

顺酐酸酐衍生物高景气下业绩高增，新产能投放带动成长

濮阳惠成 (300481.SZ)

核心观点

2022 年公司实现归母净利润 4.22 亿元，同比大增 67%。主因是在风电固化剂等新增需求带动下，以甲基四氢苯酐为代表的顺酐酸酐衍生物景气度大增（不含税均价同比+14%至 1.8 万元/吨，毛利率同比+13pct 至 38%）。

展望 23 年，风电新增装机有望达 70GW 以上，上游交付量 80GW 以上，对应甲基四氢苯酐需求空间 3.2-4 万吨。公司古雷基地 5 万吨新产能预计于 23Q3-Q4 投放，保障成长性；此外，消费电子有望触底反弹，带动公司功能性材料收入和利润增长。

事件

公司披露 2022 年报，业绩增长显著

公司于 2022 年 3 月 30 日晚间发布 2022 年年度报告。2022 年公司实现营收 15.97 亿元，同比增长 14.62%，实现归母净利润 4.22 亿元，同比增长 67.14%，实现扣非后归母净利润 4.06 亿元，同比增长 72.64%。其中 2022 年 Q4 单季实现营收 3.97 亿元，同比减少 6.33%，环比增长 4.27%；归母净利润 1.01 亿元，同比增长 32.94%，环比下降 9.90%；实现扣非后归母净利润 1.01 亿元，同比增长 44.81%，环比下降 5.41%。

简评

2023 年风电产业链有望高速增长，带动甲基四氢苯酐等顺酐酸酐衍生物需求增加并维持较高景气度

2022 年公司顺酐酸酐衍生物实现营收 12.24 亿元，同比增长 20.89%；毛利为 4.67 亿元，同比增长 81.01%；销量为 6.76 万吨，同比增长 6.20%；22 年均价提升 14%至 1.81 万元/吨；毛利率为 38.15%，同比增加 12.69pct。2022 年公司顺酐酸酐衍生物中用于风电领域的数量达 6,500 吨以上，占整体销量的 10%左右。据统计 2022 年风电开标项目总规模超 100GW，促使 2023 年将进行大规模装机，2023 年风电产业链将会高速增长，预计 23 年风电新增装机量 70GW 以上，上游交付量 80GW 以上。公司产品主要甲基四氢苯酐是制风电叶片的环氧树脂型复合材料中最常见的顺酐类固化剂。风电叶片大型化趋势使得拉挤工艺进一步替代灌注工艺，公司产品甲基四氢苯酐是更加适用于拉挤工艺的固化剂，单 GW 用量在 400-500 吨，2023 年 70-80GW 装机量对应甲基四氢苯酐需求空间 3.2-4 万吨（实际取决于拉挤工艺渗透率）。

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号:s1440518030004

发布日期：2023 年 04 月 07 日

当前股价：26.14 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.18/-10.63	-2.17/-7.12	17.96/17.17
12 月最高/最低价 (元)		47.80/18.72
总股本 (万股)		29,638.24
流通 A 股 (万股)		29,311.01
总市值 (亿元)		76.82
流通市值 (亿元)		75.97
近 3 月日均成交量 (万)		699.94
主要股东		
曲水奥城实业有限公司		34.70%

股价表现



相关研究报告

同时公司下游电网受到“十四五”期间国家政策拉动，投资额保持高速稳定增长。下游需求增长及短期内行业除公司外无明显新增产能，甲基四氢苯酚等顺酐酸酐衍生物盈利水平将在一段时间内保持高位。

公司顺酐酸酐衍生物持续扩能，巩固龙头地位

公司作为国内顺酐酸酐衍生物龙头，现有顺酐酸酐衍生物产能 7.1 万吨，同时福建古雷基地 5 万吨顺酐酸酐衍生物产能在有序推进中，预计 2023 年 Q3-Q4 建成投产，届时公司顺酐酸酐衍生物产能将达到 12.1 万吨，为公司未来增长提供基础，并扩大公司在行业内的领先地位。

消费电子有望触底反弹，带动公司功能性材料收入和利润增长

2022 年受疫情和终端去库影响，消费电子需求低迷，上游材料景气度处于低位。2022 年公司功能材料中间体收入 2.12 亿元，同比增长 5.9%；毛利率 35.38%，较 2021 年下滑 5.45pct。随着 2023 年 Q2-Q3 消费电子下游库存逐步去化，有望带动上游材料需求修复，带动公司功能性材料板块业绩提升。同时，公司福建古雷基地在建 3200 吨功能材料中间体，包含 3000 吨氢化双酚 A 及 200 吨电子化学品材料，包括茚类 55 吨/年、呋唑类 40 吨/年、杂环类 30 吨/年、降冰片烯类 30 吨/年、稠环类 25 吨/年、有机膦类 20 吨/年，丰富公司产品品类，为公司获取更多的盈利空间。

盈利预测与估值：

假设顺酐酸酐衍生物行业除公司外无过多新增产能，毛利率水平维持在 40% 左右，预计公司 23-25 年归母净利润为 5.14、6.08、7.04 亿元，EPS 分别为 1.73、2.05、2.37 元，维持“买入”评级。

风险提示：

原材料价格波动幅度较大（顺酐酸酐衍生物产品生产受顺酐、丁二烯、混合碳四、混合碳五等基础化工产品价格影响较大，若未来主要原材料价格出现大幅上涨，将直接影响产品的生产成本、销售价格及毛利率等，导致公司经营业绩的波动）；产能投放不达预期（公司规划了产能逐步释放，若不能如期达产，将对公司的产销、营收规模等造成影响，进而影响收益）；下游应用需求不及预期（如下游行业增长放缓，在新的应用领域还未出现的情况下，顺酐酸酐衍生物市场需求将会面临增速下降的风险）优势产品市场竞争加剧（未来我国顺酐酸酐衍生物行业存在同行大幅扩能，与公司形成直接同质竞争的可能性，导致产品价格低于预期）。

图表1： 盈利预测和财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,393	1,597	1,878	2,201	2,503
增长率(%)	52.6	14.6	17.6	17.2	13.7
净利润(百万元)	253	422	514	608	704
增长率(%)	40.7	67.1	21.7	18.2	15.8
毛利率(%)	29.4	36.0	37.9	39.7	39.8
净利率(%)	18.1	26.4	27.4	27.6	28.1
ROE(%)	12.7	18.2	18.1	18.0	17.5
EPS(摊薄/元)	0.85	1.42	1.73	2.05	2.37
P/E(倍)	30.6	18.3	15.1	12.7	11.0
P/B(倍)	3.88	3.34	2.73	2.29	1.92

资料来源：Wind，中信建投

分析师介绍

邓胜

能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

研究助理

林伟昊

复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk