化工

2019 年 07 月 15 日

濮阳惠成 (300481)

——产销持续增长，业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：	2019 年 07 月 12 日
收盘价（元）	14.63
一年内最高/最低（元）	22.1/9.55
市净率	4.7
息率（分红/股价）	1.37
流通 A 股市值（百万元）	3743
上证指数/深证成指	2930.55/9213.38

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2019 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	3.09
资产负债率%	19.00
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：定增项目陆续投产，业绩维持高增长》 2019/04/11

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)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2019 年半年度业绩预告：**预计归母净利润区间 6537-7583 万元（YoY +25.0%-45.0%）,其中 Q2 归母净利润区间 3630-4676 万元(YoY +17.7%-51.6%，QoQ +24.9%-60.9%），业绩符合预期。公司预计非经常性损益对净利润的影响约为 167 万元，去年同期为 240 万元。2019 年上半年公司顺酐酸酐衍生物以及功能中间体产销持续增长，毛利率提升，盈利趋于上升。

- **顺酐酸酐衍生物稳健增长，光电功能中间体受益 OLED 大趋势。**公司顺酐酸酐衍生物广泛应用在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年销量维持约 10%增长，3 万吨产能产能供不应求，正在扩建 1 万吨产能以满足市场需求。公司功能中间体包括咔唑类衍生物、芴类衍生物、有机膦类及其衍生物等类别产品，下游主要应用于有机光电材料中间体、医药领域等。2015 年上市以来收入复合增速 42.2%，其中应用于 OLED 蓝光中间体的核心芴类材料上市以来收入复合增速 28.3%，2018 年实现营业收入 4572 万元，同比增长 91.4%。根据 UBI Research 预测数据，2017 年 OLED 发光材料市场规模 9.5 亿美元，预计 2021 年发光材料市场总量达到 30 亿美元。2018 年 OLED 在手机端渗透率约 30%，受益于柔性显示大趋势，未来渗透率有望快速提升，将进一步带动发光材料市场增长。

- **研发投入持续增长，定增项目陆续进入投产阶段。**公司研发投入从 2012 年的 1280 万元增加至 2018 年 5295 万元，占营收比重由 3.29%增加至 8.32%。公司新型树脂材料氢化双酚 A、OLED 中间体等高端电子化学品研发项目已具备产业化条件。公司定增项目"1000 吨电子化学品项目"已完成建设，"3000 吨氢化双酚 A 项目" 已经进入中试阶段，预计 2019 年 10 月达到预定可使用状态，"1 万吨顺酐酸酐衍生物扩产项目预计 2019 年底投产。定增项目在扩充原有产能的同时，高附加值的电子化学品和氢化双酚 A 将进一步增强公司盈利能力。

- **投资建议：**维持"增持"评级，维持盈利预测，预计 2019-21 年归母净利润 1.50、1.86、2.39 亿元，EPS 0.58、0.72、0.93 元，PE 25X、20X、16X。

- **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	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业总收入（百万元）	636	183	797	976	1,175
同比增长率（%）	17.5	19.7	25.3	22.5	20.4
归母净利润（百万元）	106	29	150	186	239
同比增长率（%）	42.4	35.6	42.0	24.0	28.4
每股收益（元/股）	0.41	0.11	0.58	0.72	0.93
毛利率（%）	32.8	36.1	35.3	36.3	37.5
ROE（%）	13.8	3.7	12.3	11.6	10.2
市盈率	36		25	20	16

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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	376	541	636	797	976	1,175
营业总收入同比增长率（yoy）	7.31%	43.94%	17.55%	25.30%	22.50%	20.40%
其中：营业收入	376	541	636	797	976	1,175
减：营业成本	252	365	427	516	622	734
毛利率（%）	33.05%	32.52%	32.77%	35.30%	36.30%	37.50%
减：税金及附加	4	4	7	9	11	13
主营业务利润	121	172	202	272	343	428
主营业务利润率（%）	32.10%	31.72%	31.69%	34.13%	35.14%	36.43%
减：销售费用	15	21	27	33	40	48
减：管理费用	45	17	21	20	24	29
减：研发费用	0	45	53	60	73	88
减：财务费用	-8	9	-10	-6	-2	-7
经营性利润	69	81	110	225	281	358
经营性利润同比增长率（yoy）	9.58%	17.32%	36.84%	50.38%	24.89%	27.40%
经营性利润率（%）	18.27%	14.89%	17.33%	28.23%	28.79%	30.47%
减：资产减值损失	0	1	1	0	0	0
减：信用减值损失	0	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	3	0	5	5	5	5
营业利润	71	84	117	174	216	277
加：营业外净收入	4	1	5	0	0	0
利润总额	75	85	122	174	216	277
减：所得税	11	12	16	24	30	38
净利润	65	74	106	150	186	239
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	65	74	106	150	186	239
归母净利润同比增长率（yoy）	12.87%	14.29%	42.42%	42.00%	24.00%	28.40%
全面摊薄总股本	160	161	257	257	257	257
每股收益（元）	0.41	0.31	0.42	0.58	0.72	0.93
归属母公司所有者净利润率（%）	17.27%	13.71%	16.61%	18.80%	19.10%	20.30%
ROE	14.19%	14.48%	13.80%	12.30%	11.60%	10.20%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【毛利率】=（营业收入-营业成本）/营业收入*100%
【主营业务利润率】=（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入*100%
【费用及减值】包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用、资产减值损失和信用减值损失
【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
【经营性利润率】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入*100%
【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

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	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.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。