

2022 年 10 月 24 日

濮阳惠成 (300481.SZ)

Q3 保持高盈利水平，看好风电领域需求放量

■事件：公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营收 12.0 亿元（同比+23.8%），归母净利润 3.21 亿元（同比+81.9%）。2022Q3 单季度实现营收 3.81 亿元（同比+5.79%，环比-14.2%），归母净利润 1.12 亿元（同比+69.7%，环比-9.82%）。

■Q3 业绩维持较好水平，毛利率创新高：公司 2022 年前三季度业绩增长主要由于产能持续释放，产品盈利水平提升。公司 2022 年前三季度综合毛利率 36.3%，同比增长 7.57 pct；2022Q3 毛利率 37.8%，同比增长 10.3 pct，环比增长 2.01 pct，创历史新高。由于汇率变动汇兑收益增加，财务费用有所减少。据公告，“高纯氢气及特种气体项目（一期）”“年产 2 万吨甲基四氢苯酐扩建项目”已建成，随着 2 万吨甲基四氢苯酐产能逐步爬坡，2022 年风电领域的应用将为公司带来新的利润增长点；“顺酐酸酐衍生物、功能材料中间体及研发中心项目”正在有序施工建设，预计 2023 年 9 月 30 日建成投产。

■风电叶片大型化采用拉挤工艺将带动甲基四氢苯酐的新增需求，公司将充分享受红利：拉挤工艺替代传统灌注工艺自 2021 年起逐步成为制造风电大叶片大梁普遍应用的技术，2022 年渗透率有望突破式提升。而拉挤工艺的原理决定了甲基四氢苯酐是最适合的固化剂，据产业网，我国甲基四氢苯酐的有效产能约 9 万吨。据我们前期报告《风电大梁加工工艺革新，甲基四氢苯酐有望量价齐升》，1GW 的风电叶片对应甲基四氢苯酐的使用量约为 400 吨，以 2023 年 80GW 新增装机量测算，将新增甲基四氢苯酐的需求 3 万吨以上；据中国电力网，2022 年四季度装机量有望达到 25GW 以上，相当于前三季度总和，甲基四氢苯酐的需求有望从四季度开始快速提升。目前国内在建的甲基四氢苯酐产能较少，公司有望享受风电需求带来的第一波红利。同时，甲基四氢苯酐异构体较多，产品呈现多样化，将产生极高的客户认证壁垒和较长测试周期。公司具备切入风电领域的先发优势，有望获得稳定的下游客户资源。

■投资建议：预计公司 2022 年-2024 年净利润分别为 4.2 亿元、7.5 亿元、8.5 亿元，对应 PE 24、14、12 倍，维持买入-A 评级。

■风险提示：原料价格波动、下游需求不及预期等。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	912.9	1,393.3	1,880.9	3,197.5	3,741.1
净利润	179.6	252.7	421.1	751.2	851.9
每股收益(元)	0.61	0.85	1.42	2.54	2.88
每股净资产(元)	3.37	6.73	7.71	9.29	11.01

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	57.1	40.6	24.3	13.6	12.0
市净率(倍)	10.3	5.1	4.5	3.7	3.1
净利润率	19.7%	18.1%	22.4%	23.5%	22.8%
净资产收益率	18.0%	12.7%	18.4%	27.3%	26.1%
股息收益率	0.5%	1.2%	1.5%	2.7%	3.4%
ROIC	31.9%	34.7%	24.5%	38.2%	33.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他化学制品

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价：

50 元

股价 (2022-10-21)

34.58 元

交易数据

总市值(百万元)	10,250.58
流通市值(百万元)	10,113.63
总股本(百万股)	296.43
流通股本(百万股)	292.47
12 个月价格区间	18.72/47.80 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.86	27.72	88.72
绝对收益	-11.31	15.27	65.25

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

乔璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100001

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

- 濮阳惠成：Q2 业绩创新高，发力风电领域成长性 2022-08-24 强/张汪强
- 濮阳惠成：风电大梁加工工艺革新，甲基四氢苯酐有望量价齐升/张汪强 2022-08-03

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	912.9	1,393.3	1,880.9	3,197.5	3,741.1	成长性					
减:营业成本	591.5	983.8	1,218.8	2,049.0	2,394.3	营业收入增长率	34.2%	52.6%	35.0%	70.0%	17.0%
营业税费	8.6	9.5	13.2	22.4	26.2	营业利润增长率	25.2%	38.9%	66.0%	78.3%	13.5%
销售费用	6.6	6.6	7.5	12.8	18.7	净利润增长率	23.7%	40.7%	66.7%	78.4%	13.4%
管理费用	28.2	35.9	39.5	57.6	78.6	EBITDA 增长率	37.3%	32.4%	59.8%	71.9%	16.6%
研发费用	69.7	79.6	133.5	214.2	265.6	EBIT 增长率	38.7%	33.2%	65.3%	74.5%	15.6%
财务费用	8.6	2.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	35.6%	36.9%	64.7%	78.3%	13.5%
资产减值损失	-	-0.8	0.5	0.5	0.6	投资资本增长率	25.8%	133.4%	14.3%	29.5%	-8.4%
加:公允价值变动收益	-	1.1	-	-	-	净资产增长率	15.3%	99.2%	14.4%	20.5%	18.4%
投资和汇兑收益	1.9	13.6	15.0	20.0	20.0						
营业利润	209.5	290.9	482.8	861.1	977.1	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	-0.7	-0.5	-0.5	-0.6	毛利率	35.2%	29.4%	35.2%	35.9%	36.0%
利润总额	209.2	290.2	482.3	860.6	976.6	营业利润率	22.9%	20.9%	25.7%	26.9%	26.1%
减:所得税	30.6	37.8	62.7	111.9	127.0	净利润率	19.7%	18.1%	22.4%	23.5%	22.8%
净利润	179.6	252.7	421.1	751.2	851.9	EBITDA/营业收入	34.2%	29.6%	35.1%	35.5%	35.4%
						EBIT/营业收入	30.7%	26.8%	32.8%	33.6%	33.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	102	90	88	61	63
						流动资产周转天数	119	195	230	165	151
						流动资产周转天数	242	275	305	213	223
						应收账款周转天数	50	48	51	50	49
						存货周转天数	31	31	31	30	29
						总资产周转天数	405	413	438	309	312
						投资资本周转天数	260	317	352	253	234
						投资回报率					
						ROE	18.0%	12.7%	18.4%	27.3%	26.1%
						ROA	16.6%	11.9%	17.0%	24.8%	24.5%
						ROIC	31.9%	34.7%	24.5%	38.2%	33.5%
						费用率					
						销售费用率	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%
						管理费用率	3.1%	2.6%	2.1%	1.8%	2.1%
						研发费用率	11.8%	8.1%	11.0%	10.5%	11.1%
						财务费用率	0.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
						四费/营业收入	12.4%	8.9%	9.6%	8.9%	9.7%
						偿债能力					
						资产负债率	7.2%	5.7%	7.4%	9.0%	6.2%
						负债权益比	7.7%	6.0%	8.0%	9.8%	6.6%
						流动比率	12.32	15.58	10.82	8.57	13.40
						速动比率	10.32	14.17	9.63	7.18	11.98
						利息保障倍数	32.42	160.29			
						分红指标					
						DPS(元)	0.17	0.40	0.53	0.95	1.16
						分红比率	28.6%	46.9%	37.0%	37.5%	40.5%
						股息收益率	0.5%	1.2%	1.5%	2.7%	3.4%
资产负债表											
	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
货币资金	227.4	243.8	288.5	255.8	897.3						
交易性金融资产	-	-	-	-	-						
应收账款	143.2	229.8	298.5	583.0	444.8						
应收票据	1.4	5.1	35.9	14.9	29.7						
预付账款	13.6	25.6	30.0	58.6	44.1						
存货	102.8	134.9	186.4	340.9	267.7						
其他流动资产	144.4	855.5	850.0	850.0	851.8						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	-	-	-	-	-						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	266.9	427.7	493.1	591.0	717.6						
在建工程	52.1	7.3	103.7	151.8	50.4						
无形资产	85.3	148.3	142.9	137.6	132.3						
其他非流动资产	41.6	37.2	34.5	35.8	32.7						
资产总额	1,078.8	2,115.2	2,463.5	3,019.6	3,468.3						
短期债务	-	-	-	79.5	-						
应付账款	25.7	58.1	114.0	134.8	142.7						
应付票据	-	-	-	-	-						
其他流动负债	25.7	37.9	42.1	31.0	46.5						
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	26.0	24.5	25.6	25.4	25.2						
负债总额	77.4	120.5	181.6	270.7	214.4						
少数股东权益	1.6	-0.2	-1.7	-4.2	-6.4						
股本	257.1	296.2	296.2	296.2	296.2						
留存收益	742.4	1,721.8	1,987.3	2,456.8	2,964.1						
股东权益	1,001.4	1,994.7	2,281.8	2,748.9	3,253.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	178.7	252.4	421.1	751.2	851.9	EPS(元)	0.61	0.85	1.42	2.54	2.88
加:折旧和摊销	32.6	41.2	43.6	59.3	80.1	BVPS(元)	3.37	6.73	7.71	9.29	11.01
资产减值准备	1.7	5.6	-	-	-	PE(X)	57.1	40.6	24.3	13.6	12.0
公允价值变动损失	-	-1.1	-	-	-	PB(X)	10.3	5.1	4.5	3.7	3.1
财务费用	-	-2.9	-	-	-	P/FCF	357.7	-14.1	58.2	40.5	10.4
投资损失	-1.9	-13.6	-15.0	-20.0	-20.0	P/S	11.2	7.4	5.4	3.2	2.7
少数股东损益	-1.0	-0.3	-1.4	-2.5	-2.2	EV/EBITDA	15.9	16.6	15.0	8.8	7.0
营运资金的变动	-158.4	-890.4	-85.6	-438.6	235.8	CAGR(%)	61.2%	49.9%	42.6%	61.2%	49.9%
经营活动产生现金流量	58.3	86.3	362.7	349.4	1,145.6	PEG	0.9	0.8	0.6	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-33.8	-828.8	-185.0	-180.0	-80.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-51.4	762.1	-133.0	-202.2	-424.1	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034