

联泓新科 (003022.SZ)

化工品景气度下行拖累业绩，新材料项目前景可期

增持

核心观点

化工品景气度下降，2023 年营收、归母净利润同比下降。公司 2023 年实现营业收入 67.8 亿元(同比-16.9%)，实现归母净利润 4.5 亿元(同比-48.5%)；其中单四季度实现营业收入 18.4 亿元(同比+5.8%，环比+6.5%)，归母净利润 0.4 亿元(同比-52.8%，环比-45.7%)。公司 2023 年毛利率为 16.2% (同比-4.1pcts)，主要由于公司化工品景气度与盈利能力下滑，公司 2023 年三费率为 7.8% (同比+0.8pcts)，研发费用率为 4.6% (同比+0.5pcts)，净利率为 6.7% (同比-3.9pcts)。

EVA 以量补价毛利率有所下滑，聚丙烯、环氧丙烷及衍生物、甲醇等化工品景气度处于低位。分板块来看，2023 年 EVA 销量 16.0 万吨(同比+12.7%)，营收 20.3 亿元(同比-28.6%)，均价为 12635 元/吨(同比-36.6%)，毛利率为 41.0% (同比-10.1pcts)；公司聚丙烯(PP)聚焦于高附加值的高端专用料方向，营收 17.0 亿元(同比-14.5%)，毛利率为 4.5% (同比+5.0pcts)；环氧乙烷及衍生物(EO/EOD)营收 11.5 亿元(同比-3.9%)，毛利率为 10.2% (同比-0.4pcts)，表面活性剂产品销量同比增长 31.1%，其中农化领域同比增长 40.5%，乳液领域同比增长 93.0%，出口业务同比增长 72.6%。

多个新材料项目稳步推进，新材料产业链逐步完善。光伏材料方面，9 万吨/年醋酸乙烯(VA)装置已于 2024 年 1 月一次开车成功，目前已经连续化满负荷稳定运行，实现现有 EVA 装置原料完全自供；在建 EVA 产能 20 万吨/年，计划 2025 年投产；规划建设 30 万吨/年 POE 项目，一期 10 万吨/年装置预计于 2025 年投产，未来公司将同时拥有 EVA 与 POE 两大核心光伏胶膜料产品。新能源电池材料方面，公司 2 万吨/年超高分子量聚乙烯(UHMWPE)装置、4000 吨/年锂电添加剂项目装置将于 2024 年建成投产。生物材料领域，10 万吨/年乳酸装置、4 万吨/年聚乳酸装置计划于 2024 年上半年建成投产；5 万吨/年 PPC 装置计划于 2025 年建成投产。电子材料方面，1 万吨/年电子特气项目计划于 2024 年上半年投产，未来还将继续加大在超高纯电子特气和湿电子化学品领域的投资。

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 EVA 传统下游、聚丙烯、环氧丙烷等下游需求恢复较弱，产品价差有所收窄，下调 2024-2025 年并新增 2026 归母净利润为 5.5/6.7/8.8 亿元(原值为 8.8/11.0 亿元)，同比+22.6%/+22.7%/+30.6%，EPS 为 0.41/0.50/0.66 元，对应 PE 为 43.3/35.3/27.0 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,157	6,778	7,779	8,673	10,587
(+/-%)	7.6%	-16.9%	14.8%	11.5%	22.1%
净利润(百万元)	866	446	547	671	877
(+/-%)	-20.6%	-48.5%	22.6%	22.7%	30.6%
每股收益(元)	0.65	0.33	0.41	0.50	0.66
EBIT Margin	13.9%	8.8%	8.9%	9.5%	9.9%
净资产收益率(ROE)	12.5%	6.3%	7.2%	8.3%	10.0%
市盈率(PE)	27.4	53.1	43.3	35.3	27.0
EV/EBITDA	18.0	27.5	20.1	17.2	15.2
市净率(PB)	3.42	3.33	3.14	2.93	2.70

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

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

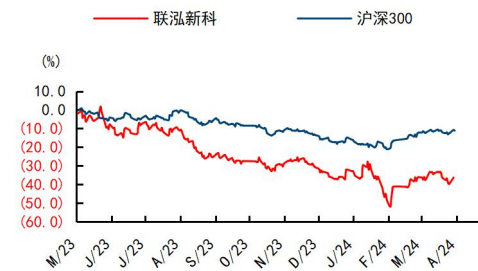
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	17.16 元
总市值/流通市值	22918/22918 百万元
52 周最高价/最低价	28.79/12.57 元
近 3 个月日均成交额	156.21 百万元

市场走势



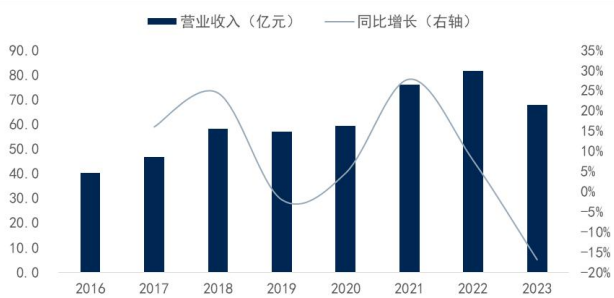
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《联泓新科(003022.SZ)-二季度业绩环比改善，新材料项目多管齐下》——2023-08-31
- 《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

化工产品景气下降，2023 年营收、归母净利润同比下降。公司 2023 年实现营业收入 67.8 亿元（同比-16.9%），实现归母净利润 4.5 亿元（同比-48.5%）；其中单四季度实现营业收入 18.4 亿元（同比+5.8%，环比+6.5%），归母净利润 0.4 亿元（同比-52.8%，环比-45.7%）。公司 2023 年毛利率为 16.2%（同比-4.1pcts），主要由于公司化工产品价格景气度与盈利能力下滑，公司 2023 年三费率为 7.8%（同比+0.8pcts），研发费用率为 4.6%（同比+0.5pcts），净利率为 6.7%（同比-3.9pcts）。

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



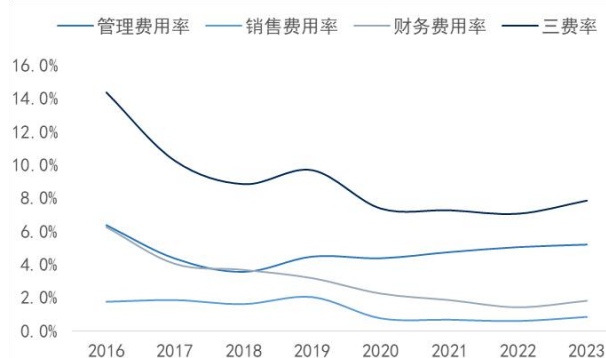
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 以量补价毛利率有所下滑，聚丙烯、环氧丙烷及衍生物、甲醇等化工品景气度处于低位。分板块来看，2023 年 EVA 销量 16.0 万吨（同比+12.7%），营收 20.3 亿元（同比-28.6%），均价为 12635 元/吨（同比-36.6%），毛利率为 41.0%（同比-10.1pcts）；公司聚丙烯（PP）聚焦于高附加值的高端专用料方向，营收 17.0 亿元（同比-14.5%），毛利率为 4.5%（同比+5.0pcts）；环氧乙烷及衍生物（EO/EOD）营收 11.5 亿元（同比-3.9%），毛利率为 10.2%（同比-0.4pcts），表面活性剂产品销量同比增长 31.1%，其中农化领域同比增长 40.5%，乳液领域同比增长 93.0%，出口业务同比增长 72.6%。

多个新材料项目稳步推进，新材料产业链逐步完善。光伏材料方面，9 万吨/年醋酸乙烯（VA）装置已于 2024 年 1 月一次开车成功，目前已经连续化满负荷稳定运行，实现现有 EVA 装置原料完全自供；在建 EVA 产能 20 万吨/年，计划 2025 年投产；规划建设 30 万吨/年 POE 项目，一期 10 万吨/年装置预计于 2025 年投产，未来公司将同时拥有 EVA 与 POE 两大核心光伏胶膜料产品。新能源电池材料方面，公司 2 万吨/年超高分子量聚乙烯（UHMWPE）装置、4000 吨/年锂电添加剂项目装置将于 2024 年建成投产。生物材料领域，10 万吨/年乳酸装置、4 万吨/年聚乳酸装置计划于 2024 年上半年建成

投产；5万吨/年PPC装置计划于2025年建成投产。电子材料方面，1万吨/年电子特气项目计划于2024年上半年投产，未来还将继续加大在超高纯电子特气和湿电子化学品领域的投资。

投资建议：

我们的盈利预测基于以下假设条件：

聚丙烯板块：公司现有聚丙烯产能32万吨/年，我们预计公司2024-2026年聚丙烯销量分别为26/28/30万吨，含税价格分别为8000/8000/8000元/吨，毛利率分别为6.4%/7.8%/9.2%。

EVA板块：公司现有EVA产能15万吨/年，在建产能20万吨/年，预计2025年投产。EVA在建产能较多，预计2024-2026年均价呈下降趋势，2024年公司9万吨/年醋酸乙烯装置投产，实现原材料自给配套。我们预计公司2024-2026年EVA销量分别为17/20/30万吨，含税价格分别为13500/13000/12000元/吨，毛利率分别为40.8%/38.50%/33.4%。

环氧乙烷及衍生物板块：公司环氧乙烷及衍生物板块主要产品包括环氧乙烷、碳酸酯、减水剂、表面活性剂。我们预计公司2024-2026年环氧乙烷及衍生物销量分别为22.5/22.5/22.5万吨，平均含税价格分别为6390/6390/6390元/吨，毛利率分别为11.0%/11.0%/11.0%。

新材料板块：2万吨/年超高分子量聚乙烯（UHMWPE）装置、10万吨/年乳酸装置、4万吨/年聚乳酸装置、1万吨/年电子特气预计于2024年上半年建成投产；4000吨/年锂电添加剂项目装置预计于2024年下半年建成投产；10万吨/年POE装置、5万吨/年PPC装置预计于2025年建成投产；30万吨/年环氧丙烷装置预计于2025年底投产。新材料产品爬坡周期较长，爬坡期毛利率较低，我们预计公司2024-2026年新材料板块收入分别为6.7/10.7/18.6亿元，毛利率分别为10.3%/13.2%/13.1%。

表1：联泓新科业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
聚丙烯						
收入（百万元）	1770.5	1990.5	1701.5	1840.7	1982.3	2123.9
毛利（百万元）	191.4	-11.3	75.8	118.2	155.3	196.4
毛利率	10.8%	-0.6%	4.5%	6.4%	7.8%	9.2%
单价	7989.5	7588.5	6863.8	7079.6	7079.6	7079.6
销量	22.2	26.2	24.8	26.0	28.0	30.0
EVA						
收入（百万元）	2596.6	2835.5	2024.1	2031.0	2300.9	3185.8
毛利（百万元）	1311.9	1447.4	828.8	828.2	885.9	1063.3
毛利率	50.5%	51.0%	40.9%	40.8%	38.5%	33.4%
单价	18870.8	19939.9	12634.6	11946.9	11504.4	10619.5
销量	13.8	14.2	16.0	17.0	20.0	30.0
环氧乙烷及衍生物						
收入（百万元）	1351.6	1195.4	1148.4	1272.5	1272.5	1272.5
毛利（百万元）	297.8	127.3	117.2	140.2	140.2	140.2
毛利率	22.0%	10.7%	10.2%	11.0%	11.0%	11.0%
单价	6015.0	5780.7	5353.9	5655.6	5655.6	5655.6
销量	22.5	20.7	21.5	22.5	22.5	22.5
新材料业务						
收入（百万元）	0.0	20.1	22.6	673.5	1067.8	1858.1
毛利（百万元）	0.0	11.2	11.7	69.1	141.4	243.4
毛利率		55.7%	51.7%	10.3%	13.2%	13.1%

贸易						
收入（百万元）	1051.1	1361.9	1079.2	1079.2	1079.2	1079.2
毛利（百万元）	4.8	7.2	9.6	9.6	9.6	9.6
毛利率	0.5%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
副产物及其他主营						
收入（百万元）	811.0	753.7	801.8	881.9	970.1	1067.1
毛利（百万元）	99.5	67.7	52.2	57.3	63.1	69.4
毛利率	12.3%	9.0%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
合计						
总收入（百万元）	7580.8	8157.0	6777.6	7778.8	8672.8	10586.6
总毛利（百万元）	1905.5	1649.5	1095.2	1222.6	1395.4	1722.2
毛利率	25.1%	20.2%	16.2%	15.7%	16.1%	16.3%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 我们下调 2024-2025 年并新增 2026 归母净利润为 5.5/6.7/8.8 亿元 (原值为 8.8/11.0 亿元), 同比+22.6%/+22.7%/+30.6%, EPS 为 0.41/0.50/0.66 元, 对应 PE 为 43.3/35.3/27.0 倍, 维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)	PE			PB			
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000301.SZ	东方盛虹	买入	10.39	0.08	0.44	0.85	157.3	23.6	12.2	1.9
003022.SZ	联泓新科	增持	17.75	0.33	0.45	0.58	54.8	43.3	35.3	3.3

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据截至 2024 年 4 月 2 日, 各可比公司数据均来自 Wind 一致预期)

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2413	2500	2311	3024	4584	营业收入	8157	6778	7779	8673	10587
应收款项	220	289	384	428	522	营业成本	6508	5682	6556	7277	8864
存货净额	662	652	632	698	869	营业税金及附加	59	43	47	52	64
其他流动资产	403	580	666	742	906	销售费用	48	51	47	52	64
流动资产合计	3698	4021	4007	4902	6886	管理费用	411	406	439	469	542
固定资产	8691	10351	10055	9444	8699	财务费用	116	87	101	87	78
无形资产及其他	1207	1645	1580	1514	1448	投资收益	2	(3)	0	0	0
投资性房地产	428	974	974	974	974	资产减值及公允价值变动	13	42	50	50	50
长期股权投资	31	33	43	53	63	其他收入	(170)	(28)	0	0	0
资产总计	14054	17024	16659	16886	18070	营业利润	860	519	639	785	1025
短期借款及交易性金融负债	2435	4186	3500	3000	3000	营业外净收支	(2)	2	0	0	0
应付款项	812	1324	1473	1627	2027	利润总额	858	521	639	785	1025
其他流动负债	257	238	264	291	361	所得税费用	(16)	65	80	98	128
流动负债合计	3504	5748	5237	4918	5389	少数股东损益	8	10	12	15	20
长期借款及应付债券	2630	2900	2600	2600	2600	归属于母公司净利润	866	446	547	671	877
其他长期负债	547	547	547	547	547						
长期负债合计	3177	3447	3147	3147	3147	现金流量表（百万元）					
负债合计	6681	9195	8384	8065	8535	净利润	866	446	547	671	877
少数股东权益	437	708	716	725	737	资产减值准备	12	7	7	(1)	(2)
股东权益	6936	7122	7559	8096	8798	折旧摊销	554	601	905	1028	1062
负债和股东权益总计	14054	17024	16659	16886	18070	公允价值变动损失	(13)	(42)	(50)	(50)	(50)
						财务费用	116	87	101	87	78
关键财务与估值指标						营运资本变动	(128)	(282)	22	(6)	39
每股收益	0.65	0.33	0.41	0.50	0.66	其它	(8)	(7)	0	10	14
每股红利	0.28	0.33	0.08	0.10	0.13	经营活动现金流	1283	723	1431	1653	1940
每股净资产	5.19	5.33	5.66	6.06	6.59	资本开支	0	(2255)	(500)	(300)	(200)
ROIC	10%	4%	5%	6%	8%	其它投资现金流	0	0	(15)	5	5
ROE	12%	6%	7%	8%	10%	投资活动现金流	0	(2258)	(525)	(305)	(205)
毛利率	20%	16%	16%	16%	16%	权益性融资	1	250	0	0	0
EBIT Margin	14%	9%	9%	9%	10%	负债净变化	1047	270	(300)	0	0
EBITDA Margin	21%	18%	20%	21%	20%	支付股利、利息	(377)	(435)	(109)	(134)	(175)
收入增长	8%	-17%	15%	11%	22%	其它融资现金流	(2423)	1702	(686)	(500)	0
净利润增长率	-21%	-48%	23%	23%	31%	融资活动现金流	(1082)	1622	(1095)	(634)	(175)
资产负债率	51%	58%	55%	52%	51%	现金净变动	202	87	(189)	713	1560
息率	1.6%	1.8%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	2212	2413	2500	2311	3024
P/E	27.4	53.1	43.3	35.3	27.0	货币资金的期末余额	2413	2500	2311	3024	4584
P/B	3.4	3.3	3.1	2.9	2.7	企业自由现金流	0	(1415)	1030	1442	1822
EV/EBITDA	18.0	27.5	20.1	17.2	15.2	权益自由现金流	0	557	(44)	865	1754

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