

濮阳惠成 (300481.SZ)

买入(首次评级)

顺酐酸酐衍生物龙头，布局中间体业务成长可期

当前价格：27.88元

目标价格：39.75元

投资要点：

➤ **顺酐酸酐衍生物需求稳定增长，公司产能持续扩张稳固龙头地位。**公司主营顺酐酸酐衍生物，用于环氧树脂固化、合成聚酯树脂和醇酸树脂等。受益于下游电子电气、涂料等产业发展，我国顺酐酸酐衍生物需求从2009年的6.57万吨增至2020年的27.97万吨，CRGR为14.08%。展望未来需求端确定性强，“十四五”期间电网投资规划近3万亿元，远高于“十三五”和“十二五”，全球风电新增装机稳定增长，据GWEC，2022-2026年全球风电新装机量将从100.6GW上升至128.8GW，CAGR为6.6%，风机拉挤成型工艺普及将带来甲基四氢苯酐增量需求。公司是国内规模最大、产品种类最为齐全的顺酐酸酐衍生物厂商，现有产能7.1万吨，福建古雷项目新增5万吨产能预计23年投产，远期产能将达12.1万吨，市场份额逐步提升。相比国内厂商具备供应优势，相比国外对手有成本及快速反应优势。

➤ **OLED材料空间广阔，中间体业务助力成长。**根据华经产业研究院，我国OLED有机材料市场规模将从21年33.6亿元增长至25年109亿元，CAGR34.2%。公司是国内少数实现OLED材料中间体规模化生产的企业之一，产品集中在茈类、呋唑类、杂环类、稠环类和有机磷类等，已实现向国际一线OLED材料厂商供货。公司产能持续释放，“2万吨功能材料项目”中已于2021年投产；在建项目中有200吨OLED材料产能预计2023年投产，功能材料中间体产能将进一步提升，规模优势增强。公司未来将持续改进OLED中间体合成工艺以降低生产成本，继续重点开发OLED功能材料，持续提升在该领域的市场地位和产品竞争力。

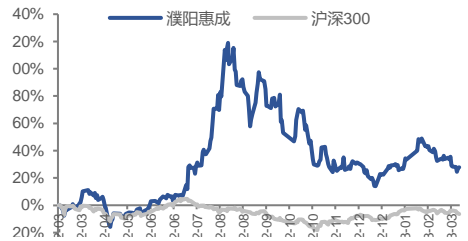
➤ **盈利预测与投资建议：**预测公司2022-2024年营业收入分别为15.97，19.04和22.29亿元，归母净利润分别为4.18，4.71和5.17亿元，对应EPS分别为1.41，1.59和1.74元，给予公司23年25倍PE，对应目标价39.75元，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**产能投放不及预期；原材料价格大幅波动；下游需求不及预期；市场竞争加剧；核心技术失密和技术迭代风险；安全和环保风险。

基本数据

| | |
|----------------|------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 296/293 |
| 总市值/流通市值 (百万元) | 8263/8172 |
| 每股净资产 (元) | 7.46 |
| 资产负债率 (%) | 17.12 |
| 一年内最高/最低 (元) | 47.8/18.36 |

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 魏征宇

执业证书编号: S0210520050001

邮箱: wzy2529@hfzq.com.cn

相关报告

| 财务数据和估值 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 913 | 1,393 | 1,597 | 1,904 | 2,229 |
| 增长率 | 34% | 53% | 15% | 19% | 17% |
| 净利润(百万元) | 180 | 253 | 418 | 471 | 517 |
| 增长率 | 24% | 41% | 65% | 13% | 10% |
| EPS(元/股) | 0.61 | 0.85 | 1.41 | 1.59 | 1.74 |
| 市盈率(P/E) | 46.0 | 32.7 | 19.8 | 17.5 | 16.0 |
| 市净率(P/B) | 8.3 | 4.1 | 3.6 | 3.2 | 2.8 |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设一：销量假设。公司现有顺酐酸酐衍生物产能 7.1 万吨，预计古雷项目 5 万吨将于 2023 年投产。受益于下游电子电气和涂料等领域的需求，顺酐酸酐衍生物需求稳定增长，公司前期发展受限于产能，新增产能逐步投放后，公司依靠成本优势和快速灵活的市场反应能力，预计新增产能将逐步消化，预计 22-24 年销量分别为 6.55/8.38/10.39 万吨。

假设二：价格及利润率假设。受原材料价格下滑及新增产能逐步释放影响，预计顺酐酸酐衍生物价格呈缓慢下降趋势，预测 22-24 年价格分别为 1.86/1.75/1.65 万元/吨，主要原材料顺酐产能持续释放，价格 2022 年由年内高点下滑近 41%，价格回到历史低位，下降空间有限，预计顺酐酸酐衍生物毛利率呈下降趋势，预测 22-24 年毛利率分别为 36.6%/35.5%和 33.6%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司顺酐酸酐衍生物新增产能投产较多，产能难以消化。我们认为，“十四五”期间电网投资额显著高于“十三五”，风电装机预计 23 年同比大幅改善，以及涂料行业的复苏都有望带动下游顺酐酸酐衍生物需求稳定增长，公司前期发展受限于产能，近 5 年产能利用率平均在 114%，长期处于高位，新增产能投放后将解决产能瓶颈，公司依靠成本优势和快速灵活的市场反应能力，我们认为新增产能将逐步消化。

市场认为公司顺酐酸酐衍生物平均价格下滑，将大幅影响公司业绩。下游电子电气需求旺盛，23 年风电景气度有望上行，需求端有望支撑产品价格维持在相对高位，同时原材料产能持续释放价格位于相对底部区域，公司仍将处于一个较高盈利水平。

股价上涨的催化因素

电网投资、风电装机超预期，顺酐酸酐衍生物产品价格上涨

估值和目标价格

预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 15.97, 19.04 和 22.29 亿元，归母净利润分别为 4.18, 4.71 和 5.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.41, 1.59 和 1.74 元，采用相对估值法，选取阿科力、飞凯材料和雅克科技作为可比公司，参考可比公司估值水平及公司历史估值水平，给予公司 23 年 25 倍 PE，对应目标价 39.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

产能投放不及预期；原材料价格大幅波动；下游需求不及预期；市场竞争加剧，顺酐酸酐衍生物售价大幅下滑；核心人员流失、核心技术失密和技术迭代风险；安全生产和环保风险。

正文目录

| | | |
|-----|------------------------------------|----|
| 1 | 精细化学品生产商，聚焦顺酐酸酐衍生物和功能材料中间体..... | 5 |
| 1.1 | 顺酐酸酐衍生物龙头，布局功能材料中间体业务 | 5 |
| 1.2 | 公司业绩稳步增长，盈利能力相对稳定 | 6 |
| 1.3 | 技术驱动未来成长，完善长效激励机制 | 7 |
| 2 | 顺酐酸酐衍生物需求端高景气，公司持续扩产稳固龙头地位..... | 9 |
| 2.1 | 国际巨头具备先发优势，国内厂商处于二三梯队 | 9 |
| 2.2 | 顺酐酸酐衍生物应用广泛，电子电气领域贡献主要需求..... | 12 |
| 2.3 | 维斯塔斯风机专利到期，风机大梁贡献增量需求 | 14 |
| 2.4 | 打破产能瓶颈，持续扩产稳固龙头地位 | 16 |
| 2.5 | 布局氢化双酚 A，与顺酐酸酐衍生物有效协同 | 17 |
| 3 | OLED 市场空间广阔，公司 OLED 中间体国内领先..... | 19 |
| 3.1 | OLED 材料前景广阔，国内厂商供应中间体为主 | 19 |
| 3.2 | 公司是国内领先 OLED 中间体厂商，产能释放打开成长空间..... | 20 |
| 4 | 盈利预测与投资建议..... | 21 |
| 4.1 | 核心假设及盈利预测..... | 21 |
| 4.2 | 估值及投资建议..... | 22 |
| 5 | 风险提示 | 23 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司主要产品的用途和特点..... | 5 |
| 图表 2: 营收稳步增长..... | 6 |
| 图表 3: 归母净利润稳步提升..... | 6 |
| 图表 4: 顺酐酸酐衍生物贡献约七成营收..... | 7 |
| 图表 5: 顺酐酸酐衍生物毛利占比显著提高..... | 7 |
| 图表 6: 盈利能力相对稳定..... | 7 |
| 图表 7: 期间费用率整体呈下降趋势..... | 7 |
| 图表 8: 研发人员数量占比高..... | 8 |
| 图表 9: 研发投入稳步提升..... | 8 |
| 图表 10: 主要研发项目进展及对公司未来影响..... | 8 |
| 图表 11: 公司 2021 年限制性股票激励计划首次授予激励对象名单及授予情况..... | 9 |
| 图表 12: 顺酐酸酐衍生物产业链..... | 10 |
| 图表 13: 顺酐酸酐衍生物行业竞争格局..... | 10 |
| 图表 14: 顺酐酸酐衍生物主要生产企业..... | 11 |
| 图表 15: 顺酐酸酐衍生物产品应用领域众多..... | 12 |
| 图表 16: 我国电子元件产量高速增长..... | 13 |
| 图表 17: 我国集成电路行业市场规模稳定增长..... | 13 |
| 图表 18: 中国电网工程建设投资完成额相对稳定..... | 13 |
| 图表 19: 国内顺酐酸酐衍生物需求量稳步提升..... | 13 |
| 图表 20: 全球风电新增装机量稳步提升..... | 14 |
| 图表 21: 风机叶片结构..... | 15 |
| 图表 22: 拉挤工艺示意图..... | 15 |
| 图表 23: 顺酐酸酐衍生物营收稳步提升..... | 16 |
| 图表 24: 顺酐酸酐衍生物产能利用率长期处于高位..... | 16 |
| 图表 25: 顺酐酸酐衍生物产能情况 (万吨)..... | 17 |
| 图表 26: 氢化双酚 A 与双酚 A 的优势对比..... | 18 |
| 图表 27: 国内双酚 A 需求基数大..... | 18 |
| 图表 28: 国内氢化双酚 A 替代空间广..... | 18 |
| 图表 29: OLED 行业产业链..... | 19 |
| 图表 30: 中国 OLED 有机材料市场高速增长..... | 20 |
| 图表 31: OLED 发光材料生产环节及特点..... | 20 |
| 图表 32: 公司部分 OLED 中间体材料产能情况..... | 21 |
| 图表 33: 分产品盈利预测..... | 22 |
| 图表 34: 可比公司盈利预测与估值..... | 23 |
| 图表 35: 公司历史 PE..... | 23 |
| 图表 36: 财务预测摘要..... | 25 |

1 精细化学品生产商，聚焦顺酐酸酐衍生物和功能材料中间体

1.1 顺酐酸酐衍生物龙头，布局功能材料中间体业务

公司主要从事顺酐酸酐衍生物、功能材料中间体等精细化学品的研发、生产、销售。顺酐酸酐衍生物包括四氢苯酐、六氢苯酐、甲基四氢苯酐、甲基六氢苯酐、纳迪克酸酐、甲基纳迪克酸酐等，主要用于环氧树脂固化、合成聚酯树脂和醇酸树脂等，广泛应用在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。功能材料中间体主要产品包括茆类、吡唑类、有机磷类等化学品，主要用于 OLED 等有机光电材料及医药等领域。

图表 1：公司主要产品的用途和特点

| 产品名称 | 英文缩写 | 主要用途 | 特点 |
|---------|-------|-----------------------------|----------------------------------|
| 四氢苯酐 | THPA | 生产聚酯树脂和醇酸树脂；环氧树脂固化及生产特种环氧树脂 | 白色片状固体，树脂产品气干性和耐化学性优良；使用成本较低 |
| 六氢苯酐 | HHPA | 环氧树脂固化及生产特种环氧树脂；生产聚酯树脂 | 白色固体，耐候性和绝缘性能优良；适用期长 |
| 甲基四氢苯酐 | MTHPA | 环氧树脂固化 | 常温为液体，使用方便；挥发性小；固化产物绝缘性能和工艺性能优良 |
| 甲基六氢苯酐 | MHHPA | 环氧树脂固化 | 常温为液体，使用方便；固化产物的耐热性和绝缘性能优良 |
| 纳迪克酸酐 | NA | 环氧树脂固化及生产特种环氧树脂；生产聚酯树脂和醇酸树脂 | 常温为固体，低收缩；固化产物耐热性和耐腐蚀性好 |
| 甲基纳迪克酸酐 | MNA | 环氧树脂固化 | 常温为液体，使用方便；固化产物耐高温、耐老化性和耐化学药品性优异 |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

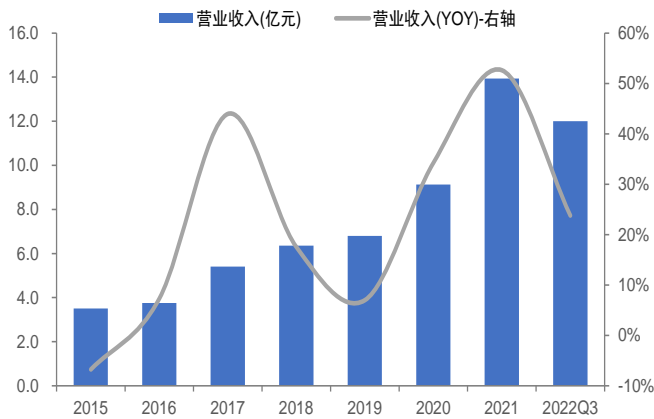
公司是国内顺酐酸酐衍生物行业规模最大、品种最齐全的生产企业之一，也是国内少数能够规模化研发生产 OLED 中间体等电子化学品的企业。公司主要产品技术指标达到行业先进水平，核心产品六氢苯酐及纳迪克酸酐产品质量已达到进口替代水平，获得诸多国际化工巨头的使用认证，产品销往欧盟、美国、日本等十几个国家和地区，拥有亨斯迈（Huntsman）、巴斯夫（BASF）等多家国际知名客户。在功能材料中间体领域，公司已成为国内少数能够实现 OLED 材料中间体规模化生产的企

业之一，公司 OLED 相关材料中间体集中在茆类、唑类、杂环类、稠环类、机磷类产品，主要为有机光电材料提供中间体，已实现向国际一线 OLED 材料厂商供货。

1.2 公司业绩稳步增长，盈利能力相对稳定

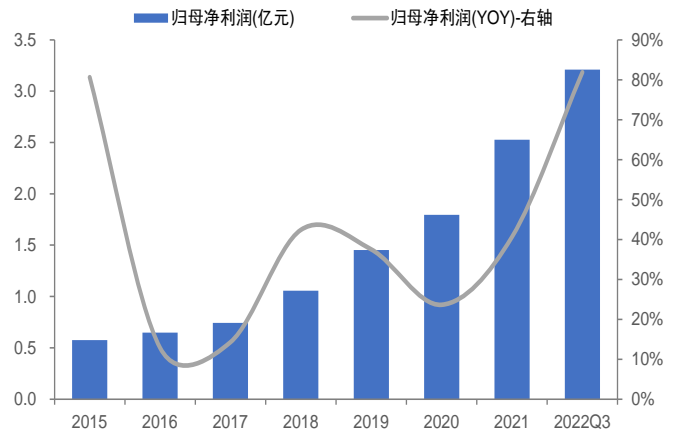
产能持续扩张，业绩稳步提升。公司传统主业顺酐酸酐衍生物产能从 2017 年 3 万吨增长至 2021 年 5.1 万吨，产能持续提升，公司营业收入从 2015 年的 3.5 亿元增长至 2021 年的 13.93 亿元，CAGR 为 25.88%；归母净利润从 2015 年的 0.57 亿元增长至 2021 年的 2.53 亿元，CAGR 为 27.99%，公司业绩稳步快速提升。

图表 2：营收稳步增长



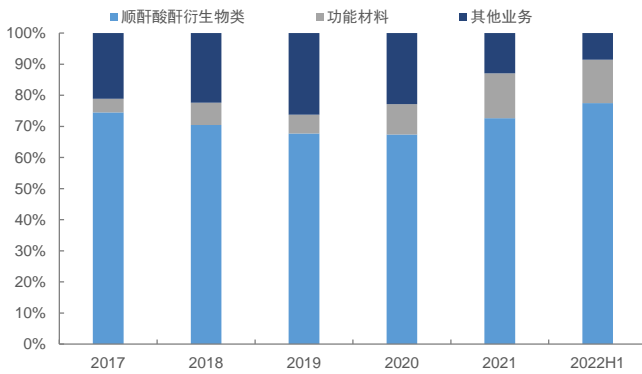
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：归母净利润稳步提升

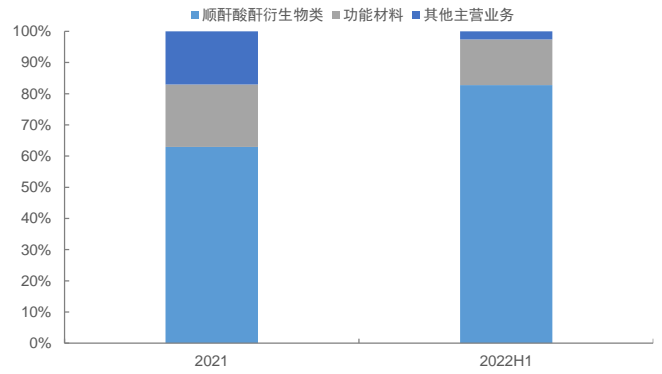


数据来源：Wind，华福证券研究所

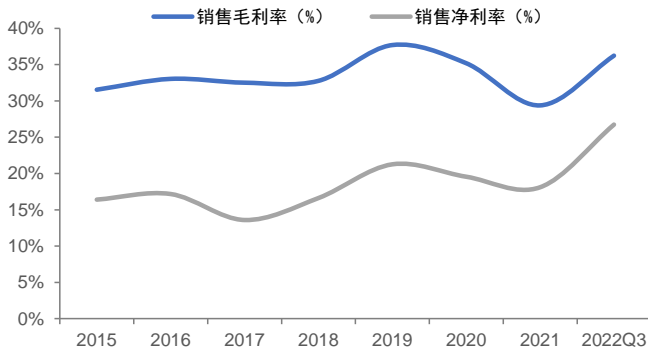
需求向好支撑产品价格，原材料价格大幅下滑打开盈利空间。公司 2022 年实现营收 15.97 亿元，同比增长 14.62%，实现归母净利润 4.18 亿元，同比增长 65.63%；业绩同比大幅增长一方面是原材料价格下跌，2022 年底主要原材料顺酐价格由年内高点下滑近 41%；另一方面，顺酐酸酐衍生物下游需求旺盛使其价格维持在相对高位，价差扩大盈利空间打开。从分产品营收来看，近年顺酐酸酐衍生物营收占比约 70%，功能材料营收占比呈现逐渐提升趋势，2022 上半年受益于产品量价齐升和原材料价格下跌，顺酐酸酐衍生物业务盈利能力增强，毛利率提升至 37.93% 创历史新高，其毛利占比超过 80%，带动公司业绩高速增长。公司整体毛利率和净利率相对稳定，毛利率波动主要受原材料采购价格、下游行业景气度影响。公司新增产能持续投放规模优势凸显，期间费用率呈下降趋势。

图表 4：顺酐酸酐衍生物贡献约七成营收


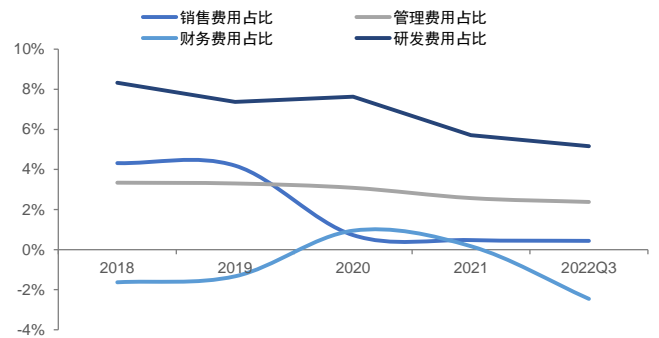
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 5：顺酐酸酐衍生物毛利占比显著提高


数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 6：盈利能力相对稳定


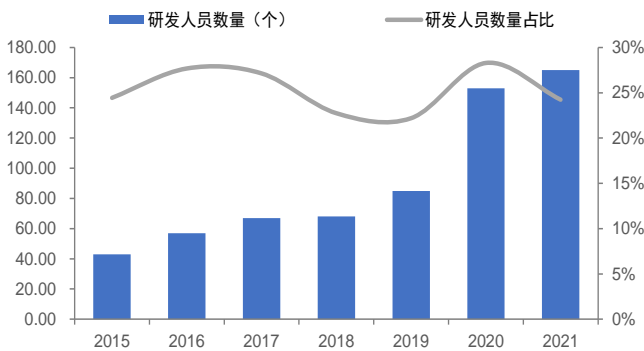
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 7：期间费用率整体呈下降趋势


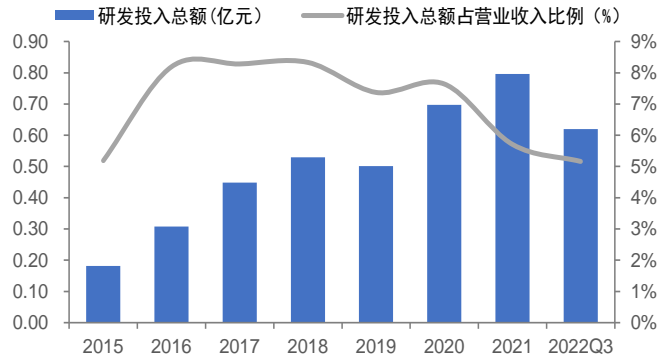
数据来源：Wind，华福证券研究所

1.3 技术驱动未来成长，完善长效激励机制

持续研发投入，推动技术和产品不断升级。公司坚持自主研发创新，并取得了一定的研发成果。作为国家高新技术企业，公司已获得授权专利 88 项（57 项发明专利，31 项实用新型专利），先后获得“国家火炬计划重点高新技术企业”、“国家知识产权优势企业”、“河南省创新龙头企业”“河南省技术创新示范企业”、“国家绿色工厂”、国家“专精特新‘小巨人’企业”等称号，曾获得中国专利优秀奖、河南省科学技术进步一等奖、三等奖、河南省专利奖一等奖、河南省工业和信息化科技成果一等奖等奖项。2021 年“降冰片烯衍生物生产关键技术开发与应用”获得河南省技术发明二等奖。2022 年 7 月公司获得“河南省制造业头雁企业”称号。

图表 8：研发人员数量占比高


数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：研发投入稳步提升


数据来源：Wind，华福证券研究所

巩固原有产品竞争优势，加大光电材料、封装材料及医药中间体等领域的研究。

顺酐酸酐衍生物是公司传统主营和优势业务，相关研发项目主要是优化现有产品性能，丰富产品类别以及拓展产品应用领域，满足不同的客户要求。在光电材料领域，公司将充分利用好有机小分子发光材料工程技术研究中心等研发平台，加强与河南省科学院化学研究所有限公司、郑州轻工业大学、郑州大学等科研院所、高校的产学研合作，推进新品开发步伐，培育利润新增长点。

图表 10：主要研发项目进展及对公司未来影响

| 主要研发项目名称 | 项目目的 | 项目进展 | 拟达到的目标 | 预计对公司未来发展的影响 |
|---------------------------|----------------------------------|------|----------------------------------------------|----------------------------------|
| OLED 功能材料中间体相关研发项目 | 通过改变合成路线，优化物料比例，同时获得较高产率和高品质的产品。 | 在研 | 提高反应选择性和转化率，简化产品纯化操作单元，使得产品性能更加优越，满足不同的客户要求。 | 优化工艺流程，积累各类产品的制备工艺及核心技术，提高公司竞争力。 |
| 其他功能材料中间体相关研发项目 | 开发新产品新工艺，实现批量生产。 | 在研 | 开发新产品新工艺，为公司增加新的利润增长点。 | 完善公司产品结构，增加公司产品储备。 |
| 顺酐酸酐衍生物相关研发项目 | 优化现有产品性能，丰富产品类别，拓展产品应用领域。 | 在研 | 优化产品结构及性能，满足不同的客户要求。 | 拓展产品应用领域，优化公司产品结构，增强公司核心竞争力。 |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

建立长效激励机制，绑定核心成员利益。为吸引与留住核心管理人员，充分调动公司核心团队的积极性，提升团队凝聚力，公司持续通过股权激励实现股东、公司和激励对象利益的一致。2017 年，公司实施股权激励计划，授予的激励对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干等合计 122 人，授予的限制性股票总量为 170 万股。2021 年 8 月 20 日，公司推出 2021 年限制性股票激励计划向符合授予条件的 246 名激励对象授予 205.30 万股限制性股票，授予

价格为 12.44 元/股。2022 年 6 月 13 日公司经过审议认为预留部分限制性股票的授予条件已经达成，以 12.00 元/股的价格向符合条件的 63 名激励对象授予 24.40 万股第一类限制性股票。业绩考核目标为以 2018-2020 年净利润均值（1.43 亿元）为基数，2022 年净利润增长率不低于 95%（2.79 亿元，2022 业绩快报归母净利润为 4.18 亿元，大幅超越目标），2023 年净利润增长率不低于 140%（3.43 亿元）。

图表 11：公司 2021 年限制性股票激励计划首次授予激励对象名单及授予情况

| 激励对象 | 姓名 | 职务 | 获授数量(万股) | 占首次授予总量的比例 | 占本激励计划公告日总股本的比例 |
|------------------------------------------|------|---------------|----------|------------|-----------------|
| 一、董事、高级管理人员 | 吴悲鸿 | 总经理 | 5.00 | 2.4355% | 0.0170% |
| | 陈淑敏 | 董事、董事会秘书、副总经理 | 5.00 | 2.4355% | 0.0170% |
| | | 总经理 | | | |
| | 崔富民 | 副总经理 | 5.00 | 2.4355% | 0.0170% |
| | 王国庆 | 董事、财务总监 | 5.00 | 2.4355% | 0.0170% |
| | 赵智艳 | 副总经理 | 4.50 | 2.1919% | 0.0153% |
| 化栋 | 副总经理 | 4.50 | 2.1919% | 0.0153% | |
| 二、公司核心技术(业务)人员及公司董事会认为需要激励的其他人员(共 240 人) | | | 176.30 | 85.8743% | 0.5990% |
| 合计 | | | 205.30 | 100% | 0.6976% |

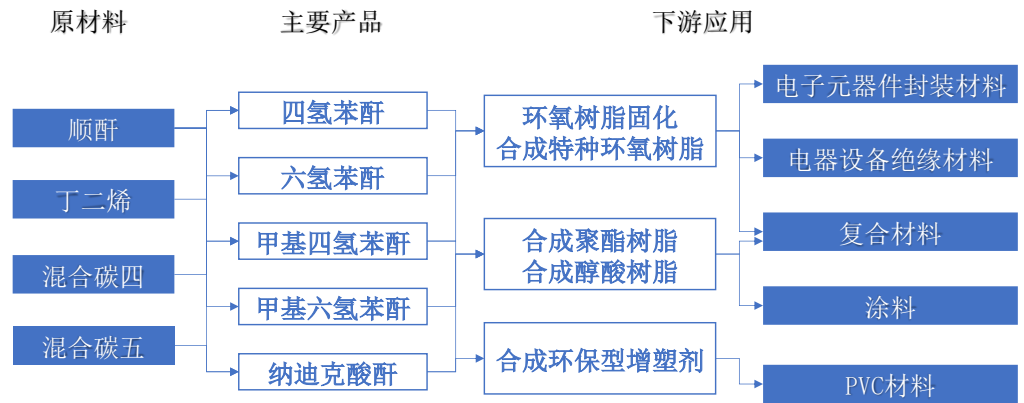
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2 顺酐酸酐衍生物需求端高景气，公司持续扩产稳固龙头地位

2.1 国际巨头具备先发优势，国内厂商处于二三梯队

顺酐酸酐衍生物上游主要为顺酐、丁二烯等基础化工品，下游主要用途为环氧树脂固化及合成聚酯树脂、醇酸树脂等。顺酐酸酐衍生物的原料主要有顺酐、丁二烯、混合碳四、混合碳五等基础化工产品，其中四氢苯酐、六氢苯酐的主要生产原料为顺酐、丁二烯或混合碳四；甲基四氢苯酐、甲基六氢苯酐、纳迪克酸酐的主要生产原料为顺酐、混合碳五。从下游领域来看，目前全球市场用量较大的顺酐酸酐衍生物主要有四氢苯酐、六氢苯酐、甲基四氢苯酐、甲基六氢苯酐等产品，随着下游产品更新换代以及新应用领域的出现，其他顺酐酸酐衍生物产品如纳迪克酸酐、甲基纳迪克酸酐等产品用量也在逐渐增加。

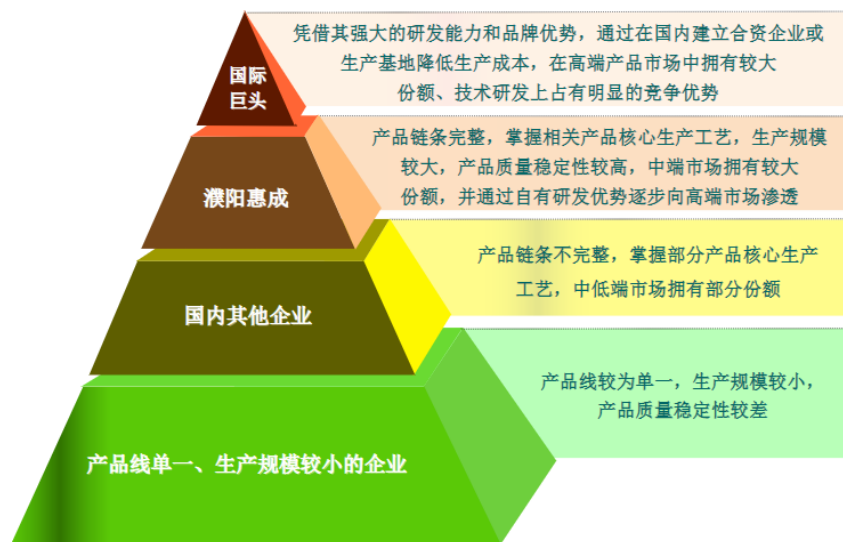
图表 12：顺酐酸酐衍生物产业链



数据来源：华经情报网，华福证券研究所

国外顺酐酸酐衍生物生产起步较早，国内厂商是追赶者。顺酐酸酐衍生物产品中，四氢苯酐、六氢苯酐、甲基四氢苯酐等产品在 20 世纪 60 年代被成功开发并开始产业化应用，甲基六氢苯酐、纳迪克酸酐和甲基纳迪克酸酐的产业化应用则相对较晚。国内顺酐酸酐衍生物生产相对较晚，国内 20 世纪 80 年代开始生产四氢苯酐和甲基四氢苯酐，21 世纪初开始生产六氢苯酐、甲基六氢苯酐及纳迪克酸酐。国内四氢苯酐、甲基四氢苯酐等顺酐酸酐衍生物产品生产工艺较为成熟，近年来随着市场竞争加剧，一些研发力量较强的企业开始大力研究高附加值产品，如六氢苯酐、纳迪克酸酐、甲基六氢苯酐、甲基纳迪克酸酐等。

图表 13：顺酐酸酐衍生物行业竞争格局



数据来源：公司公告，华福证券研究所

国外厂商目前在高端市场具备一定优势，公司处于第二梯队。意大利波林

(PolyntSPA) 和新日本理化株式会社等暂时处在行业金字塔顶部, 其凭借技术研发领先和品牌优势, 通过海外建立合资企业或生产基地降低生产成本, 在高端产品市场中拥有较大份额; 公司处在行业金字塔的第二层, 近年来公司生产规模逐步扩大, 掌握了相关产品核心生产工艺, 产品质量稳定性较高, 已形成相对完整的产品链条, 中端市场拥有较大份额, 并通过自有研发优势和规模优势逐步向高端市场渗透。国内其他主要企业产品链条不完整, 掌握部分产品核心生产工艺, 中低端市场拥有部分份额, 处于行业金字塔的第三层; 行业中的多数企业生产规模较小, 产品线较为单一, 产品质量稳定性较差, 该类企业处在行业金字塔底部。

图表 14: 顺酐酸酐衍生物主要生产企业

| 企业名称 | 成立时间 | 国家或地区 | 主要产品及产能 | 备注 |
|------------|------|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| 意大利波林 | 1995 | 意大利 | 化工品中间体(马来酸酐、富马酸、顺酐酸酐衍生物、苯酐、偏苯三酸酐等); 特殊化工品(树脂、复合物、顺酐酸酐衍生物、催化剂、一般增塑剂和特殊增塑剂等), 特殊酯类(醋酸纤维、苯甲酸酯、柠檬酸酯、富马酸酯和邻苯三甲酸酯等) | 欧洲最大的聚合物中间体供应商之一 |
| 新日本理化株式会社 | 1919 | 日本 | 增塑剂、苯的衍生物、酸酐、环氧树脂、合成树脂原料、塑料助剂、医药和农药中间体 | - |
| 日立化成工业株式会社 | 1962 | 日本 | 半导体材料、树脂材料、电气绝缘材料、印刷电路板材料以及其他功能材料 | - |
| 迪克西化工 | - | 美国 | 胶粘剂、涂料和复合材料及其他产品 | 在 25 个国家和地区为客户提供产品和服务 |
| 南亚塑胶工业 | 1958 | 中国台湾 | 塑胶加工、塑胶原料、电子材料及聚酯纺织产品 | 拥有世界最大塑胶加工基地, 聚酯产品产量及电子材料之铜箔基板产能亦名列前茅 |
| 波林化工(常州) | 2007 | 中国 | 偏苯三酸酐、偏苯三酸酯、增塑剂、特殊酐类等, 年产 7 万吨 | 母公司为意大利波林, 已关停 |
| 嘉兴市东方化工厂 | 1993 | 中国 | 具备产能甲基四氢苯酐约 1 万吨, 甲基六氢苯酐约 1500 吨 | - |
| 浙江阿尔法化工 | 2012 | 中国 | 具备产能甲基四氢苯酐 1.5 万吨、甲基六氢苯酐 6000 吨、四氢苯酐 00 吨、六氢苯酐 500 吨、丁三酸酐配 000 吨, 产能合计 2.45 万吨, | 中意合资的科技型化工生产企业 |
| 嘉兴市清洋化学 | 2005 | 中国 | 年产甲基四氢苯酐 350 吨、甲基六氢苯酐年产量 1500 吨; 六氢苯酐 600 吨, 生产促进剂、稀释剂、增韧剂等环氧固化剂的配套产品 | - |
| 大连今世光电 | 1997 | 中国 | 液态甲基四氢苯酐固化剂年产量约万余吨, 此外还有甲基六氢苯酐固化剂、环氧树脂增韧剂、促进剂等产品 | - |
| 嘉兴南洋万事兴化工 | 2014 | 中国 | 具备产能甲基四氢苯酐 3 万吨 | 目前国内甲基四氢苯酐产量最大的企业 |

| | | | | |
|--------|------|----|-----------------------------------------|-----------------------------|
| 嘉兴联兴化工 | 1993 | 中国 | 具备产能甲基四氢苯酐 1 万吨、甲基六氢苯酐 3000 吨 | - |
| 濮阳惠成 | 2002 | 中国 | 四氢苯酐、六氢苯酐、甲基四氢苯酐、甲基六氢苯酐、纳迪克酸酐，年产 5.1 万吨 | 国内规模最大、产品线最齐全的顺酐酸酐衍生物生产企业之一 |

数据来源：华经情报网，华福证券研究所

2.2 顺酐酸酐衍生物应用广泛，电子电气领域贡献主要需求

顺酐酸酐衍生物广泛用于电子元器件封装、电气设备绝缘、涂料和复合材料等。

顺酐酸酐衍生物主要用途为环氧树脂固化及合成聚酯树脂、醇酸树脂等，应用在电子元器件封装材料、电气设备绝缘材料、涂料和复合材料等行业。随着我国电子信息产业的快速发展、智能电网、超/特高压输电线路投资力度的不断加大、新型复合材料的广泛应用，电子元器件封装、电气设备绝缘材料、涂料、复合材料等行业的发展推动国内市场顺酐酸酐衍生物需求。

图表 15：顺酐酸酐衍生物产品应用领域众多

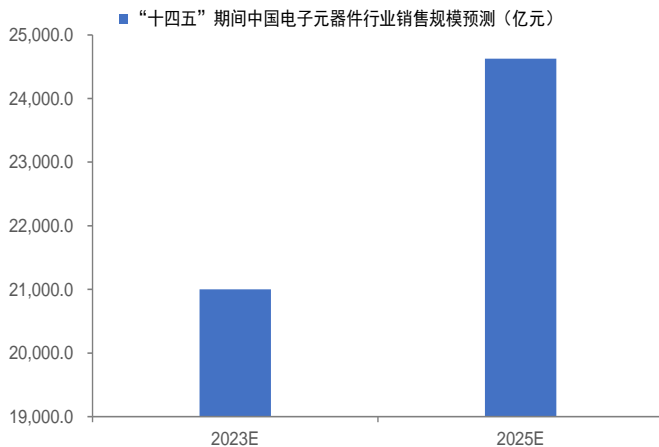
| 涉及行业 | 应用领域 | 顺酐酸酐衍生物 |
|----------|-----------|--------------------|
| 电子电气 | 电气设备绝缘材料 | 甲基四氢苯酐、六氢苯酐、甲基六氢苯酐 |
| | 电子元器件封装 | 甲基四氢苯酐、六氢苯酐、甲基六氢苯酐 |
| | 电路印刷版油墨材料 | 四氢苯酐 |
| 涂料 | 涂料 | 四氢苯酐、六氢苯酐 |
| 复合材料 | 聚酯树脂复合材料 | 六氢苯酐、四氢苯酐、纳迪克酸酐 |
| | 环氧树脂复合材料 | 甲基四氢苯酐、甲基六氢苯酐 |
| PVC 材料助剂 | 环烷酸酯类增塑剂 | 偏苯类酸酐 |
| | 聚酯增塑剂 | |

数据来源：华经情报网，华福证券研究所

下游需求推动，顺酐酸酐衍生物市场稳定增长。电子元器件封装材料起安装、固定、密封、保护电子元器件及增强电热性能等方面的作用，顺酐酸酐衍生物与环氧树脂形成的固化物是一种理想的封装材料，广泛应用于从电阻、电容、电感、二极管、三极管等基本电子元件到半导体器件、集成电路等复杂器件的封装。我国电子元器件行业稳定增长，根据工信部和中国电子元件行业协会数据，到 2023 年中国电子元器件销售总额达到 2.1 万亿元，到 2025 年达到 2.46 万亿元，我国作为全球电子元器件生产大国的地位进一步巩固。在集成电路领域，国内集成电路产业规模从 2017 年的 5411 亿元上升至 2021 年的 10458 亿元，复合增长率达到 18%，呈现快速增长态势，据中商产业研究院预测 2022 年我国集成电路行业市场规模将达到 12331 亿元。

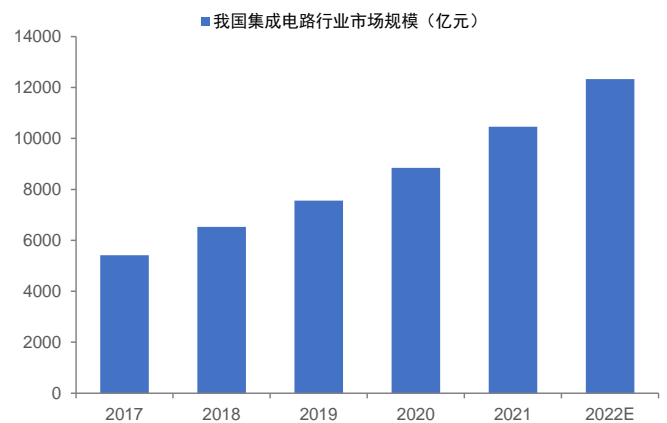
在电气绝缘领域，绝缘方式向着轻量化、无油化、无瓷化方向发展，顺酐酸酐衍生物有着良好市场空间。变压器、互感器、开关、电力电容器和绝缘子等是输配电环节重要电气设备，以环氧树脂浇注干式绝缘是未来发展方向。从投资额来看，“十四五”期间，南网建设将规划投资约 6700 亿元、国家电网计划投入约 2.23 万亿元，加快数字电网和现代化电网建设进程。国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累计将超过 2.9 万亿元，叠加其他地区电网公司“十四五”期间全国电网总投资预计近 3 万亿元，显著高于“十三五”期间全国电网总投资 2.57 万亿元和“十二五”期间的 2 万亿元。受终端电子电气、涂料等产业发展带动，我国顺酐酸酐衍生物市场需求量稳定增长，从 2009 年的 6.57 万吨增至 2020 年的 27.97 万吨，年复合增长率 14.08%，成为全球顺酐酸酐衍生物最大的需求市场，2020 年中国需求量在全球中的占比达 60.8%。

图表 16：我国电子元件产量高速增长



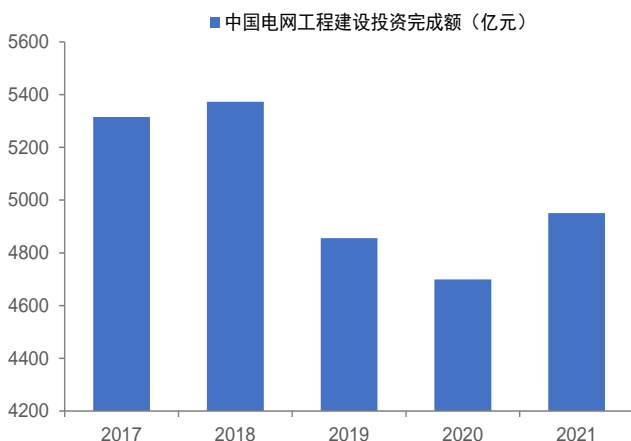
数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

图表 17：我国集成电路行业市场规模稳定增长



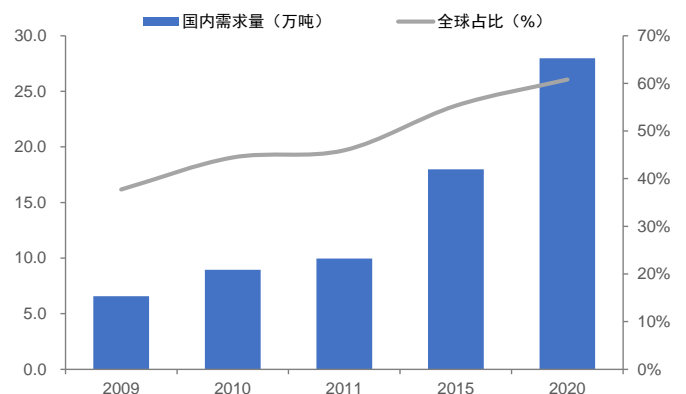
数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

图表 18：中国电网工程建设投资完成额相对稳定



数据来源：国家能源局，华经产业研究院，华福证券研究所

图表 19：国内顺酐酸酐衍生物需求量稳步提升

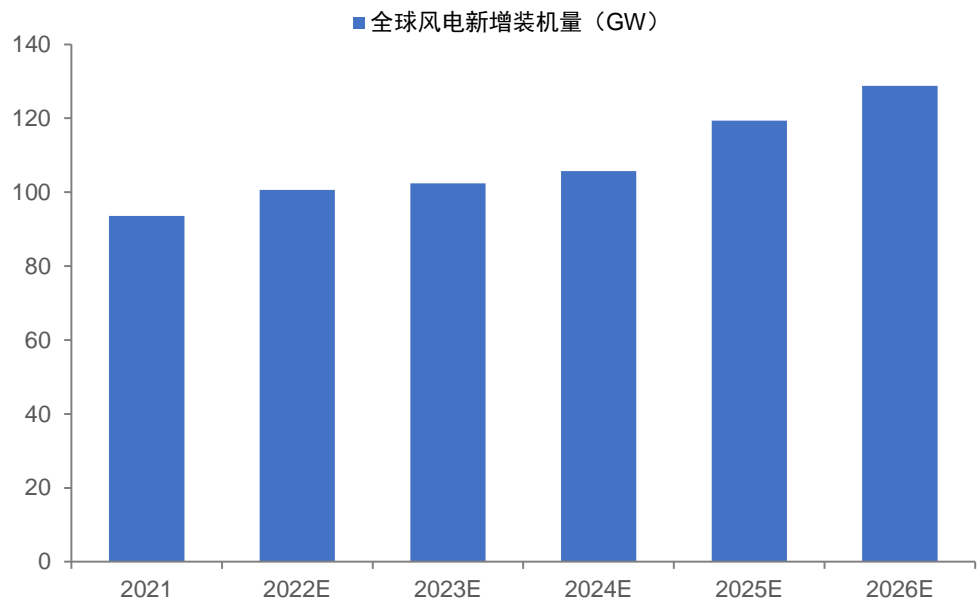


数据来源：观研天下，华福证券研究所

2.3 维斯塔斯风机专利到期，风机大梁贡献增量需求

风电装机加速推进，风机叶片大型化和轻量化带动碳纤维渗透率提升。据全球风能委员会（GWEC）预测，2022-2026 年全球风电新装机量将从 100.6GW 上升至 128.8GW，CAGR 为 6.6%，全球风电新增装机稳定增长。2022 年我国风电新增装机为 37.6GW，同比下降 20.9%，低于市场预期，主要受到疫情影响。考虑到 2022 年风机招标超 100Gw，预计 2023 年风电装机有望迎来大幅反弹，在风机叶片大型化和轻量化趋势下，对于材料性能要求提高，碳纤维具备高比强度及高比模量，相比玻璃纤维质量更轻，应用在叶片中可以在保证叶片强度的同时降低重量从而降低机组负荷，提升发电效率，叶片大型化和轻量化有望带动碳纤维渗透率提升。

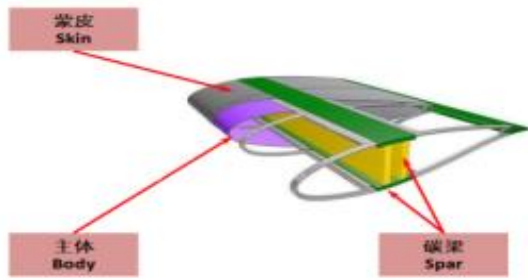
图表 20：全球风电新增装机量稳步提升



数据来源：GWEC，华福证券研究所

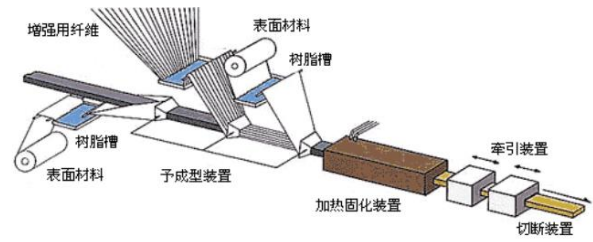
拉挤法效率高成本低，逐步成为风电叶片主流生产工艺。目前碳纤维主梁的工艺主要有三种：预浸料工艺、灌注工艺、拉挤工艺三种。拉挤成型工艺是一种连续生产固定截面纤维增强复合材料的成型方法，在制造过程中以高性能环氧树脂为基体、玻璃纤维/碳纤维为增强材料，拉挤大梁在风电叶片领域的应用已成为主流。拉挤工艺相比其他工艺在效率、纤维体积含量和成本上具备显著优势，首先拉挤工艺相对于其他工艺效率更高，标准件生产方式保证产品性能一致性和稳定性，明显提高生产效率，同时有效降低运输成本和组装整体成型成本，其次，拉挤工艺碳纤维板材纤维含量可以达到 70%，明显高于预浸料和真空灌注，纤维含量越高，主梁的力学性能或承力状态更加越优，最后，拉挤工艺边角废料相对较少，预浸料和灌注都有一定边角废料。

图表 21：风机叶片结构



数据来源：中国纤维复材网，华福证券研究所

图表 22：拉挤工艺示意图



数据来源：上海富晨，华福证券研究所

维斯塔斯碳梁保护专利到期，拉挤工艺渗透率有望提高。2022年7月19日，全球风电巨头 Vestas 拉挤碳梁专利到期。该公司在 2002 年 7 月向中国、丹麦、欧洲等国家和国际性知识产权局申请了以碳纤维条带为主要材料生产风电叶片的相关专利，限制了其他企业使用碳纤维主梁制作叶片，专利保护期 20 年，保护期内其他厂商可使用拉挤法生产大丝束碳纤维及其复合材料，但无法将其用于制作叶片。专利限制解除后，国内外其他风电叶片厂商将可以不受限制。考虑国内外厂家预计会提前布局拉挤法工艺，拉挤法工艺渗透率有望快速提升。

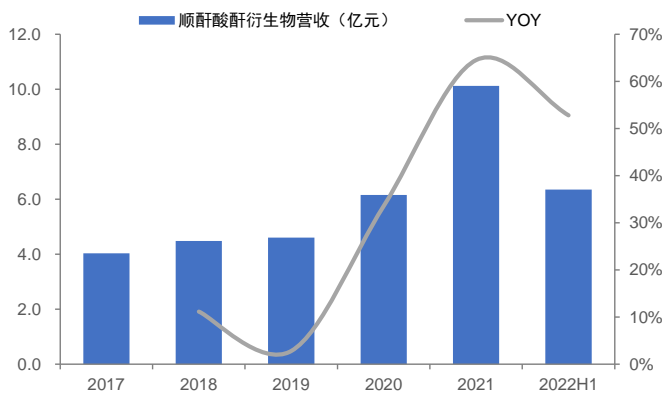
采用甲基四氢苯酐作为固化剂的环氧树脂黏度低、浸渍性好，拉挤成型工艺的普及将为甲基四氢苯酐带来增量需求。拉挤工艺采用环氧树脂体系，制备中如以固体胺类为固化剂则树脂体系粘度大，后续添加稀释剂环氧的力学性能和耐热性能会大幅下降。而以甲基四氢苯酐为固化剂的环氧体系能够在数小时内保持低的粘度，对碳纤维能形成较好的浸渍。碳纤维拉挤工艺普及将使甲基四氢苯酐部分替代固体胺类固化剂，有望提升甲基四氢苯酐需求。

公司甲基四氢苯酐大规模扩产，有望承接风电红利。公司甲基四氢苯酐现有产能 3.58 万吨，年产“50000 吨顺酐酸酐衍生物项目”（甲基四氢苯酐 2.1 万吨）在建设中，远期甲基四氢苯酐产能合计 5.68 万吨。公司目前顺酐酸酐衍生物产品已部分供应风电用途，2022 年上半年顺酐酸酐衍生物中用于风电领域的产品数量超 3000 吨，占顺酐酸酐衍生物整体销量的 10%以上，风电领域的应用有望为公司带来新的利润增长点。

2.4 打破产能瓶颈，持续扩产稳固龙头地位

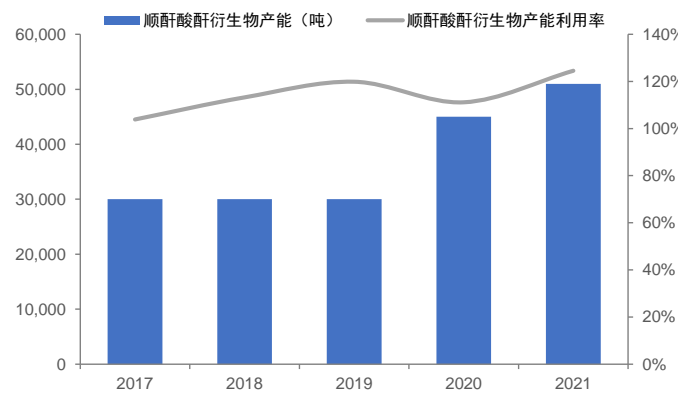
顺酐酸酐衍生物营收稳步提升，产能利用率处于高位。公司是国内规模最大、品类最齐全的顺酐酸酐衍生物生产企业之一，公司顺酐酸酐衍生物营收从 2017 年 4.03 亿增长至 2021 年 10.12 亿元，复合增速 25.89%，产能从 2017 年的 3 万吨增长至 2021 年的 5.1 万吨，产能利用率近 5 年平均在 114%，长期处于高位，前期产能瓶颈一定程度上限制了公司业绩释放。

图表 23：顺酐酸酐衍生物营收稳步提升



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 24：顺酐酸酐衍生物产能利用率长期处于高位



数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

产能持续扩张，打破产能瓶颈。顺酐酸酐衍生物行业集中度不断提升，市场对中高端产品需求持续增长，公司积极通过内生与外延并举的方式，扩大产能规模，满足市场需求并进一步提升规模效应。

收购山东清洋：2019 年 12 月，公司公告拟使用募集资金收购山东清洋新材料有限公司 100% 股权，2020 年 1 月，完成股权变更登记手续，山东清洋成为公司全资子公司。山东清洋具有年产 10000 吨甲基四氢苯酐和 5000 吨甲基六氢苯酐的产能及相关专利。公司通过此次收购扩大产能，助力公司以较强的成本控制能力争取客户与市场，提高市场占有率，巩固行业龙头地位，已计入 7.1 万吨体系中。

建设古雷基地：2020 年 1 月，公司签署《福建漳州古雷港经济开发区濮阳惠成电子材料股份有限公司项目投资协议》，建设内容包括 5 万吨顺酐酸酐衍生物、3200 吨功能材料中间体的生产线以及研发中心项目，建设期 2 年。福建漳州古雷石化基地是全国七大石化产业基地之一，规划总炼油能力达到 5,000 万吨/年（包含顺酐及丁二烯等原料）。古雷港经济开发区具有丰富的原材料资源，同时能够有效扩大公司业

务区域覆盖范围。长期来看古雷项目将稳固公司产能优势，同时古雷生产基地作为公司第二个核心生产基地，将与公司现有濮阳生产基地形成战略协同与优势互补，提升公司的行业地位及国际竞争力。

产能持续投放，远期产能达到 12.1 万吨。 顺酐酸酐衍生物产能现有 7.1 万吨，其中年产 2 万吨甲基四氢苯酐扩建项目已经建成，顺酐酸酐衍生物、功能材料中间体及研发中心项目处于有序建设中，建成后将新增顺酐酸酐衍生物产能 5 万吨，公司顺酐酸酐衍生物远期产能将达到 12.1 万吨。

图表 25：顺酐酸酐衍生物产能情况（万吨）

| 主要产品 | 设计产能 | 在建产能 | 在建产能预计达产日期 |
|---------|------|------|------------|
| 顺酐酸酐衍生物 | 7.1 | 5 | 2023 年下半年 |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司具备技术和成本优势，快速反应客户需求，持续拓展市场。 公司坚持“技术领先，成本优势，产品线持续优化延伸”的战略，利用自身的技术优势、成本优势以及不断开发、拓展客户群体取得了较快发展，先后研发、生产部分的产品填补国内工业化生产的空白，掌握了先进的研发技术和生产工艺，主要产品拥有自主知识产权，降低了国内市场对进口产品的依赖；与国外竞争对手相比，公司能够更加方便快捷地响应客户需求，凭借优质稳定的产品质量、较强的成本竞争力以及灵活快速的市场反应能力，在国内外客户中建立了良好的产品口碑，产品销往亚洲、欧洲等地区。

2.5 布局氢化双酚 A，与顺酐酸酐衍生物有效协同

氢化双酚 A (HBPA) 主要用来合成特种树脂，也是一种医药中间体，由双酚 A 通过加氢合成。 氢化双酚 A 作为原材料可以大幅提高环氧树脂的应用性能，是环氧树脂改性的重要手段，在特种环氧树脂方面的应用具有广阔的发展前景，目前主要面对高端制造应用领域，可用于高价值 LED 封装、高价值电气绝缘材料、风机叶片涂层、医疗器械部件、复合材料等领域。

氢化双酚 A 型环氧树脂分子中不含双键，化学稳定性和耐候性显著增强。 氢化双酚 A 合成的树脂类产品比双酚 A 合成的树脂类产品相比具有无毒性、化学稳定性、耐紫外线、热稳定性及耐候性等优势。氢化双酚 A 型环氧树脂分子中不含双键，具有耐候性好、电性能优良、粘度低、加工工艺性好等优点，除固化物的物理性能与双酚 A 型环氧树脂相近外，固化后的产品耐候性明显增强。

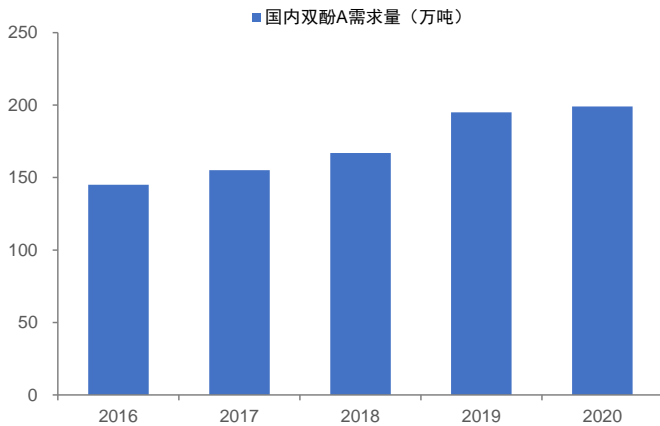
图表 26: 氢化双酚 A 与双酚 A 的优势对比

| 用途 | 双酚 A(BPA) | 氢化双酚 A (HBPA) | 氢化双酚 A 优势 |
|------|-----------|---------------|-----------|
| 环氧树脂 | √ | √ | 耐候性、无毒性 |
| 聚碳酸酯 | √ | √ | 耐候性、无毒性 |

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

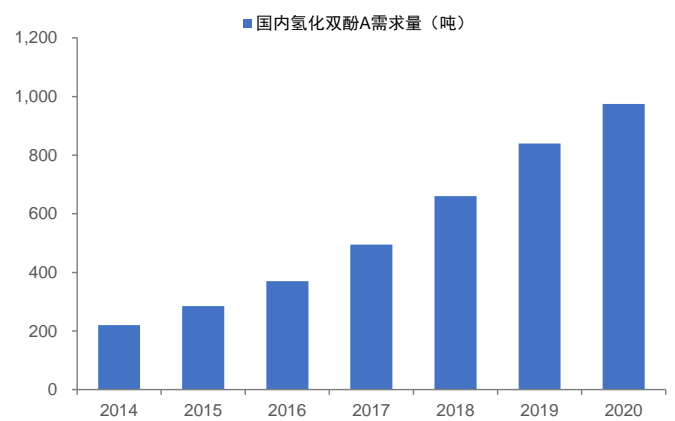
双酚 A 市场需求基数庞大, 氢化双酚 A 具备广阔的高端市场替代空间。双酚 A 是世界上使用最广泛的工业化合物之一, 主要用于生产聚碳酸酯、环氧树脂等多种高分子材料。随着世界树脂产业不断升级、新材料的快速发展以及终端消费者对产品质量和性能的要求逐步提高, 对高性能聚碳酸酯和环氧树脂的需求越来越大, 氢化双酚 A 能够有效弥补双酚 A 型环氧树脂和聚碳酸酯在毒性、化学稳定性和耐候性等方面的劣势, 替代一部分双酚 A 高端市场份额。目前国内氢化双酚 A 厂商暂未实现规模化生产, 国内产品需求以进口日本产品为主, 2019 年和 2020 年我国氢化双酚 A 需求总量分别约为 840 吨和 975 吨, 整体规模尚小, 但基于国内双酚 A 市场需求的高基数, 长期来看氢化双酚 A 替代空间广阔。

图表 27: 国内双酚 A 需求基数大



数据来源: 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

图表 28: 国内氢化双酚 A 替代空间广



数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

氢化双酚 A 规模化生产技术壁垒较高, 主要生产商来自日本和美国。目前氢化双酚 A 的主要生产商来自日本和美国, 与其国内下游领先的高端的环氧树脂厂商互相协同, 日本和美国的环氧树脂生产企业众多, 技术实力领先, 比如亨斯迈、3M 等, 因此美国氢化双酚 A 需求量较大。日本是全球氢化双酚 A 最大的生产国, 主要生产厂商有新日本化学, 丸善石化, 新日本化学是全球最大的氢化双酚 A 供应商; 美国氢化双酚 A 主要生产企业是美利肯化学公司。中国氢化双酚 A 行业起步较晚, 国内现有的生产工艺存在成本高、效率低的问题, 因此大部分的企业都是进行小规模、定

制化生产，长期来看国内市场存在较强的进口替代需求。

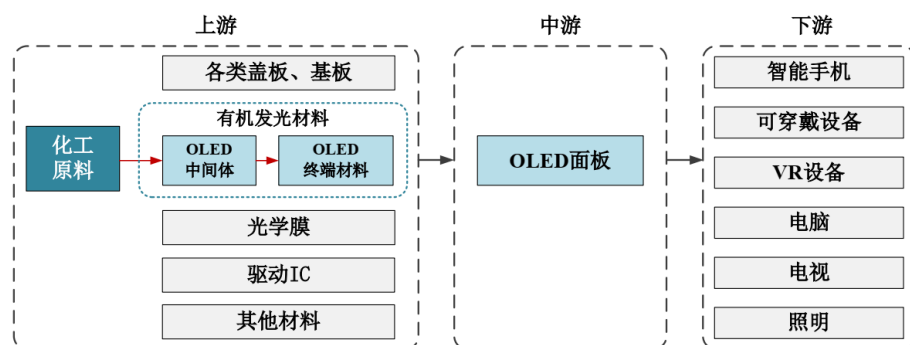
公司拥有**氢化双酚 A 规模化生产核心技术**，**氢化双酚 A 3000 吨/年产能处于爬坡期**。氢化双酚 A 的核心工艺为催化加氢技术，公司通过在氢化顺酐酸酐衍生物的技术积累上掌握了成本可控、高效率、规模化的催化加氢技术，并不断进行完善。目前年产 3,000 吨新型树脂材料氢化双酚 A 项目处于产能爬坡阶段。另有年产 3,000 吨新型树脂材料氢化双酚 A 处于建设阶段，预计完全达产为 2025 年。两个项目分区域产能布局，能够互相形成有效补充，投产后有利于强化规模效应。同时，氢化双酚 A 与现有顺酐酸酐衍生物产品销售具有良好的协同效应，有助于增强客户粘性。一方面现有顺酐酸酐衍生物客户能够消化氢化双酚 A 部分产能，另一方面新增的氢化双酚 A 客户也将带动公司高端顺酐酸酐衍生物的销售，进一步巩固公司在顺酐酸酐衍生物领域的品牌影响力和领先地位。

3 OLED 市场空间广阔，公司 OLED 中间体国内领先

3.1 OLED 材料前景广阔，国内厂商供应中间体为主

OLED 是一种新型显示技术，显示指标更加优越。OLED (Organic Light Emitting Display) 是指有机发光材料在电场驱动下，通过载流子注入和复合导致发光的现象，可应用于手机、电脑、可穿戴设备、虚拟现实设备、电视、车载显示等诸多领域，还可以应用于照明领域，具有出光柔和、不伤眼、省电、光线自然等特点。OLED 能够实现自发光，具备驱动电压低、高亮度、快速响应、超薄、宽视角、可实现柔性显示等特点，相比液晶面板，OLED 面板能够自发光不需要背光源，厚度薄、能耗、亮度等指标更优，同时避免了 LCD 液晶显示延迟、水平/垂直视角失真、不可弯曲等问题，被认为是继 CRT 显像管、LCD 液晶显示后，基于电致发光的第三代显示技术，将成为第三代主流显示技术。

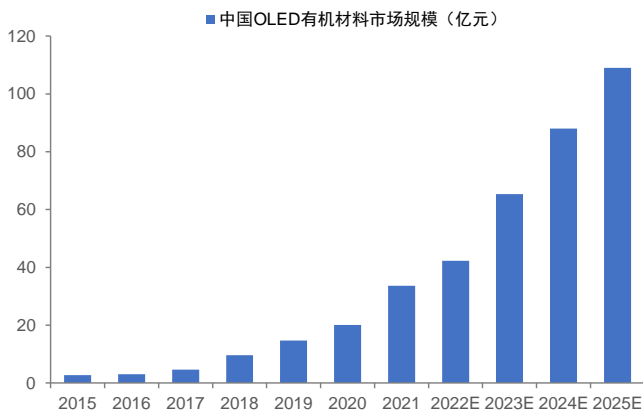
图表 29: OLED 行业产业链



数据来源：公司公告，华福证券研究所

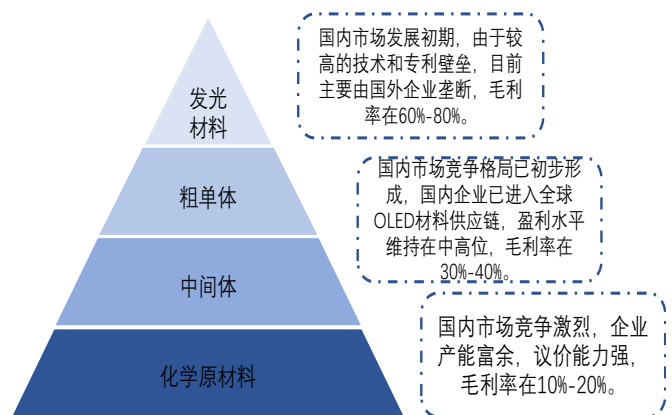
有机发光层材料和传输层材料为 OLED 的关键材料。OLED 材料主要包括两部分：发光材料和通用材料。发光层材料为 OLED 终端材料的核心部分，按照发光颜色的不同，发光层材料可分为蓝光、红光和绿光材料，其中蓝光材料衰减速度快的特性，是影响 OLED 显示效果、使用寿命的关键材料；通用材料主要包括电子注入层（EIL）、电子传输层（ETL）、空穴传输层（HTL）、空穴注入层（HIL）等，随着器件结构的优化，材料的种类在不断变多、更新迭代。

图表 30：中国 OLED 有机材料市场高速增长



数据来源：UBI Research, 华福证券研究所

图表 31：OLED 发光材料生产环节及特点



数据来源：智研咨询，华福证券研究所

OLED 材料市场空间广阔，国内厂商供应中间体和单体粗品为主。根据华经产业研究院数据，我国 OLED 有机材料市场规模呈现上涨趋势，2021 年中国 OLED 有机材料市场规模为 33.6 亿元，预计 2025 年市场规模将达到 109 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 34.2%。从竞争格局来看，OLED 终端材料市场目前处于充分竞争阶段，市场格局相对分散，OLED 终端材料具有品种多和技术迭代更新速率快的特点。从 OLED 材料生产环节来看，OLED 发光材料层的形成需要经过三大环节，首先是将化工原料合成中间体或单体粗品；然后再合升华成 OLED 单体，再进一步合成升华前材料或升华材料，再由面板生产企业蒸镀到基板上，形成 OLED 有机发光材料层。中国企业主要供应 OLED 材料的中间体和单体粗品为主。

3.2 公司是国内领先 OLED 中间体厂商，产能释放打开成长空间

公司主要生产 OLED 相关的功能材料中间体，蓝光材料的苜类衍生物是公司重要的产品之一。公司是国内少数能够实现 OLED 材料中间体规模化生产的企业之一，OLED 相关材料中间体集中在苜类、咪唑类、杂环类、稠环类、有机磷类产品，在化学合成、纯化等方面建立了竞争优势，公司已实现向国际一线 OLED 材料厂商供货。公司“2 万吨功能材料项目”中含有咪唑类、苜类、有机磷类，项目已于 2021

年投产,功能材料中间体产能进一步提升,规模优势增强,产品和客户结构不断优化。公司目前在建募投项目中有 200 吨 OLED 材料产能,包括 55 吨/年的芴类、40 吨/年的咔唑类、30 吨/年的杂环类、30 吨/年的降冰片烯类、25 吨/年的稠环类以及 20 吨/年的有机磷类,项目预计 2023 年投产。

图表 32: 公司部分 OLED 中间体材料产能情况

| 所在厂区 | 种类 | 产能 (吨) |
|-----------|-------|--------|
| 河南濮阳 | 芴类 | 15 |
| | 咔唑类 | 10 |
| | 降冰片烯类 | 15 |
| | 噻吩类 | 5 |
| 福建古雷 (在建) | 芴类 | 55 |
| | 咔唑类 | 40 |
| | 杂环类 | 30 |
| | 降冰片烯类 | 30 |
| | 稠环类 | 25 |
| | 有机磷类 | 20 |

数据来源:公司公告,华福证券研究所

持续改进 OLED 相关功能中间体的合成工艺,以降低生产成本。公司将继续重点开发计划内的 OLED 功能材料,主要包括:OLED 光电材料、OLED 空穴传输材料、空穴注入材料、空穴阻挡材料、电子传输材料、电子注入材料、电子阻挡材料中间体以及材料合成的催化剂配体有机磷类化合物等,持续提升自身在 OLED 功能材料领域的市场地位和产品竞争力,逐渐将其培育成公司新的利润增长点。

4 盈利预测与投资建议

4.1 核心假设及盈利预测

顺酐酸酐衍生物:公司现有顺酐酸酐衍生物产能 7.1 万吨,预计 5 万吨古雷项目将于 2023 年投产。受益于下游电子电气和涂料等领域的需求稳定增长,公司前期发展受限于产能,新增产能逐步投放后,公司依靠成本优势和快速灵活的市场反应能力,我们认为新增产能将逐步消化,预计 22-24 年销量分别为 6.55/8.38/10.39 万吨,因新增产能逐步释放及原材料价格下滑,产品价格呈缓慢下降趋势,预测 22-24 年价格分别为 1.86/1.75/1.65 万元/吨,主要原材料顺酐价格回落到历史低位,下降空间有限,预计顺酐酸酐衍生物毛利率呈下降趋势,预测 22-24 年毛利率分别为 36.6%/35.5% 和 33.6%。

中间体业务: OLED 显示持续渗透带动上游 OLED 材料需求,公司在中间体业务坚持持续的研发投入,我们预计 2022-2024 年公司中间体收入将实现 20%以上的

高速增长，公司通过持续研发维持产品竞争力，预测毛利率稳定在 40%左右。

其他业务：公司其他业务主要为戊炔、氢气等产品，产品附加值较低，销售收入和毛利占公司整体比例均低于 10%，我们预计该类业务收入将稳步增长。

费用假设：随着公司产能不断投产，公司规模优势凸显，预测销售和管理费用率呈下降趋势，预计 22-24 年公司销售费率分别为 0.44%/0.42%/0.40%，管理费用率分别为 2.32%/2.30%和 2.30%，财务费用率分别为-1.28%/ -0.74%/ -0.48%，公司坚持在研发上持续投入，预计 22-24 年研发投入占营收比例分别为 5.1%/5.0%/5.0%。

基于以上假设，预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 15.97，19.04 和 22.29 亿元，归母净利润分别为 4.18，4.71 和 5.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.41，1.59 和 1.74 元。

图表 33：分产品盈利预测

| | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 合计 | 营业收入(百万元) | 913 | 1393 | 1597 | 1904 | 2229 |
| | 同比增长 | 35.3% | 52.6% | 14.6% | 19.2% | 17.1% |
| | 毛利(百万元) | 321 | 409 | 559 | 656 | 740 |
| | 毛利率 | 35.2% | 29.4% | 35.0% | 34.4% | 33.2% |
| 分业务： | 营业收入(万元) | 61521 | 101219 | 121745 | 146618 | 171417 |
| | 同比增长 | 33.6% | 64.5% | 20.3% | 20.4% | 16.9% |
| | 毛利(万元) | - | 25770 | 44559 | 52049 | 57562 |
| | 毛利率 | - | 25.5% | 36.6% | 35.5% | 33.6% |
| 顺酐酸酐衍生物 | 营业收入(万元) | 8946 | 20065 | 24086 | 29506 | 36528 |
| | 同比增长 | 115.8% | 124.3% | 20.0% | 22.5% | 23.8% |
| | 毛利(万元) | - | 8193 | 9875 | 12097 | 14977 |
| | 毛利率 | - | 40.8% | 41.0% | 41.0% | 41.0% |
| 功能材料中间体 | 营业收入(万元) | 20827 | 18041 | 13861 | 14277 | 14990 |
| | 同比增长 | 20.6% | -13.4% | -23.2% | 3.0% | 5.0% |
| | 毛利(万元) | - | 6986 | 1497 | 1428 | 1499 |
| | 毛利率 | - | 38.7% | 10.8% | 10.0% | 10.0% |

数据来源：Wind，华福证券研究所

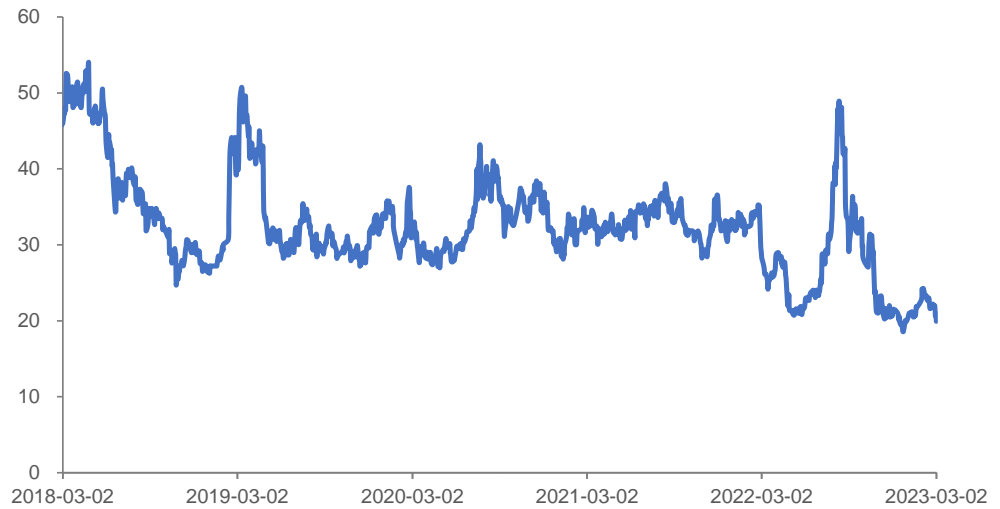
4.2 估值及投资建议

公司是顺酐酸酐衍生物和 OLED 中间体供应商，根据产品类型和下游应用，我们选取阿科力、飞凯材料和雅克科技作为可比公司，参考可比公司估值水平及公司历史估值水平，给予公司 23 年 25 倍 PE，对应目标价 39.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 34: 可比公司盈利预测与估值

| 序号 | 股票代码 | 股票名称 | 股价(元) | EPS(万得一致预测均值) | | | PE | | |
|----|--------|------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 1 | 603722 | 阿科力 | 47.83 | 1.40 | 1.64 | 3.73 | 34.22 | 29.23 | 12.83 |
| 2 | 300398 | 飞凯材料 | 19.68 | 0.79 | 0.88 | 0.97 | 24.99 | 22.26 | 20.29 |
| 3 | 002409 | 雅克科技 | 55.36 | 1.32 | 1.84 | 2.46 | 41.87 | 30.10 | 22.52 |
| | | 平均数 | | | | | 33.69 | 27.20 | 18.55 |
| | 300481 | 濮阳惠成 | 27.88 | 1.41 | 1.59 | 1.74 | 19.77 | 17.55 | 16.00 |

数据来源: Wind, 华福证券研究所 注: 股价为 2023 年 3 月 9 日收盘价, 可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期

图表 35: 公司历史 PE


数据来源: Wind, 华福证券研究所

5 风险提示

产能投放不及预期。公司在建 5 万吨顺酐酸酐衍生物产能, 若新增产能建设不及预期, 将会对公司业绩产生较大影响。

原材料价格大幅波动。公司顺酐酸酐衍生物产品主要原材料为顺酐、丁二烯、混合碳四、混合碳五等基础化工产品, 主要原材料价格若大幅上涨而公司产品价格不能有效传导, 生产成本将大幅上升从而影响业绩表现。

下游电子电气、涂料、复合材料等行业景气下行。顺酐酸酐衍生物产品主要用于环氧树脂固化、合成聚酯树脂和醇酸树脂等, 广泛应用在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。若下游行业增长放缓, 比如电网投资不及预期、风电装机不及预期, 导致需求增速下降, 公司新增产能不能有效消化, 或产品价格下滑超预期, 将会对业绩形成不利影响。

市场竞争加剧, 顺酐酸酐衍生物售价大幅下滑。国内顺酐酸酐衍生物产品生产

企业数量较多但规模较小,若竞争对手在某些顺酐酸酐衍生物细分产品大幅扩张产能,或未来个别企业突破技术壁垒并大幅扩产,行业竞争恶化将导致产品价格大幅下跌影响公司盈利能力。

核心人员流失、核心技术失密和技术迭代风险。公司部分生产工艺技术诀窍为非专利技术,若出现重要核心技术人员流失或核心技术泄露的情形,将对公司的研发创新和市场竞争地位造成不利影响。公司坚持持续性研发投入以保证技术创新能力,若未来研发进展和产品升级落后于行业技术升级速度,公司持续发展将可能受到不利影响。

安全生产和环保风险。公司生产过程中会使用部分腐蚀、易燃原材料,若操作不当或设备故障,可能导致安全事故,影响公司生产经营,同时国内环保政策趋严可能会对公司的生产经营产生不确定性影响。

图表 36：财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 单位:百万元 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 244 | 328 | 409 | 567 | 营业收入 | 1,393 | 1,597 | 1,904 | 2,229 |
| 应收票据及账款 | 233 | 341 | 339 | 415 | 营业成本 | 984 | 1,038 | 1,248 | 1,489 |
| 预付账款 | 26 | 30 | 32 | 40 | 税金及附加 | 9 | 15 | 16 | 19 |
| 存货 | 135 | 154 | 191 | 217 | 销售费用 | 7 | 7 | 8 | 9 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 36 | 37 | 44 | 51 |
| 其他流动资产 | 858 | 1,034 | 1,077 | 1,164 | 研发费用 | 80 | 81 | 95 | 111 |
| 流动资产合计 | 1,495 | 1,887 | 2,049 | 2,404 | 财务费用 | 2 | -20 | -14 | -11 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 信用减值损失 | -5 | -4 | -3 | -3 |
| 固定资产 | 428 | 469 | 555 | 606 | 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 7 | 17 | 8 | 10 | 公允价值变动收益 | 1 | 5 | 3 | 2 |
| 无形资产 | 148 | 153 | 167 | 189 | 投资收益 | 14 | 20 | 15 | 15 |
| 商誉 | 2 | 2 | 2 | 2 | 其他收益 | 6 | 15 | 15 | 15 |
| 其他非流动资产 | 35 | 45 | 42 | 42 | 营业利润 | 291 | 480 | 541 | 594 |
| 非流动资产合计 | 621 | 686 | 775 | 850 | 营业外收入 | 0 | 1 | 1 | 0 |
| 资产合计 | 2,115 | 2,573 | 2,823 | 3,253 | 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 290 | 480 | 541 | 593 |
| 应付票据及账款 | 29 | 96 | 114 | 141 | 所得税 | 38 | 63 | 71 | 77 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 252 | 417 | 470 | 516 |
| 合同负债 | 11 | 18 | 23 | 27 | 少数股东损益 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 其他应付款 | 29 | 29 | 29 | 29 | 归属母公司净利润 | 252 | 418 | 471 | 517 |
| 其他流动负债 | 27 | 51 | 52 | 51 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.85 | 1.41 | 1.59 | 1.74 |
| 流动负债合计 | 96 | 195 | 218 | 248 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 50 | -20 | 60 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 其他非流动负债 | 25 | 25 | 25 | 25 | 营业收入增长率 | 52.6% | 14.6% | 19.2% | 17.1% |
| 非流动负债合计 | 25 | 75 | 5 | 85 | EBIT 增长率 | 34.3% | 57.0% | 14.6% | 10.6% |
| 负债合计 | 120 | 269 | 223 | 332 | 归母公司净利润增长率 | 40.7% | 65.4% | 12.7% | 9.7% |
| 归属母公司所有者权益 | 1,995 | 2,305 | 2,602 | 2,923 | 获利能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | -1 | -2 | -2 | 毛利率 | 29.4% | 35.0% | 34.4% | 33.2% |
| 所有者权益合计 | 1,995 | 2,304 | 2,600 | 2,921 | 净利率 | 18.1% | 26.1% | 24.7% | 23.1% |
| 负债和股东权益 | 2,115 | 2,573 | 2,823 | 3,253 | ROE | 12.7% | 18.1% | 18.1% | 17.7% |
| | | | | | ROIC | 16.7% | 22.0% | 22.7% | 21.4% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 5.7% | 10.5% | 7.9% | 10.2% |
| | | | | | 流动比率 | 15.6 | 9.7 | 9.4 | 9.7 |
| | | | | | 速动比率 | 14.2 | 8.9 | 8.5 | 8.8 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 47 | 63 | 63 | 60 |
| | | | | | 存货周转天数 | 43 | 50 | 50 | 49 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.85 | 1.41 | 1.59 | 1.74 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.29 | 0.80 | 1.50 | 1.34 |
| | | | | | 每股净资产 | 6.73 | 7.78 | 8.78 | 9.86 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 33 | 20 | 18 | 16 |
| | | | | | P/B | 4 | 4 | 3 | 3 |
| | | | | | EV/EBITDA | 73 | 47 | 41 | 37 |

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn