

业务重心转向化工新材料，兼具需求利好和成本优势的 PVDF 投产在即

——联创股份（300343）首次覆盖

买入（首次）

2021年07月27日

投资要点：

剥离数字营销业务重心向化工新材料转移，经营情况显著改善：联创股份此前主要业务包含数字营销和化工新材料两大板块。由于数字营销业务因数年间发展远不及预期，公司于2019年做出了战略调整，现已进入数字营销业务剥离的尾声。此后公司将“轻装上阵”，专注于化工新材料、新型环保材料的研发、生产及销售。随着业务结构向化工行业转移，公司业绩已见好转，亏损规模逐年缩小，2021年已实现扭亏为盈，预计上半年实现归属于上市公司股东的净利润4000-4800万元。

凭借原材料配额优势布局 PVDF，一期 3000 吨产能预计年内投产：受益于锂电、光伏等行业的快速发展，可用做锂电池正极粘结剂和电池隔膜的 PVDF 市场需求近年开始加速增长。目前大部分在建 PVDF 产能将于2022年末投产，主要原材料 R142b 受环保政策影响需配额生产。供给端、原料端同时吃紧导致 PVDF 需求缺口短期内难以改善，PVDF 及 R142b 市场价格短时间内被推至高点，产品价差出现了明显的压缩。公司于战略转型首年收购的子公司华安新材现有 R142b 设计产能 2 万吨/年、生产配额 3650 吨/年，位居全国首位。基于原材料优势，公司布局了 8000 吨/年 PVDF 产能，现一期项目 3000 吨已建设完成预计年内投产，到年末有望生产出 1000 吨合格 PVDF。公司自有 R142b 产能足以实现 8000 吨 PVDF 产能原材料的自给自足，从而使得公司在 PVDF 生产销售过程中可免受原材料价格波动影响，利润环节更具优势。

多点布局化工新材料项目，加大研发投入完善产业布局：在战略转型之余，公司计划通过加强与国内一流科研机构的合作、建设新材料研发中心等途径加大研发投入，在现有核心工艺技术的基础上扩大技术优势。公司计划重点发展聚氨酯新材料、第四代发泡剂、含氟新型聚合物以及可降解塑料等精细化工品，现有多项在建项目正在稳步推进，根据建设周期可以推算出公司新产品预计于 2022-2023 年陆续投产，公司产业布局、盈利能力和抗风险能力也随之逐步改善。

盈利预测与投资建议：基于公司的产业布局规划，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 21.90/38.50/47.40 亿元，归母净利润分别为 5.6/16.0/16.6 亿元，EPS 分别为 0.48/1.38/1.44，对应的 P/E 分别为 20.9/7.3/7.0。（对应 7 月 26 日收盘价 10.1 元）。首次联合覆盖，给予

基础数据

总股本（百万股）	1,157.59
流通A股（百万股）	897.17
收盘价（元）	10.10
总市值（亿元）	116.92
流通A股市值（亿元）	90.61

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
分析师：	江维
执业证书编号：	S0270520090001
电话：	01056508507
邮箱：	jiangwei@wlzq.com

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1738.39	2190.02	3850.00	4740.00
增长比率(%)	-51	26	76	23
净利润(百万元)	-87.38	558.66	1598.44	1664.05
增长比率(%)	94	739	186	4
每股收益(元)	-0.08	0.48	1.38	1.44
市盈率(倍)	-133.80	20.93	7.31	7.03
市净率(倍)	16.28	8.91	3.96	2.50

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

“买入”评级。

风险因素：受环保政策影响产品开工受限风险，PVDF 建设进度不及预期风险，在建项目投产不及预期风险，产品价格大幅波动风险，管理层人事变动风险。

正文目录

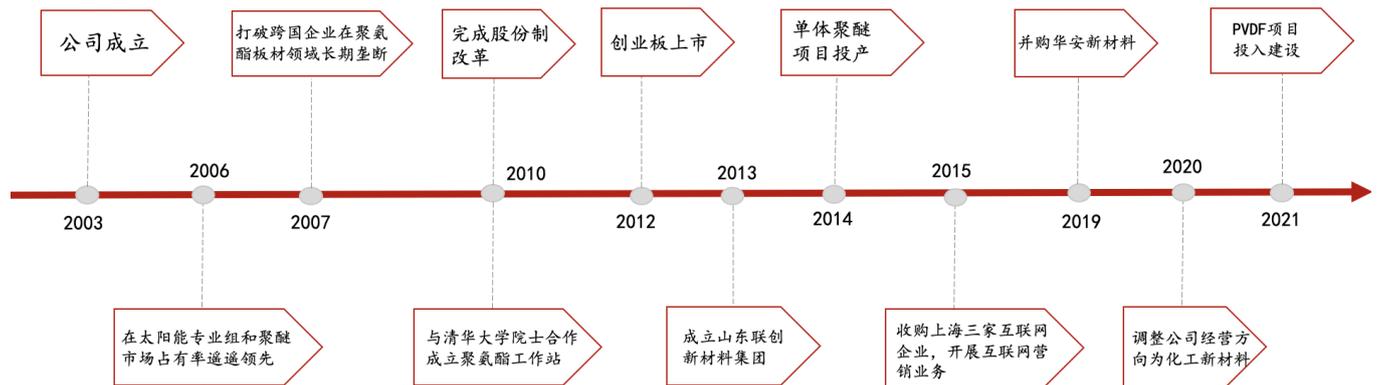
1 公司简介.....	4
1.1 公司背景及股权结构.....	4
1.2 公司主营业务概述.....	5
1.3 公司财务情况分析.....	7
2 R124b 生产配额全国领先，下游热门材料将投产备受关注.....	8
2.1 原料端、需求端双向支撑，短期内 PVDF 供小于求现状难改善.....	9
2.2 回归化工新材料主业，收购华安新材布局 PVDF.....	12
3 多点布局化工新材料，成公司未来发展主要看点.....	13
4 公司市场估值分析.....	14
5 盈利预测及假设.....	14
6 风险提示.....	15
图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司股权结构.....	4
图表 3: 公司主营化工产品.....	5
图表 4: 主营业务分板块营收 (亿元).....	6
图表 5: 2020 年两大主营业务板块毛利贡献率.....	6
图表 6: 分地区营收 (亿元).....	7
图表 7: 营业收入 (亿元, 左轴) 及同比增长率 (% , 右轴).....	7
图表 8: 归母净利润 (亿元, 左轴) 及同比增长率 (% , 右轴).....	7
图表 9: 销售毛利率及净利率 (%).....	8
图表 10: 三费 (万元).....	8
图表 11: 三费率 (%).....	8
图表 12: PVDF 应用分布情况.....	9
图表 13: PVDF 在锂电池中的应用.....	9
图表 14: 国内 PVDF 产能以及规划产能.....	10
图表 15: PVDF 产业链.....	11
图表 16: PVDF 价格走势 (万元/吨).....	11
图表 17: R142b 及 PVDF-R142b 价差走势 (万元/吨).....	11
图表 18: 2021 年我国 R124b 生产配额 (吨).....	12
图表 19: 公司主要化工新材料规划项目.....	13
图表 20: 可比公司估值情况 (截至 7 月 23 日).....	14
图表 21: 公司未来 3 年营收预测.....	15

1 公司简介

1.1 公司背景及股权结构

联创股份成立于2003年11月，主营聚氨酯硬泡组合聚醚产品。凭借优异的产品质量公司在太阳能热水器与聚醚市场的市占率遥遥领先，并打破跨国企业当时在聚氨酯板材领域的垄断。2010年，公司完成股份制改造更名为山东联创节能新材料股份有限公司。2012年，联创股份成功在深交所挂牌上市（股票代码：300343）。2015年，公司决定处置盈利能力较弱的部分化工资产，同时收购三家上海互联网企业，围绕化工新材料与数字营销两大业务板块并行发展，并在2016年更名为山东联创互联网传媒股份有限公司。但此后数年数字营销的业务发展远不及预期，公司再次做出经营战略的调整。2019年，公司全称变更为山东联创产业发展集团股份有限公司，并逐渐开始剥离互联网资产，专注于化工新材料赛道“轻装上阵”。目前公司可降解塑料、PVDF、新型发泡剂等多个新项目正在积极建设中，争取早日实现投产抓住“新能源革命”与“塑料革命”的历史新机遇。现公司已完成行业类别变更，所属行业为化学原料及化学品制造业。

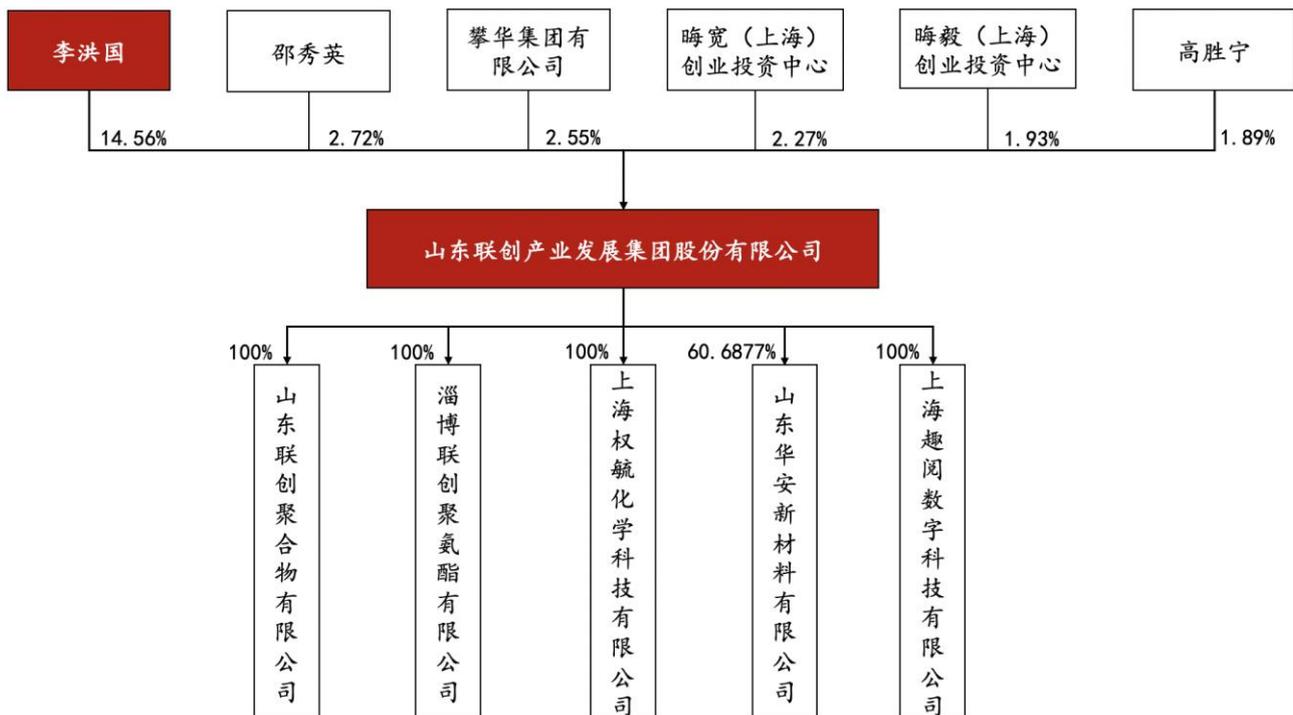
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所

联创股份实际控制人为公司董事长李洪国，持股比例为14.56%。公司董事邵秀英、高胜宁分别持有公司股份的2.72%和1.89%。公司已陆续变卖数家互联网子公司收缩数字营销业务，目前名下的上海趣阅数字科技也在挂牌出售中。回笼的资金主要用于化工新材料的研发与生产，公司通过并购子公司与多个项目的投入持续发力。现有山东联创聚合物有限公司、淄博联创聚氨酯有限公司、山东华安新材料有限公司等几家子公司主要从事化工新材料业务。

图表2：公司股权结构



资料来源: WIND、万联证券研究所

1.2 公司主营业务概述

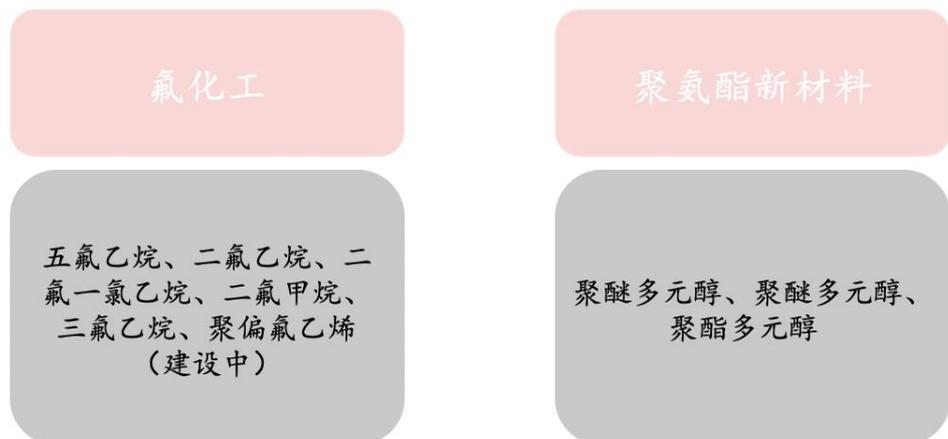
公司主要业务包含数字营销和化工新材料两大板块，其中数字营销业务正在逐步剥离，如今公司主要专注于化工新材料、新型环保材料的研发、生产及销售，具体包括新型环保含氟制冷剂 and 组合聚醚多元醇、聚醚多元醇、聚酯多元醇、等高附加值材料。

化工新材料: 公司化工新材料板块主要由华安新材料、联创聚合物、联创聚氨酯等子公司负责经营。其中华安新材是2019年公司回归化工主业后收购的首家企业，业务主要为五氟乙烷、二氟乙烷、二氟一氯乙烷 (R142b)、二氟甲烷、三氟乙烷及混配制冷剂的生产与销售，产品主要用于制冷行业以及聚氨酯行业。2020年，公司强势投入了无水氟化氢、电子级氢氟酸、高端聚酯多元醇、可降解塑料等多个项目，总投资金额超7亿元人民币。未来，化工新材料将成为公司业绩增长的主要看点。

数字营销: 公司自2015年起从事互联网广告业务，主要为汽车、网游、时尚、电子消费品等行业的客户提供数字营销、公关传播等服务。该板块曾支撑公司业绩高涨，但到了2018年之后，受宏观经济环境与汽车行业不景气影响，数字营销板块经营业绩远不及预期，该板块业绩下滑幅度超过化工新材料板块业绩增长幅度，导致公司接连两年净利润亏损超10亿。为了摆脱困局实现扭亏为盈，公司2020年宣布全面剥离数字营销业务板块，将经营重心转向化工新材料板块，目前正变卖旗下四家互联网子公司，数字营销业务将成为公司历史。

图表3: 公司主营化工产品

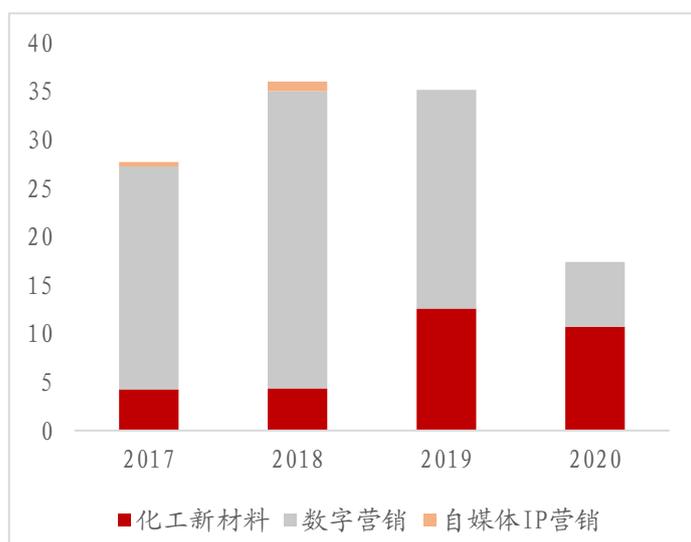
化工新材料



资料来源：公司公告、万联证券研究所

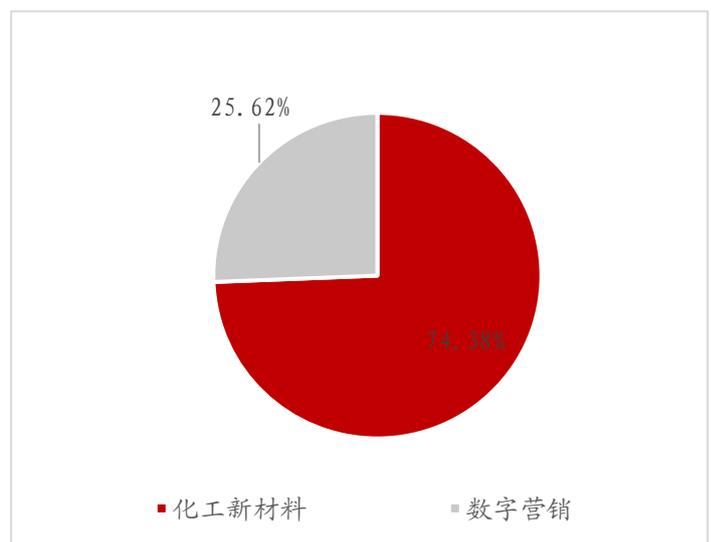
回归化工主业，新材料板块占比上升。2019年公司化工新材料板块实现营业收入12.59亿元，同比增长190.09%，板块收入占总营收比例35.82%，同比上升23.76pct。2020年受新冠疫情影响，化工业务有所停滞，实现营业收入10.7亿元，但由于公司开始加速剥离数字营销业务，化工新材料板块收入占比上升至61.53%，毛利贡献率则高达74.38%，已成为公司首要板块。2021年第一季度，化工新材料与数字营销的收入占比分别为81.53%与18.47%，其中数字营销业务已实际剥离。

图表4：主营业务分板块营收（亿元）



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

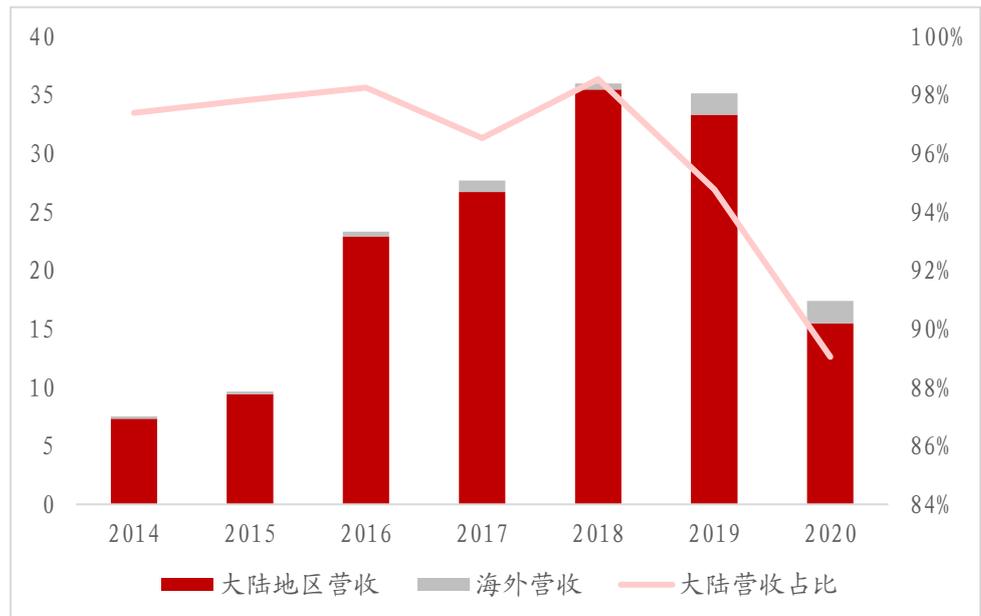
图表5：2020年两大主营业务板块毛利贡献率



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

分地区来看，公司营收主要来自于国内，但近年来大陆营收占比有所下降。公司数字营销业务主要在国内互联网领域展开，而化工新材料产品则具有一定的出口需求。因此随着公司回归化工主业，海外营收占比一定程度的上升。2020年由于数字营销剥离、新冠疫情等原因，公司实现海外营收，同比增长3.6%，营收占比达10.86%，同比上升5.72pct。

图表6: 分地区营收 (亿元)

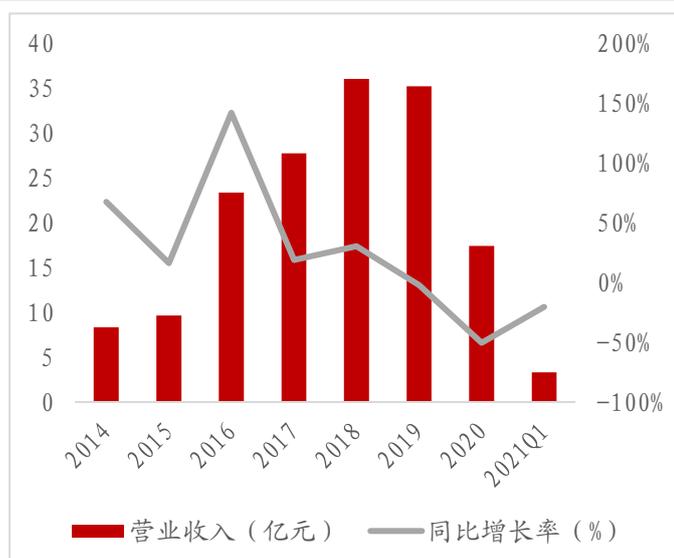


资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

1.3 公司财务情况分析

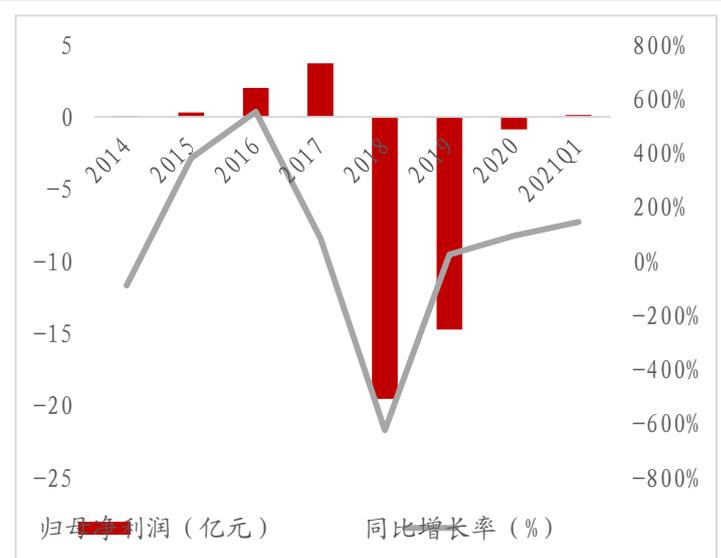
业绩重回正轨, 有望扭亏为盈。公司卸下重担重新出发, 产品结构不断向化工行业高端和高附加值的新材料方向延伸, 整体业绩有所好转, 亏损规模逐年缩小。2019年、2020年公司归母净利润同比增长率分别为24.56%和94.07%, 随着产业重心的转移, 公司盈利能力有望重回正轨。2021年第一季度, 公司销售毛利率与净利率分别为13.55%与4.61%, 归母净利润扭亏为盈达到1333.78万元, 预计上半年实现归属于上市公司股东的净利润4000万元~4800万元。

图表7: 营业收入 (亿元, 左轴) 及同比增长率 (% , 右轴)



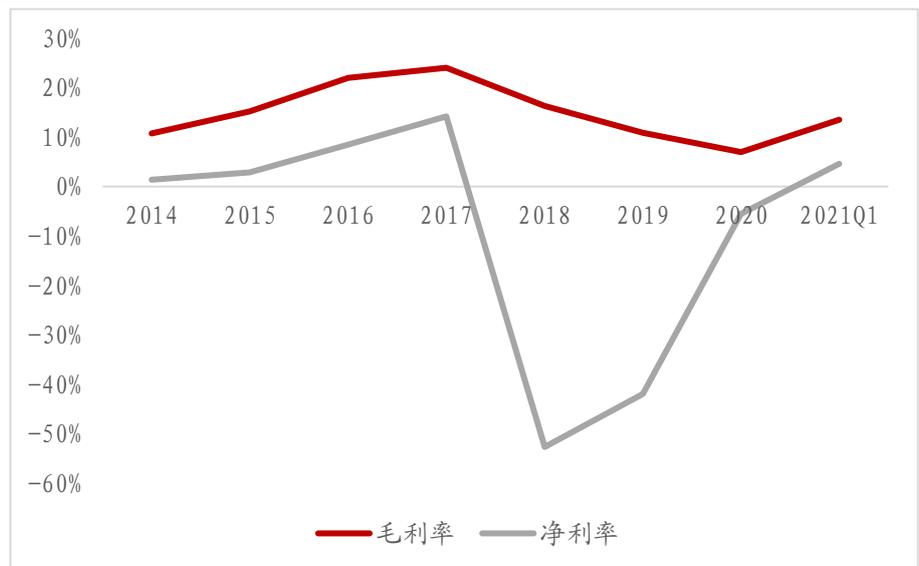
资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

图表8: 归母净利润 (亿元, 左轴) 及同比增长率 (% , 右轴)



资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

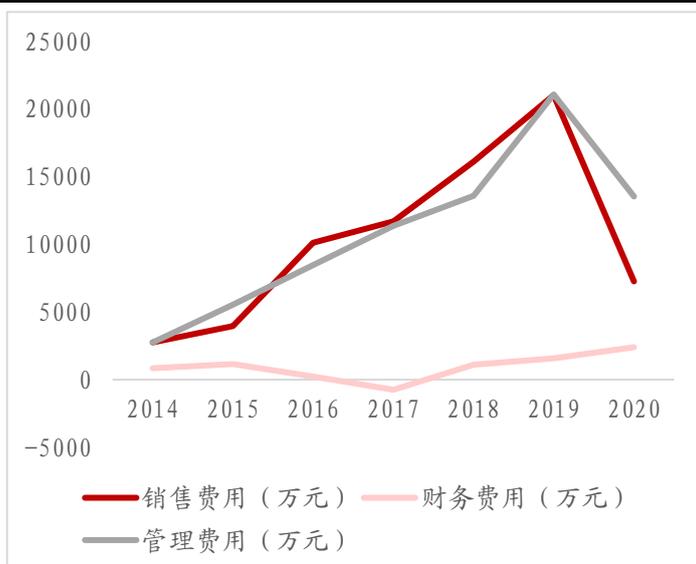
图表9: 销售毛利率及净利率 (%)



资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

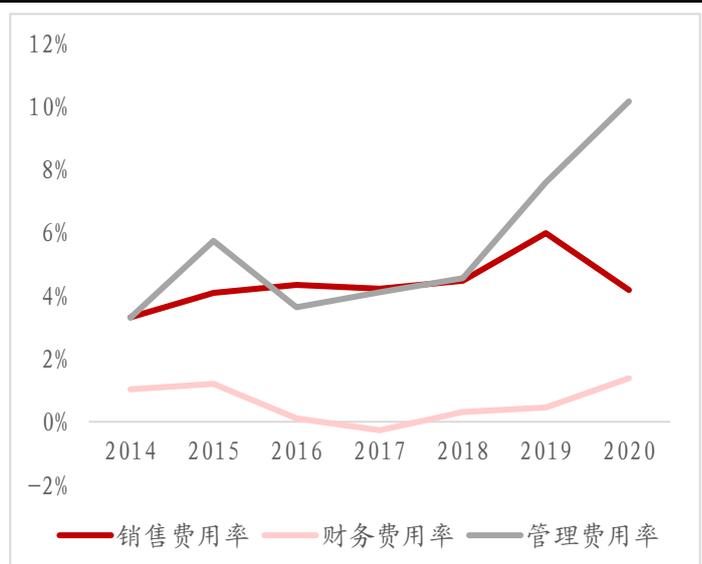
业务结构调整带动公司费用结构出现明显波动。费用率方面,由于公司近年来剥离数字营销业务,导致大批业务人员离职,销售费用与管理费用均出现大幅下滑。2020年销售费用率为4.18%,较2019年下降1.8pct;管理费用率为10.16%,较上年上升2.57pct,主要系仍需管理人员进行收尾工作,公司管理费用下降幅度不及营业收入下降幅度。另外由于公司借款增多,借款利息相应增加,2020年财务费用率为1.38%,较上年小幅上升0.93pct。

图表10: 三费 (万元)



资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

图表11: 三费率 (%)



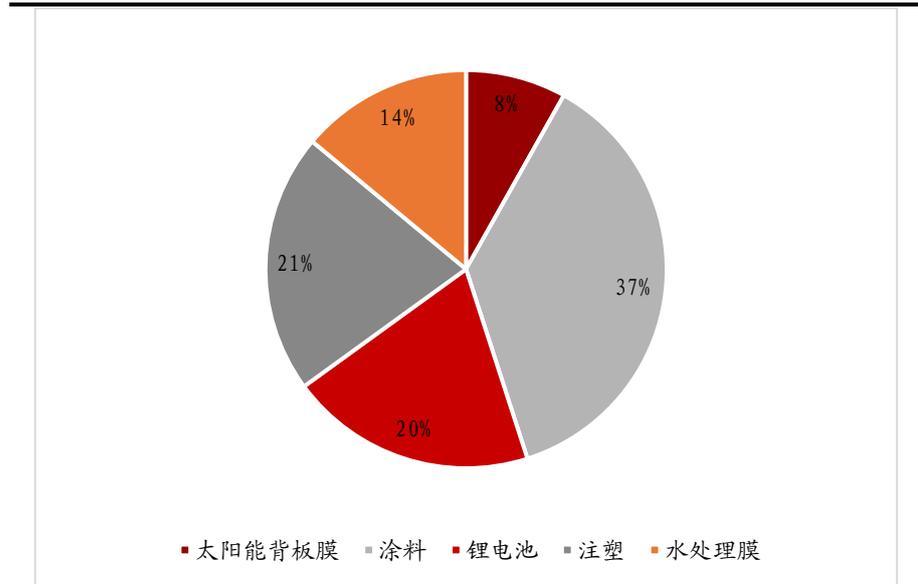
资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

2 R124b 生产配额全国领先, 下游热门材料将投产备受关注

2.1 原料端、需求端双向支撑，短期内 PVDF 供小于求现状难改善

PVDF（聚偏氟乙烯）是一种高度非反应性热塑性含氟聚合物，兼具氟树脂和通用树脂的特性，除了具有良好的耐化学腐蚀性、耐高温性、抗氧化性、耐候性、耐射线辐射性能外，还具有压电性、介电性、热电性等特殊性能。其下游应用主要分布在涂料、注塑、锂电、水处理膜以及太阳能背板膜等领域。其中锂电领域对于PVDF的需求近年随着二次锂电池等新能源行业的快速发展，正呈现出快速增长的趋势，2020年锂电池对于PVDF的需求量占比约为PVDF总需求的20%。

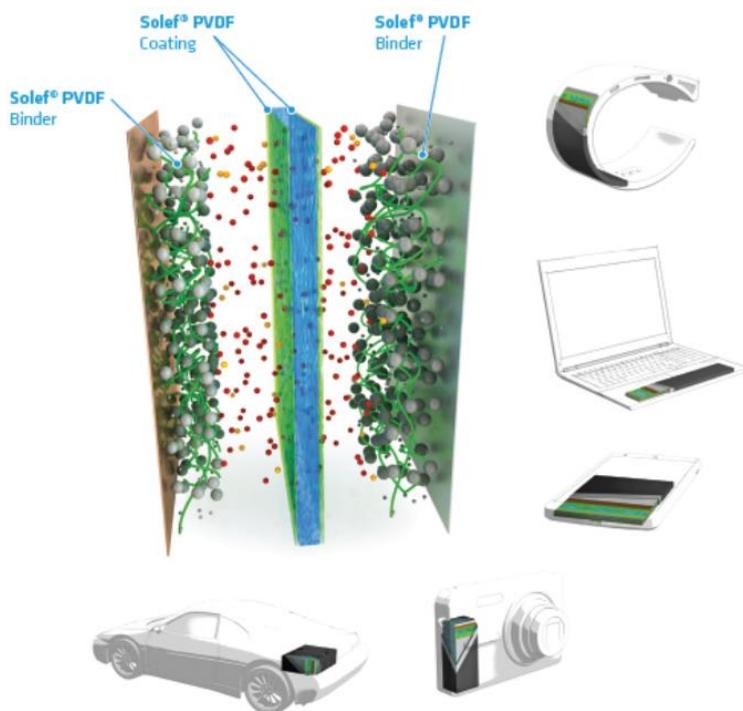
图表12: PVDF应用分布情况



资料来源：百川盈孚、万联证券研究所

需求端：电池级PVDF需求高速增长。基于抗氧化还原能力强、热稳定性好、易于分散的特性，PVDF在锂电池中主要被用作正极粘结剂。同时基于其内阻低、力学性能好、化学与电化学稳定性好、耐磨性好等特点，PVDF现也被用作锂电池隔膜涂层，较普通电池隔膜能够更好的兼容和粘合，能大幅度提高电池的耐高温性能和安全性，可以有效延长锂电池的使用寿命、提高锂电池的容量。据百川数据显示，2020年我国PVDF总需求量在4.8万吨左右，其中电池级PVDF的需求量约为9700吨，包括用于正极粘结剂的需求量约7800吨、用于隔膜涂层的需求量约1900吨。且随着下游锂电、光伏行业的快速发展，PVDF的需求近年正保持高速增长的趋势，预计2021-2023年间每年电池级PVDF需求增量在一万吨左右。

图表13: PVDF在锂电池中的应用



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

供给端：新增产能投产有限，短期内供需缺口难改善。目前国内共有7万吨左右PVDF产能，大多为普通级PVDF而非电池级，目前现有产能几乎处于满产状态。此前电池级PVDF市场大多被法国阿科玛、美国苏威、日本吴羽等海外企业垄断，国内少有企业具备电池级PVDF生产能力。现随着国内锂电、光伏行业对于电池级PVDF需求快速增长，今年开始已有部分国内企业开始规划将普通级PVDF产能转产为电池级PVDF。但从在建新增产能规划情况来看，大多计划产能需要到2022年末方能投产，2021年内仅有少量产能计划投入使用。同时考虑到计划转产的产能技改成功与否存在不确定性，技改的同时将导致普通级PVDF供应吃紧，因而预计到明年末国内电池级PVDF和普通级PVDF供不应求的现象都将难有缓解。

图表14：国内PVDF产能以及规划产能

序号	省份	企业名称	最新产能/吨	后续投产/吨	备注
1	浙江	浙江巨化	3000	7000	预计在2022年年底投产，配备R142b
2	内蒙	内蒙古三爱富万豪氟化工	10000	28000	未过环评，后续预计投产在2023年
3	江苏	阿科玛(常熟)氟化工	12000	20000	未过环评
5	浙江	浙江孚诺林化工新材料		25000	未过环评
6	山东	苏威特种聚合物(常熟)	8000	0	

7	广东	乳源东阳光氟	5000	10000	璞泰来持股 60%，预计 2022 年年底投产
8	山东	山东华安新材料	-	8000	3000 吨已经完成装置 组装，投产在 2021 年 下半年，配备 R142b
9	四川	中昊晨光化工 研究院	-	2500	规划 2500 吨产能，预 计 2023 年投产
10	浙江	中化蓝天	5000	0	
11	山东	山东东岳化工	10000	0	2021 年上半年已投 产，配备 R142b
12	河北	龙星化工	2000	0	

资料来源：百川盈孚、万联证券研究所

原料端：环保政策致使原料生产受限价格疯长。R142b(HFCs-142b)即一氟二氟乙烷，是氢氟碳化物(HFCs)的细分品类之一，也是生产PVDF的主要原材料，由于HFCs对大气臭氧层的破坏力极强，因此出于环保角度考虑，其生产和使用受到了严格的限制。2016年10月15日，《蒙特利尔议定书》基加利修正案在卢旺达正式通过，HFCs自此被纳入管控范围，并为发达国家和发展中国家分别制定了产量削减时间表，作为HFCs品类之一，R142b的生产和使用也受到了极大的限制，现发达国家已基本停止生产R142b。我国于2021年4月正式接受了《蒙特利尔议定书》基加利修正案》，未来对于R142b等氢氟碳化物的生产配额把控以及扩产审批环节也将更加严格。对于需求快速增长的PVDF而言，原材料端受政策加压供应压力增大无疑将使得PVDF扩产受到更大的挑战。

图表15: PVDF产业链

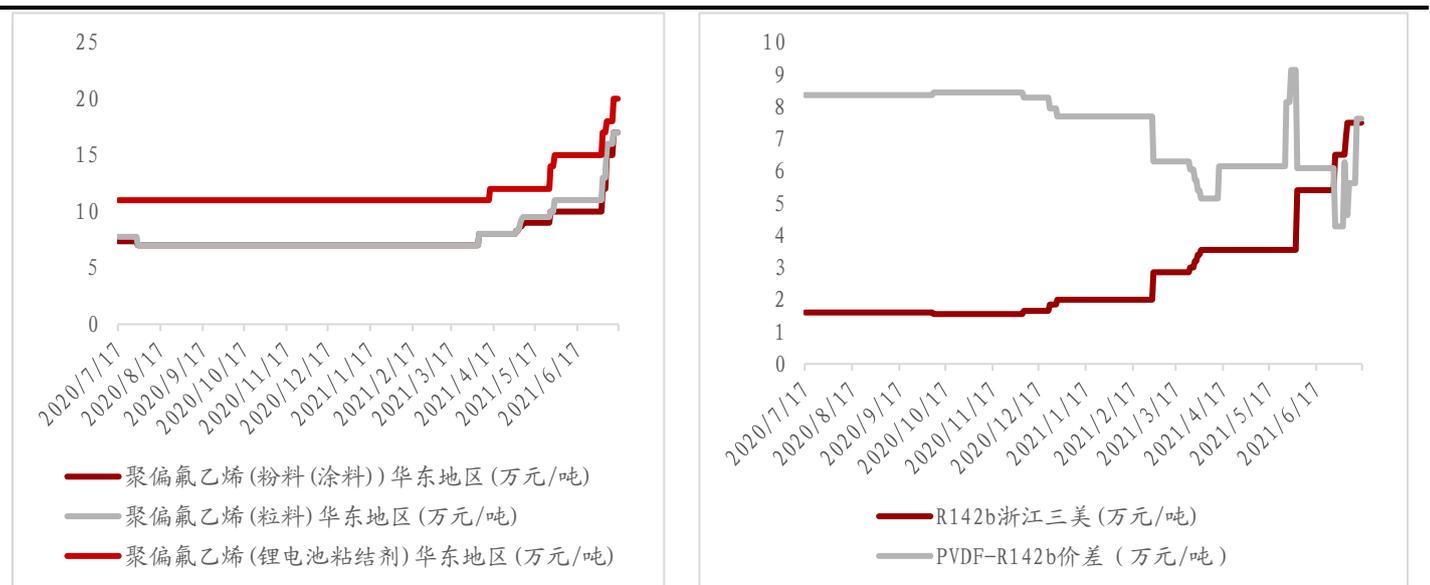


资料来源：公司公告、万联证券研究所

小结：需求端快速增长、原料端政策收紧致使PVDF供不应求的现象短期内难以缓解，产品及原材料价格快速增长。据百川数据显示，截至2021年7月16日，华东地区PVDF粉料(涂料)、粒料和锂电池粘结剂已分别上涨至17、17、20万元/吨，分别较年初上涨了142.86%、142.86%和81.82%。R142b浙江三美7月16日报价7.5万元/吨，较年初上涨了275%，环比6月同期上涨39%。原材料价格增幅远超PVDF，导致尽管PVDF正快速上行，但其与成本端之间的价差被明显压缩。基于此现状我们建议关注同时具有PVDF和R142b产能规划的企业。

图表16: PVDF价格走势(万元/吨)

图表17: R142b及PVDF-R142b价差走势(万元/吨)



资料来源：百川盈孚、万联证券研究所

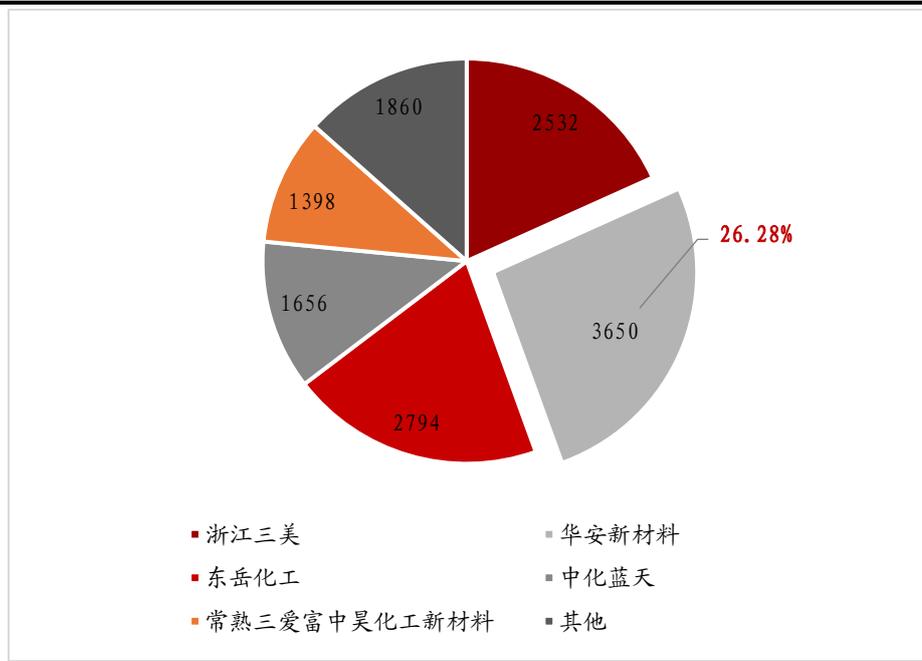
资料来源：百川盈孚、万联证券研究所测算

2.2 回归化工新材料主业，收购华安新材布局 PVDF

联创股份2019年以收购华安新材为起点回归化工主业，现公司直接持有华安新材60.69%股权，同时通过子公司淄博昊瑞投资有限公司间接持有华安新材25.90%股权，合计持股华安新材86.59%。华安新材主营含氟新材料产品的生产、销售，主营产品包括五氟乙烷（HFC-125）、二氟乙烷（HFC-152a）、二氟一氯乙烷（HFC-142b）、二氟甲烷（HFC-32）、三氟乙烷（HFC-143a）及混配制冷剂，产品主要用于制冷行业以及聚氨酯行业。

华安新材二氟一氯乙烷设计产能为2万吨/年，但由于国家管控配额生产，公司实际二氟一氯乙烷用于制冷剂的生产配额为3650吨/年（2021年配额标准），位居全国首位。用作原料用途的生产量则不受生产配额限制。基于这一成本端优势，公司同时规划了8000吨/年的PVDF产能，其中一期3000吨产能已经完成主要设备安装，预计年末生产出1000吨合格PVDF产品。以平均每1.65吨R142b可以生产1吨PVDF计算，公司8000吨PVDF将产能需要约13200吨R142b原材料，公司现有合计产能足以实现原材料的自给自足，且多余生产配额仍可用于对外销售。在现下PVDF持续出现需求缺口短期难以改善、原材料R142b受管控大幅涨价的背景下，华安新材PVDF产能及时建成，且无需受到原材料紧缺涨价制衡。待PVDF业务投入生产并产生效益，其利润环节将有望明显优于业内其他无原材料产能规划的同行业企业。

图表18: 2021年我国R142b生产配额（吨）



资料来源：生态环境部、万联证券研究所

3 多点布局化工新材料，成公司未来发展主要看点

2020年，公司陆续剥离了亏损、不盈利的互联网数字营销业务子公司，并确定了以我国对环保行业提供战略支持为契机，聚焦于新材料及精细化工领域的全新发展战略。公司计划在现有核心工艺技术的基础上扩大技术优势，重点发展聚氨酯新材料、第三代/第四代制冷剂、第四代发泡剂、含氟新型聚合物以及可降解塑料等一系列精细化工产品，进而增强公司的盈利能力和抗风险能力。未来公司计划持续加大研发投入，提升自身创新能力。一方面，公司加强了与清华大学、大连理工大学、中国石化科学研究院、中国兵器集团第四研究院等一流科研机构的合作。另一方面，公司在上海设立了新材料研发中心，并拥有山东省含氟烯烃低碳环保制冷剂工程技术研究中心、山东省含氟烯烃工程实验室、山东省企业技术中心、山东省“一企一技术”研发中心等。

现公司化工新材料相关业务即在建项目主要由山东联创聚合物有限公司、淄博联创聚氨酯有限公司和山东华安新材料有限公司负责展开。主要在建项目包括“PVDF（聚偏氟乙烯）产业链项目”、“6万吨/年生物可降解聚合物项目”、“4.5万吨/年聚醚多元醇扩建及2万吨/年环戊烷型组合聚醚一体化项目”、“12000吨/年新型氟碳化学品产业链项目”“第四代发泡剂HFO-1233zd项目”等。随着各项目的顺利推进和投产，公司化工主业的业务结构布局将逐步优化，公司营收及盈利能力也将随之显著提升，因此我们对于公司近年整体业务发展持看好态度。

图表19：公司主要化工新材料规划项目

项目名称	建设进度及预计投产时间
PVDF（聚偏氟乙烯）产业链项目	8000吨/年PVDF，一期3000吨预计2021年内投产，二期5000吨尚未规划建设
6万吨/年生物可降解聚合物项目	5万吨/年生物可降解塑料+1万吨/年生物可降解聚碳酸酯多元醇，预计2022年上半年投产
4.5万吨/年聚醚多元醇扩建及2万吨/年环戊烷型组合聚醚一体化项目	根据建设周期12个月预计2022年投产
12000吨/年新型氟碳化学品产业链项目	一期截至2020年末建成50%，预计2021年末-2022年投入使用
第四代发泡剂HFO-1233zd项目	规划产能3000吨/年，预计2021年9月分步投产
15.2万吨/年新型环保制冷剂项目	已建成

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4 公司市场估值分析

考虑到公司现已剥离数字营销业务回归化工主营业务，且近两年公司仍将以氟化工产品为主营，因此我们从港股和A股中共选取了三只氟化工产业相关标的东岳集团、三美股份和巨化股份与公司进行估值对标。并以市场PE（2021E）一致预期进行可比公司估值，现三家同行企业PE（2021E）加权平均水平为30.94，预计随着公司业务结构及收入结构的进一步向化工行业转变，公司PE将逐渐回落至行业正常水平。以同行均值PE 30.94、2021年预计归母净利润5.6亿元计算，公司2021年市值有望超170亿元。

图表20：可比公司估值情况（截至7月23日）

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	2021Q1EPS	PE (TTM)	PE (2021E)
0189.HK	东岳集团	256.78 (HKD)	0.44	27.99	18.22
603379.SH	三美股份	148.77	0.10	80.22	29.23
600160.SH	巨化股份	334.50	0.00	340.48	41.46
	加权平均				30.94
300343.SZ	联创股份	99.55	0.01	-225.23	-

资料来源：WIND、万联证券研究所

5 盈利预测及假设

我们对根据公司7月20日发布的关于对深圳证券交易所关注函回复的公告内给出的数据对公司2021-2023年主营业务进行如下假设：

- 数字营销业务将于2021年内全部完成剥离，2021年下半年起公司不再产生数字营销业务相关收入。
- 公司PVDF一期项目在2021年内生产的1000吨合格产品全部外销。2022年下半年实现5000吨二期项目投产，全年销售量达6000吨。2023年产能打满，满产满销。

3. R142b产品2021-2023年内总生产配额12650吨/年不变，R142b及下游PVDF因供需结构紧张，产品价格及价差在2021年下半年至2022年仍有上行空间，2023年随行业内新增产能陆续投产，供需结构缓解，产品价格及价差开始有所回落。

4. 可降解塑料及其他在建新材料项目在规划建设期内能够顺利竣工投产。

图表21: 公司未来3年营收预测

(单位: 百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
货币类型	CNY			
数字营销				
营业收入	668.77	61.38	0.00	0.00
营收增速	-70.34%	-90.82%	-100%	0.00
毛利率(%)	4.69%	5.85%	-	-
化工新材料				
营业收入	1069.62	2128.64	3850	4740
营收增速	-15.02%	99.01%	80.87%	23.12%
毛利率(%)	8.41%	36.80%	55.57%	45.53%
总计				
营业收入	1738.39	2190.02	3850	4740
同比增长	-50.53%	25.98%	75.80%	23.12%
毛利率(%)	6.98%	35.93%	55.57%	45.53%

资料来源: WIND, 万联证券研究所

基于公司的产业布局规划，我们预计公司2021-2023年营业收入分别为21.90/38.50/47.40亿元，归母净利润分别为5.6/16.0/16.6亿元，EPS分别为0.48/1.38/1.44，对应的P/E分别为20.9/7.3/7.0。(对应7月26日收盘价10.1元)。首次联合覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

- 受环保政策影响产品开工受限风险:** 公司氟化工产品之一、PVDF原材料R142b会对环境造成破坏，因此受《蒙特利尔议定书》严格管控，需配额生产。同时国家对于化工企业生产污染监管力度愈发严格，因此R142b等氟化工产品后续不排除受环保政策影响导致生产配额或开工率进一步缩紧的风险。
- PVDF建设进度不及预期风险:** 考虑到短期内PVDF需求缺口有放大的趋势，在此期间新投放至市场的产能基本无销售压力，因此我们在估值过程中假设公司将把握住这一需求风口，2021年下半年生产的1000吨PVDF实现100%产销率，2022年下半年随PVDF二期投产，全年产量达到6000吨，2023年产能打满，期间均维持满产满销状态。另外在产品价格方面我们是结合目前生产技术较为成熟的企业报价进行估算。在此假设下，一方面存在公司PVDF难以按预期投产、达产，以及产销率不及预期的风险。另一方面，公司投产初期所生产的PVDF产品存在品质不及同行成熟产能的风险，以及公司暂无电池级PVDF生产能力，公司8000吨产能可能此后都用于生产普通级产品，这将进一步导致公司PVDF产品售价及盈利水平不及预期的风险。

3. **在建项目投产不及预期风险：**公司其他在建或处于规划中的项目，如生物可降解塑料聚合物项目（PPCP）、第四代发泡剂HFO-1233zd项目等仍存在后续建设、试生产尚需验收、办理相关手续等工作流程，存在不能按预期时间投产或产能不及预期的风险，另外可降解塑料为公司业务拓展的新技术，投产初期存在产品质量不达标、产品市场推广困难、销量及售价不及预期的风险。
4. **产品价格大幅波动风险：**公司现主营产品为化工品，产成品及原材料价格明显波动将造成公司营收及盈利水平随之大幅变化，因此公司存在业绩不及预期风险。
5. **公司管理层人事变动风险：**今年二季度以来公司多位董事及高管任职、持股情况发生变化，不排除后续因公司管理结构出现调整进而导致公司经营管理层面发生风险的可能。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1738	2190	3850	4740
%同比增速	-51%	26%	76%	23%
营业成本	1617	1403	1710	2582
毛利	121	787	2140	2158
%营业收入	7%	36%	56%	46%
税金及附加	7	8	15	18
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	73	26	46	57
%营业收入	4%	1%	1%	1%
管理费用	135	110	193	166
%营业收入	8%	5%	5%	4%
研发费用	41	52	91	85
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	24	9	4	-12
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-301	0	0	0
其他收益	14	9	21	43
投资收益	125	80	163	215
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	-1	0	0
营业利润	-321	670	1976	2103
%营业收入	-18%	31%	51%	44%
营业外收支	216	11	11	12
利润总额	-105	681	1986	2114
%营业收入	-6%	31%	52%	45%
所得税费用	-9	14	40	42
净利润	-96	667	1947	2072
%营业收入	-6%	30%	51%	44%
归属于母公司的净利润	-87	559	1598	1664
%同比增速	94%	739%	186%	4%
少数股东损益	-9	109	348	408
EPS (元/股)	-0.08	0.48	1.38	1.44

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	-0.08	0.48	1.38	1.44
BVPS	0.62	1.13	2.55	4.04
PE	-133.80	20.93	7.31	7.03
PEG	—	0.03	0.04	1.71
PB	16.28	8.91	3.96	2.50
EV/EBITDA	-50.43	17.53	5.24	4.10
ROE	-12%	43%	54%	36%
ROIC	-10%	32%	46%	30%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	310	758	2355	4305
交易性金融资产	63	32	43	45
应收票据及应收账款	164	207	364	448
存货	101	135	164	248
预付款项	44	45	51	80
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	599	676	917	1047
流动资产合计	1283	1853	3893	6173
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	396	421	456	499
在建工程	105	141	177	213
无形资产	191	178	165	153
商誉	134	134	134	134
递延所得税资产	31	31	31	31
其他非流动资产	35	35	35	35
资产总计	2174	2792	4891	7237
短期借款	338	246	277	266
应付票据及应付账款	293	265	323	488
预收账款	0	0	0	0
合同负债	7	6	7	11
应付职工薪酬	8	8	9	14
应交税费	8	33	45	61
其他流动负债	547	478	513	545
流动负债合计	863	790	897	1118
长期借款	72	62	62	62
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	19	19	19	19
其他非流动负债	407	407	407	407
负债合计	1361	1278	1385	1606
归属于母公司的所有者权益	718	1312	2955	4672
少数股东权益	94	203	551	959
股东权益	812	1515	3506	5631
负债及股东权益	2174	2792	4891	7237

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	71	505	1478	1811
投资	-167	31	-11	-2
资本性支出	-50	-53	-53	-52
其他	74	80	163	215
投资活动现金流净额	-142	58	99	161
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
银行贷款增加(减少)	389	-103	31	-10
筹资成本	-21	-13	-11	-12
其他	-352	0	0	0
筹资活动现金流净额	18	-116	19	-22
现金净流量	-58	447	1597	1951

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收到任何形式的补偿。

免责声明

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