

濮阳惠成(300481)

点评报告

行业公司研究——化学制品行业

证券研究报告

Q1 业绩靓丽，OLED 中间体产业化前景明晰

——濮阳惠成年报&一季度业绩预告点评

✍️：陈煜 执业证书编号：S1230520040001
☎️：021-80106011
✉️：chenyu02@stocke.com.cn

报告导读

公司 Q1 业绩稳健增长，系顺酐酸酐衍生物、功能材料中间体产销量大幅提升。公司是顺酐酸酐国内绝对龙头，加码发展光电材料，氢化双酚 A、功能材料项目有望于今年投产，未来 OLED 中间体产业化前景广阔。

投资要点

□ 业绩增长稳健，系主营产品产销量大幅提升

公司发布公告，2020 年实现营业收入 9.13 亿元，同比增长 34.21%，归母净利润 1.80 亿元，同比增长 23.66%。同时发布 2021Q1 业绩预告，预计实现归母净利润 4066.31-4744.03 万元，同比增长 20-40%。公司业绩稳健增长，主要系顺酐酸酐衍生物及功能材料中间体销量大幅增长，产品的产能利用率较高，其中山东青洋并表使得公司顺酐酸酐衍生物产能由 3 万吨/年增至 4.5 万吨/年，销量增长 35.05%，且产能利用率达到 111.15%；同时在下游 OLED 旺盛需求拉动下，功能材料中间体营业收入增长 90.36%，产能利用率也达到 81.35%。

□ 顺酐酸酐国内绝对龙头，加速光电材料领域布局

公司拥有顺酐酸酐衍生物 4.5 万吨，OLED 中间体 590 吨。3000 吨氢化双酚 A、17000 吨功能材料将在 2021 年逐步投产，募投项目计划再新增 5 万吨顺酐酸酐衍生物和 3200 吨功能材料中间体。公司与前期定增中拟引进的战略投资者单独签署战略合作协议，包括 TCL 旗下中新融创、深创投集团等，未来将在销售、技术、并购方面与公司战略对接，加速光电材料的发展与布局。

□ OLED 中间体实现技术突破，厚积薄发产业化前景明晰

有机光电材料是公司近年来持续突破的业务，主要涉及 OLED 中间体。公司在顺酐酸酐衍生物长期研发突破中积累下来的专有技术也能够为 OLED 中间体提供助力，研发也已从蓝光材料拓展到电子传输层、电子注入层材料，从原有的茈类拓展到吡啶类、硼酸类、噻吩类衍生物上，公司已有数个品种形成规模销售，整体收入占比超 20%，利润占比已超 30%，未来新产品产业化前景广阔。

□ 盈利预测及估值

我们认为 2021-2023 年公司业绩受内生驱动，预计净利润为 2.35/2.90/3.95 亿元，同比增长 31%/24%/36%，当前股价对应 PE 为 24/20/15 倍，维持买入评级。

□ 风险提示：建设项目进展缓慢；OLED 需求增长缓慢。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	913	1129	1398	1688
(+/-)	34.21%	23.62%	23.91%	20.69%
净利润	180	235	290	395
(+/-)	23.66%	30.76%	23.60%	36.20%
每股收益(元)	0.70	0.91	1.13	1.54
P/E	31.97	24.45	19.78	14.52

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥22.34

单季度业绩

元/股

4Q/2020 0.15
3Q/2020 0.19
2Q/2020 0.22
1Q/2020 0.13



公司简介

濮阳惠成专业研发和生产顺酐酸酐衍生物和 OLED 中间体，产品广泛应用于电子元器件封装材料、电气设备绝缘材料、涂料、复合材料等诸多领域。

相关报告

- 《业绩稳健增长，顺酐酸酐衍生物龙头同步发展 OLED 中间体》2020.11.02
- 《公司发展加速，从闲庭信步到三步并作两步》2020.08.05
- 《顺酐酸酐国产化龙头，牵手战投加速光电材料发展》2020.07.15

报告撰写人：陈煜

联系人：陈煜，王强峰

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	633	850	1090	1461
现金	227	395	558	863
交易性金融资产	3	45	24	34
应收账款	140	176	214	258
其它应收款	5	4	6	7
预付账款	14	19	22	26
存货	103	107	144	160
其他	142	104	123	113
非流动资产	446	481	516	548
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	267	287	307	327
无形资产	85	94	94	98
在建工程	52	67	79	88
其他	42	33	37	35
资产总计	1079	1330	1607	2009
流动负债	51	94	92	119
短期借款	0	0	0	0
应付款项	22	24	32	36
预收账款	0	5	3	6
其他	29	64	58	78
非流动负债	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0
其他	26	26	26	26
负债合计	77	120	119	145
少数股东权益	2	2	2	2
归属母公司股东权	1000	1209	1486	1863
负债和股东权益	1079	1330	1607	2009
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	58	295	207	386
净利润	179	235	290	395
折旧摊销	33	21	24	26
财务费用	9	(2)	(1)	(6)
投资损失	(2)	(3)	(2)	(3)
营运资金变动	(143)	39	(66)	(15)
其它	(17)	5	(39)	(12)
投资活动现金流	(34)	(104)	(32)	(68)
资本支出	(50)	(53)	(52)	(52)
长期投资	0	0	0	0
其他	17	(51)	19	(16)
筹资活动现金流	(51)	(24)	(12)	(13)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(51)	(24)	(12)	(13)
现金净增加额	(27)	168	162	305

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	913	1129	1398	1688
营业成本	592	704	886	1017
营业税金及附加	9	12	14	17
营业费用	7	28	22	34
管理费用	28	36	44	53
研发费用	70	85	106	127
财务费用	9	(2)	(1)	(6)
资产减值损失	2	1	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	3	2	3
其他经营收益	10	5	11	15
营业利润	209	273	339	461
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	209	273	339	460
所得税	31	38	48	65
净利润	179	235	290	395
少数股东损益	(1)	0	0	0
归属母公司净利润	180	235	290	395
EBITDA	238	290	356	476
EPS (最新摊薄)	0.70	0.91	1.13	1.54
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	34.21%	23.62%	23.91%	20.69%
营业利润	25.44%	30.45%	24.04%	35.90%
归属母公司净利润	23.66%	30.76%	23.60%	36.20%
获利能力				
毛利率	35.21%	37.64%	36.67%	39.74%
净利率	19.57%	20.81%	20.76%	23.43%
ROE	19.21%	21.24%	21.52%	23.59%
ROIC	17.58%	19.10%	19.12%	20.74%
偿债能力				
资产负债率	7.17%	9.00%	7.38%	7.23%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1232.40%	907.53%	1179.12%	1226.25%
速动比率	1032.21%	793.42%	1023.19%	1092.03%
营运能力				
总资产周转率	88.84%	93.69%	95.23%	93.34%
应收帐款周转率	7.37	7.17	7.14	7.08
应付帐款周转率	33.56	30.60	31.81	30.31
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.91	1.13	1.54
每股经营现金	0.23	1.15	0.81	1.50
每股净资产	3.89	4.70	5.78	7.25
估值比率				
P/E	31.97	24.45	19.78	14.52
P/B	5.74	4.75	3.86	3.08
EV/EBITDA	20.92	18.32	14.52	10.18

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>