

联泓新科 (003022.SZ)

二季度业绩环比改善，新材料项目多管齐下

增持

核心观点

化工产品景气下降，上半年业绩同比下滑，二季度业绩环比改善。公司发布2023年中报，2023年上半年营收32.1亿元，同比-18.6%，归母净利润3.3亿元，同比-28.6%；其中单二季度营收16.3亿元，同比-31.5%，环比+3.2%，归母净利润1.8亿元，同比-48.8%，环比+21.5%。公司2023年上半年毛利率为16.4%，同比下降6.8pcts，主要由于公司化工产品景气度与盈利能力下滑，单二季度毛利率16.6%，环比提高0.5pcts。公司2023年上半年三费率为7.8%，同比上升0.5pcts，研发费用率4.6%，同比上升0.6pcts，净利率为10.3%，同比下降1.4pcts。

EVA维持高毛利，PP、EO/EOD、甲醇等景气下滑拖累业绩。分板块来看，EVA上半年产量同比增加33%，营收28.4亿元，同比降低22.4%，毛利率达到42.9%，同比降低11.2pcts；公司聚丙烯聚焦于高附加值的高端专用料方向，营收8.0亿元，同比降低17.0%，毛利率为0.7%，同比降低4.0pcts；环氧乙烷衍生物营收4.0亿元，同比降低3.9%，毛利率为9.1%，同比降低9.1pcts，表面活性剂销量同比增长32%，其中特种表面活性剂产品销量同比增长103%，光伏切割用特种表面活性剂销量同比增长35%。

新材料项目稳步推进，新建30万吨/年POE项目。公司2023年下半年投产项目包括9万吨/年VA项目、2万吨/年UHMWPE项目、10万吨/年乳酸及4万吨/年PLA项目、1万吨/年电子级高纯特气项目、3000吨/年锂电添加剂VC项目，装置投产后将降低EVA生产成本，同时增加公司高毛利产品品类，增强公司整体盈利能力。此外公司“新能源材料和生物可降解材料一体化项目”、5万吨PPC项目计划于2025年建成投产。公司与惠生中投设立合资公司联泓惠生(江苏)新材料有限公司，规划建设30万吨/年POE项目，一期规划产能10万吨/年，预计于2025年建成投产，二期规划产能20万吨/年，进一步丰富公司光伏胶膜料原材料矩阵。公司持股51%与北京卫蓝新能源合资成立联泓卫蓝，开展固态电池、半固态电池等新型电池关键功能材料的开发、生产、销售，完善公司新能源业务布局。

风险提示：宏观经济系统性风险，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。

投资建议：由于下游需求恢复较弱，公司产品价差收窄，我们下调公司2023-2025年归母净利润至6.4/8.8/11.0亿元(原值为11.1/15.0/19.5亿元)，同比增速-25.8%/37.1%/24.4%；摊薄EPS为0.48/0.66/0.82元，当前股价对应PE为42.7/31.1/25.0x，下调至“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,581	8,157	6,779	9,539	11,097
(+/-%)	27.8%	7.6%	-16.9%	40.7%	16.3%
净利润(百万元)	1091	866	643	881	1095
(+/-%)	70.2%	-20.6%	-25.8%	37.1%	24.4%
每股收益(元)	0.82	0.65	0.48	0.66	0.82
EBIT Margin	19.0%	13.9%	9.2%	12.3%	12.7%
净资产收益率(ROE)	17.2%	12.5%	8.6%	10.8%	12.1%
市盈率(PE)	25.1	31.7	42.7	31.1	25.0
EV/EBITDA	17.2	20.2	21.6	15.5	13.9
市净率(PB)	4.33	3.95	3.68	3.36	3.04

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

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师: 杨林
 010-88005379

证券分析师: 薛聪
 010-88005107
 0755-81981378

 yanglin6@guosen.com.cn
 S0980520120002

 xuecong@guosen.com.cn
 S0980520120001

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	
收盘价	20.20元
总市值/流通市值	26978/6195百万元
52周最高价/最低价	52.83/19.80元
近3个月日均成交额	140.78百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《联泓新科(003022.SZ)-EVA维持高景气度，新材料项目稳步推进》——2023-03-31
- 《联泓新科(003022.SZ)-看好光伏级EVA景气度，新材料平台有望逐渐放量》——2022-10-17
- 《联泓新科(003022.SZ)——2022年中报点评-二季度业绩创新高，下半年看好EVA持续高景气》——2022-07-24
- 《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》——2022-07-03
- 《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

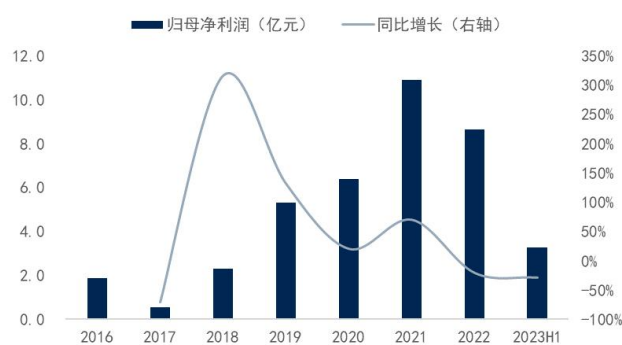
化工产品景气下降，上半年业绩同比下滑，二季度业绩环比改善。公司发布 2023 年中报，2023 年上半年营收 32.1 亿元，同比-18.6%，归母净利润 3.3 亿元，同比-28.6%；其中单二季度营收 16.3 亿元，同比-31.5%，环比+3.2%，归母净利润 1.8 亿元，同比-48.8%，环比+21.5%。公司 2023 年上半年毛利率为 16.4%，同比下降 6.8pcts，主要由于公司化工产品景气度与盈利能力下滑，单二季度毛利率 16.6%，环比提高 0.5pcts。公司 2023 年上半年三费率 7.8%，同比上升 0.5pcts，研发费用率 4.6%，同比上升 0.6pcts，净利率为 10.3%，同比下降 1.4pcts。

图1：联泓新科营业收入及增速



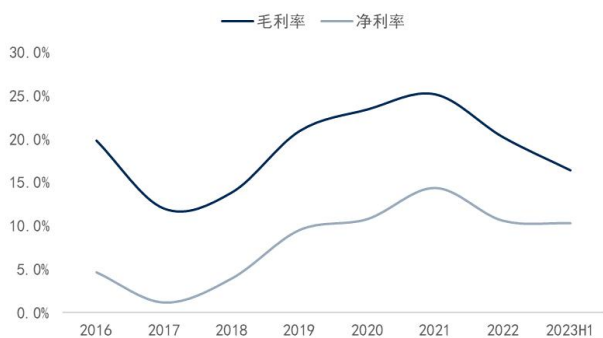
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：联泓新科归母净利润及增速



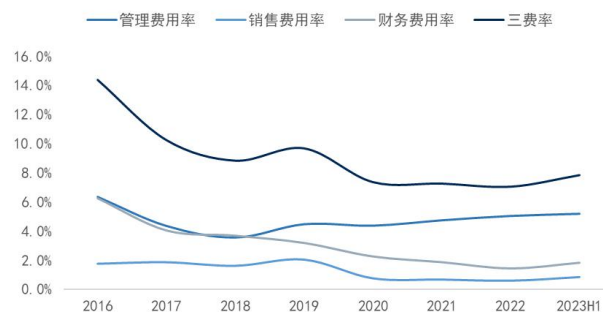
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：联泓新科毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：联泓新科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 维持高毛利，PP、EO/EOD、甲醇等景气下滑拖累业绩。分板块来看，EVA 上半年产量同比增加 33%，营收 28.4 亿元，同比降低 22.4%，毛利率达到 42.9%，同比降低 11.2pcts；公司聚丙烯聚焦于高附加值的高端专用料方向，营收 8.0 亿元，同比降低 17.0%，毛利率为 0.7%，同比降低 4.0pcts；环氧乙烷衍生物营收 4.0 亿元，同比降低 3.9%，毛利率为 9.1%，同比降低 9.1pcts，表面活性剂销量同比增长 32%，其中特种表面活性剂产品销量同比增长 103%，光伏切割用特种表面活性剂销量同比增长 35%。

新材料项目稳步推进，新建 30 万吨/年 POE 项目。公司 2023 年下半年投产项目包括 9 万吨/年 VA 项目、2 万吨/年 UHMWPE 项目、10 万吨/年乳酸及 4 万吨/年 PLA 项目、1 万吨/年电子级高纯特气项目、3000 吨/年锂电添加剂 VC 项目，装置投产后将降低 EVA 生产成本，同时增加公司高毛利产品品类，增强公司整体盈利能力。此外公司“新能源材料和生物可降解材料一体化项目”、5 万吨 PPC 项目计划于 2025 年建成投产。公司与惠生中投设立合资公司联泓惠生(江苏)新材料有限公司,规划建设 30 万吨/年 POE 项目，一期规划产能 10 万吨/年，预计于 2025 年建成投产，二期规划产能 20 万吨/年，进一步丰富公司光伏胶膜料原材料矩阵。公司持股 51%与北京卫蓝新能源合资成立联泓卫蓝，开展固态电池、半固态电池等新型电池关键功能材料的开发、生产、销售，完善公司新能源业务布局。

投资建议：由于下游需求恢复较弱，公司产品价差收窄，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 6.4/8.8/11.0 亿元（原值为 11.1/15.0/19.5 亿元），同比增速 -25.8%/37.1%/24.4%；摊薄 EPS 为 0.48/0.66/0.82 元，当前股价对应 PE 为 42.7/31.1/25.0x，下调至“增持”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）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2212	2413	1412	2548	4091	营业收入	7581	8157	6779	9539	11097
应收款项	447	220	334	523	608	营业成本	5675	6508	5679	7736	8965
存货净额	601	662	538	757	890	营业税金及附加	55	59	47	48	55
其他流动资产	94	403	335	471	548	销售费用	51	48	41	57	67
流动资产合计	3354	3698	2634	4309	6142	管理费用	359	411	387	525	603
固定资产	7541	8691	8374	7800	7102	财务费用	140	116	161	125	105
无形资产及其他	1004	1207	1159	1111	1062	投资收益	30	2	0	0	0
投资性房地产	162	428	428	428	428	资产减值及公允价值变动	14	13	0	0	0
长期股权投资	31	31	41	51	61	其他收入	(75)	(170)	300	0	0
资产总计	12092	14054	12635	13698	14795	营业利润	1269	860	764	1047	1302
短期借款及交易性金融负债	2582	2435	1000	1000	1000	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
应付款项	501	812	657	924	1087	利润总额	1270	858	764	1047	1302
其他流动负债	417	257	210	296	347	所得税费用	164	(16)	115	157	195
流动负债合计	3499	3504	1867	2220	2434	少数股东损益	15	8	7	9	12
长期借款及应付债券	1583	2630	2330	2330	2330	归属于母公司净利润	1091	866	643	881	1095
其他长期负债	430	547	547	547	547						
长期负债合计	2013	3177	2877	2877	2877	现金流量表（百万元）					
负债合计	5512	6681	4744	5096	5310	净利润	1091	866	643	881	1095
少数股东权益	243	437	441	447	454	资产减值准备	4	12	1	(1)	(1)
股东权益	6336	6936	7450	8155	9031	折旧摊销	477	554	864	923	947
负债和股东权益总计	12092	14054	12635	13698	14795	公允价值变动损失	(14)	(13)	0	0	0
						财务费用	140	116	161	125	105
关键财务与估值指标						营运资本变动	45	(128)	(124)	(192)	(83)
每股收益	0.82	0.65	0.48	0.66	0.82	其它	3	(8)	3	6	8
每股红利	0.48	0.28	0.10	0.13	0.16	经营活动现金流	1604	1283	1387	1618	1967
每股净资产	4.74	5.19	5.58	6.10	6.76	资本开支	0	(1673)	(500)	(300)	(200)
ROIC	14%	10%	5%	10%	13%	其它投资现金流	0	0	(15)	5	5
ROE	17%	12%	9%	11%	12%	投资活动现金流	199	(1672)	(525)	(305)	(205)
毛利率	25%	20%	16%	19%	19%	权益性融资	(0)	139	0	0	0
EBIT Margin	19%	14%	9%	12%	13%	负债净变化	423	1047	(300)	0	0
EBITDA Margin	25%	21%	22%	22%	21%	支付股利、利息	(641)	(377)	(129)	(176)	(219)
收入增长	28%	8%	-17%	41%	16%	其它融资现金流	(1601)	(889)	(1435)	0	0
净利润增长率	70%	-21%	-26%	37%	24%	融资活动现金流	(2037)	591	(1864)	(176)	(219)
资产负债率	48%	51%	41%	40%	39%	现金净变动	(234)	202	(1002)	1137	1543
息率	2.3%	1.4%	0.5%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	2446	2212	2413	1412	2548
P/E	25.1	31.7	42.7	31.1	25.0	货币资金的期末余额	2212	2413	1412	2548	4091
P/B	4.3	4.0	3.7	3.4	3.0	企业自由现金流	0	(94)	771	1428	1860
EV/EBITDA	17.2	20.2	21.6	15.5	13.9	权益自由现金流	0	64	(1101)	1322	1771

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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