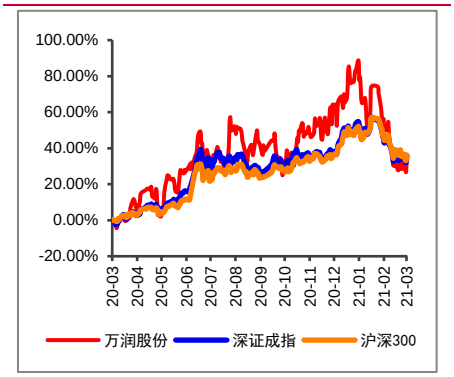
基础化工 万润股份（002643.SZ） 首次评级

报告原因：年报点评 **单季度业绩改善明显，OLED 材料业务持续增长** **增持**

2021 年 3 月 26 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 3 月 26 日	
收盘价(元)：	17.77
年内最高/最低（元）：	25.08/16.47
流通 A 股/总股本（亿）：	8.94/9.09
流通 A 股市值（亿）：	159
总市值（亿）：	162

基础数据：2020 年 12 月 31 日	
基本每股收益	0.56
摊薄每股收益：	0.56
每股净资产(元)：	5.68
净资产收益率：	9.78%

分析师：程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

E-mail：chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 公司于 2021 年 3 月 26 日发布 2020 年度报告，公司实现营业收入 29.18 亿元，同比增长 1.67%；归属母公司股东的净利润 5.05 亿元，同比减少 0.39%；扣非后归属母公司股东的净利润 4.83 亿元，同比减少 1.56%；经营性现金流量净额为 5.59 亿元，同比下降 26.16%。其中，2020Q4 实现营业收入 9.68 亿，环比增长 37.70%，同比增长 4.43%；实现归母净利润 1.56 亿，环比增长 18.18%，同比增长 11.33%。

事件点评

➢ **下半年单季度业绩环比改善明显，整体盈利状况良好。**公司 20Q3、Q4 单季度分别实现营业收入 7.03 亿、9.68 亿，环比分别+21.63%、+37.70%，同比分别+8.22%、+4.43%；单季度分别实现归母净利润 1.32 亿、1.56 亿，环比分别+43.48%、+18.18%，同比分别-2.62%、11.33%，业绩环比改善明显。Q4 毛利率创新高达到 47.21%，较去年同期提升 1.21pct，全年公司毛利率为 44.88%，较去年同期提升 1.28pct，公司产品毛利率处于较高水平。期间费用率为 22.25%，其中财务费用同比+509.5%，主要系受汇率变动影响，本期产生汇兑损失，导致财务费用同比增加，汇兑损失对业绩有所拖累。经营性现金流量净额为 5.59 亿元，同比下降 26.16%，净现比为 1.01，整体来看公司盈利状况良好。

➢ **显示材料业务稳定发展，大健康产业将迎来新的发展契机。**分业务看，公司功能性材料业务实现营收 22.81 亿元，同比增长 0.04%，医药材料业务实现营收 6.14 亿元，同比增长 8.74%。其中，OLED 材料方面，子公司九目化学实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 46.38%，净利润 0.94 亿，同比增长 56.52%。公司已有 OLED 成品材料通过下游厂商的验证，随着 OLED 生产技术的不断成熟及解决专利材料“卡脖子”问题的国家战略部署，OLED 材料有望迎来发展机遇。大健康产业方面，全资子公司万润药业成为国内首家通过诺氟沙星胶囊仿制药质量和疗效一致性评价的企业，并于 2021 年 2 月 3 日中标第四批全国药品集中采购；公司依托化学合成领域的技术和经验积累，积极与国际知名医药企业开展基于 CDMO 模式的原料药项目，为建设成为全球一流的、提供完善的 CDMO 服务的生产基地奠定基础。

➢ **沸石项目进展顺利，巩固在环保材料领域全球领先地位。**公司目前是全球领先的汽车尾气净化催化剂生产商的核心合作伙伴。目前沸石系列环

保材料二期扩建项目最后一个车间已于 2020 年底达到预定可使用状态，产能约 2500 吨/年。此外，7000 吨的沸石系列环保材料建设项目进展顺利。随着沸石系列环保材料项目的陆续建设并投产，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。

投资建议

- 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 7.52 亿、8.48 亿、9.68 亿，EPS 分别为 0.83 元、0.93 元、1.06 元，对应公司 3 月 26 日收盘价 17.77 元，PE 分别为 21.49 倍、19.06 倍、16.7 倍。维持“增持”评级。

风险提示

- 出口退税政策变化风险、汇率风险、原材料价格波动风险、需求低于预期的风险。

主要财务指标 **单位：百万元**

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2918	3332	3866	4535
收入同比(%)	2%	14%	16%	17%
归属母公司净利润	505	752	848	968
净利润同比(%)	0%	49%	13%	14%
毛利率(%)	44.9%	40.1%	39.3%	38.5%
ROE(%)	10.1%	12.6%	12.9%	13.4%
每股收益(元)	0.56	0.83	0.93	1.06
P/E	32.01	21.49	19.06	16.70
P/B	3.13	2.85	2.58	2.34
EV/EBITDA	16	15	14	12

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,914	3,634	4,265	5,344
现金	555	699	677	880
应收账款	579	607	679	841
其他应收款	28	28	32	39
预付账款	12	10	8	1
存货	1,193	1,509	1,775	2,098
其他流动资产	548	781	1,094	1,485
非流动资产	3,752	4,463	4,937	5,430
长期投资	20	20	20	20
固定资产	1,623	2,995	3,705	4,280
无形资产	406	379	354	330
其他非流动资产	1,704	1,069	859	800
资产总计	6,667	8,097	9,202	10,774
流动负债	1,022	1,702	1,957	2,567
短期借款	418	670	436	453
应付账款	383	476	559	665
其他流动负债	221	557	961	1,448
非流动负债	173	411	687	1,007
长期借款	111	211	311	411
其他非流动负债	63	200	376	596
负债合计	1,196	2,113	2,643	3,574
少数股东权益	308	308	308	308
股本	909	909	909	909
资本公积	2,174	2,174	2,174	2,174
留存收益	2,083	2,593	3,168	3,809
归属母公司股东权益	5,163	5,676	6,251	6,892
负债和股东权益	6,667	8,097	9,202	10,774

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	559	887	1,032	1,099
净利润	551	752	848	968
折旧摊销	239	127	152	174
财务费用	45	27	33	32
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(288)	(15)	4	(71)
其他经营现金流	16	0	0	0
投资活动现金流	(968)	(786)	(628)	(660)
资本支出	658	791	633	664
长期投资	3	0	0	0
其他投资现金流	(1,629)	(1,577)	(1,261)	(1,324)
筹资活动现金流	290	83	(440)	(241)
短期借款	218	252	(234)	17
长期借款	106	100	100	100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	95	0	0	0
其他筹资现金流	(130)	(269)	(306)	(358)
现金净增加额	(120)	183	(35)	198

利润表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,918	3,332	3,866	4,535
营业成本	1,608	1,994	2,346	2,791
营业税金及附加	21	29	29	35
销售费用	114	130	150	177
管理费用	230	269	312	363
财务费用	56	27	33	32
资产减值损失	(38)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
营业利润	633	887	1,000	1,142
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	630	884	997	1,139
所得税	79	133	150	171
净利润	551	752	848	968
少数股东损益	46	0	0	0
归属母公司净利润	505	752	848	968
EBITDA	1,225	1,042	1,186	1,348
EPS（元）	0.56	0.83	0.93	1.06

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	1.67%	14.20%	16.00%	17.32%
营业利润	3.49%	40.10%	12.72%	14.13%
归属于母公司净利润	-0.39%	48.92%	12.76%	14.17%
获利能力				
毛利率(%)	44.88%	40.15%	39.31%	38.46%
净利率(%)	4.49%	17.30%	22.55%	21.93%
ROE(%)	10.07%	12.56%	12.92%	13.44%
ROIC(%)	14.05%	15.70%	15.49%	16.29%
偿债能力				
资产负债率(%)	17.94%	26.10%	28.73%	33.17%
净负债比率(%)	2.42%	-0.58%	8.43%	14.08%
流动比率	2.85	2.13	2.18	2.08
速动比率	1.68	1.25	1.27	1.26
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.45	0.45	0.45
应收账款周转率	6.13	5.90	6.30	6.26
应付账款周转率	7.53	7.76	7.47	7.41
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.83	0.93	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.98	1.14	1.21
每股净资产(最新摊薄)	5.68	6.24	6.88	7.58
估值比率				
P/E	32.0	21.5	19.1	16.7
P/B	3.1	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	15.97	15.48	13.51	11.81

分析师承诺：

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，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 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为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336