

评级：增持(首次)

市场价格：36.25

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

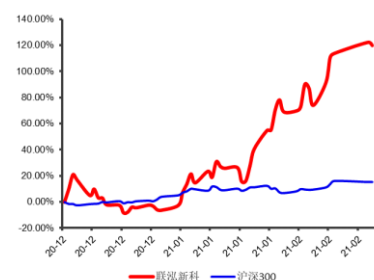
分析师：花秀宁

执业证书编号：S0740519070001

Email: huaxn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1027
流通股本(百万股)	147
市价(元)	36.25
市值(百万元)	37242
流通市值(百万元)	5342

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5794.75	5674.49	5710.30	6096.30	6656.50
增长率 yoy%	24.38%	-2.08%	0.63%	6.76%	9.19%
净利润	229.49	531.82	628.91	991.42	1185.83
增长率 yoy%	315.76%	131.74%	18.26%	57.64%	19.61%
每股收益(元)	0.22	0.52	0.61	0.97	1.15
每股现金流量	0.11	0.19	0.01	0.06	0.09
净资产收益率	8.73%	16.67%	11.19%	15.00%	15.21%
P/E	162.28	70.03	59.22	37.56	31.41
PEG	2.56	2.31	0.47	0.59	1.04
P/B	14.17	11.68	6.63	5.63	4.78

备注：股价取自 2021 年 2 月 19 日收盘价

投资要点

- 公司战略：致力于打造全球领先的新材料企业。**公司是一家从事先进高分子材料及特种化学品的研发、生产与销售的高新技术企业。经过多年不断发展，公司现已建成以甲醇为主要原料，生产高附加值产品的烯烃深加工产业链，运行有甲醇制烯烃(DMT0)、乙烯-醋酸乙烯共聚物(EVA)、聚丙烯(PP)、环氧乙烷(EO)、环氧乙烷衍生物(EOD)等多套先进装置，生产运营水平处于行业领先地位。
- 光伏 EVA 树脂：公司是国产化替代龙头，供需出现缺口。**从需求角度来看，全球光伏行业加速发展，将拉动胶膜需求，而以 EVA 树脂为主要原料的 EVA 胶膜目前仍主导市场，我们预计 2023 年 EVA 树脂需求将达到 98.24 万吨，较 2020 年增加 92.2%。从行业属性来看，EVA 树脂属于技术和资本双重密集行业，具有先发优势，这将导致行业稳态竞争呈现寡头格局，目前国内稳定供应光伏级 EVA 树脂的公司仅有三家。公司率先打破中石化对 EVA 树脂生产的垄断局面，装置快速建成投产，抢占市场先机，产品质量已经获得国内胶膜龙头的认可，是国产化替代的龙头。从供需来看，国内 EVA 树脂尚未做到自给自足，产能稀缺，供需持续偏紧，供需缺口中期或将持续存在。
- 聚丙烯(PP)业务：专注高端薄壁注塑领域。**PP 是公司最大的主营业务，1H20 在主营业务收入中占比 32.12%。公司 PP 采用国际领先的 Unipol 工艺生产，2018 年以来产能利用率保持在 100%以上，并配备完善的销售渠道和网络，目前公司是国内最大的薄壁注塑聚丙烯专用料供应商之一，2019 年市场占有率为 25.10%，稳居行业第一。
- 环氧乙烷(EO)业务及衍生物(EOD)：技术领先，向下延伸产业链。**公司环氧乙烷产品采用先进的乙烯直接氧化工艺。公司将生产的部分 EO 作为 EOD 装置原料，除此之外全部外售。为了向下延伸产业链，公司于 2019 年 3 月并购江苏超力 51.01%股权，延伸了聚羧酸减水剂，同时公司拟投资 3.29 亿元开展 6.5 万吨/年特种精细化学品项目，扩大高端特种表面活性剂和聚醚产品的种类。
- 投资建议：**我们预计 2020-2022 年分别实现净利 6.29、9.91 和 11.86 亿元，同比分别增长 18.26%、57.64%、19.61%，当前股价对应三年 PE 分别为 59、38、31 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**扩产项目建设进展不顺风险、原材料价格波动风险。

内容目录

1、光伏 EVA 树脂需求：光伏长景气周期，光伏 EVA 树脂需求高增	- 6 -
1.1 光伏需求：成本降低，渗透率提升，光伏景气开启	- 6 -
1.2 光伏 EVA 树脂需求：光伏景气，拉动原料光伏 EVA 树脂需求高增	- 9 -
2、光伏 EVA 树脂行业特征：寡头垄断格局，供需缺口明显	- 12 -
2.1 行业趋势：光伏级 EVA 树脂产能稀缺，已成寡头垄断格局	- 12 -
2.2 公司机遇：产能扩张，先发优势渐显	- 14 -
2.3 中期机会：EVA 树脂扩产周期长，存在供需错配机会	- 16 -
2.4 长期机会：光伏高景气打开空间，国产替代引领公司快速成长	- 19 -
3、公司战略及其他业务：全球领先的新材料企业	- 21 -
3.1 公司战略：打造国际影响力的新材料企业	- 21 -
3.2 聚丙烯（PP）业务：专注高端薄壁注塑领域	- 22 -
3.3 乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）业务：聚焦线缆料与光伏料高端市场	- 24 -
3.4 环氧乙烷（EO）及衍生物（EOD）：技术领先，向下延伸产业链	- 25 -
4、公司业务：盈利能力改善，光伏 EVA 树脂值得期待	- 29 -
4.1 财务状况：营收和利润稳步提升	- 29 -
4.2 主营业务：产品结构丰富，光伏 EVA 树脂值得期待	- 30 -
4.3 一体化布局：拟收购上游新能凤凰剩余股权，提高经营稳定性	- 32 -
5、盈利预测和投资建议：新材料布局稳步推进，光伏 EVA 树脂供需紧张	- 33 -
6、风险提示	- 35 -

图表目录

图表 1: 历年光伏组件成本构成 (USD/W) 及光伏 LCOE (USD/kWh)	6 -
图表 2: 全球主要地区 and 国家的碳排放目标.....	7 -
图表 3: 1985 年以来全球电气化趋势明显.....	8 -
图表 4: 1985 年以来光伏占全球发电量的比例	8 -
图表 5: 2017-2023 年全球光伏需求展望 (GW)	8 -
图表 6: 单晶硅组件结构示意图	9 -
图表 7: 不同类型胶膜特点对比.....	9 -
图表 8: 2019 年各类胶膜市场占有率.....	10 -
图表 9: 2019 年各类胶膜价格区间 (元/平方米)	10 -
图表 10: 2019-2025 各类型胶膜市场占有率发展趋势.....	10 -
图表 11: 2020-2023 胶膜市场空间测算.....	11 -
图表 12: 2020-2023 EVA 树脂需求测算.....	11 -
图表 13: 近 6 年我国 EVA 树脂生产主要厂家.....	12 -
图表 14: EVA 行业全产业链	12 -
图表 15: EVA 生产工艺流程.....	12 -
图表 16: 不同 VA 含量 EVA 产品主要用途.....	13 -
图表 17: 管式法与釜式法比较	13 -
图表 18: 17-1H20 先进高分子材料主要公司毛利率	14 -
图表 19: 17-1H20 特种化学品主要公司毛利率.....	14 -
图表 20: 公司架构及业务发展历程.....	14 -
图表 21: 各类产品产能利用率 (%)	15 -
图表 22: EVA 产量、产能及产能利用率.....	15 -
图表 23: DMT0 装置甲醇单耗 (万吨)	15 -
图表 24: 公司 3 个技术装备改造升级项目	16 -
图表 25: 历年中国 EVA 产能、产量与表观消费量 (万吨)	16 -
图表 26: 历年中国 EVA 进出口情况.....	17 -
图表 27: 2019 年 EVA 进口主要国家情况	17 -
图表 28: 近三年我国 EVA 下游需求结构.....	17 -
图表 29: 2019 我国 EVA 下游需求结构.....	17 -
图表 30: 中国光伏 EVA 树脂未来持续短缺 (万吨)	18 -
图表 31: 2021-2023 我国预计新增 EVA 产能统计	18 -
图表 32: 2016 年以来 EVA 行业价格 (元/吨)	19 -
图表 33: 2021 年 VA28 含量价格持续坚挺 (元/吨)	19 -

图表 34: 2023 年光伏 EVA 树脂较 2020 年增加 92.2%	- 19 -
图表 35: 2019 年全球光伏胶膜生产企业集中在中国	- 20 -
图表 36: 2019 年中国 EVA 树脂 62%来自进口	- 20 -
图表 37: 公司股权结构	- 21 -
图表 38: 公司目前产业布局	- 22 -
图表 39: 公司 PP 主要产品	- 22 -
图表 40: 公司 PP 产量、产能及产能利用率情况	- 22 -
图表 41: 2019 年我国 PP 薄壁注塑市场	- 22 -
图表 42: 2019 年我国 PP 下游需求结构	- 23 -
图表 43: 19-24 我国 PP 薄壁注塑市场供需缺口 (万吨)	- 23 -
图表 44: 2017-2020 我国一次性塑料餐盒市场规模	- 23 -
图表 45: 公司 EVA 主要产品	- 24 -
图表 46: 2019 年我国电缆料市场占有情况	- 24 -
图表 47: 2019 年我国光伏料市场占有情况	- 24 -
图表 48: 2019-2024 年我国电缆料供需缺口 (万吨)	- 25 -
图表 49: 2019-2024 年我国光伏料供需缺口 (万吨)	- 25 -
图表 50: 近三年公司 EO 产量、产能与产能利用率	- 25 -
图表 51: 近三年公司 EO 产销情况	- 25 -
图表 52: 2019 年我国 EO 市场占有率情况	- 26 -
图表 53: 近三年公司 EOD 产量、产能与产能利用率	- 26 -
图表 54: 2019 年我国 EOD 市场占有率情况	- 27 -
图表 55: 公司 EOD 产品分类	- 28 -
图表 56: 1Q-3Q20 营收 39.62 亿元, 同减 4.19%	- 29 -
图表 57: 1Q-3Q20 净利 4.23 亿元, 同增 0.32%	- 29 -
图表 58: 1Q-3Q20 销售毛利率为 24.76%	- 29 -
图表 59: 1Q-3Q20 ROE 为 11.69%	- 29 -
图表 60: 各产品毛利率	- 30 -
图表 61: 公司近年主营构成 (亿元)	- 30 -
图表 62: 1H20 EVA 营收占比 24.34%	- 30 -
图表 63: 公司主要产品	- 31 -
图表 64: 公司收入构成比例——按地区	- 31 -
图表 65: 收购前新能凤凰股权结构图	- 32 -
图表 66: 新能凤凰近年产销量情况	- 32 -
图表 67: 历年公司向新能凤凰采购甲醇情况	- 32 -
图表 68: 公司业务分拆预测表	- 33 -

图表 69: 可比公司估值 (2021-2-20) - 34 -

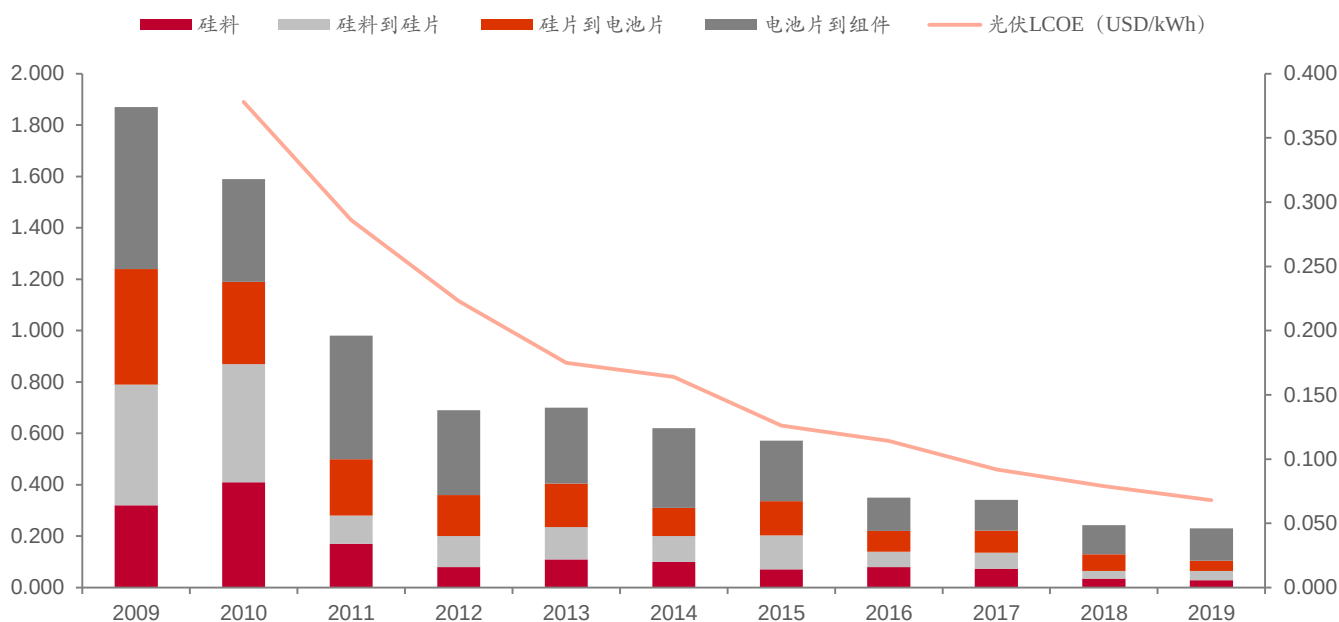
图表 70: 公司财务数据预测 (单位: 百万元) - 36 -

1、光伏 EVA 树脂需求：光伏长景气周期，光伏 EVA 树脂需求高增

1.1 光伏需求：成本降低，渗透率提升，光伏景气开启

- 全球平均光伏成本快速下降，平价区域增加。2019 年，全球光伏平均建造成本为 995 USD/kW，同降 18%，全球 LCOE 均值 0.068 USD/kWh，已经低于欧洲 27 国工业电价（0.102-0.301 USD/kWh）和居民电价（0.115-0.382 USD/kWh）。

图表 1：历年光伏组件成本构成（USD/W）及光伏 LCOE（USD/kWh）



来源：ITRPV，IREN，中泰证券研究所

- 碳中和开启新能源 40 年发展周期。中国在 2020 年 9 月 22 日向联合国大会宣布，努力在 2060 实现碳中和，并采取“更有力的政策和措施”，在 2030 年之前达到排放峰值；2019 年 12 月欧盟委员会公布“绿色协议”，努力实现整个欧盟 2050 年净零排放目标；2020 年 9 月，美国总统候选人提出“清洁能源革命和环境正义的计划”，美国在 2050 年前实现净零排放目标；2020 年 10 月，日本政府表示将于 2050 年实现碳中和。至此，主要经济体全部制定了碳中和的目标，执行周期 30-40 年。

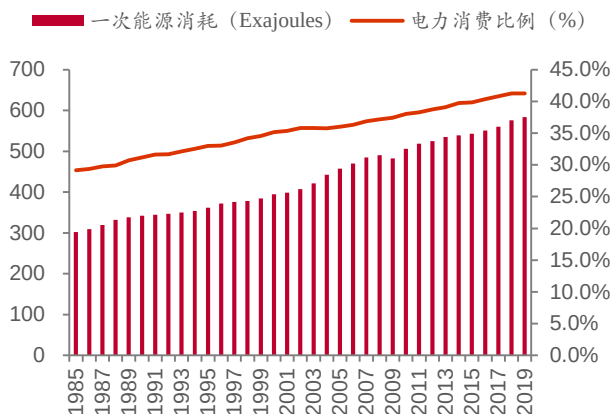
图表 2：全球主要地区 and 国家的碳排放目标

序号	国家和地区	碳排放目标	承诺性质	目标日期
1	中国	碳中和	政策宣示	2060 年
2	欧盟	碳中和	提交联合国	2050 年
3	美国	碳中和	当选总统宣言	2050 年
4	日本	碳中和	政策宣示	2050 年
5	南非	碳中和	政策宣示	2050 年
6	奥地利	碳中和	政策宣示	2040 年
7	不丹	目前碳负，发展过程碳中和	《巴黎协定》下自主减排方案	
8	美国加州	碳中和	行政命令	2045 年
9	加拿大	碳中和	政策宣示	2050 年
10	智利	碳中和	政策宣示	2050 年
11	哥斯达黎加	碳中和	提交联合国	2050 年
12	丹麦	碳中和	法律规定	2050 年
13	斐济	碳中和	提交联合国	2050 年
14	芬兰	碳中和	执政党联盟协议	2035 年
15	法国	碳中和	法律规定	2050 年
16	德国	碳中和	法律规定	2050 年
17	匈牙利	碳中和	法律规定	2050 年
18	冰岛	碳中和	政策宣示	2040 年
19	爱尔兰	碳中和	执政党联盟协议	2050 年
20	马绍尔群岛	碳中和	提交联合国的自主减排承诺	2050 年
21	新西兰	碳中和	法律规定	2050 年
22	挪威	30 国际抵消碳中和，50 国内碳中和	政策宣示	2050 年/2030 年
23	葡萄牙	碳中和	政策宣示	2050 年
24	新加坡	碳中和	提交联合国	本世纪后半叶
25	斯洛伐克	碳中和	提交联合国	2050 年
26	韩国	碳中和	政策宣示	2050 年
27	西班牙	碳中和	法律草案	2050 年
28	瑞典	碳中和	法律规定	2045 年
29	瑞士	碳中和	政策宣示	2050 年
30	英国	碳中和	法律规定	2050 年
31	乌拉圭	碳中和	《巴黎协定》下的自主减排承诺	2030 年

来源：BNEF 等，中泰证券研究所

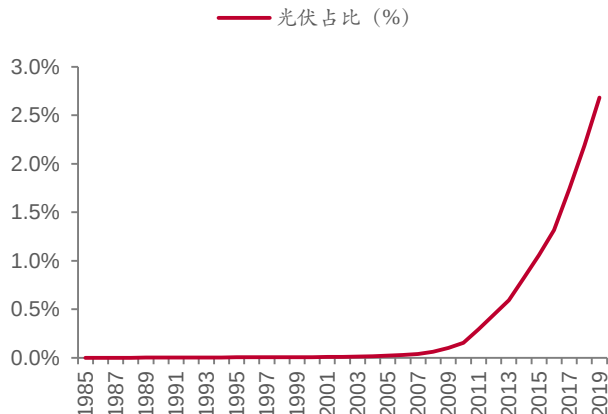
- **全球电气化趋势明显，能源转型成为全球共识，超级成长周期开启。**1985 年以来，全球一次能源消耗量 CAGR 为 2.0%，而全球电力消耗量 CAGR 为 3.0%。2019 年全球一次能源消耗量 583.9 EJ，其中电力消耗量 240.8 EJ（27004 TWH），电气化比例 41.2%，较 1985 年提高 12.1PCT，电气化趋势明显，全球用电量持续高增，在此过程中，主要经济体均制定碳中和计划，能源转型逐步成为全球共识，但 BP 数据显示 2019 年光伏、风电占全球发电量的比例也仅为 2.7%、5.3%，能源转型处于起步阶段，整体来看蛋糕变大，渗透率提升，新能源发电超级成长周期开启。

图表 3：1985 年以来全球电气化趋势明显



来源：BP，中泰证券研究所

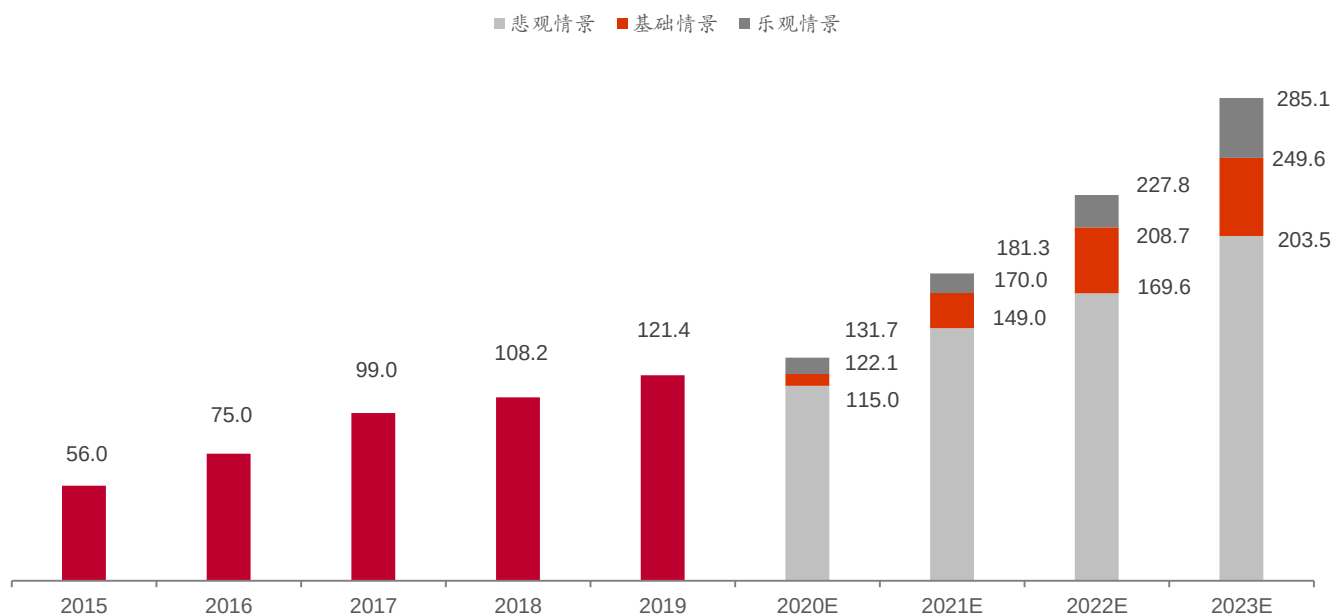
图表 4：1985 年以来光伏占全球发电量的比例



来源：BP，中泰证券研究所

- **全球需求持续增长。**考虑到光伏上网进入平价时代，我们预计 2021 年中国光伏需求或达 55GW，同增 37.5%。海外方面，产业链价格下滑，平价区域扩大，我们预计 2021 年海外需求同增 40%至 115GW。未来全球光伏需求将持续增长。

图表 5：2017-2023 年全球光伏需求展望 (GW)

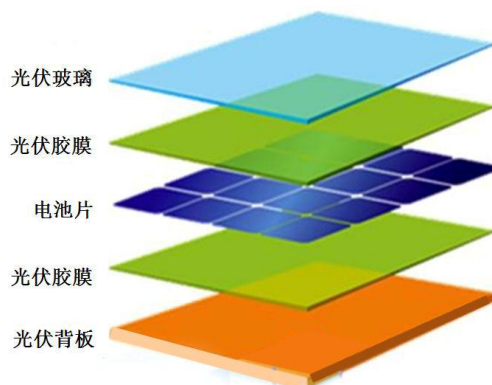


来源：中泰证券研究所测算

1.2 光伏 EVA 树脂需求：光伏景气，拉动原料光伏 EVA 树脂需求高增

- **各类型胶膜特点各异，适用场景不同。**在光伏组件生产中，胶膜放在钢化玻璃或背板与太阳能电池之间，用于封装并保护电池片。目前市场上胶膜类型包括透明 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜、POE 胶膜、共挤型胶膜等。透明 EVA 主要用于单面组件的正背面封装，由于技术成熟且成本低，目前仍在市场上占主导地位。白色 EVA 胶膜相比透明 EVA 胶膜具有更高的反射率，能够增大组件对太阳能光线的利用率，主要应用在单面发电光伏组件的背面，对于单玻和双玻组件可分别提升功率 1-3W 和 7-10W。POE 胶膜相比 EVA 胶膜有更高的水汽阻隔率，可以避免 PID 现象，能够有效提升双面组件的抗老化性能。

图表 6：单玻晶硅组件结构示意图



来源：福斯特招股说明书，中泰证券研究所

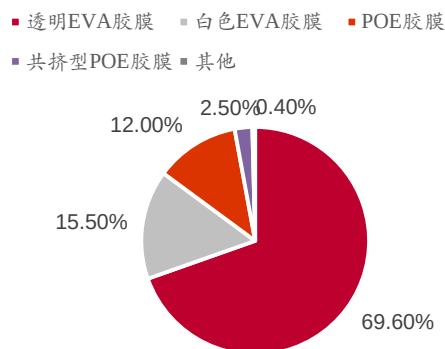
图表 7：不同类型胶膜特点对比

胶膜类型	图示	主要原料	优点	缺点	应用场景
透明 EVA 胶膜		EVA 树脂	技术成熟且成本低；满足封装材料透光、可粘接、耐紫外及高温等要求	反射性差；透水率高，易产生 PID 现象	普通单面组件正背面封装（对性能要求不高）
白色 EVA 胶膜		EVA 树脂	反射率高；抗水解、阻隔水汽、绝缘电气	价格高	单面组件背面封装
POE 胶膜		POE 树脂	优异的水汽阻隔性，抗 PID 性能，抗老化性能	价格高	单晶 PERC 双面、N 型电池组件，尤其是双玻组件

来源：海优新材招股说明书，公开资料，中泰证券研究所

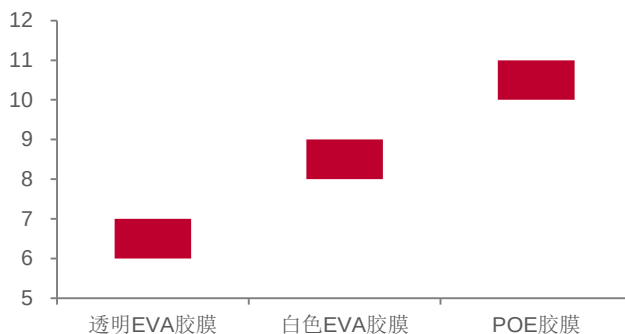
- **透明 EVA 胶膜主导市场。**根据 CPIA 数据，截至 2019 年底，透明 EVA 胶膜的市场占有率达到 69.6%，其次是白色 EVA 胶膜（15.5%）和 POE 胶膜（12.0%）。2019 年透明 EVA 胶膜的售价在 6-7 元/平米左右；白色 EVA 胶膜在 8-9 元/平米左右；POE 胶膜价格最高，在 10-11 元/平米左右。

图表 8：2019 年各类胶膜市场占有率



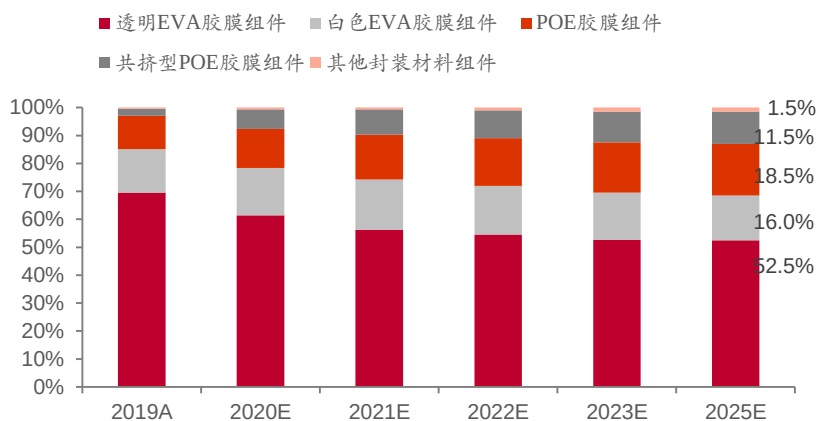
来源：CPIA，中泰证券研究所

图表 9：2019 年各类胶膜价格区间（元/平米）



来源：CPIA，中泰证券研究所

图表 10：2019-2025 各类型胶膜市场占有率发展趋势



来源：CPIA，中泰证券研究所

- **光伏装机增长将拉动胶膜需求量稳步增长。**电池封装是光伏产业链中的关键环节，光伏行业的快速发展将带动胶膜的需求上涨。我们预计全球新增光伏装机量将从 2019 年的 121.4GW 增加到 2023 年的 285.1GW。根据海优新材招股说明书，每 1GW 光伏组件大约消耗 1100 万平方米胶膜，我们预计 2023 年胶膜总需求将达到 31.36 亿平方米，其中透明 EVA 胶膜 16.50 亿平米、白色 EVA 胶膜 5.33 亿平米、POE 胶膜 5.64 亿平米。

图表 11：2020-2023 胶膜市场空间测算

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
光伏新增装机预测（GW）	121.4	131.7	181.3	227.8	285.1
单耗	1GW 组件消耗 1100 万平方米胶膜				
胶膜需求总计（亿平米）	13.35	14.49	19.94	25.06	31.36
透明 EVA 胶膜渗透率	69.6%	61.4%	56.3%	54.5%	52.6%
透明 EVA 胶膜需求（亿平米）	9.29	8.90	11.23	13.66	16.50
白色 EVA 胶膜渗透率	15.5%	17.0%	18.0%	17.5%	17.0%
白色 EVA 胶膜需求（亿平米）	2.07	2.46	3.59	4.39	5.33
POE 胶膜渗透率	12.0%	14.0%	16.0%	17.0%	18.0%
POE 胶膜需求（亿平米）	1.60	2.03	3.19	4.26	5.64

来源：中泰证券研究所测算，注：渗透率数据采用 CPIA 预计市占率数据

- **EVA 胶膜以 EVA 树脂为主要原料，市场空间大。**透明 EVA 胶膜和白色 EVA 胶膜均以 EVA 树脂为主要原料，根据预测，到 2023 年 EVA 胶膜需求量仍然保持较大规模，达到 21.83 亿平米，基于福斯特与海优新材公告信息，我们保守估计每亿平米 EVA 胶膜约消耗 4.5 万吨 EVA 树脂，从而预计 2023 年 EVA 树脂需求将达到 98.24 万吨，较 2020 年增加 92.2%。

图表 12：2020-2023EVA 树脂需求测算

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
透明 EVA 总需求（亿平米）	9.29	8.90	11.23	13.66	16.50
白色 EVA 总需求（亿平米）	2.07	2.46	3.59	4.39	5.33
EVA 胶膜总需求（亿平米）	11.36	11.36	14.82	18.04	21.83
EVA 树脂单耗（万吨/亿平方米）	4.50				
EVA 树脂需求量（万吨）	51.12	51.12	66.69	81.18	98.24

来源：中泰证券研究所测算

2、光伏 EVA 树脂行业特征：寡头垄断格局，供需缺口明显

2.1 行业趋势：光伏级 EVA 树脂产能稀缺，已成寡头垄断格局

- **EVA 树脂复盘：龙头变迁速度较慢，光伏级 EVA 树脂厂家稀缺。**2015 年之前，我国 EVA 树脂的生产装置均集中在中石化旗下。2015-2017 年，随着宁波台塑、联泓新科和斯尔邦石化陆续建成投产，打破了这一传统供应格局。2018-2020 年，国内几乎无新增产能，竞争格局较为稳定。目前国内大多数企业以生产中低端 EVA 树脂为主，高 VA 含量的 EVA 仍然存在缺口，国内光伏级 EVA 生产厂家仅包括斯尔邦、联泓和宁波台塑。其他企业如华美聚合自 16 年战略调整后全线生产 LDPE，扬子巴斯夫自 2020 年才开始试产光伏级 EVA 树脂。EVA 树脂，尤其是光伏级高端 EVA 树脂，存在明显的先发优势。

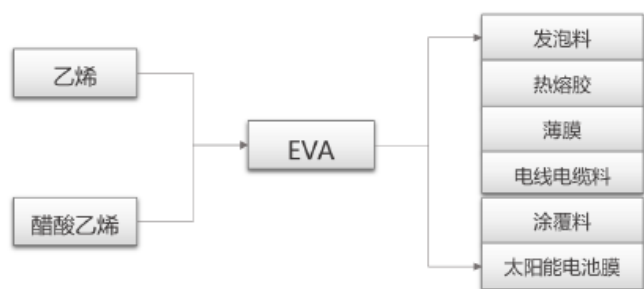
图表 13：近 6 年我国 EVA 树脂生产主要厂家

2014	2017	2019
燕山石化	斯尔邦石化	斯尔邦石化*
中石油大庆石油化工	燕山石化	燕山石化
扬子巴斯夫	扬子巴斯夫	扬子巴斯夫
中石化上海石油化工	联泓新科	联泓新科*
北京华美聚合	宁波台塑	宁波台塑*
北京有机	北京华美聚合	北京华美聚合
	北京有机	北京有机

来源：公开资料，中泰证券研究所，注：*代表能够生产光伏级 EVA

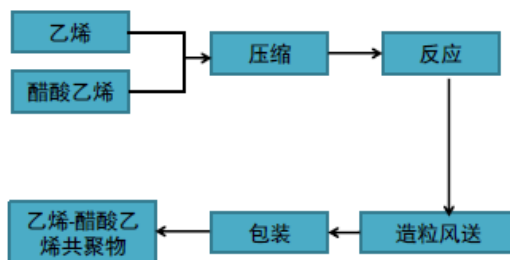
- **光伏 EVA 树脂具有先发优势原因之一：技术难度较高，且获取专利较困难。**EVA 生产为超高压工艺，工艺复杂，设备维护难度大，需要长期积累技术经验才能提高运转效率。传统的投资低、能耗低的管式法单程转化率为 25%-35%，适用于低端含量 EVA（VA 含量<30%）的生产，如发泡料、电缆料等。釜式法单程转化率为 10%-20%，主要用于生产较高端的 EVA（VA 含量<40%）。而目前釜式法工艺技术专利仅掌握在极少数企业当中，技术垄断性强，特别是高压釜式法技术已限制对外许可使用。因此，较高的技术准入门槛决定了已有企业有明显优势。

图表 14：EVA 行业全产业链



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 15：EVA 生产工艺流程



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 16: 不同 VA 含量 EVA 产品主要用途

VA 含量 (%)	最终应用	一般性质
1%-6%	常用膜 (烘烤食品袋、冷冻食品袋、冰袋、尿布包装袋等)	韧性、透明性好
6%-15%	农膜、吹塑、挤出层压膜、泡沫模塑成型、注塑、拉伸包装、电线电缆	良好的冲击强度、低温性能、拉伸性能
15%-20%	粘合剂、涂层、挤出发泡鞋材	耐应力开裂性较好、低温性能好、机械强度欠缺
20%-40%	热熔胶、地毯背衬、光伏胶膜	快速粘结性能好

来源: 前瞻产业研究院, 中泰证券研究所

- **光伏 EVA 树脂具有先发优势原因之二: 重资产投资, 存在较高资金壁垒。** EVA 树脂生产除了技术壁垒较高之外, 投资强度大也是另一个壁垒。EVA 装置绝大部分为超高压设备, 技术含量高, 生产厂家少, 维护成本高。且釜式法装置相比管式法装置投资额更高。中国能源报报道, 扬子巴斯夫 2020 年 6 月建成的产能 10 万吨/年 EVA 装置的总投资额高达 14.5 亿元。面对高昂的初始建设成本以及较长的建设周期, 企业必须拥有强大的资金实力。

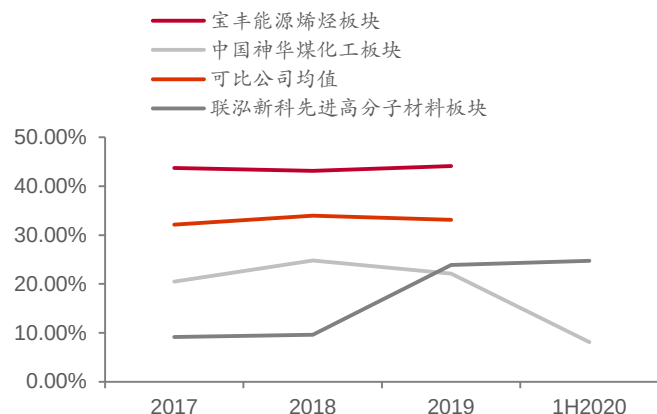
图表 17: 管式法与釜式法比较

	管式法	釜式法
分子显微结构	星状	梳状
分子量分布	窄	宽
支链分布	少而不规则	多而均匀
分子结构	长支链少	长支链多
特性	机械强度好	弹性好
VA 含量	<30%	<40%
投资	低	高
代表企业	扬子巴斯夫、燕山石化	联泓新科

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

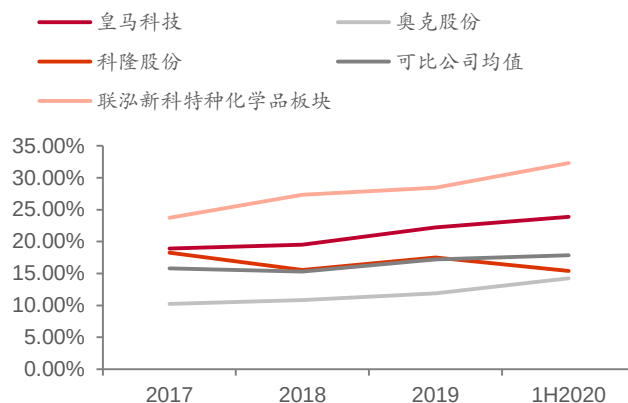
- **技术工艺难度高、资产重、建设周期长, 国内光伏 EVA 企业稳态竞争格局呈现寡头格局, 稳态毛利率较高。** 由于技术工艺难度高、专利难获取、投资强度大、建设调试周期长, EVA 树脂属于技术和资本双重密集行业, 具有先发优势, 这导致行业稳态竞争呈现寡头格局。目前国内 EVA 对外依存度较高, 国内仅有少数公司生产 EVA 树脂, 而其中只有联泓新科、斯尔邦石化以及宁波台塑能够稳定供应光伏级 EVA, 招股说明书显示, 2019 年三家份额分别为 5.92%、5.44%、5.35%。在先进高分子材料板块和特种化学品板块分别选取产品属性、下游应用领域及客户群体相似、具有较高知名度和竞争力的公司作为可比公司。在两个板块, 相较于可比公司近三年较稳定的状态, 联泓新科的毛利率均有显著的提升。

图表 18: 17-1H20 先进高分子材料主要公司毛利率



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 19: 17-1H20 特种化学品主要公司毛利率

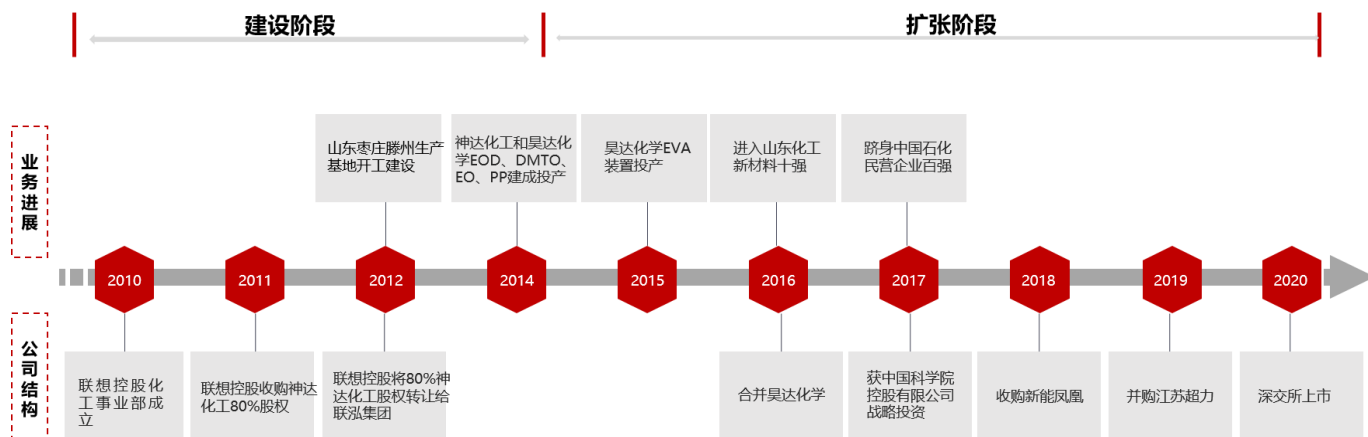


来源：招股说明书，中泰证券研究所

2.2 公司机遇：产能扩张，先发优势渐显

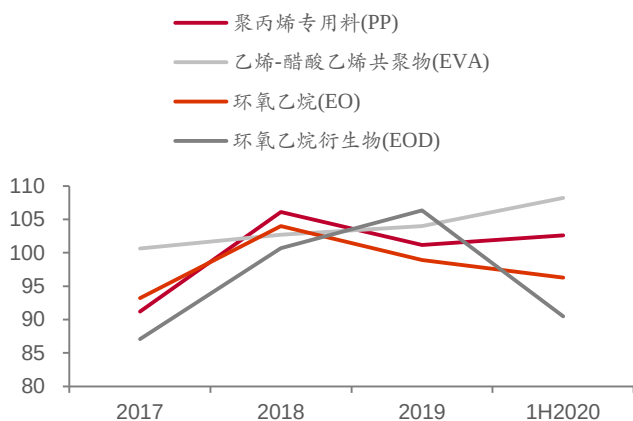
- **专注甲醇制烯烃产业链深加工。**公司始于 2010 年联想控股成立的化工事业部。2011 年收购神达化工，主营业务为甲醇制烯烃及聚丙烯的生产、销售。2016 年神达化工吸收合并下游主营业务为乙烯深加工的昊达化学，整体变更为联泓新科，生产和经营的主要产品为聚丙烯专用料（PP）、乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）、环氧乙烷（EO）及其衍生物（EOD）。公司从 2012 年开始建设滕州生产基地，2014 年装置建成投产，其中 DMT0 装置建设以 15 个月的建设时间创造了行业最快建成投产记录。公司自 2015 年开始不断扩张产能，2018-2019 年陆续收购新能凤凰与江苏超力，其产业布局不断延伸。

图表 20: 公司架构及业务发展历程

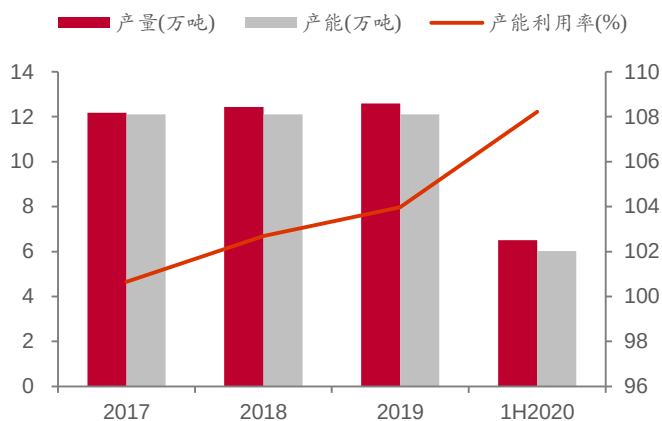


来源：招股说明书，中泰证券研究所

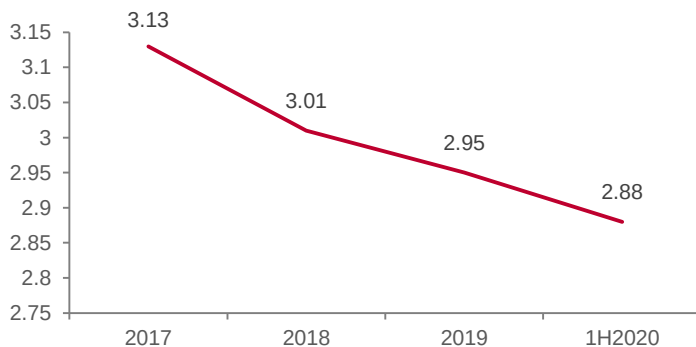
- **技术吸收能力强，产能利用率高，单耗快速下降。**公司五大生产装置均采用国际一流的工艺技术，并有效掌握应用与消化吸收。公司实行“联动生产”的模式，生产装置可以根据每个产品的实际销售情况在各个产品间进行调节，实现最优化生产。公司 EVA 产能基本处于饱和状态，2017 年以来产能利用率均超过 100%。同时，EVA 也是公司多种产品中产能利用率最高的产品，体现了相对优势。近年来 DMTO 装置通过采取使用新型催化剂、技术改造等措施，乙烯、丙烯的甲醇单耗趋于降低，从 2017 的 3.13 降至 1H2020 的 2.88，装置竞争力持续提高。

图表 21：各类产品产能利用率 (%)


来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 22：EVA 产量、产能及产能利用率


来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 23：DMTO 装置甲醇单耗 (万吨)


来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **装置不断改造升级，产能进一步扩张。**国内现有 EVA 产能尚无法满足市场需求，公司招股说明书中已披露三个技术装备改造升级项目。公司计划引进 OCC 技术提升副产品碳四碳五的年加工能力，进一步降低甲醇单耗，此项目预计能使碳四碳五产品的年加工能力到达 10 万吨。此外，公司的 EVA 装置管式尾技术升级改造计划对现有 EVA 装置机组和系统进行改进和优化，从而提升高 VA 含量产品的产能及生产稳定性，该项目预计提高 EVA 年生产能力 1.8 万吨。

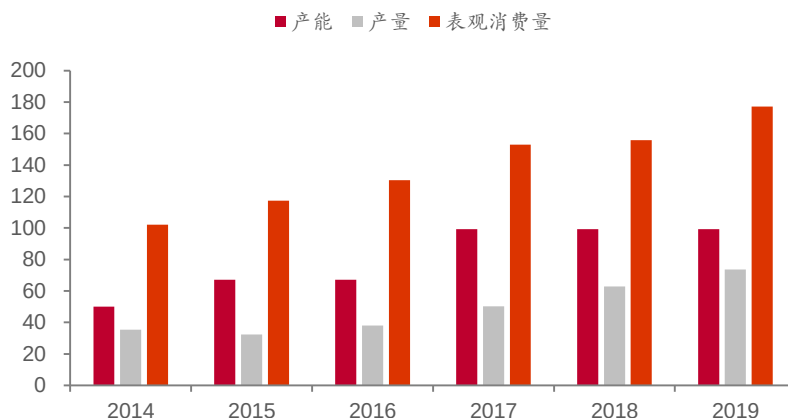
图表 24：公司 3 个技术装备改造升级项目

项目名称	项目投资额	建设/投产周期	税前 IRR	项目预计成效
10 万吨/年副产碳四碳五综合利用及烯烃分离系统配套技术改造 项目	34,404.50 万元	建设期为 2 年，建设 期第 3 年开始部分投 产，第 4 年完全达产	20.59%	达产后本项目副产 碳四碳五产品的年 加工能力将达到 10 万吨
EVA 装置管式尾技术升级改造项 目	25,451.66 万元	建设期为 2 年，第 3 年投产，当年完全达 产	18.93%	达产后本项目乙烯 -醋酸乙烯产品的 年生产能力将增加 1.8 万吨
6.5 万吨/年特种精细化学品项目	32,910.18 万元	建设期为 2 年，建设 期第 2 年开始部分投 产，第 3 年完全达产	28.69%	达产后本项目特种 精细化学品的年生 产能力将达到 6.5 万吨

来源：招股说明书，中泰证券研究所

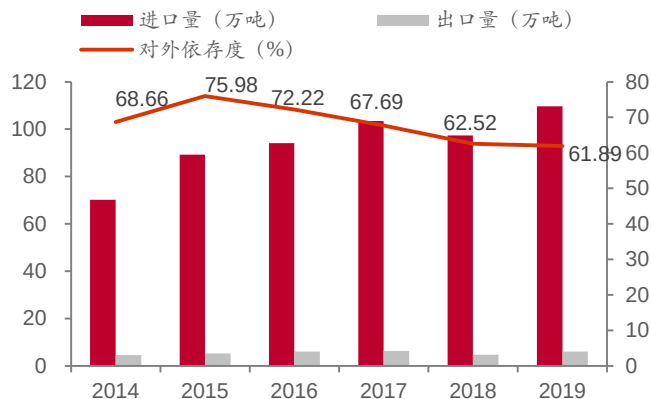
2.3 中期机会：EVA 树脂扩产周期长，存在供需错配机会

- **国内 EVA 产量攀升，但仍存在较大供需缺口。**根据金联创资讯统计，2014-2019 年国内 EVA 产能从 50.00 万吨/年增加到 99.30 万吨/年，GAGR 达 14.71%，但 2018-2020 年国内都没有新增产能。2014-2019 年国内产量从 35.27 万吨增加到 73.70 万吨，GAGR 为 15.88%。尽管产量连年攀升，国内仍存在较大的供需缺口。我国 EVA 消费的进口依存仍然维持较高水平，出口量非常小。因此，基于短期内国内 EVA 仍无法自给自足的现状，公司可瞄准国内市场的供需缺口提供的机遇。

图表 25：历年中国 EVA 产能、产量与表观消费量（万吨）


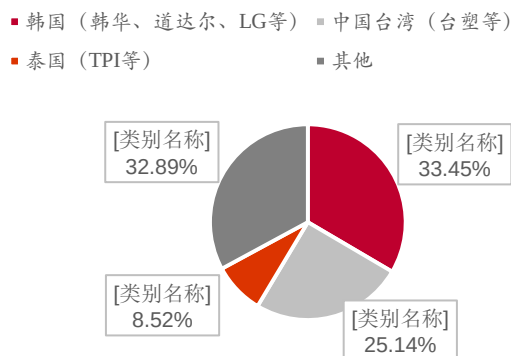
来源：金联创资讯，中泰证券研究所

图表 26: 历年中国 EVA 进出口情况



来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

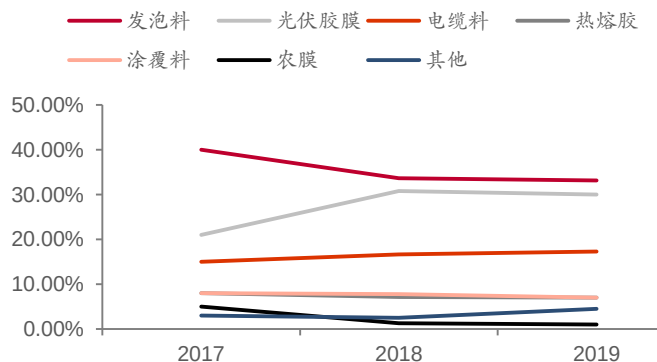
图表 27: 2019 年 EVA 进口主要国家情况



来源: 智研咨询, 中泰证券研究所

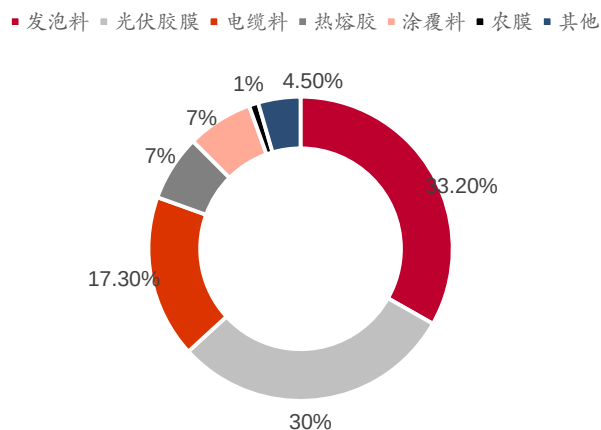
- 光伏胶膜对光伏 EVA 树脂需求持续增长, 国内产能短缺或持续至 2024 年。2008 年以前, 我国 EVA 树脂主要应用于发泡料, 占到 60% 的消费量。但随着发泡料市场需求接近饱和, 消费占比连年下降, 2010 年降至 50% 左右, 2015 年进一步降至 45% 左右。近两年随着我国太阳能电池、电线电缆、热熔胶等领域蓬勃发展, 我国 EVA 树脂消费结构正发生显著变化, 其中光伏胶膜对 EVA 树脂的需求占比显著提升, 在 2019 年达到了 30%。2019 年国内 EVA 光伏料产量共计 13.4 万吨, 而消费量达到 53.19 万吨, 造成 39.79 万吨缺口, 且由于近两年缺少新增产能, 这一缺口预计到 2024 年仍然存在。

图表 28: 近三年我国 EVA 下游需求结构



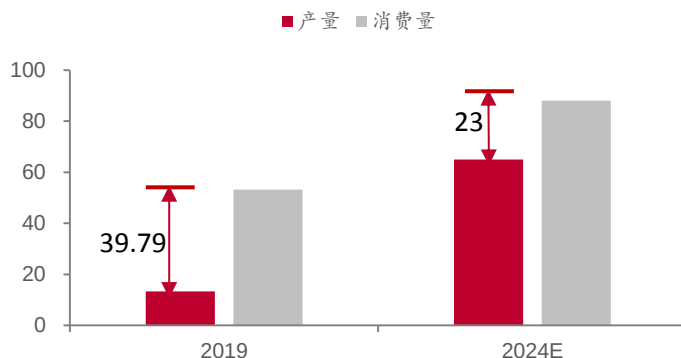
来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

图表 29: 2019 我国 EVA 下游需求结构



来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

图表 30：中国光伏 EVA 树脂未来持续短缺（万吨）



来源：金联创资讯，中泰证券研究所

- **EVA 装置建设调试周期较长。**虽然近两年国内公司都有 EVA 产能扩张计划，但装备的建成或升级耗时较长。建设期间需要经过技术许可获取、设计、设备采购、土建施工、设备及管道安装、机械安装调试、试运行等一系列过程，整个建设过程通常耗时 2 年左右。此外，EVA 装置调试周期较长，金联创报道，2020 年，中化泉州石化、扬子石化、延长中煤榆林二期、中科炼化这四套装置均已完成中交，但开车时间继续延后，2021 年开车时间主要受装置调试进度的影响。

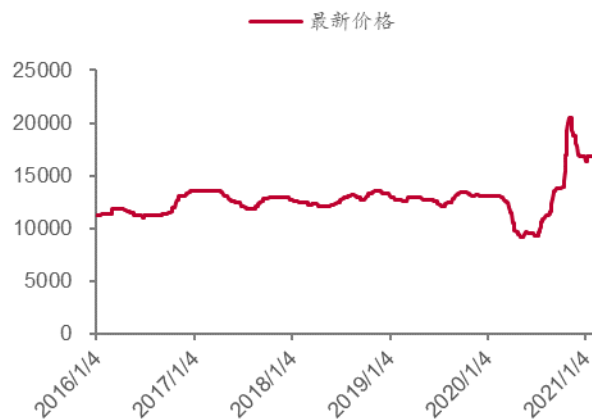
图表 31：2021-2023 我国预计新增 EVA 产能统计

企业名称	规划产能	预计投产时间	技术	技术提供商
扬子石化	10	2021 年	釜式	巴塞尔
中化泉州石化	10	2021 年	釜式	埃克森
延长中煤榆林能化	30	2021 年	管式	巴塞尔
茂湛一体化	10	2021 年	釜式	巴塞尔
古雷炼化一体化	30	2021 年	管式	巴塞尔
新疆天利高新	20	2022 年	管式	巴塞尔
浙江石化	10	2022 年	釜式	巴塞尔
宁夏宝丰	25	2023 年	管式	巴塞尔
裕龙岛	20	2023 年	釜式	未定
裕龙岛	40	2023 年	管式	未定

来源：卓创资讯，中泰证券研究所

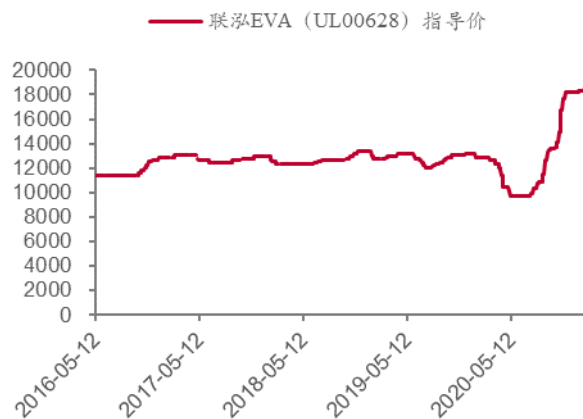
- **需求将迎来旺季，EVA 树脂价格将进入上涨周期。**自 2016 年以来，EVA 价格基本在合理范围内波动。2016-2017 年宁波台塑及斯尔邦的投产导致价格波动比较大。18-19 年无新增产能，国内供应量较稳定，价格波动不大。2020 年上半年受卫生公共安全事件及原油价格战影响，EVA 价格急速下滑，不少企业停车减产；下半年需求复苏，由于产量不足，供需矛盾进一步凸显，价格正加速上涨。具体到光伏级 EVA 树脂来看，当前光伏需求相对是淡季，价格坚挺，随着光伏旺季到来，光伏 EVA 树脂价格将大幅上涨。

图表 32: 2016 年以来 EVA 行业价格 (元/吨)



来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

图表 33: 2021 年 VA28 含量价格持续坚挺 (元/吨)

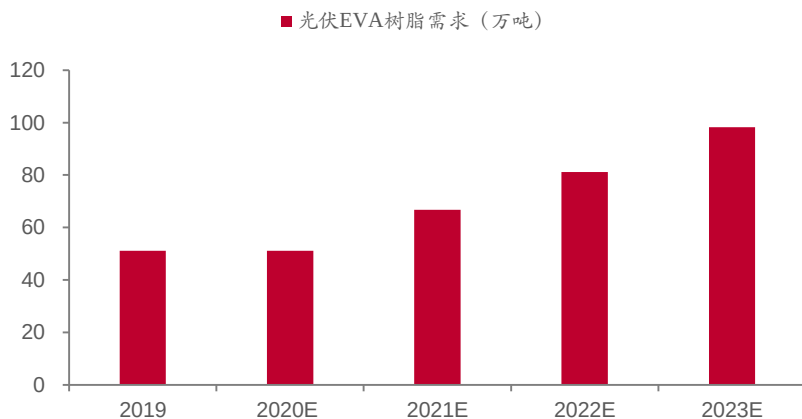


来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

2.4 长期机会: 光伏高景气打开空间, 国产替代引领公司快速成长

- **光伏高景气带来光伏 EVA 树脂需求高增。**电气化趋势下, 全球用电量持续高增, 在此过程中, 主要经济体均制定碳中和计划, 能源转型逐步成为全球共识, 但能源转型处于起步阶段, 新能源发电 (光伏是主要形式) 30-40 年的超级成长周期开启。在此过程中我们预计 2023 年光伏 EVA 树脂需求将达到 98.24 万吨, 较 2020 年增加 92.2%。

图表 34: 2023 年光伏 EVA 树脂较 2020 年增加 92.2%

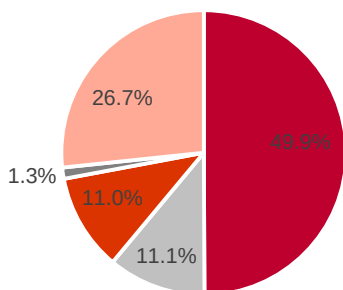


来源: 中泰证券研究所测算

- **国产替代引领公司快速成长。**光伏 EVA 胶膜几乎所有产能都集中在国内, 而目前 EVA 树脂 62% 来自进口, 光伏 EVA 等高端产品进口比例更高, 未来光伏 EVA 树脂将开展大幅度国产替代。目前国内生产光伏级 EVA 树脂的公司仅有三家, 公司产品质量也已经获得了国内胶膜龙头的认可, 或将成为国产化替代的龙头, 快速成长。

图表 35: 2019 年全球光伏胶膜生产企业集中在中国

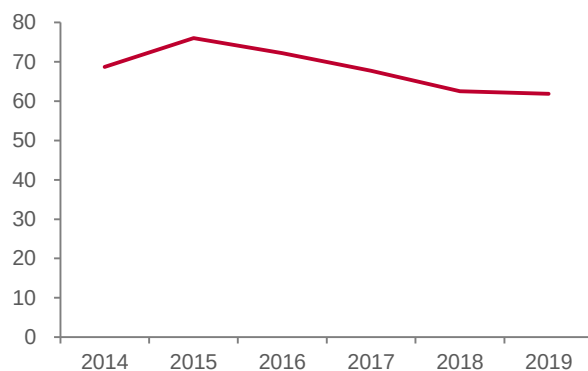
■ 福斯特 ■ 海优新材 ■ 东方日升 ■ 上海天洋 ■ 其他



来源: 海优新材招股说明书, 中泰证券研究所

图表 36: 2019 年中国 EVA 树脂 62%来自进口

— 对外依存度 (%)



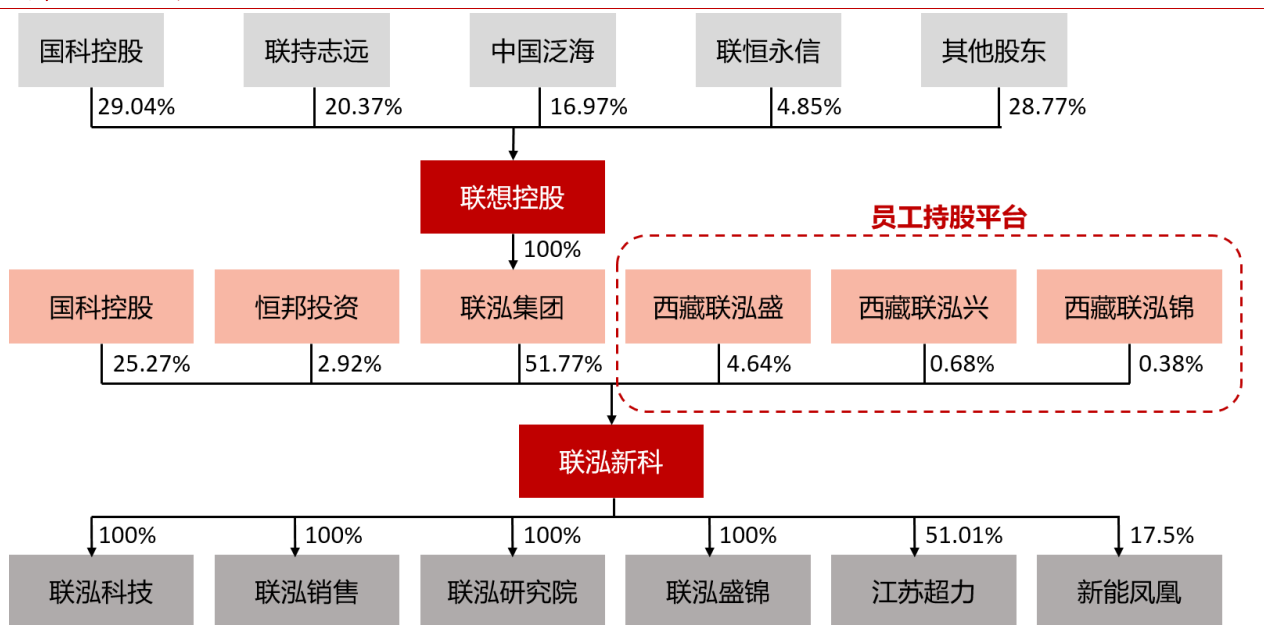
来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

3、公司战略及其他业务：全球领先的新材料企业

3.1 公司战略：打造国际影响力的新材料企业

- **联泓集团为第一大控股股东，无实际控制人。**联泓集团持有公司 51.77% 股份，为公司第一大股东。由于联想控股无实控人，公司当前也无实控人。国科控股为公司战略投资者，直接持有公司 25.27% 股权，同时通过联想控股持有联泓集团 29.04% 股权，因此实质上为公司第二大股东，能够为公司发展带来强力技术端支持。西藏联泓盛、联泓兴、联泓锦为三个员工持股平台，三个平台分别持有公司 4.64%、0.68%、0.38% 的股权。在产业上下游参股方面，公司拥有上游甲醇原材料公司新能凤凰 17.5% 股权（已公告拟收购剩余股权），拥有下游聚羧酸减水剂公司江苏超力 51.01% 股权。

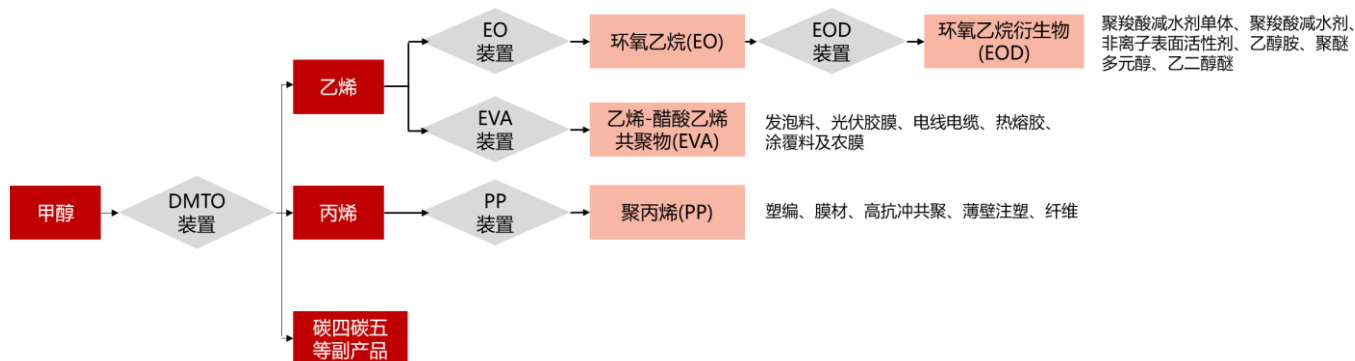
图表 37：公司股权结构



来源：招股说明书，wind，中泰证券研究所，注：截至 2020 年底

- **具有国际影响力的新材料企业。**公司是一家从事先进高分子材料及特种化学品的研发、生产与销售的高新技术企业。经过多年不断发展，公司现已建成了独特的甲醇制烯烃深加工产业链，包括“甲醇-丙烯-聚丙烯专用料”、“甲醇-乙烯-乙烯-醋酸乙烯共聚物高端料”、“甲醇-乙烯-环氧乙烷-环氧乙烷衍生物”等三条子产业链，运行有甲醇制烯烃（DMTO）、乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）、聚丙烯（PP）、环氧乙烷（EO）、环氧乙烷衍生物（EOD）等多套先进装置，生产运营水平处于行业领先地位。公司将抓住我国化工产业结构升级和下游产品消费升级的历史性机遇，依托公司多年来在细分行业积累的工艺技术、产业布局、运营管理、研发创新、区位及品牌等优势，坚持“创新驱动+运营提升”的发展模式，专注于先进高分子材料和特种化学品方向，不断增强自主创新能力，培育和提升核心竞争力，致力于成为具有国际影响力的新材料企业。

图表 38：公司目前产业布局



来源：招股说明书，中泰证券研究所

3.2 聚丙烯（PP）业务：专注高端薄壁注塑领域

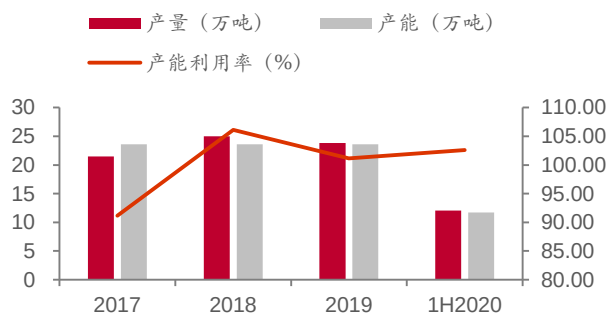
- 公司专注于薄壁注塑领域，以 25.10%市场占有率位居国内第一。聚丙烯专用料是公司目前最大的营收来源，1H2020 其营收占到公司主营业务收入的 32.12%。2018 年受油价上涨及外卖餐盒需求增多的驱动，公司的 PP 业务从以拉丝料为主调整为附加值更高的薄壁注塑专用料。公司聚丙烯专用料产品采用国际领先的 Unipol 工艺生产，2018 年以来产能利用率保持在 100%以上，并配备完善的销售渠道和网络，目前公司是国内最大的薄壁注塑聚丙烯专用料供应商之一，2019 年市场占有率为 25.10%，稳居行业第一。

图表 39：公司 PP 主要产品

产品牌号/系列	主要用途
PPH-M600X/PPR-M600	用于高端一次性餐盒、薄壁容器、食品和文具包装以及汽车家电部件制造
PPR-M700	用于高端一次性奶茶杯、饮料包装、餐盒及高端食品的包装制造

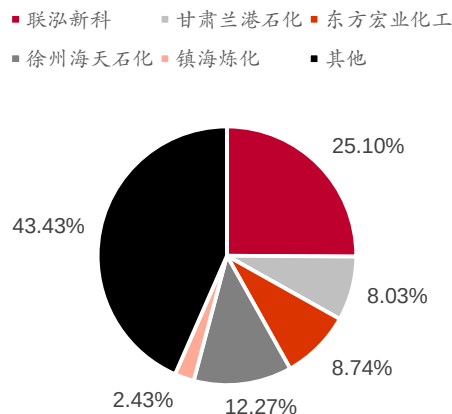
来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 40：公司 PP 产量、产能及产能利用率情况



来源：招股说明书，中泰证券研究所

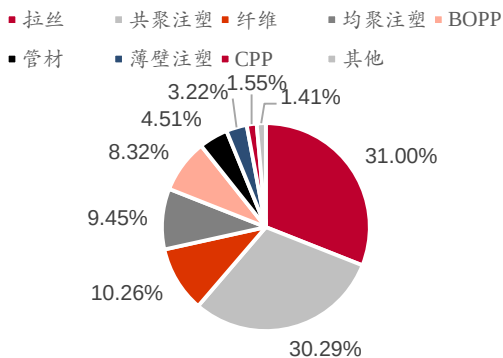
图表 41：2019 年我国 PP 薄壁注塑市场



来源：金联创资讯，中泰证券研究所

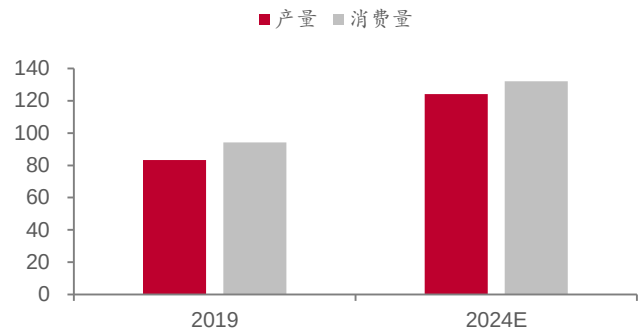
- **薄壁注塑市场供需偏紧，一次性餐盒需求高速增长。**目前薄壁注塑属于聚丙烯行业的小众领域，2019 年其消费量仅占聚丙烯总消费量的 3.22%，但发展迅速。公司的聚丙烯主要用于下游一次性餐盒和奶茶杯等的生产制造。近年来快餐、外卖行业对于一次性餐盒的需求迅猛增长，带动薄壁注塑市场的发展。根据金联创预计，预计从 2019 年到 2024 年，薄壁注塑产量将从 83.91 万吨增长至 124 万吨，消费量将从 94.15 万吨增长至 132 万吨，且预计供需缺口将持续存在。

图表 42：2019 年我国 PP 下游需求结构



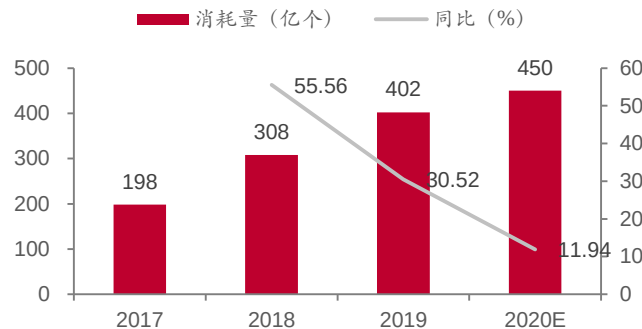
来源：金联创资讯，中泰证券研究所

图表 43：19-24 我国 PP 薄壁注塑市场供需缺口(万吨)



来源：金联创资讯，中泰证券研究所

图表 44：2017-2020 我国一次性塑料餐盒市场规模



来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

- **公司持续扩张产能，下游产品多样化发展。**根据公司招股说明书，公司计划投入 1.86 亿元建设“聚丙烯装置二反技术改造项目”，预计达产后 PP 产能得到进一步提升。

3.3 乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）业务：聚焦线缆料与光伏料高端市场

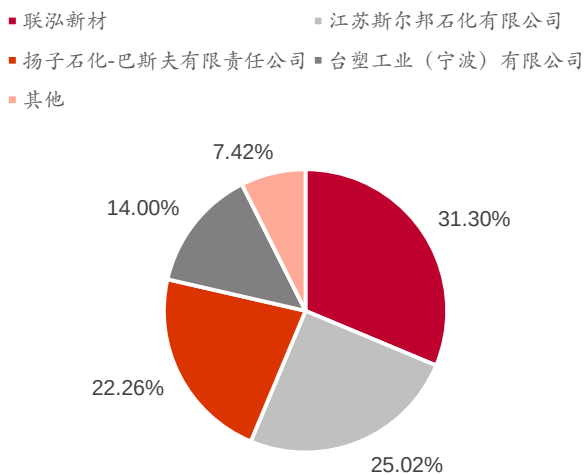
- 公司聚焦高端 EVA 产品，以线缆料和光伏料为主要产品。公司乙烯-醋酸乙烯共聚物产品采用国际领先的 ExxonMobil 釜式法工艺生产，产品聚焦于高附加值的高端产品，目前以 28%VA 含量的线缆料与光伏料为主要产品。2019 年公司 EVA 线缆料和光伏料在国内市场的占有率分别为 31.30%和 5.92%，均位列国内企业第一。线缆料主要用作高压电力电缆半导体屏蔽料、热塑型与交联型阻燃料、隔氧层料以及改性聚乙烯护套等；光伏料主要用于生产光伏胶膜。

图表 45：公司 EVA 主要产品

产品牌号/系列	主要用途
FL02528	用于光伏电池用胶膜、玻璃夹胶膜、热熔胶生产
UL00428	用于低烟无卤线缆料、高档运动鞋中底、光伏胶膜（白膜）生产
UL00628	用于线缆料、拖鞋、运动鞋鞋底、光伏胶膜（白膜）生产

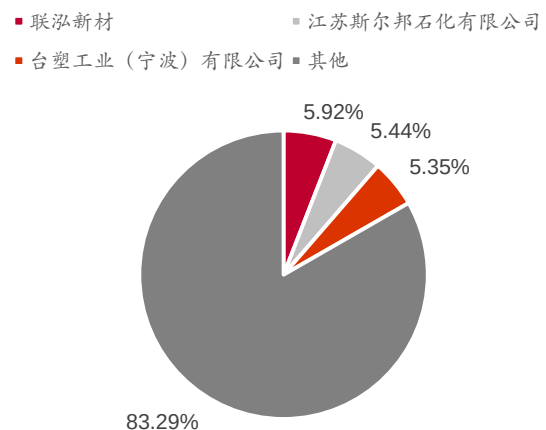
来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 46：2019 年我国线缆料市场占有情况



来源：招股说明书，中泰证券研究所

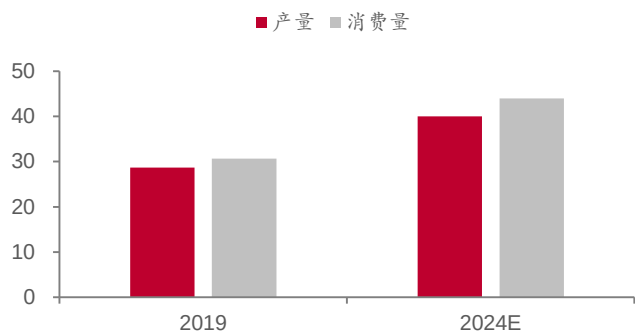
图表 47：2019 年我国光伏料市场占有情况



来源：招股说明书，中泰证券研究所

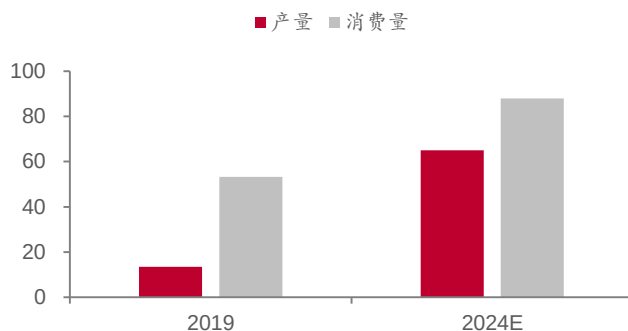
- 我国高端 EVA 供需矛盾突出。目前中国乙烯-醋酸乙烯共聚物产品供应主要集中在发泡料、普通线缆料等中低端产品，高 VA 含量、高熔融指数的高端产品供应不足，绝大部分依赖进口。2019 年我国线缆料和光伏料的消费量分别为 30.67/53.19 万吨，而产量仅为 28.68/13.4 万吨，且预计这一缺口到 2024 年持续存在。在光伏料方面，光伏行业未来将持续高速发展，光伏胶膜需求量不断上涨，成为乙烯-醋酸乙烯共聚物下游需求的主要增长点。在线缆料方面，随着中国高铁、机场、地铁等重点工程的建设，以及“一带一路”战略、供给侧改革等利好政策的支持，中国电缆需求将迅速放大。

图表 48: 2019-2024 年我国电缆料供需缺口 (万吨)



来源: 金联创资讯, 中泰证券研究所

图表 49: 2019-2024 年我国光伏料供需缺口 (万吨)



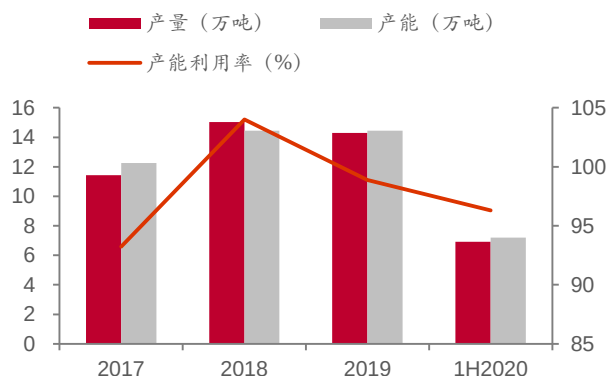
来源: 金联创资讯, 中泰证券研究所

- **公司升级改造 EVA 装置, 提升高端 EVA 生产能力。**公司拟投入 2.55 亿元建设“EVA 装置管式尾技术升级改造项目”。项目计划对现有 EVA 装置机组和系统进行改进和优化, 从而提升高 VA 含量产品的产能及生产稳定性, 该项目预计提高 EVA 年生产能力 1.8 万吨。

3.4 环氧乙烷 (EO) 及衍生物 (EOD): 技术领先, 向下延伸产业链

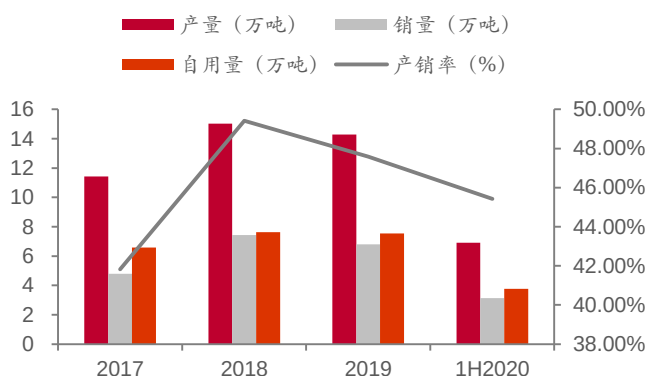
- **环氧乙烷存在区位优势, 2019 年市占率为 3.12%。**公司环氧乙烷产品采用先进的乙烯直接氧化工艺。公司 2019 年产量达 14.29 万吨, 产能利用率为 98.89%。公司将生产的部分 EO 作为 EOD 装置原料, 除此之外全部外售。由于不易长途运输, EO 销售具有较强的地域性。目前公司所处的山东省及邻近的河北、河南等省份无其他 EO 在产产能, 公司具有明显的区域优势。公司 2019 年在山东省的 EO 销量超过 4 万吨, 约占山东市场份额的 40%。

图表 50: 近三年公司 EO 产量、产能与产能利用率



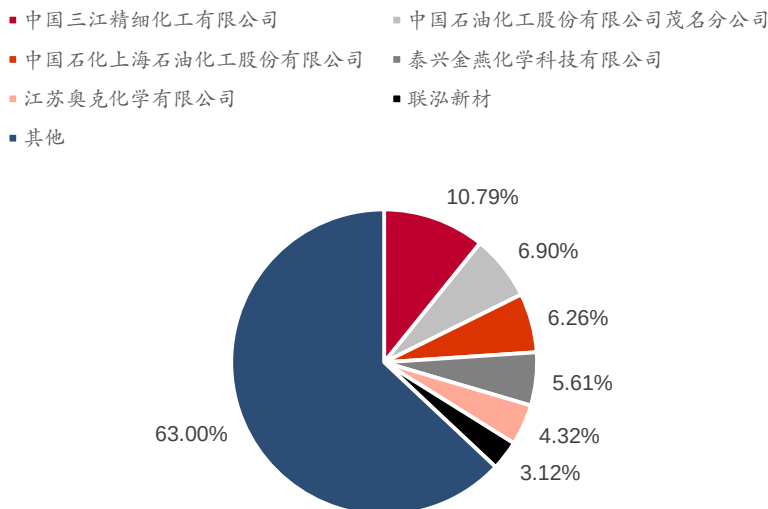
来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 51: 近三年公司 EO 产销情况



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

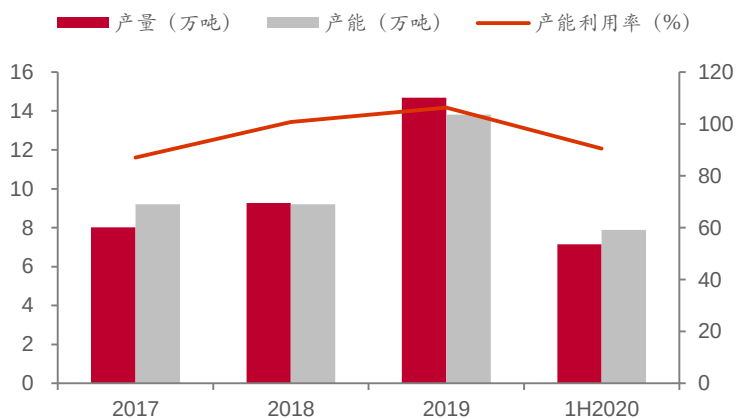
图表 52: 2019 年我国 EO 市场占有率情况



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

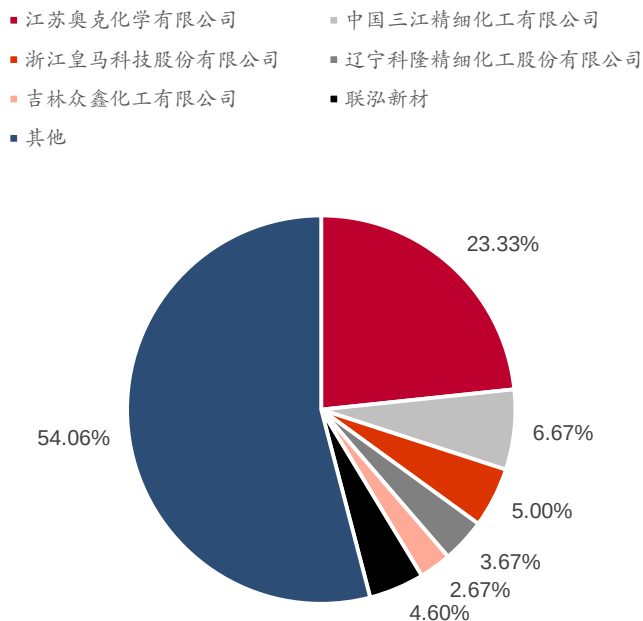
- **环氧乙烷衍生物技术领先, 2019 年市占率为 4.60%。**公司环氧乙烷衍生物采用国际领先的烷氧基化生产工艺, 产品聚焦非离子表面活性剂、聚醚单体、聚羧酸减水剂等下游应用前景广阔的方向。2019 年公司 EOD 产量达到 14.68 万吨, 产能利用率为 106.33%。2019 年公司环氧乙烷衍生物的市场占有率为 4.60%。

图表 53: 近三年公司 EOD 产量、产能与产能利用率



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 54：2019 年我国 EOD 市场占有率情况



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **并购下游减水剂公司江苏超力，升级 EOD 生产线。**公司环氧乙烷衍生物产品的减水剂大单体主要供下游生产聚羧酸减水剂。江苏超力主要从事建筑材料及建工建材用特殊化学助剂的技术研发、生产和销售，利用减水剂大单体生产聚羧酸减水剂，目前拥有 20 万吨减水剂产能。为了向下延伸产业链，形成良好协同效应，公司于 2019 年 3 月并购江苏超力 51.01% 股权，丰富了产品结构，优化业务布局。同时，为了满足差异化、高端产品的生产需要，公司拟投资 3.29 亿元开展 6.5 万吨/年特种精细化学品项目，达产后可进一步扩大高端特种表面活性剂和聚醚产品的种类及在公司产品中的占比，提升公司市场竞争力和整体盈利水平。

图表 55：公司 EOD 产品分类

产品类型	产品牌号/系列	主要用途
环氧乙烷衍生物-非离子表面活性剂	IP系列	作为渗透剂用于纺织、皮革、清洗、农化等领域
	IT系列	作为乳化剂、清洗剂用于纺织、皮革、乳液、清洗、农化等领域
	IPL系列	作为乳化剂、脱脂剂用于纺织、皮革、清洗等领域
	FCB系列	作为低泡渗透剂用于纺织、皮革、清洗等领域
	CEO系列	作为除油、乳化剂用于纺织、清洗、金属加工等领域
环氧乙烷衍生物-减水剂聚醚单体	WR6251	用于减水型聚羧酸减水剂产品的生产
	SR7302	用于保坍型聚羧酸减水剂产品的生产
	ES9201	用于早强型聚羧酸减水剂产品的生产
环氧乙烷衍生物-聚羧酸减水剂	CPA-A 聚羧酸高性能减水剂（早强型）	用于有早强要求的混凝土
	CPA-S 聚羧酸高性能减水剂（标准型）	用于各种强度各种要求的混凝土
	CPA-R 聚羧酸高性能减水剂（缓凝型）	用于有缓凝要求的各种混凝土
	CPA-1 聚羧酸缓凝高效减水剂	用于有缓凝要求的普通混凝土
	CNF-3 引气缓凝高效减水剂	用于公路水泥混凝土路面
	CNF-R 防水剂	用于抗渗、高防裂的混凝土

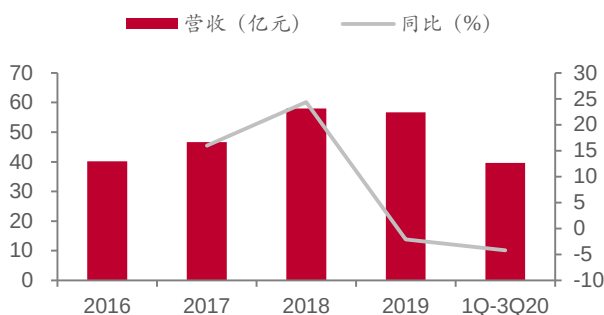
来源：招股说明书，中泰证券研究所

4、公司业务：盈利能力改善，光伏 EVA 树脂值得期待

4.1 财务状况：营收和利润稳步提升

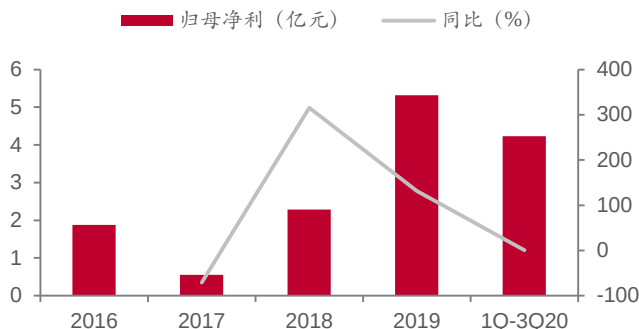
- **营收规模与盈利能力稳步提升。**自 2016 年合并昊达化学以来，公司营收规模不断扩大，2019 年营收达到 56.74 亿元。同时，公司的盈利能力不断提升，2019 年归母净利达到 5.32 亿元，2017 年净利较低主要是由于 34 天停车检修及技改，生产周期缩短导致产量减少造成。

图表 56：1Q-3Q20 营收 39.62 亿元，同减 4.19%



来源：Wind，中泰证券研究所

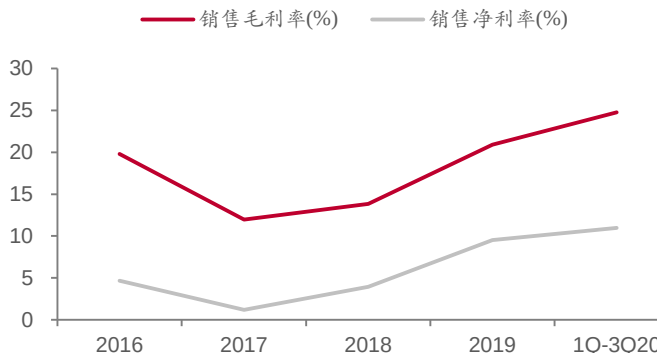
图表 57：1Q-3Q20 净利 4.23 亿元，同增 0.32%



来源：Wind，中泰证券研究所

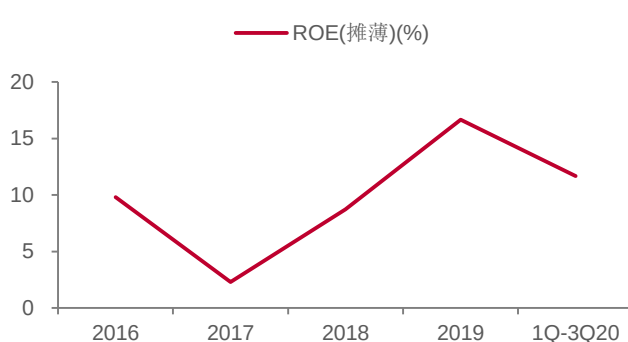
- **公司盈利水平明显改善。**公司的毛利率受主要原材料甲醇价格及产品售价变化的共同影响。2017 年，公司综合毛利率较低，主要原因是甲醇采购价格的大幅上涨及检修停产期间直接人工、制造费用单位成本较高。2017 年以后，受甲醇价格下跌及单耗降低影响，公司盈利能力不断上升，毛利率和净利率在 1Q-3Q20 分别达到 24.76%/10.96%，相较于 2019 年分别上升 3.85PCT/1.42PCT。ROE 从 2017 年的 2.3%增长至 2019 年的 16.67%。分产品的毛利率数据显示，PP、EVA、EOD 的毛利率持续攀升。未来依托于公司不断优化的产业布局，盈利能力将持续稳定攀升。

图表 58：1Q-3Q20 销售毛利率为 24.76%



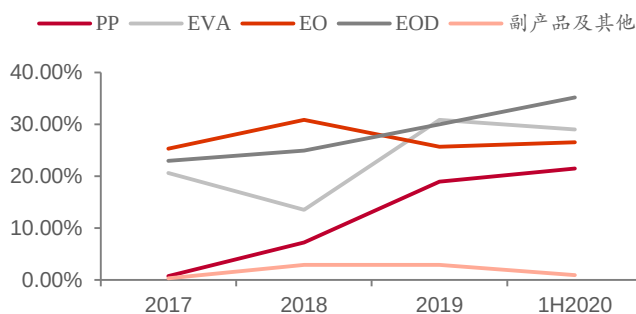
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 59：1Q-3Q20 ROE 为 11.69%



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 60: 各产品毛利率

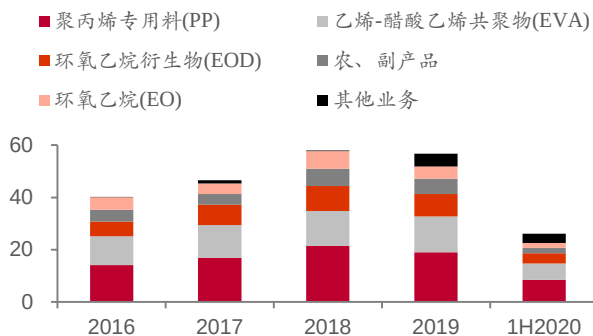


来源: Wind, 中泰证券研究所

4.2 主营业务: 产品结构丰富, 光伏 EVA 树脂值得期待

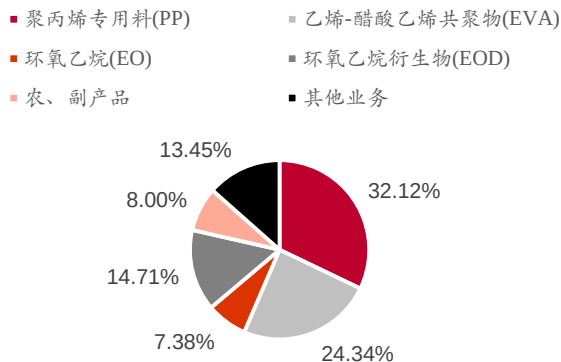
- **PP 和 EVA 是公司最主要的业务, 产品结构较为均衡。**从公司的营收情况可以看出, PP 和 EVA 是公司最大的主营业务, 1H20 营收分别为 8.38/6.35 亿元, 在总营收中的占比分别为 32.12%/24.34%。公司的产品结构较为稳定, 多种产品共同发展, 可在一定程度上分散经营风险。

图表 61: 公司近年主营构成 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 62: 1H20 EVA 营收占比 24.34%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 63：公司主要产品

业务板块	产品类型	产品简介	产品主要用途
先进高分子材料	聚丙烯专用料	无毒、无臭、无味的乳白色高结晶的聚合物,力学性能均衡、抗冲击、耐化学腐蚀、耐应力开裂、耐磨、易加工	广泛应用于食品包装、汽车、家具、光纤电缆、建筑、医疗等领域
	乙烯醋酸乙烯共聚物	是乙烯重要下游产品之一,具有良好的柔软性、抗冲击强度、耐低温性、耐环境应力,良好的光学性能、化学稳定性、抗老化和耐臭氧强度、无毒无害等特点	应用于光伏、电线电缆、鞋材、热熔胶、涂覆、食品包装等领域
特种化学品	环氧乙烷	杂环类化合物,在常温下为无色带有醚刺激性气味的气体,能溶于水、醇、醚	溶剂、稀释剂,为合成表面活性剂、洗涤剂、抗冻剂、消毒剂、增稠剂和增塑剂等的重要原料
	环氧乙烷衍生物	环氧乙烷的下游产品,具有良好的洗涤、分散、发泡、润湿、增溶、抗静电、防腐蚀、杀菌、保护胶体、减水和保坍等多种功能	广泛应用于建筑、日化、纺织、金属加工、涂料、电子、医药、农药、造纸、汽车、石油开采与炼制等领域

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **销售业务境内为主，境外比例有上升趋势。**从 2016 年以来，公司主要营收来自境内，其中华东地区占比最高。但从发展趋势来看，地域依赖性有所减弱，华东地区收入占总营收比例已从 2016 年的 73.45%降至 1H2020 的 59.52%。同时，境外业务比例也在小幅提升。

图表 64：公司收入构成比例——按地区

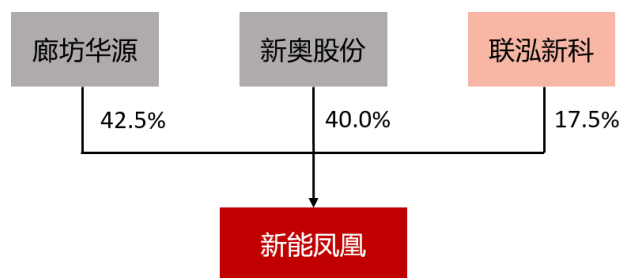
	2016	2017	2018	2019	1H20
境内 (%)	99.05	97.29	99.42	91.22	86.45
华东 (%)	73.45	71.30	69.43	63.86	59.52
华南 (%)	7.47	9.97	9.68	11.83	11.81
华北 (%)	11.59	9.70	12.01	10.24	10.17
西南 (%)	1.96	2.21	3.04	1.94	1.98
东北 (%)	1.91	1.19	1.57	1.49	1.28
华中 (%)	2.30	2.61	2.12	1.14	0.89
西北 (%)	0.37	0.30	1.58	0.72	0.81
其他业务（地区） (%)	0.39	2.70	0.48	8.62	13.45
境外 (%)	0.56	0.00	0.10	0.16	0.10
合计 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

来源：Wind，中泰证券研究所

4.3 一体化布局：拟收购上游新能凤凰剩余股权，提高经营稳定性

- 拟收购新能凤凰剩余 82.5% 股权，进一步向产业链上游延伸。甲醇是公司最主要的原材料，公司现持有甲醇制造企业新能凤凰 17.5% 股权，因战略布局及生产经营需要，公司已公告拟向新奥股份及廊坊华源收购新能凤凰剩余 82.5% 股权。此次交易完成后，新能凤凰将成为联泓新科的全资子公司。

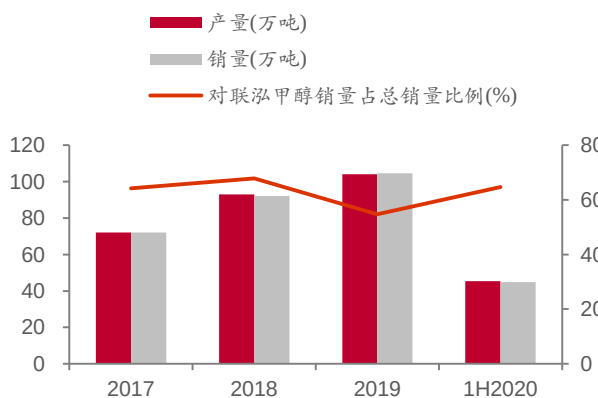
图表 65：收购前新能凤凰股权结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所

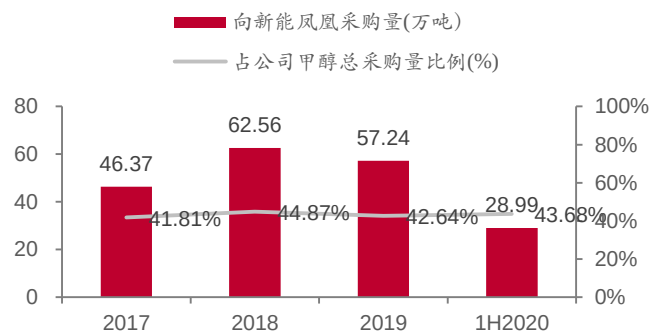
- 新能凤凰是公司最大原材料供应商，一体化运行将提高盈利能力。新能凤凰与公司隔墙而建，通过管道直接运输甲醇，大幅降低采购成本。2019 年新能凤凰甲醇销售量 104.58 万吨，向公司供应甲醇 57.24 万吨，占据公司 42.64% 甲醇耗用量。此次收购完成后，公司将控制总耗用量约 80% 的产能供应，基本规避甲醇价格波动的不利影响，增强盈利稳定性。

图表 66：新能凤凰近年产销量情况



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 67：历年公司向新能凤凰采购甲醇情况



来源：招股说明书，中泰证券研究所

5、盈利预测和投资建议：新材料布局稳步推进，光伏 EVA 树脂供需紧张

- **新材料布局稳步推进，光伏 EVA 树脂中期供需紧张。**公司是一家从事先进高分子材料及特种化学品的研发、生产与销售的高新技术企业。经过多年不断发展，公司现已建成以甲醇为主要原料，生产高附加值产品的烯烃深加工产业链，运行有甲醇制烯烃（DMTO）、乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）、聚丙烯（PP）、环氧乙烷（EO）、环氧乙烷衍生物（EOD）等多套先进装置，生产运营水平处于行业领先地位，同时在新材料布局方面稳步推荐。具体到光伏 EVA 树脂来看，全球光伏行业加速发展，将拉动 EVA 树脂快速增长，目前国内生产光伏级高端 EVA 树脂的公司仅有三家，公司产品质量已经获得国内胶膜龙头的认可，也是国产化替代的龙头，中期来看国内 EVA 树脂尚未做到自给自足，产能稀缺，供需持续偏紧，预计 2024 年前供需缺口或将持续存在。我们预计 2020-2022 年分别实现净利 6.29、9.91 和 11.86 亿元，同比分别增长 18.26%、57.64%、19.61%，当前股价对应三年 PE 分别为 59、38、31 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 68：公司业务拆分预测表

		2019	2020E	2021E	2022E
EVA 树脂	销量（万吨）	12.4	13.6	13.2	15.3
	单价（元/吨）	11,054	11,504	12,389	12,389
	毛利率（%）	30.84%	29.01%	44.97%	46.12%
聚丙烯专用料	销量（万吨）	23.6	24.0	24.0	24.0
	单价（元/吨）	8,028.1	7,400.0	7800	8000
	毛利率（%）	18.91%	21.46%	25.6%	29.1%
环氧乙烷	销量（万吨）	6.8	6.28	5.68	4.37
	单价（元/吨）	6,952.05	6,400.0	6800	6800
	毛利率（%）	25.69%	26.52%	30.1%	31.4%
环氧乙烷衍生物	销量（万吨）	13.5	13.4	15.8	20.1
	单价（元/吨）	6,348.6	5,731.0	5730	5730
	毛利率（%）	29.98%	35.18%	31.3%	28.0%

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 69：可比公司估值（2021-2-20）

证券代码	名称	总市值	2019 年	2020E	PE	2021E	PE	2022E	PE
			归母净利	归母净利		归母净利		归母净利	
601012.SH	隆基股份	4412.97	52.80	84.48	52	113.38	39	139.92	32
600438.SH	通威股份	2293.99	26.35	46.56	49	55.72	41	68.24	34
603806.SH	福斯特	758.01	9.57	13.85	55	17.93	42	22.23	34
688680.SH	海优新材	119.21	0.67	2.10	57	4.18	29	6.96	17
300274.SZ	阳光电源	1634.39	8.93	19.08	86	27.93	59	35.89	46
603212.SH	赛伍技术	123.20	1.90	1.98	62	3.96	31	6.08	20
002129.SZ	中环股份	816.16	9.04	13.64	60	20.65	40	27.63	30
300763.SZ	锦浪科技	297.15	1.27	3.01	99	4.89	61	6.75	44
600309.SH	万华化学	4316.52	101.30	95.42	45	144.44	30	172.51	25
300285.SZ	国瓷材料	542.06	5.01	5.74	94	7.75	70	9.69	56
603181.SH	皇马科技	85.91	2.56	3.20	27	4.10	21	5.02	17
003022.SZ	联泓新科	372.42	5.32	6.26	60	9.40	40	11.65	32
平均值					62		42		32
中位数					58		40		32

来源：Wind，中泰证券研究所，*公司盈利预测来自 Wind 一致预期，单位：亿元

6、风险提示

- **政策变动风险：**近年来我国对塑料制品的使用有所把控，推出相关政策限制塑料袋的使用。虽然公司目前专注于薄壁注塑领域的餐盒与奶茶杯，尚未受到很大影响。但若未来我国对于塑料制品的政策发生重大不利变化，可能会影响公司的聚丙烯业务。
- **扩产项目建设进展不顺风险：**为扩展公司产能，公司投入大量资金在设备升级改造项目中，若设备建设或调试过程中进展不顺利，可能无法及时投产，对公司的业务发展造成阻碍。
- **原材料价格波动风险：**公司产品的成本主要是甲醇，且关系到公司的各条业务链，近年来甲醇价格波动比较平稳。若未来甲醇成本上升明显，将会对公司盈利产生不利影响。
- **EVA 价格不及预期风险：**目前高端 EVA 供需紧缺，预计价格将持续保持较高的水平。但若未来 EVA 价格出现不利变化趋势，将对公司的发展前景造成不利影响。

图表 70: 公司财务数据预测 (单位: 百万元)

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,794.7	5,674.5	5,710.3	6,096.3	6,656.5	成长性					
减: 营业成本	4,992.5	4,488.1	4,450.6	4,430.4	4,752.4	营业收入增长率	24.4%	-2.1%	0.6%	6.8%	9.2%
营业税金及附加	21.3	22.0	21.0	22.4	24.4	营业利润增长率	261.1%	134.6%	16.2%	57.9%	19.9%
销售费用	93.3	115.1	114.2	121.9	133.1	净利润增长率	315.8%	131.7%	18.3%	57.6%	19.6%
管理费用	205.7	253.8	251.3	268.2	292.9	EBITDA增长率	44.0%	41.9%	-9.4%	34.2%	19.7%
财务费用	212.6	179.8	107.0	23.0	10.8	EBIT增长率	97.5%	70.6%	3.9%	40.6%	18.5%
资产减值损失	2.9	-1.4	57.1	54.9	53.3	NOPLAT增长率	89.7%	71.1%	3.7%	40.6%	18.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.0%	177.6%	-1.9%	3.4%	6.6%
投资和汇兑收益	1.2	22.5	35.0	-	20.0	净资产增长率	9.4%	24.4%	74.3%	17.5%	17.9%
营业利润	273.1	640.7	744.2	1,175.5	1,409.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.2	-4.2	-	-	-	毛利率	13.8%	20.9%	22.1%	27.3%	28.6%
利润总额	273.3	636.5	744.2	1,175.5	1,409.6	营业利润率	4.7%	11.3%	13.0%	19.3%	21.2%
减: 所得税	43.8	95.3	111.6	176.3	211.4	净利率	4.0%	9.4%	11.0%	16.3%	17.8%
净利润	229.5	531.8	628.9	991.4	1,185.8	EBITDA/营业收入	14.0%	20.3%	18.3%	23.0%	25.2%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	8.3%	14.4%	14.9%	19.7%	21.3%
货币资金	1,101.7	929.0	934.9	998.1	1,089.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	344	662	979	925	894
应收账款	80.9	146.6	82.3	162.0	104.8	流动资本周转天数	-7	3	1	2	3
应收票据	203.3	82.6	205.1	102.1	233.3	流动资产周转天数	107	111	103	99	98
预付账款	83.4	34.4	82.4	33.8	90.8	应收账款周转天数	5	7	7	7	7
存货	378.9	373.6	372.6	370.2	426.6	存货周转天数	24	24	24	22	22
其他流动资产	63.6	11.9	11.9	11.9	11.9	总资产周转天数	506	515	505	481	491
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	368	707	1,023	965	928
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	288.1	308.7	411.7	548.9	635.8	ROE	8.7%	16.7%	11.2%	15.0%	15.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	6.8%	7.8%	12.2%	12.0%
固定资产	5,391.1	15,467.3	15,605.2	15,734.0	17,309.4	ROIC	6.8%	11.8%	4.4%	6.3%	7.3%
在建工程	43.9	188.4	188.4	188.4	188.4	费用率					
无形资产	596.2	588.6	554.8	518.1	484.0	销售费用率	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	102.3	-10,227.8	-10,338.9	-10,487.6	-10,582.1	管理费用率	3.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%
资产总额	8,333.5	7,903.5	8,110.4	8,180.1	9,992.7	财务费用率	3.7%	3.2%	1.9%	0.4%	0.2%
短期债务	3,166.2	1,997.2	304.6	327.7	338.4	二费/营业收入	8.6%	9.7%	8.3%	6.6%	6.6%
应付账款	580.6	217.4	573.9	213.9	631.1	偿债能力					
应付票据	239.0	39.5	236.7	38.3	256.7	资产负债率	68.5%	58.6%	29.7%	18.1%	20.9%
其他流动负债	960.7	362.8	335.5	361.7	358.9	负债权益比	217.0%	141.6%	42.2%	22.0%	26.5%
长期借款	488.4	1,605.6	546.6	126.4	97.2	流动比率	0.39	0.60	1.16	1.78	1.23
其他非流动负债	270.0	409.8	409.8	409.8	409.8	速动比率	0.31	0.46	0.91	1.39	0.97
负债总额	5,704.9	4,632.3	2,407.1	1,477.6	2,092.1	利息保障倍数	2.26	4.56	7.96	52.04	131.95
少数股东权益	-	81.6	85.3	93.0	105.4	分红指标					
股本	880.0	880.0	1,027.4	1,027.4	1,027.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	1,739.7	2,273.0	4,590.7	5,582.1	6,767.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,628.6	3,271.2	5,703.3	6,702.4	7,900.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	229.5	541.2	628.9	991.4	1,185.8	EPS(元)	0.22	0.52	0.61	0.97	1.15
加: 折旧和摊销	346.1	346.6	191.9	201.4	254.9	BVPS(元)	2.56	3.10	5.47	6.43	7.59
资产减值准备	2.9	1.4	-	-	-	PE(X)	162.3	70.0	59.2	37.6	31.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.2	11.7	6.6	5.6	4.8
财务费用	217.2	192.2	107.0	23.0	10.8	P/FCF	62.8	-3.5	-20.6	846.1	518.8
投资收益	-1.2	-22.5	-35.0	-	-20.0	P/S	6.4	6.6	6.5	6.1	5.6
少数股东损益	-	9.4	3.7	7.7	12.4	EV/EBITDA	-	-	45.7	33.7	28.1
营运资金的变动	268.5	10,767.5	429.3	-446.6	453.2	CAGR(%)	63.3%	30.3%	125.5%	63.3%	30.3%
经营活动产生现金	878.7	1,483.6	1,325.8	777.0	1,897.1	PEG	2.6	2.3	0.5	0.6	1.0
投资活动产生现金	-359.1	-681.7	-261.0	-293.5	-1,776.2	ROIC/WACC	0.7	1.1	0.4	0.6	0.7
融资活动产生现金	-426.8	-633.6	-1,058.9	-420.3	-29.2	REP	-	-	6.9	4.6	3.8

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。