013	1713	1713	1713	现金流量表（百万元）					
负债合计	4002	5512	3816	4024	4314	净利润	641	1091	1261	1611	2023
少数股东权益	96	243	254	268	285	资产减值准备	(1)	4	0	(0)	(0)
股东权益	5447	6336	7345	8634	10252	折旧摊销	338	477	772	816	838
负债和股东权益总计	9545	12092	11415	12926	14851	公允价值变动损失	(1)	(14)	15	20	20
						财务费用	133	140	111	64	34
关键财务与估值指标						营运资本变动	(87)	45	63	(92)	(47)
每股收益	0.62	0.82	0.94	1.21	1.51	其它	12	3	11	14	18
每股红利	0.12	0.48	0.19	0.24	0.30	经营活动现金流	902	1604	2122	2368	2850
每股净资产	5.30	4.74	5.50	6.46	7.67	资本开支	0	(2695)	(500)	(300)	(200)
ROIC	12%	14%	15%	21%	28%	其它投资现金流	0	0	(15)	5	5
ROE	12%	17%	17%	19%	20%	投资活动现金流	79	(2496)	(525)	(305)	(205)
毛利率	23%	25%	26%	27%	27%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	19%	18%	19%	19%	负债净变化	(445)	423	(300)	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	26%	26%	25%	支付股利、利息	(127)	(641)	(252)	(322)	(405)
收入增长	5%	28%	24%	19%	20%	其它融资现金流	1680	1093	(1582)	0	0
净利润增长率	20%	70%	16%	28%	26%	融资活动现金流	536	657	(2134)	(322)	(405)
资产负债率	43%	48%	36%	33%	31%	现金净变动	1517	(234)	(537)	1741	2241
息率	0.3%	1.5%	0.6%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	929	2446	2212	1675	3416
P/E	51.9	39.7	34.3	26.9	21.4	货币资金的期末余额	2446	2212	1675	3416	5656
P/B	6.1	6.8	5.9	5.0	4.2	企业自由现金流	0	(919)	1751	2197	2764
EV/EBITDA	27.0	25.4	19.3	16.3	14.0	权益自由现金流	0	597	(225)	2142	2735

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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