濮阳惠成（300481.SZ）

2021 年 01 月 03 日

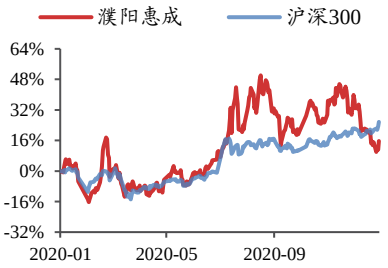
产销量增加+山东清洋并表，2020 年业绩预增 20%-30%

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/12/31
当前股价(元)	20.29
一年最高最低(元)	27.57/13.75
总市值(亿元)	52.16
流通市值(亿元)	51.74
总股本(亿股)	2.57
流通股本(亿股)	2.55
近 3 个月换手率(%)	112.78

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-原材料涨价影响 Q3 毛利率，定增新方案投向明确》-2020.10.29

《公司首次覆盖报告-顺酐酸酐衍生物隐形冠军，OLED 材料成长动力十足》-2020.8.13

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

吉金（联系人）
jijin@kysec.cn
证书编号：S0790120030003

张晓锋（联系人）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790120080059

● 2020 年业绩预增 20%-30%，符合预期，维持“买入”评级

2020 年 12 月 31 日，公司发布 2020 年年度业绩预告，预计归母净利润 17,431.62 万元~18,884.25 万元，同比增长 20%~30%，非经常性损益对净利润的影响约为 953 万元；2020 年第四季度归母净利润 2905.27 万元~4357.9 万元，同比-4.57%~+43.15%，业绩符合预期。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.83、2.19、2.78 亿元，EPS 分别为 0.71、0.85、1.08 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 28.6、23.8、18.8 倍。我们看好公司作为国内顺酐酸酐衍生物的绝对龙头，凭借产品线齐全的优势以及产能的大幅扩张，有望抢占更大份额。同时，公司有机光电材料中间体将受益于 OLED 显示的快速渗透，维持“买入”评级。

● 公司产销量增加+山东清洋并表贡献 2020 年主要业绩增量

2020 年公司归母净利润较 2019 年同比增长，主要系产销量增加，销售收入增长，以及公司于 2020 年 1 月 1 日起合并山东清洋利润表影响。公司是国内品种规格最全的顺酐酸酐衍生物产品生产企业之一，并持续扩张产能，2019 年公司拥有顺酐酸酐衍生物产能 3 万吨，2020 年收购山东清洋后产能扩至 4.5 万吨，并将在古雷生产基地投建 5 万吨产能。公司拥有亨斯迈、巴斯夫、全球知名 OLED 材料商等多家国际知名客户，保障新增产能的有效消化和公司的持续成长。

● 氢化双酚 A 存在较高的技术壁垒，两大基地规划产能 6000 吨

氢化双酚 A 是合成不饱和聚酯树脂、环氧树脂的原料，也是一种医药中间体，由于规模化生产氢化双酚 A 存在较高的技术壁垒，目前市场上参与竞争的企业较少，已实现规模化生产销售氢化双酚 A 的企业主要有日本丸善石油化学株式会社和新日本理化株式会社两家。公司目前在建的年产 3,000 吨氢化双酚 A 产线受濮阳市污染管控的影响，投产时间延后至 2021 年 6 月 30 日；古雷募投项目中的 3,000 吨氢化双酚 A 预计于 2023 年投产，将进一步满足未来的市场需求。

● 风险提示：产能建设进度不及预期，下游应用需求不及预期，原材料价格波动。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	636	680	819	991	1,203
YOY(%)	17.5	7.0	20.4	21.1	21.4
归母净利润(百万元)	106	145	183	219	278
YOY(%)	42.4	37.5	25.8	20.1	26.5
毛利率(%)	32.8	37.7	39.6	39.0	39.7
净利率(%)	16.6	21.4	22.3	22.1	23.1
ROE(%)	13.8	16.7	18.3	18.9	20.1
EPS(摊薄/元)	0.41	0.57	0.71	0.85	1.08
P/E(倍)	49.4	35.9	28.6	23.8	18.8
P/B(倍)	6.8	6.0	5.2	4.5	3.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	598	594	614	650	815
现金	261	263	182	220	267
应收票据及应收账款	125	109	173	169	246
其他应收款	6	2	7	3	10
预付账款	10	13	14	18	21
存货	65	55	85	86	119
其他流动资产	131	153	153	153	153
非流动资产	316	382	553	937	1241
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	224	248	362	669	898
无形资产	63	89	96	104	114
其他非流动资产	28	45	95	164	229
资产总计	914	976	1166	1588	2056
流动负债	134	82	140	398	652
短期借款	86	0	69	292	552
应付票据及应付账款	15	13	22	20	31
其他流动负债	33	68	50	86	69
非流动负债	11	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	26	26	26	26
负债合计	145	108	166	425	678
少数股东权益	4	3	3	3	3
股本	257	257	257	257	257
资本公积	202	203	203	203	203
留存收益	317	411	506	612	762
归属母公司股东权益	765	866	997	1160	1376
负债和股东权益	914	976	1166	1588	2056

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	68	140	89	299	232
净利润	106	145	183	219	278
折旧摊销	19	26	26	43	67
财务费用	-10	-9	-6	3	16
投资损失	-5	-4	-3	-3	-4
营运资金变动	-62	-32	-110	36	-124
其他经营现金流	20	14	0	0	0
投资活动现金流	-149	-6	-193	-425	-367
资本支出	26	24	171	385	304
长期投资	-0	0	0	0	0
其他投资现金流	-123	17	-23	-40	-63
筹资活动现金流	166	-136	1	-62	-92
短期借款	33	-86	46	-2	-14
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	96	-0	0	0	0
资本公积增加	104	1	0	0	0
其他筹资现金流	-67	-51	-45	-59	-78
现金净增加额	94	1	-103	-188	-227

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	636	680	819	991	1203
营业成本	427	424	494	605	726
营业税金及附加	7	8	9	11	14
营业费用	27	29	34	42	50
管理费用	21	22	26	22	22
研发费用	53	50	55	60	60
财务费用	-10	-9	-6	3	16
资产减值损失	1	0	0	0	0
其他收益	3	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	4	3	3	4
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	117	167	209	252	319
营业外收入	5	0	3	2	2
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	122	167	212	254	321
所得税	16	22	29	34	43
净利润	106	145	183	219	278
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归母净利润	106	145	183	219	278
EBITDA	139	185	233	302	406
EPS(元)	0.41	0.57	0.71	0.85	1.08

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	17.5	7.0	20.4	21.1	21.4
营业利润(%)	39.2	42.5	25.1	20.3	26.6
归属于母公司净利润(%)	42.4	37.5	25.8	20.1	26.5
获利能力					
毛利率(%)	32.8	37.7	39.6	39.0	39.7
净利率(%)	16.6	21.4	22.3	22.1	23.1
ROE(%)	13.8	16.7	18.3	18.9	20.1
ROIC(%)	12.0	15.6	16.5	15.2	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	15.8	11.0	14.3	26.7	33.0
净负债比率(%)	-21.4	-28.1	-9.5	7.8	22.0
流动比率	4.5	7.3	4.4	1.6	1.3
速动比率	2.9	5.6	3.2	1.2	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	5.5	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	26.8	29.5	28.2	28.9	28.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.57	0.71	0.85	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.55	0.35	1.16	0.90
每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.37	3.88	4.51	5.35
估值比率					
P/E	49.4	35.9	28.6	23.8	18.8
P/B	6.8	6.0	5.2	4.5	3.8
EV/EBITDA	36.5	26.4	21.7	17.3	13.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn