

**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

04月07日收盘价(元)	28.21
52周股价波动(元)	16.88-59.59
总股本/流通A股(百万股)	1336/307
总市值/流通市值(百万元)	37676/8652

**相关研究**

 《EVA 高景气，打造新材料平台型企业》  
 2022.09.15

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.8	-20.2	-20.0
相对涨幅(%)	-15.7	-20.9	-23.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel:(021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

# EVA 维持高盈利，新材料项目贡献未来增量

**投资要点:**

- 2022 年归母净利润同比下滑。**2022 年，公司实现营业收入 81.57 亿元，同比 +7.60%；归母净利润 8.66 亿元，同比 -20.57%。单季度看，1Q22-4Q22 公司归母净利润分别为 1.07 亿元、3.49 亿元、3.21 亿元、0.88 亿元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。
- EVA 贡献公司主要毛利。**分产品看，2022 年 EVA 仍维持较好盈利，全年实现毛利 14.47 亿元，同比增长 1.36 亿元，贡献公司总毛利 88%，支撑公司整体毛利维持相对稳定。聚丙烯专用料，以及特种精细材料（主要为环氧乙烷及其衍生物）盈利下滑，2022 年毛利分别为 -0.11 亿元、1.39 亿元，分别同比下滑 2.03 亿元、1.59 亿元。
- 高端化、差异化布局的新材料平台型企业。**公司主要从事先进高分子材料及特种化学品的研发、生产与销售，建有高附加值烯烃深加工产业链，运行有煤制甲醇、DMTO、EVA、PP、EO、EOD 等多套先进装置。公司持续聚焦新材料方向，重点布局新能源材料（如光伏材料、新能源电池材料等）、生物材料（如生物可降解材料、生物质材料等）和特种材料（如特种精细材料、特种工程塑料等）等领域，打造新材料平台型企业。
- 新材料项目稳步推进。**“十四五”期间，公司重点投资布局新能源材料和生物可降解材料，主要项目包括：（1）10 万吨/年锂电池材料-碳酸酯联合装置项目，2022 年底建成中交；（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 2023 年内建成投产；（3）子公司山东华宇同方（持股 40%）规划建设 1 万吨/年高纯特气和 3000 吨/年碳酸亚乙烯酯项目，计划 2023 年四季度建成投产；（4）“20 万吨乳酸+13 万吨聚乳酸”项目计划 2023 年底一期投产，2025 年底二期投产；（5）新能源材料和生物可降解材料一体化项目，计划于 2025 年上半年建成投产。项目由控股子公司联泓格润投资建设（公司控股 75%），计划总投资 125 亿元，主要在山东滕州建设 130 万吨/年 DMTO、20 万吨/年 EVA、30 万吨/年 PO、5 万吨/年 PPC、配套的公用工程及辅助生产设施等。公司拟向特定对象发行股票，募资不超过 20.2 亿元，用于此项目。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 10.4 亿元、14.4 亿元、16.0 亿元，EPS 分别为 0.78、1.07、1.20 元，2023 年 BPS 为 5.97 元。参考可比公司估值，按照 2023 年 1.4-1.6 倍 PEG，给予合理价值区间 31.34-35.82 元（对应 2023 年 PE 40-46 倍，PB 5.3-6.0 倍），维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**产品价格大幅波动；新项目进展不及预期；上游原材料价格大幅波动。

**主要财务数据及预测**

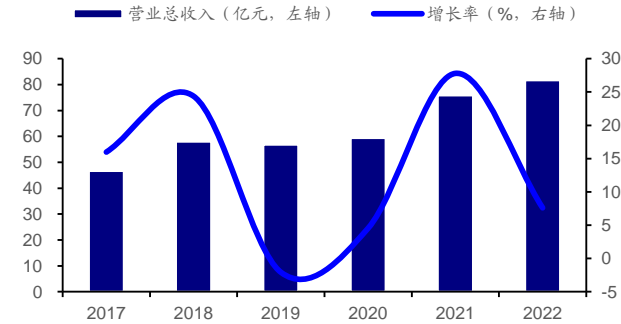
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7581	8157	8536	10052	10759
(+/-)YoY(%)	27.8%	7.6%	4.7%	17.8%	7.0%
净利润(百万元)	1091	866	1043	1435	1600
(+/-)YoY(%)	70.2%	-20.6%	20.4%	37.5%	11.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.82	0.65	0.78	1.07	1.20
毛利率(%)	25.1%	20.2%	23.6%	25.9%	26.6%
净资产收益率(%)	17.2%	12.5%	13.1%	15.7%	15.3%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

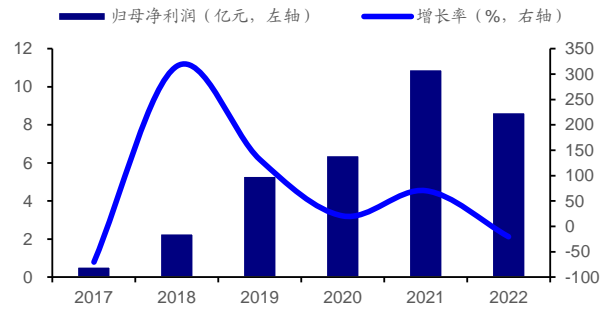
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**2022 年归母净利润同比下滑。**2022 年,公司实现营业收入 81.57 亿元,同比+7.60%;归母净利润 8.66 亿元,同比-20.57%。单季度看,1Q22-4Q22 公司归母净利润分别为 1.07 亿元、3.49 亿元、3.21 亿元、0.88 亿元。2022 年公司业绩有所下降,主要原因为:(1)公司实施了 EVA 装置技术升级扩能改造,及进行碳酸酯装置、超高分子量聚乙烯装置与公用工程系统连接施工和检修,EVA 装置停车 28 天,其他相关装置同步停车 7-15 天;(2)受主要原材料价格上涨、下游需求波动等因素影响,公司第四季度营业收入同比下降,净利润同比降幅较大。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税)。

**图1 2017-2022 年公司收入与增速**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图2 2017-2022 年公司归母净利润与增速**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**EVA 贡献公司主要毛利。**分产品看,2022 年 EVA 仍维持较好盈利,全年实现毛利 14.47 亿元,同比增长 1.36 亿元,贡献公司总毛利 88%,支撑公司整体毛利维持相对稳定。聚丙烯专用料,以及特种精细材料(主要为环氧乙烷及其衍生物)盈利下滑,2022 年毛利分别为-0.11 亿元、1.39 亿元,分别同比下滑 2.03 亿元、1.59 亿元。

**高端化、差异化布局的新材料平台型企业。**公司主要从事先进高分子材料及特种化学品的研发、生产与销售,建有高附加值烯烃深加工产业链,运行有煤制甲醇、DMTO、EVA、PP、EO、EOD 等多套先进装置。公司持续聚焦新材料方向,重点布局新能源材料(如光伏材料、新能源电池材料等)、生物材料(如生物可降解材料、生物质材料等)和特种材料(如特种精细材料、特种工程塑料等)等领域,打造新材料平台型企业。

**积极布局新材料,打造新材料平台型企业。**“十四五”期间,公司主要投资布局新能源材料和生物可降解材料,新能源材料包括 EVA 光伏胶膜料、锂电溶剂、锂电隔膜材料等,生物可降解材料包括 PLA、PPC 等。公司目前规划的主要项目包括:

(1) 10 万吨/年锂电材料-碳酸酯联合装置项目:根据公司 2022 年报,项目于 2022 年底建成中交,即将投产。该项目技术优势突出,所需主要原料 EO、二氧化碳、甲醇均为公司或子公司自产,与公司现有产业链充分协同,可实现资源的循环与综合利用,成本竞争优势明显。

(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:正在开展项目建设,计划于 2023 年内建成投产。项目投产后,公司将实现在高端聚乙烯纤维料、锂电池隔膜材料领域的布局,实现 EVA 主要原料之一 VA 的完全自给,降低 EVA 原料成本,进一步增强公司的竞争力和盈利能力。

(3) 电子特气:子公司山东华宇同方(持股 40%)规划建设 1 万吨/年高纯特气和 3000 吨/年碳酸亚乙烯酯项目,项目计划于 2023 年四季度建成投产。

(4) 生物可降解材料聚乳酸:“20 万吨乳酸+13 万吨聚乳酸”项目计划 2023 年底一期投产,2025 年底二期投产。

(5) 新能源材料和生物可降解材料一体化项目:已通过安评、能评、环评等审批,计划于 2025 年上半年建成投产。项目由控股子公司联泓格润投资建设(公司控股 75%),计划总投资 125 亿元,主要在山东滕州建设 130 万吨/年 DMTO(甲醇制烯烃)、20 万吨/年 EVA、30 万吨/年 PO、5 万吨/年 PPC、配套的公用工程及辅助生产设施等。根据公司《向特定对象发行 A 股股票募集说明书(申报稿)》,项目预计年均净利润 19.69 亿元。公司拟向特定对象发行股票,募资不超过 20.2 亿元,用于此项目。

表 1 公司主要产品现有产能及规划

序号	项目	2022 年产能 (万吨/年)	规划产能 (万吨/年)	预计投产时间	用途
1	乙烯-醋酸乙烯共聚物 (EVA)	15.36	20	2025 年	广泛应用于光伏胶膜、电线电缆、高端运动鞋、热熔胶、涂覆膜等领域
2	聚丙烯专用料	32.95	-	-	广泛应用于食品包装、汽车、家具、光纤电缆、建筑、医疗等领域
3	环氧乙烷	14.45	-	-	合成表面活性剂、洗涤剂、抗冻剂、消毒剂、增稠剂和增塑剂等的重要原料
4	环氧乙烷衍生物	15.87	-	-	广泛应用于日化、纺织、建筑、路桥、光伏、金属加工、农化、涂料、汽车、皮革等领域
5	碳酸酯类产品	-	10 万吨 EC、 5 万吨 DMC、 5.26 万吨 EMC、 0.72 万吨 DEC、 副产 4.36 万吨乙二醇	2022 年底建成中交	用作锂电池电解液的溶剂
6	超高分子量聚乙烯	-	2	2023 年	隔膜料主要用于生产锂电池隔膜；纤维料下游主要用于军用防弹盔甲、安全防护服、深海绳网等高端制造领域
7	醋酸乙烯	-	9	2023 年	用于生产 EVA
8	聚乳酸	-	13	20 万吨乳酸+13 万吨聚乳酸项目计划 2023 年底一期投产，2025 年底二期投产	应用于薄膜包装、环保餐具、纺丝、高端服饰、3D 打印等领域
9	环氧丙烷 PO	-	30	2025 年	-
10	PPC	-	5	2025 年	新一代性能优异的“环境友好型”生物可降解材料，以二氧化碳和环氧丙烷 (PO) 为原料。与其他生物可降解材料相比，PPC 具有刚韧平衡性好、阻隔性好、透明度高、保水保墒性优异、生物可降解等优点，是理想的一次性薄膜材料，可替代传统的不可降解材料，尤其在替代传统地膜材料方面具备较大的市场发展潜力。

资料来源：联泓新科年报 (2022)、招股说明书、《关于投资建设 2 万吨年超高分子量聚乙烯和 10 万吨年醋酸乙烯联合装置项目的公告 20210908》、全景网投资者关系互动平台，海通证券研究所

**盈利预测与投资评级。**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 10.4 亿元、14.4 亿元、16.0 亿元，EPS 分别为 0.78、1.07、1.20 元，2023 年 BPS 为 5.97 元。参考可比公司估值，按照 2023 年 1.4-1.6 倍 PEG，给予合理价值区间 31.34-35.82 元（对应 2023 年 PE 40-46 倍，PB 5.3-6.0 倍），维持“优于大市”评级。

盈利预测主要假设：

- (1) 假设 2023-2024 年 EVA 新增产能相对有限，EVA 维持较高景气度；
- (2) 新增新材料项目：2023-2025 年新增产能逐步落地，释放效益。

**表 2 联泓新科分业务盈利预测**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>EVA</b>				
营业收入 (百万元)	2835	3000	3000	2850
营业成本 (百万元)	1388	1485	1500	1500
毛利率	51.1%	50.5%	50.0%	47.4%
<b>聚丙烯专用料</b>				
营业收入 (百万元)	1990	1890	1890	1890
营业成本 (百万元)	2002	1728	1674	1620
毛利率	-0.6%	8.6%	11.4%	14.3%
<b>特种精细材料</b>				
营业收入 (百万元)	1215	1200	1200	1200
营业成本 (百万元)	1077	1000	960	900
毛利率	11.4%	16.7%	20.0%	25.0%
<b>新材料项目</b>				
营业收入 (百万元)		225	1630	2370
营业成本 (百万元)		175	1070	1525
毛利率		22.2%	34.4%	35.7%
<b>其他</b>				
营业收入 (百万元)	2116	2221	2332	2449
营业成本 (百万元)	2041	2135	2242	2354
毛利率	3.5%	3.9%	3.9%	3.9%
<b>合计</b>				
营业收入 (百万元)	8157	8536	10052	10759
营业成本 (百万元)	6508	6523	7446	7899
毛利率	20.2%	23.6%	25.9%	26.6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 3 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	PEG
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E	2023E
603806.SH	福斯特	749	1.85	2.63	3.17	30.41	21.39	17.75	4.1	0.69
603212.SH	赛伍技术	109	0.67	1.35	2.21	37.04	18.39	11.23	3.3	0.23
603688.SH	石英股份	472	2.91	8.99	14.18	44.88	14.53	9.21	7.8	0.12
	均值		1.81	4.32	6.52	37.45	18.10	12.73	5.1	0.35

 注: (1) 收盘价为 2023 年 4 月 7 日价格, EPS 为 Wind 一致预期; (2)  $PEG = PE(2023) / 2022-2024$  年 EPS 年均复合增速。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示:** 产品价格大幅波动; 新项目进展不及预期; 上游原材料价格大幅波动。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>8157</b>	<b>8536</b>	<b>10052</b>	<b>10759</b>
每股收益	0.65	0.78	1.07	1.20	营业成本	6508	6523	7446	7899
每股净资产	5.19	5.97	6.85	7.85	毛利率%	20.2%	23.6%	25.9%	26.6%
每股经营现金流	0.99	1.40	1.73	1.90	营业税金及附加	59	62	73	78
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	48	50	59	63
P/E	43.49	36.11	26.26	23.55	营业费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
P/B	5.43	4.72	4.12	3.60	管理费用	411	427	503	538
P/S	4.62	4.41	3.75	3.50	管理费用率%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	27.81	19.87	15.50	13.80	EBIT	973	1331	1803	2000
股息率%	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	财务费用	116	121	139	146
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
毛利率	20.2%	23.6%	25.9%	26.6%	资产减值损失	-12	-2	-2	-2
净利润率	10.6%	12.2%	14.3%	14.9%	投资收益	2	9	10	11
净资产收益率	12.5%	13.1%	15.7%	15.3%	<b>营业利润</b>	<b>860</b>	<b>1213</b>	<b>1668</b>	<b>1859</b>
资产回报率	6.2%	6.7%	8.3%	8.4%	营业外收支	-2	-2	-2	-2
投资回报率	8.0%	8.3%	10.1%	10.1%	<b>利润总额</b>	<b>858</b>	<b>1211</b>	<b>1666</b>	<b>1857</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1553	1995	2504	2738
营业收入增长率	7.6%	4.7%	17.8%	7.0%	所得税	-16	157	217	241
EBIT 增长率	-27.7%	36.8%	35.4%	10.9%	有效所得税率%	-1.9%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	-20.6%	20.4%	37.5%	11.5%	少数股东损益	8	11	14	16
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>866</b>	<b>1043</b>	<b>1435</b>	<b>1600</b>
资产负债率	47.5%	45.8%	44.3%	42.3%					
流动比率	1.06	1.37	1.70	2.10	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.75	1.08	1.41	1.81	货币资金	2413	3491	4725	6165
现金比率	0.69	0.98	1.29	1.68	应收账款及应收票据	201	312	402	422
<b>经营效率指标</b>					存货	662	602	635	634
应收账款周转天数	7.85	7.85	7.85	7.85	其它流动资产	422	437	458	481
存货周转天数	34.93	34.93	30.00	29.00	流动资产合计	3698	4843	6220	7702
总资产周转率	0.62	0.58	0.61	0.59	长期股权投资	31	31	31	31
固定资产周转率	1.11	1.10	1.26	1.32	固定资产	7700	7879	8046	8195
					在建工程	991	1112	1210	1288
					无形资产	1207	1247	1287	1327
					非流动资产合计	10357	10707	11022	11298
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>14054</b>	<b>15550</b>	<b>17241</b>	<b>19000</b>
净利润	866	1043	1435	1600	短期借款	2015	2015	2015	2015
少数股东损益	8	11	14	16	应付票据及应付账款	812	851	923	915
非现金支出	596	668	705	742	预收账款	20	21	25	27
非经营收益	127	175	193	213	其它流动负债	658	659	692	708
营运资金变动	-281	-29	-38	-36	流动负债合计	3504	3546	3655	3665
<b>经营活动现金流</b>	<b>1316</b>	<b>1868</b>	<b>2309</b>	<b>2535</b>	长期借款	2630	3030	3430	3830
资产	-1782	-1017	-1017	-1017	其它长期负债	547	547	547	547
投资	-18	0	0	0	非流动负债合计	3177	3577	3977	4377
其他	3	9	10	11	<b>负债总计</b>	<b>6681</b>	<b>7123</b>	<b>7632</b>	<b>8042</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1798</b>	<b>-1008</b>	<b>-1007</b>	<b>-1006</b>	实收资本	1336	1336	1336	1336
债权募资	1685	400	400	400	归属于母公司所有者权益	6936	7980	9148	10480
股权募资	139	0	0	0	少数股东权益	437	447	462	478
其他	-1267	-182	-469	-489	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>14054</b>	<b>15550</b>	<b>17241</b>	<b>19000</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>557</b>	<b>218</b>	<b>-69</b>	<b>-89</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>76</b>	<b>1078</b>	<b>1234</b>	<b>1440</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
 朱军军 石油化工行业  
 胡歆 石油化工行业  
 刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 百傲化学, 华光新材, 七彩化学, 东华能源, 上海石化, 东方盛虹, 鲁西化工, 巨化股份, 卓越新能, 桐昆股份, 兴化股份, 和邦生物, 广汇能源, 永东股份, 华润材料, 维远股份, 中国石化, 元利科技, 新凤鸣, 永和股份, 中油工程, 泰和新材, 嘉化能源, 华锦股份, 松井股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。