

化工

2020年03月27日

濮阳惠成 (300481)

——业绩符合预期，产销增长毛利率提升带动业绩高增长

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2020年03月26日

收盘价(元)	16.63
一年内最高/最低(元)	21.65/12.31
市净率	4.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4265
上证指数/深证成指	2764.91/10155.36

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年12月31日

每股净资产(元)	3.37
资产负债率%	11.05
总股本/流通A股(百万)	257/256
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《濮阳惠成(300481)点评：业绩符合预期，新基地布局持续做大做强主业》
2020/01/06

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

沈衡 A0230518090001
shenheng@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2019 年年报：**全年实现营业收入 6.80 亿元 (YoY +7.0%)，归母净利润 1.45 亿元 (YoY +37.5%)，其中 Q4 营业收入 1.68 亿元 (YoY +3.7%，QoQ +3.7%)，归母净利润 3044 万元 (YoY +48.2%，QoQ -30.1%)，业绩符合预期。报告期内公司期间费用率同比下降 0.8 pct，毛利率同比提升 4.9 pct。公司产品销量增长以及毛利率提升是业绩增长主要动力。公司拟以 2.57 亿股本为基数，每 10 股派发红利 2 元 (含税)。
- **公司发布 2020Q1 预告：**预计一季度实现归母净利润 2907-3343 万元 (YoY +0-15.0%，QoQ -4.5%- +9.8%)，业绩符合预期。业绩同比增长主要是原材料价格下降较为明显，预计报告期内产品毛利率较去年同期有所增长。
- **顺酐酸酐衍生物毛利率提升，同行业收购缓解短期产能瓶颈。**报告期内，顺酐酸酐衍生物业务实现营业收入 4.61 亿元，同比增长 2.8%，毛利率 26.3%，同比提升 4.5 pct。公司顺酐酸酐衍生物广泛应用于电子元器件封装材料、电气设备绝缘材料、涂料、复合材料等领域，下游需求持续向好带动销量增长。公司顺酐酸酐衍生物 3 万吨产能供不应求，报告期内，公司工业化学原料和制品 (主要以顺酐酸酐衍生物为主) 销量 3.70 万吨，同比增长 8.5%。顺酐酸酐衍生物上游原材料主要为顺酐、丁二烯、混合碳四等基础化工原料，受原油价格影响较大，报告期内主要原料顺酐、丁二烯价格同比下降，其中顺酐同比下降约 24%、丁二烯同比下降约 14%。原料价格下跌使得顺酐酸酐衍生物毛利率同比有明显提升。2019 年底公司完成收购山东清洋新材料有限公司 100% 股权。山东清洋具备 10000 吨/年甲基四氢苯酐和 5000 吨/年甲基六氢苯酐产能。本次收购将有效缓解当前产能瓶颈，同时山东清阳客户和上市公司互补，进一步提升市场份额和行业竞争力。
- **光电功能中间体受益 OLED 大趋势，保持快速增长趋势。**除顺酐酸酐衍生物外，功能中间体为主的其他业务实现营业收入 2.19 亿元，同比增长约 17.0%，毛利率 61.6%，同比提升 2.7%。其中苄类材料实现收入 4145 万元，同比下降 9.3%，主要是产品结构变化所致。公司功能中间体主要以 OLED 光电中间体为主，受益于 OLED 柔性显示大趋势，预计公司光电功能中间体维持 30% 以上增长。
- **研发投入维持高水平，高附加值产品将逐渐放量。**报告期内公司研发费用 5016 万元，较去年同期下降 5.3%，占收入比重 7.4%，依然维持在较高水平。公司新项目 1000 吨电子化学品项目于 2019 年 3 月 31 日投产，报告期内实现效益 348 万元。3000 吨氢化双酐 A 项目预计 2020 年底投产。2020 年 1 月 3 日，公司签署了《福建漳州古雷港经济开发区濮阳惠成电子材料股份有限公司项目投资协议》，拟投资 10 亿元建设顺酐酸酐衍生物及电子化学品及研发中心项目。未来公司在扩大传统顺酐酸酐衍生物产能的同时，进一步丰富高附加值电子化学品产品品类，为长期发展注入持续增长动力。
- **投资建议：**维持“增持”评级，维持 2020-21 年，新增 2022 年盈利预测，预计 2020-22 年归母净利润 1.86、2.39、3.17 亿元，EPS 0.72、0.93、1.23 元，PE 23X、18X、14X。
- **风险提示：**产品价格持续下跌，OLED 行业发展不及预期，新产品市场开拓不及预期

财务数据及盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	636	680	867	1,099	1,383
同比增长率 (%)	17.5	7.0	27.5	26.7	25.9
归母净利润 (百万元)	106	145	186	239	317
同比增长率 (%)	42.4	37.5	28.0	28.4	32.8
每股收益 (元/股)	0.41	0.57	0.72	0.93	1.23
毛利率 (%)	32.8	37.7	38.5	39.6	40.9
ROE (%)	13.8	16.8	17.7	18.5	19.7
市盈率	40	29	23	18	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	636	680	867	1,099	1,383
其中: 营业收入	636	680	867	1,099	1,383
减: 营业成本	427	424	533	664	818
减: 税金及附加	7	8	10	12	16
主营业务利润	202	249	324	423	549
减: 销售费用	27	29	36	44	55
减: 管理费用	21	22	29	36	46
减: 研发费用	53	50	64	81	102
减: 财务费用	-10	-9	-8	-4	-9
经营性利润	110	157	203	266	355
减: 资产减值损失	1	0	0	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	5	4	4	4	4
营业利润	117	167	214	276	366
加: 营业外净收入	5	-1	0	0	0
利润总额	122	167	214	276	366
减: 所得税	16	22	28	37	49
净利润	106	145	186	239	317
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	106	145	186	239	317
全面摊薄总股本	257	257	257	257	257
每股收益 (元)	0.42	0.57	0.72	0.93	1.23

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。