

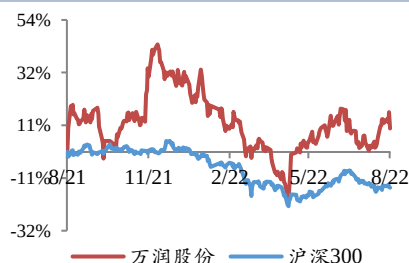
上半年业绩增速维系，打造多领域行业龙头

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-22

收盘价（元）	19.52
近 12 个月最高/最低（元）	25.64/14.40
总股本（百万股）	930
流通股本（百万股）	896
流通股比例（%）	96.28
总市值（亿元）	182
流通市值（亿元）	175

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

8月19日晚间，万润股份发布2022年半年度报告，公司实现营业收入25.87亿元，同比增长42.91%；实现归母净利润4.91亿元，同比增长63.06%；实现扣非归母净利润4.81亿元，同比增长63.30%；实现基本每股收益0.54元/股。

● 上半年业绩增长维系，功能性材料和大健康类业务营收再创新高

功能性材料及MP公司新冠抗原快速检测试剂盒销售增长助力公司上半年业绩增长维系。2022年上半年公司实现营业收入25.87亿元，同比增长42.91%；实现归母净利润4.91亿元，同比增长63.06%；实现扣非归母净利润4.81亿元，同比增长63.30%。单季度来看，公司2022Q2实现营业收入12.16亿元，同比增长18.82%；实现归母净利润2.58亿元，同比增长52.47%，环比增长10.87%；实现扣非归母净利润2.51亿元，同比增长50.86%，环比增长9.28%。公司上半年业绩增长主要来源于公司功能性材料及MP公司新冠抗原快速检测试剂盒销售同比增加：控股子公司九目化学的OLED升华前材料业务再创新高，继续保持业内领先供应地位；大健康类业务上半年实现营业收入11.61亿元，同比增长150.66%。

● 多个功能性材料项目稳步推进，打造多领域行业龙头

扩产巩固液晶材料领域龙头地位，加速布局OLED材料。在液晶材料领域，公司持续扩产，稳固自身龙头地位，公司“万润工业园二期VH项目”2021年1月31日通过了安全设施设计专篇评审，2022年6月21日进行了试生产安全条件评审工作，目前项目正在稳步推进中；万润“工业园二期C01及配套项目”已于2021年10月24日通过了安全预评价评审，年产液晶材料及特殊化学品500吨预计在2023年建成投产。同时，公司加速布局OLED材料领域，控股子公司三月科技已有自主知识产权的OLED成品材料通过下游客户验证并实现供应，控股子公司九目化学“OLED显示材料及其他功能性材料项目”正在积极推进当中，力争在年内投入使用。未来随着国内OLED面板生产技术的不断成熟，预计国内高端OLED材料有望迎来发展机遇，公司提前布局，有望集中受益。

携手庄信万丰，持续扩张沸石产能进军环保领域。目前全球汽车尾气净化催化剂市场呈现寡头垄断的市场格局，庄信万丰、巴斯夫、优美科等国际厂商占据了全球主要的市场份额，公司作为庄信万丰的沸石供应商将充分受益。2018年，公司为满足下游市场不断增长的产品需求，启动了计划产能约7000吨/年的“沸石系列环保材料建设项目”，该项目的两个车用沸石生产车间已在2021年内陆续投入使用，理论

产能合计约 4000 吨/年，截至目前公司共有沸石产能 9850 吨/年。此外，公司积极开发吸附与催化类高性能分子筛的产品与客户，正在推进 300 吨 HC 分子筛催化剂的产能建设，用以拓展公司车用领域以外的沸石分子筛产能。随着产能陆续投产，公司将不断巩固在高端车用沸石系列环保材料领域技术和生产能力等方面的全球领先地位。

积极布局新材料领域，加速产业转型升级。近年来公司在聚酰亚胺材料、光刻胶材料、新能源电池用电解液添加剂等多个领域积极布局。2021 年公司成立中节能万润股份有限公司新材料开发分公司，用于先进材料的基础研究和产业化技术攻关，“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”计划建设电子信息材料产能 1150 吨/年，特种工程材料产能 6500 吨/年，新能源电池用电解液添加剂产能 250 吨/年，该项目目前正在积极推进当中，预计将于 2024 年投产；公司控股子公司三月科技自主知识产权的聚酰亚胺成品材料已通过下游客户验证并实现供应；同时，公司“年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目”已完成了一次安全验收试生产工作并通过安全验收，目前正在筹备产品试生产工作。公司以科技创新为驱动，积极布局新材料，努力攻克“卡脖子”技术难题，未来有望取得更多新材料领域业内领先地位，加速自身产业转型升级。

● 积极推进医药项目落地，大力提升大健康领域竞争力

医药研究院保障技术发展，扩产项目落地拓展市场份额。公司于 2021 年成立医药研究院，为自身医药业发展提供有利研发支撑，加强公司医药业务新项目开发，提升自身在医药领域的市场竞争力。同时，公司“万润工业园一期项目”已于 2021 年 11 月 21 日通过安全设施竣工验收评审，其中新建医药车间（BO2 车间）已完成 GMP 认证，力争年内投入使用，未来投入使用将缓解公司医药产能不足的问题。公司大力拓展医药业务市场份额，叠加自身医药研发技术积累，未来有望持续在大健康领域大放异彩。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.86、11.69、15.23 亿元，同比增速为 41.3%、32.0%、30.3%。对应 PE 分别为 22、16、13 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- （1）原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- （2）安全生产风险；
- （3）环境保护风险；
- （4）项目投产进度不及预期；
- （5）股权激励不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4359	5483	6380	7614
收入同比 (%)	49.4%	25.8%	16.4%	19.3%
归属母公司净利润	627	886	1169	1523
净利润同比 (%)	24.2%	41.3%	32.0%	30.3%
毛利率 (%)	36.5%	39.8%	41.4%	43.4%
ROE (%)	11.2%	14.1%	15.7%	17.0%
每股收益 (元)	0.69	0.95	1.26	1.64
P/E	34.26	21.74	16.48	12.64
P/B	3.92	3.08	2.59	2.15
EV/EBITDA	19.53	12.01	9.21	6.83

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3518	4042	5544	6300
现金	779	537	923	1718
应收账款	385	1138	1343	1830
其他应收款	89	79	81	88
预付账款	76	61	73	88
存货	1505	1520	2425	1869
其他流动资产	685	707	699	707
非流动资产	4357	4600	4609	5731
长期投资	21	21	21	21
固定资产	2607	2805	3165	4112
无形资产	401	466	522	571
其他非流动资产	1328	1308	901	1026
资产总计	7876	8642	10153	12031
流动负债	1418	1456	1689	1900
短期借款	120	120	120	120
应付账款	670	710	845	927
其他流动负债	628	625	724	853
非流动负债	429	429	429	429
长期借款	338	338	338	338
其他非流动负债	91	91	91	91
负债合计	1847	1885	2118	2329
少数股东权益	415	495	605	748
股本	930	930	930	930
资本公积	2410	2410	2410	2410
留存收益	2273	2922	4090	5614
归属母公司股东权益	5614	6262	7431	8954
负债和股东权益	7876	8642	10153	12031

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1045	757	1007	2694
净利润	690	965	1278	1666
折旧摊销	314	512	607	775
财务费用	37	17	17	17
投资损失	-10	-12	-13	-16
营运资金变动	-28	-727	-884	250
其他经营现金流	759	1695	2164	1418
投资活动现金流	-802	-745	-605	-1882
资本支出	-730	-757	-619	-1898
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-72	12	13	16
筹资活动现金流	3	-254	-17	-17
短期借款	-298	0	0	0
长期借款	227	0	0	0
普通股增加	21	0	0	0
资本公积增加	236	0	0	0
其他筹资现金流	-183	-254	-17	-17
现金净增加额	220	-242	385	795

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4359	5483	6380	7614
营业成本	2768	3300	3737	4312
营业税金及附加	31	39	46	55
销售费用	129	203	222	264
管理费用	307	433	485	580
财务费用	41	9	11	7
资产减值损失	-62	-1	-1	-1
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	10	12	13	16
营业利润	769	1091	1440	1874
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	767	1089	1438	1872
所得税	77	123	160	206
净利润	690	965	1278	1666
少数股东损益	63	80	110	143
归属母公司净利润	627	886	1169	1523
EBITDA	1112	1600	2045	2641
EPS (元)	0.69	0.95	1.26	1.64

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	49.4%	25.8%	16.4%	19.3%
营业利润	21.4%	41.8%	32.1%	30.1%
归属于母公司净利润	24.2%	41.3%	32.0%	30.3%
获利能力				
毛利率 (%)	36.5%	39.8%	41.4%	43.4%
净利率 (%)	14.4%	16.2%	18.3%	20.0%
ROE (%)	11.2%	14.1%	15.7%	17.0%
ROIC (%)	11.0%	13.3%	15.0%	16.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.4%	21.8%	20.9%	19.4%
净负债比率 (%)	30.6%	27.9%	26.4%	24.0%
流动比率	2.48	2.78	3.28	3.32
速动比率	1.29	1.62	1.74	2.23
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.66	0.68	0.69
应收账款周转率	9.31	7.20	5.14	4.80
应付账款周转率	5.26	4.78	4.80	4.87
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	0.95	1.26	1.64
每股经营现金流薄)	1.12	0.81	1.08	2.90
每股净资产	6.03	6.73	7.99	9.62
估值比率				
P/E	34.26	21.74	16.48	12.64
P/B	3.92	3.08	2.59	2.15
EV/EBITDA	19.53	12.01	9.21	6.83

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。