

濮阳惠成 (300481.SZ) /化工

业绩符合预期，电子材料平台持续发力

**评级：买入（维持）****市场价格：****分析师：谢楠****执业证书编号：S0740519110001**

Email: xienan@r qlzq.com.cn

**分析师：张波****执业证书编号：S0740520020001**

Email: zhangbo@r qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

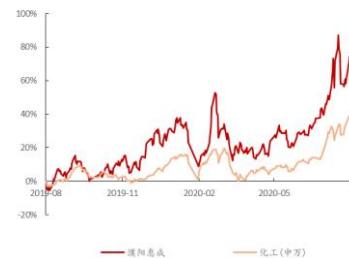
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	636	680	856	1,152	1,397
增长率 yoy%	17.55%	6.98%	25.76%	34.67%	21.27%
净利润	106	145	195	252	318
增长率 yoy%	42.42%	37.53%	34.32%	29.13%	26.31%
每股收益(元)	0.41	0.57	0.76	0.98	1.24
每股现金流量	13.80%	16.77%	20.35%	23.03%	25.11%
P/E	57.32	41.67	31.03	24.03	19.02
P/B	7.91	6.99	6.31	5.53	4.78

**备注：****投资要点**

- **事件：**公司发布2020年半年度业绩公告，2020年上半年公司实现营业收入4.02亿元，同比增长14.76%，实现归母净利润9067万元，同比增长27.19%。公司Q2实现营业收入2.37亿元，同比增长41.51%；Q2实现归母净利润5678万元，同比增长34.51%。公司业绩符合预期。
- **顺酐酸酐衍生物稳定增长，OLED等业务继续放量。**2020 H1，公司顺酐酸酐衍生物实现营收2.67亿元，同比+11.05%，主要是由于山东清洋并表；毛利率32.46%，同比上升8.81pct，主要是由于产品结构优化以及原材料价格下降。公司OELD中间体等其他业务实现营收1.35亿元，同比+22.85%，主要是受益于OLED行业的快速发展，公司OLED中间体材料快速放量。公司OELD中间体等其他业务毛利率56.03%，同比-5.16pct，主要是由于公司产品结构变化。
- **拟引入战略投资者，助力公司产业链发展。**公司拟非公开发行5844.6万股，发行价为15.57元/股，募资不超过9.1亿元，扣除发行费用后全部用于补充流动资金。本次发行的特定对象为深创投集团、深创投转型升级基金、中新睿银、融创岭岳基金和金石转型升级基金。中新睿银、融创岭岳基金背靠TCL科技，旗下的TCL华星光电技术有限公司是全球领先的显示面板供应商，在产品开发、市场营销、管理等方面与公司具有较高的协同效应，能够给公司带来领先的国内国外市场、渠道、品牌等战略性资源，促进公司市场拓展，推动实现上市公司销售业绩提升。深创投集团系国内知名的创投机构，深创投转型升级基金和金石转型升级基金背靠国家制造业转型升级基金，可为公司主营业务发展、产业链延伸提供优质的并购资源支持，协助发行人内生外延拓展新产品。
- **电子材料平台持续发力。**公司顺酐酸酐衍生物业务持续向好，收购山东清洋打破产能瓶颈。3000吨氯化双酚A有望于今年投产并逐步放量。OLED等电子化学品产能陆续投放。公司与古雷港经济开发区管委会签署《项目投资协议》，拟投资10亿元，进一步增加顺酐酸酐衍生物产能，强化公司电子化学品业务。
- **“买入”投资评级。**预测公司2020-2022年营收分别为8.56、11.52和13.97亿元，归母净利润分别为1.95、2.52和3.18亿元，对应EPS分别为0.76元、0.98元和1.24元，PE分别为31倍、24倍和19倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能投放低于预期、原材料价格波动的风险。

**基本状况**

总股本(百万股)	257
流通股本(百万股)	256
市价(元)	23.55
市值(亿元)	60.54
流通市值(亿元)	60.39

**股价与行业-市场走势对比****相关报告**

1. 濮阳惠成深度报告：顺酐酸酐衍生物持续放量，OLED材料快速发展

2. 濮阳惠成2019年年报预告点评：业绩预告符合预期，成长空间已然打开

3. 濮阳惠成2019年年报点评：业绩符合预期，古雷港项目打开成长空间

**损益表 (人民币百万元)**

	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>680</b>	<b>856</b>	<b>1,152</b>	<b>1,397</b>
增长率	7.0%	25.8%	34.7%	21.3%
<b>营业成本</b>	<b>-424</b>	<b>-515</b>	<b>-706</b>	<b>-843</b>
%销售收入	62.3%	60.2%	61.3%	60.4%
<b>毛利</b>	<b>257</b>	<b>340</b>	<b>446</b>	<b>554</b>
%销售收入	37.7%	39.8%	38.7%	39.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>营业费用</b>	<b>-29</b>	<b>-37</b>	<b>-47</b>	<b>-57</b>
%销售收入	4.2%	4.3%	4.1%	4.1%
<b>管理费用</b>	<b>-72</b>	<b>-81</b>	<b>-107</b>	<b>-130</b>
%销售收入	10.6%	9.5%	9.3%	9.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>148</b>	<b>213</b>	<b>278</b>	<b>351</b>
%销售收入	21.8%	24.9%	24.2%	25.1%
<b>财务费用</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>7</b>
%销售收入	-1.3%	-0.6%	-0.3%	-0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
%税前利润	2.4%	2.2%	2.1%	1.6%
<b>营业利润</b>	<b>161</b>	<b>223</b>	<b>289</b>	<b>365</b>
营业利润率	23.7%	26.1%	25.1%	26.1%
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>税前利润</b>	<b>161</b>	<b>226</b>	<b>291</b>	<b>367</b>
利润率	23.6%	26.4%	25.3%	26.3%
<b>所得税</b>	<b>-22</b>	<b>-30</b>	<b>-38</b>	<b>-48</b>
所得税率	13.7%	13.1%	13.1%	13.1%
<b>净利润</b>	<b>145</b>	<b>194</b>	<b>251</b>	<b>317</b>
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>145</b>	<b>195</b>	<b>252</b>	<b>318</b>
净利率	21.4%	22.8%	21.9%	22.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>145</b>	<b>194</b>	<b>251</b>	<b>317</b>
<b>加: 折旧和摊销</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>33</b>
资产减值准备	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	-5	-4	-7
投资收益	-4	-5	-6	-6
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
营运资金的变动	55	-124	-2	-98
<b>经营活动现金净流</b>	<b>140</b>	<b>88</b>	<b>268</b>	<b>239</b>
固定资本投资	-38	-25	-35	-35
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-6</b>	<b>-20</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>
股利分配	-51	-107	-117	-145
其他	-85	107	-8	30
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-136</b>	<b>0</b>	<b>-125</b>	<b>-115</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-3</b>	<b>68</b>	<b>115</b>	<b>95</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>货币资金</b>	<b>263</b>	<b>330</b>	<b>445</b>	<b>540</b>
<b>应收款项</b>	<b>111</b>	<b>193</b>	<b>216</b>	<b>280</b>
<b>存货</b>	<b>55</b>	<b>90</b>	<b>109</b>	<b>129</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>166</b>	<b>168</b>	<b>176</b>	<b>175</b>
<b>流动资产</b>	<b>594</b>	<b>781</b>	<b>946</b>	<b>1,123</b>
%总资产	60.9%	67.3%	71.1%	74.4%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>248</b>	<b>251</b>	<b>261</b>	<b>266</b>
%总资产	25.4%	21.6%	19.6%	17.6%
<b>无形资产</b>	<b>89</b>	<b>87</b>	<b>85</b>	<b>83</b>
<b>非流动资产</b>	<b>382</b>	<b>380</b>	<b>385</b>	<b>387</b>
%总资产	39.1%	32.7%	28.9%	25.6%
<b>资产总计</b>	<b>976</b>	<b>1,161</b>	<b>1,331</b>	<b>1,511</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>97</b>	<b>85</b>	<b>108</b>
<b>应付款项</b>	<b>62</b>	<b>57</b>	<b>105</b>	<b>90</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>流动负债</b>	<b>82</b>	<b>174</b>	<b>210</b>	<b>218</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>
<b>负债</b>	<b>108</b>	<b>201</b>	<b>236</b>	<b>244</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>866</b>	<b>959</b>	<b>1,094</b>	<b>1,267</b>
少数股东权益	3	2	1	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>976</b>	<b>1,161</b>	<b>1,331</b>	<b>1,511</b>

**比率分析**

	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>				
每股收益(元)	0.57	0.76	0.98	1.24
每股净资产(元)	3.37	3.73	4.26	4.93
每股经营现金流(元)	0.55	0.34	1.04	0.93
每股股利(元)	0.20	0.42	0.45	0.56
<b>回报率</b>				
净资产收益率	16.77%	20.35%	23.03%	25.11%
总资产收益率	14.82%	16.74%	18.86%	20.99%
投入资本收益率	24.04%	37.84%	39.69%	49.22%
<b>增长率</b>				
营业总收入增长率	6.98%	25.76%	34.67%	21.27%
EBIT增长率	28.92%	7.43%	30.70%	25.65%
净利润增长率	37.53%	34.32%	29.13%	26.31%
总资产增长率	6.89%	18.93%	14.61%	13.50%
<b>资产管理能力</b>				
应收账款周转天数	53.3	53.3	53.3	53.3
存货周转天数	31.7	30.6	31.2	30.7
应付账款周转天数	12.2	12.8	12.5	12.7
固定资产周转天数	124.9	105.0	79.9	67.9
<b>偿债能力</b>				
净负债/股东权益	-38.05%	-36.18%	-41.48%	-45.69%
EBIT利息保障倍数	-22.3	-45.6	-72.8	-50.7
资产负债率	11.05%	17.28%	17.73%	16.13%

资料来源：中泰证券研究所

## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。