

投资评级 优于大市 维持

引进战略投资者, 扩建新材料助力公司长远发展

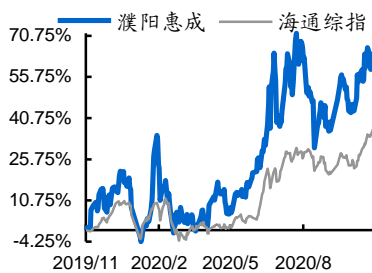
股票数据

11月24日收盘价(元)	24.91
52周股价波动(元)	13.75-27.57
总股本/流通A股(百万股)	257/255
总市值/流通市值(百万元)	6403/6352

相关研究

《变更募投项目收购山东清洋新材料, 完善顺酐酸酐衍生物布局》2019.12.13

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.2	18.0	-3.7
相对涨幅(%)	7.8	9.0	-8.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 张翠翠

Tel: (021)23214397

Email: zcc11726@htsec.com

证书: S0850517110003

投资要点:

- **公司是国内顺酐酸酐衍生物龙头, 开发茈类等 OLED 中间体材料培育新的盈利增长点。**公司主要产品包括四氢苯酐、六氢苯酐、甲基四氢苯酐、甲基六氢苯酐等, 主要用于环氧树脂固化、合成聚酯树脂和醇酸树脂等, 广泛应用于电子元器件封装材料、电气设备绝缘材料、复合材料等诸多领域。2020年7月公司完成收购山东清洋, 山东清洋拥有 10000 吨/年甲基四氢苯酐和 5000 吨/年甲基六氢苯酐的生产装置, 通过收购山东清洋, 巩固了公司行业领先地位。OLED 中间体材料方面, 2011 年茈类衍生物产业化, 2012 年公司与河南省科学院化学研究所签署《合作协议》, 合作研发有机磷类。我们认为公司通过不断开发高附加值产品, 培养新的盈利增长点。
- **2017-2020 年前三季度公司营业收入和净利润实现稳定增长。**2017-2020 年前三季度公司营业收入分别实现 5.41、6.36、6.8、6.57 亿元, 同比增长 43.94%、17.55%、6.98%、28.26%, 公司归母净利润分别实现 0.74、1.06、1.45、1.4 亿元, 同比增长 14.29%、42.42%、37.53%、22.1%。毛利率方面, 2017-2020Q1-3 分别为 32.52%、32.77%、37.71%、39.03%, 毛利率实现稳定增长。
- **自有资金扩建功能性中间体材料。**2020 年 4 月全资子公司惠成研究院拟投资“年产 2 万吨功能材料项目”, 项目投资预算 2.3 亿元, 建设周期 2 年, 项目建设投产后预计收益 3804 万元。公司于 2020 年 9 月 30 日与中新融创、深创投集团、深创投转型升级基金以及金石转型升级基金分别签署《战略合作框架协议》, 中新融创第一大股东为 TCL 科技集团股份有限公司, 深创投转型升级基金是国家制造业转型升级基金的特定投资载体, 我们认为引进战略投资者有利于开拓下游市场, 协同效应明显。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.71、0.88、1.06 元。参考同行业可比公司估值, 我们认为合理估值区间为 2021 年 30-35 倍 PE, 对应合理价值区间为 26.4-30.8 元, 维持优于大市评级。
- **风险提示。**扩产项目投产不及预期; 下游需求不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	636	680	819	991	1200
(+/-)YoY(%)	17.5%	7.0%	20.4%	21.0%	21.1%
净利润(百万元)	106	145	182	225	272
(+/-)YoY(%)	42.4%	37.5%	25.6%	23.4%	20.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.41	0.57	0.71	0.88	1.06
毛利率(%)	32.8%	37.7%	40.5%	40.5%	40.6%
净资产收益率(%)	13.8%	16.8%	17.4%	17.7%	17.6%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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

表 1 可比公司估值

股票代码	公司名称	股价(元/股)	每股收益(元/股)			市盈率(X)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002409.SZ	雅克科技	62.19	0.63	0.94	1.21	98	66	52
300429.SZ	强力新材	17.89	0.29	0.38	0.46	61	48	39
300655.SZ	晶瑞股份	39.59	0.17	0.42	0.59	239	95	68
可比公司平均						133	70	53

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2020 年 11 月 24 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

顺酐酸酐衍生物方面, 随着电子电气、涂料及复合材料等下游应用领域的快速发展, 我们预计公司顺酐酸酐衍生物 2021-2022 年营业收入分别同比增长 20%, 即营业收入为 63565.96、76279.15 万元; 随着公司功能材料项目扩产, 我们认为功能材料等精细化工产品有望实现快速发展, 2021-2022 年营业收入分别同比增长 30%, 即营业收入为 10593.60、13771.67 万元。

表 2 濮阳惠成分项业务预测表

	2020H1	2020E	2021E	2022E
顺酐酸酐衍生物				
收入(万元)	26677.70	52971.63	63565.96	76279.15
成本(万元)	18018.11	36020.71	43224.85	51869.82
毛利率	32.46%	32.00%	32.00%	32.00%
功能材料				
收入(万元)	4074.46	8148.92	10593.60	13771.67
成本(万元)	2011.64	4023.28	5230.26	6799.34
毛利率	51%	51%	51%	51%
其他				
收入(万元)	9447.83	20785.23	24942.27	29930.73
成本(万元)	3935.11	8729.79	10475.75	12570.90
毛利率	58%	58%	58%	58%
总计				
收入(万元)	40199.99	81905.78	99101.83	119981.55
成本(万元)	23964.86	48773.79	58930.87	71240.07
毛利率	40.39%	40.45%	40.54%	40.62%

资料来源: 公司 2020 年半年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	680	819	991	1200
每股收益	0.57	0.71	0.88	1.06	营业成本	424	488	589	712
每股净资产	3.37	4.08	4.95	6.01	毛利率%	37.7%	40.5%	40.5%	40.6%
每股经营现金流	0.55	0.54	0.91	0.92	营业税金及附加	8	9	11	13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	29	35	42	51
P/E	44.08	35.10	28.43	23.51	营业费用率%	4.2%	4.3%	4.2%	4.2%
P/B	7.39	6.11	5.03	4.14	管理费用	22	27	33	40
P/S	9.41	7.82	6.46	5.34	管理费用率%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
EV/EBITDA	25.02	27.79	22.43	18.31	EBIT	148	196	241	291
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-9	-3	-4	-6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
毛利率	37.7%	40.5%	40.5%	40.6%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	21.4%	22.3%	22.7%	22.7%	投资收益	4	5	6	8
净资产收益率	16.8%	17.4%	17.7%	17.6%	营业利润	167	210	259	314
资产回报率	14.9%	15.8%	16.0%	16.1%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	14.8%	16.2%	16.4%	16.3%	利润总额	167	210	259	314
盈利增长 (%)					EBITDA	174	218	263	313
营业收入增长率	7.0%	20.4%	21.0%	21.1%	所得税	22	28	34	42
EBIT 增长率	48.0%	32.6%	22.8%	20.8%	有效所得税率%	13.2%	13.3%	13.3%	13.3%
净利润增长率	37.5%	25.6%	23.4%	20.9%	少数股东损益	-1	0	-1	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	145	182	225	272
资产负债率	11.0%	8.8%	9.2%	8.5%					
流动比率	7.27	9.51	8.89	9.80	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	6.44	8.43	7.96	8.80	货币资金	263	333	495	667
现金比率	3.21	4.41	4.80	5.67	应收账款及应收票据	109	146	168	209
经营效率指标					存货	55	69	80	98
应收账款周转天数	58.75	53.70	56.23	54.96	其它流动资产	167	170	173	178
存货周转天数	47.37	51.29	49.33	50.31	流动资产合计	594	718	916	1152
总资产周转率	0.70	0.71	0.71	0.71	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.74	2.95	3.22	3.55	固定资产	248	278	308	338
					在建工程	21	31	36	41
					无形资产	89	101	120	136
					非流动资产合计	382	434	488	539
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	976	1152	1405	1691
净利润	145	182	225	272	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-1	0	-1	-1	应付票据及应付账款	13	16	19	24
非现金支出	26	23	23	23	预收账款	6	7	9	10
非经营收益	0	-5	-6	-8	其它流动负债	62	52	75	84
营运资金变动	-31	-60	-9	-50	流动负债合计	82	76	103	118
经营活动现金流	140	140	233	237	长期借款	0	0	0	0
资产	-23	-75	-77	-73	其它长期负债	26	26	26	26
投资	-28	0	0	0	非流动负债合计	26	26	26	26
其他	45	5	6	8	负债总计	108	102	129	144
投资活动现金流	-6	-69	-71	-66	实收资本	257	257	257	257
债权募资	100	0	0	0	归属于母公司所有者权益	866	1048	1274	1546
股权募资	3	0	0	0	少数股东权益	3	2	2	1
其他	-239	0	0	0	负债和所有者权益合计	976	1152	1405	1691
融资活动现金流	-136	0	0	0					
现金净流量	1	70	162	172					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 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： 新洋丰,七彩化学,东岳硅材,建龙微纳,皇马科技,梅花生物,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,山东赫达,浙江医药,百傲化学,东来技术,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,三友化工,雅本化学,中旗股份,苏博特,国光股份,利民股份,元力股份,光华科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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;	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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。	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。