太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-03-25

公司点评报告

买入/维持

万润股份(002643)

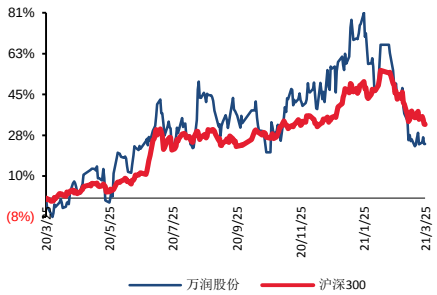
目标价：26

昨收盘：16.88

材料 材料II

单季度业绩重回增长，左侧布局，维持“买入”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	909/894
总市值/流通(百万元)	15,346/15,097
12 个月最高/最低(元)	24.71/12.67

相关研究报告：

万润股份(002643)《【太平洋化工】万润股份深度报告之二：显示材料方兴未艾，推动中长期成长，维持“买入”》--2020/12/06

万润股份(002643)《【太平洋化工】万润股份：20Q3 重回增长，中长期成长确定性高，维持“买入”》--2020/10/25

万润股份(002643)《【太平洋化工】万润股份：短期下滑，沸石国内对冲海外影响，中长期成长，维持“买入”》--2020/08/16

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：翟绪丽

事件：公司发布 2020 年年报，报告期实现营业收入 29.18 亿元，同比+1.67%；归母净利润 5.05 亿元，同比-0.39%。单季度归母净利润分别为 1.24/0.92/1.32/1.56 亿元。同比拟每 10 股派 2.05 元。

主要观点：

1. 自 20 年三季度开始利润重回增长，全年符合预期

在 2020 年 10 月 23 日点评报告《万润股份：20Q3 重回增长，中长期成长确定性强，维持“买入”》，我们判断随着国内外疫情逐步控制，自三季度开始经济及需求逐步恢复，公司将重回增长通道，中长期成长趋势不变。**2020 年单季度，公司实现营业收入分别为 6.68 亿元、5.78 亿元、7.03 亿元、9.68 亿元，实现归母净利润分别为 1.24 亿元、0.92 亿元、1.32 亿元、1.56 亿元，毛利率分别为 42.7%/43.11%/45.2%/47.21%，三四季度增长趋势明显，其中四季度营收、归母净利润、毛利率均创单季度新高。全年毛利率为 44.88%，同比+1.28%，净利率为 18.89%，同比+0.29%，同样创年度新高。而且 20 年受汇率变动影响产生汇兑损失，去年为汇兑收益，财务费用同比增加 6957 万元，若剔除汇兑影响，增长趋势更明显。**

2、显示材料多点发力，成为未来重要利润增长点

LCD 液晶材料领域，公司具备中间体产能 450 吨/年、单体产能 150 吨/年。公司高端液晶 TFT 单体销量占全球市场份额约 20%，是国内液晶材料龙头企业，也是国内同时向三大混晶巨头供应液晶中间体和单体的企业，具有领先优势。**OLED 材料方面，**公司从 OLED 单体、中间体到成品材料均有布局，**其中九目化学 2020 年实现净利润 0.94 亿元，同比+56.52%，净利率达到 23.67%，同比+1.54%。**“九目化学搬迁扩产项目”预计将新增 350 吨 OLED 材料产能，其中一期新增 100 吨，建成后将进一步增强板块盈利能力。同时，OLED 成品材料研发工作稳步推进，目前已有部分自主知识产权的 OLED 成品材料在下游厂商进行通过验证。三月科技 2020 年亏损 1040 万元，亏损额减少 50.71%，随着成品材料的逐步放量，预计三月科技将很快扭亏为盈。**同时，公司积极布局聚酰亚胺材料和光刻胶材料中间体业务，培育更多的利润增长点。**

电话：010-88695269
E-MAIL：zhaixl@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190520060001

3、国六标准落地，沸石需求确定性增长

2021 年 7 月，我国机动车国六排放标准进入全面实施阶段。2020 年在疫情的不利影响下，国内商用车产量逆势增长 20%，我们测算沸石需求量约 2000 吨。若商用车销量按照年均增长 5%预测，2021/2022 年我国沸石需求约 7600 吨/11600 吨，对应市场规模 23/35 亿元。2020 年美国中重型卡车销量同比-22.3%，欧洲商用车注册量同比-19.4%，预计欧洲+美国沸石需求量约 5600 吨，同比-21.8%。**但是可以观察到降幅在逐渐收窄，海外修复可期。我们预测 2020-2022 年，全球沸石需求量年均复合增速达 38%。**公司目前具备沸石分子筛产能 5850 吨/年，计划再新增 7000 吨满足市场需求（其中 4000 吨车用），销售深度绑定庄信万丰。2020 年 5 月，庄信万丰张家港工厂投产，国内沸石需求明显提升。**我们认为短期扰动不改中长期发展趋势，海外修复可期，叠加国内新增需求对冲，公司环保材料确定性增长。**

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利分别为 6.55 亿元、8.51 亿元和 10.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.72 元、0.94 元和 1.12 元，PE 分别为 23X、18X 和 15X。**考虑公司积累有先进有机合成及提纯技术，打造显示材料、环保材料、大健康三大产业，特别是在沸石及 OLED 材料领域中优势，中长期增长，本轮回调中迎来左侧布局机会，维持“买入”评级。**

风险提示：需求恢复增速低于预期、产品销售低于预期、产品价格波动、汇率波动。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2918	3548	4414	5257
(+/-%)	1.7	21.6	24.4	19.1
净利润(百万元)	505	655	851	1021
(+/-%)	-0.4	29.7	29.8	20.1
摊薄每股收益(元)	0.56	0.72	0.94	1.12
市盈率(PE)	30	23	18	15

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

附表：盈利预测表

资产负债表				单位：百万元
会计年度	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
货币资金	555	1,095	1,654	2,365
应收票据	14	14	14	14
应收账款	551	662	827	992
预付账款	12	15	18	22
存货	1,193	1,433	1,785	2,142
其他流动资产	587	587	587	587
流动资产合计	2,912	3,805	4,885	6,122
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	1,623	1,479	1,360	1,261
在建工程	973	1,071	1,178	1,296
无形资产	406	406	406	406
其他非流动资产	730	730	730	730
非流动资产合计	3,752	3,707	3,695	3,713
资产合计	**6,664**	**7,511**	**8,580**	**9,836**
短期借款	418	430	443	457
应付票据	0	0	0	0
应付账款	383	461	574	689
预收款项	0	39	49	58
其他应付款	25	25	25	25
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2
其他流动负债	158	158	158	158
流动负债合计	987	1,116	1,252	1,390
长期借款	111	114	117	121
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	59	59	59	59
非流动负债合计	170	174	177	180
负债合计	**1,157**	**1,290**	**1,429**	**1,570**
归属母公司所有者权益	5,163	5,818	6,669	7,689
少数股东权益	308	368	447	541
所有者权益合计	5,471	6,186	7,115	8,230
负债和股东权益	**6,629**	**7,476**	**8,544**	**9,800**

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	615	762	763	922
现金收益	855	1,002	1,164	1,326
存货影响	-15	-241	-352	-357
经营性应收影响	-116	-113	-169	-169
经营性应付影响	-62	116	123	125
其他影响	-47	-3	-3	-3
投资活动现金流	-937	-222	-232	-243
资本支出	-662	-227	-237	-248
股权投资	8	5	5	5
其他长期资产变化	-282	0	0	0
融资活动现金流	189	0	29	32
借款增加	325	16	16	17
财务费用	-56	-16	13	15
股东融资	-94	0	0	0
其他长期负债变化	14	0	0	0

利润表				单位：百万元
会计年度	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
营业收入	2,918	3,502	4,377	5,253
营业成本	1,608	1,933	2,407	2,889
营业税金及附加	21	25	32	38
销售费用	114	136	170	204
管理费用	230	276	345	414
研发费用	250	300	375	450
财务费用	56	16	-13	-15
资产减值损失	-38	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
营业利润	633	821	1,066	1,278
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	630	818	1,063	1,275
所得税	79	103	133	160
净利润	551	715	929	1,115
少数股东损益	46	60	78	94
归属母公司净利润	505	655	851	1,021
NOPLAT	608	727	916	1,100
EPS（摊薄）	0.56	0.72	0.94	1.12

主要财务比率				
会计年度	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
成长能力				
营业收入增长率	1.7%	20.0%	25.0%	20.0%
EBIT增长率	7.3%	19.6%	26.1%	20.0%
归母公司净利润增长率	-0.4%	29.7%	30.0%	20.0%
获利能力				
毛利率	44.9%	44.8%	45.0%	45.0%
净利率	18.9%	20.4%	21.2%	21.2%
ROE	9.8%	11.3%	12.8%	13.3%
ROIC	13.6%	14.3%	15.5%	15.8%
偿债能力				
资产负债率	17.5%	17.3%	16.7%	16.0%
债务权益比	10.8%	9.8%	8.8%	7.8%
流动比率	295.0%	340.9%	390.2%	440.6%
速动比率	174.1%	212.5%	247.6%	286.4%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	68	68	68	68
应付账款周转天数	86	86	86	86
存货周转天数	267	267	267	267
每股指标（元）				
每股收益	0.56	0.72	0.94	1.12
每股经营现金流	0.68	0.84	0.84	1.01
每股净资产	5.68	6.40	7.34	8.46
估值比率				
P/E	29.9	23.1	17.8	14.8
P/B	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.8	14.2	12.1	10.6

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610)88321761

传真：（8610）88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。