万润股份（002643）

公司研究/公司点评

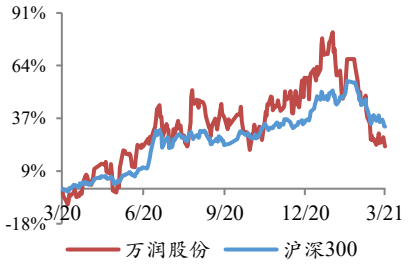
四季度业绩创新高，三大板块稳中向好

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-25

收盘价（元）	16.62
近 12 个月最高/最低（元）	24.71/12.51
总股本（百万股）	909
流通股本（百万股）	894
流通股比例（%）	98.38
总市值（亿元）	151
流通市值（亿元）	149

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034
电话：13261762913
邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告

1.三季度环比大幅改善，全年有望逆势增长 2020-10-24

2.海外业务受疫情影响，国内业务增量可观 2020-08-15

主要观点：

● 事件描述

3 月 25 日，公司公告 2020 年年报。据公告，2020 年公司实现营收 29.18 亿元，同比上升 1.67%；归母净利润 5.05 亿元，同比下降 0.39%；扣非后归母净利润 4.83 亿元，同比下降 1.56%；加权平均净资产收益率为 10.23%，同比下降 0.76 个百分点；经营活动现金流净额为 5.59 亿元，同比下降 26.22%。

● 国内业务占比增加，全年业绩实现逆势增长

分区域看，2020 年公司海外营收 23.81 亿元，同比下降 3.11%；国内营收 5.37 亿元，同比增 30.12%，国内营收占比达到 18.41%，同比提升 4 个百分点。

分产品看，2020 年公司整体实现毛利 13.1 亿元，综合毛利率为 44.88%，提高了 1.28 个百分点。其中，信息材料板块毛利为 10.25 亿元，毛利率 44.92%，毛利占比 78.69%，毛利润同比增加 4.02%；医药材料系列毛利为 2.78 亿元，毛利率 45.23%，毛利占比 21.31%，毛利润同比增加 5.92%。

分季度看，公司上半年业绩受到疫情一定程度的影响，三季度以来，我国疫情得到快速控制，公司国内业务占比大幅提升，推动公司整体业绩环比快速改善。2020Q4 公司共实现营收 9.68 亿元，同比增加 4.43%，环比增加 37.67%；归母净利润 1.56 亿元，同比增加 11.33%，环比上升 18.24%；扣非后归母净利润 1.48 亿元，同比上升 9.34%，环比上升 16.96%；经营活动现金流净额为 0.77 亿元，同比下降 59.14%，环比下降 7.15%。2020Q4，公司实现毛利 4.57 亿元，毛利率为 47.21%，同比小幅下降 1.21%，环比增加 2%。四季度公司毛利润水平小幅回升，一方面受到国内外疫情发展阶段不同的影响，另一方面由液晶面板产业向国内转移的大趋势所致。国内业务的扩张一定程度稳定了公司业绩，降低了对海外订单的依赖。

● 疫情影响逐步消散，固定资产投资额连续提升，研发投入持续加强

2020 年以来，公司分季度购建资产支付现金额分别为 0.69、1.31、1.77、2.83 亿元，建设项目投资力度逐步加大。公司 2020 年发生研发投入 2.47 亿元，占营业收入 8.48%。

国内疫情受到有效控制，复工复产快速推进，公司的三大重点项目建设得以加速实施。公司沸石分子筛产品目前正处于国六、欧六实施的战略机遇期，OLED 等显示材料则处于技术突破和实现国产替代的关键阶段，重大在建项目的加速投产将助力公司把握发展契机，为业绩持续增长奠定坚实基础。

● 各业务板块稳中向好，医药材料板块后劲十足

2020 年信息材料板块实现营收 22.81 亿元，同比小幅增长 0.04%，营收占比 78.18%；医药材料实现营收 6.14 亿元，同比上升 8.74%，营收占比 21.03%。

信息材料业务方面，产品主要包括沸石分子筛材料、液晶材料和 OLED 材料等产品，多年来营收稳中有增。液晶面板生产企业近年来逐步向大陆转移，疫情影响下该趋势有望得到加速。未来随着 OLED 材料在中小尺寸显示领域应用规模的扩大，公司有望进一步扩大在该领域的市占率。全球节能减排逐渐得到重视，预计未来汽车气排放用沸石环保材料需求空间得以释放，在相关标准推行过程中，行业市场需求将随之增长。

医药材料业务方面，公司经过多年对医药市场的开拓和医药技术的储备，先后涉足医药中间体、成药制剂、原料药、生命科学、体外诊断等多个领域。2019 年末公司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；万润药业生产的适用于治疗 2 型糖尿病的原料药与制剂联合申报获批的品种维格列汀片于 2021 年 02 月 02 日取得国家药品监督管理局批准的生产批件，并成功收载入《中国药品上市目录集》。未来，公司将采用自主研发、外协研发、兼并收购等多种方式，增强公司多元化发展实力；同时，公司也将不断提高医药方面的技术能力与水平，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。随着“健康中国”上升为国家战略，国家出台了一系列鼓励支持政策，大健康产业未来将迎来新的发展契机。

图表 1 公司分业务盈利拆分

信息材料

	营收 亿元	成本 亿元	毛利 亿元	毛利率 %
16H1	4.35	2.65	1.7	39.09
16H2	9.76	5.75	4.01	41.09
17H1	10.07	6.16	3.91	38.84
17H2	8.64	5.51	3.13	36.23
18H1	10.38	6.63	3.75	36.13
18H2	10.57	6.02	4.55	43.05
19H1	10.4	6.05	4.35	41.85
19H2	12.41	6.9	5.51	44.40
20H1	9.63	5.38	4.25	44.16
20H2	13.18	7.19	6.00	45.52
16FY	14.11	8.4	5.71	40.48
17FY	18.71	11.67	7.04	37.63
18FY	20.95	12.65	8.3	39.63
19FY	22.81	12.95	9.85	43.2
20FY	22.81	12.57	10.25	44.92

医药材料

	营收 亿元	成本 亿元	毛利 亿元	毛利率 %
16H1	1.5	0.78	0.72	47.82

16H2	2.75	1.73	1.02	37.09
17H1	2.47	1.44	1.03	41.76
17H2	3.25	1.66	1.59	48.92
18H1	2.36	1.37	0.99	42.05
18H2	2.89	1.5	1.39	48.1
19H1	2.4	1.29	1.11	46.3
19H2	3.24	1.73	1.51	46.6
20H1	2.73	1.66	1.07	39.26
20H2	3.41	1.7	1.71	50.15
16FY	4.25	2.51	1.75	41.07
17FY	5.72	3.1	2.62	45.77
18FY	5.25	2.87	2.38	45.3
19FY	5.64	3.02	2.62	46.43
20FY	6.14	3.36	2.78	45.23

资料来源：wind，华安证券研究所

● 专注化学合成技术研发和产业化，建设项目稳步推进

公司自成立以来一直专注于化学合成技术的研发与产业化应用，依托于强大的研发团队和自主创新能力，公司年均开发产品百余种，现拥有超过6000种化合物的生产技术，其中2000余种产品已投入市场，获得国内外发明专利三百余项。

下半年，公司万润工业园二期VH项目环评批准通过，该项目总投资4.23亿元，建成后将生产液晶中间体及功能性材料10000t/a，公司有望凭借新产能建设实现液晶材料业务的跨越式发展。

● 投资建议

预计公司2021-2023年归母净利润分别为6.99、8.62、11.01亿元，同比增速为38.5%、23.3%、27.7%。对应PE分别为21.61、17.52和13.73倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

海外需求持续下滑，液晶及OLED材料行业竞争加剧，国六标准执行不及预期，沸石需求及价格下滑，产品验证不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2918	3672	4390	5323
收入同比（%）	1.7%	25.8%	19.5%	21.3%
归属母公司净利润	505	699	862	1101
净利润同比（%）	-0.4%	38.5%	23.3%	27.7%
毛利率（%）	44.9%	44.5%	44.7%	44.9%
ROE（%）	9.8%	11.9%	12.8%	14.1%
每股收益（元）	0.56	0.77	0.95	1.21
P/E	39.21	21.61	17.52	13.73
P/B	3.83	2.58	2.25	1.93
EV/EBITDA	21.16	29.72	26.98	17.45

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	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2914	3666	5322	7332
现金	555	982	2184	3644
应收账款	551	636	759	935
其他应收款	30	33	40	49
预付账款	12	20	24	28
存货	1193	1427	1745	2101
其他流动资产	573	568	572	575
非流动资产	3752	3477	2905	2260
长期投资	20	20	20	20
固定资产	1623	1137	409	-353
无形资产	406	338	235	119
其他非流动资产	1704	1982	2241	2474
资产总计	6667	7143	8227	9591
流动负债	1022	753	913	1096
短期借款	418	0	0	0
应付账款	383	464	567	682
其他流动负债	221	289	345	414
非流动负债	173	173	173	173
长期借款	111	111	111	111
其他非流动负债	63	63	63	63
负债合计	1196	927	1086	1269
少数股东权益	308	354	416	497
股本	909	909	909	909
资本公积	2174	2174	2174	2174
留存收益	2080	2779	3642	4742
归属母公司股东权	5163	5862	6725	7826
负债和股东权益	6667	7143	8227	9591

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	559	213	75	211
净利润	505	699	862	1101
折旧摊销	239	-366	-549	-597
财务费用	45	16	6	6
投资损失	-5	-11	-11	-12
营运资金变动	-300	-224	-378	-454
其他经营现金流	880	1020	1384	1722
投资活动现金流	-968	649	1133	1256
资本支出	-658	638	1122	1243
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-310	11	11	12
筹资活动现金流	290	-434	-6	-6
短期借款	218	-418	0	0
长期借款	106	0	0	0
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	-16	-6	-6
现金净增加额	-151	427	1202	1460

利润表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2918	3672	4390	5323
营业成本	1608	2037	2427	2932
营业税金及附加	21	32	33	41
销售费用	114	173	192	230
管理费用	230	297	354	426
财务费用	56	-17	-62	-119
资产减值损失	-38	-47	-82	-86
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	11	11	12
营业利润	633	849	1055	1347
营业外收入	3	2	6	6
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	630	845	1055	1347
所得税	79	100	131	165
净利润	551	745	925	1182
少数股东损益	46	46	62	81
归属母公司净利润	505	699	862	1101
EBITDA	934	479	483	664
EPS（元）	0.56	0.77	0.95	1.21

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	1.7%	25.8%	19.5%	21.3%
营业利润	3.5%	34.1%	24.3%	27.6%
归属于母公司净利	-0.4%	38.5%	23.3%	27.7%
获利能力				
毛利率（%）	44.9%	44.5%	44.7%	44.9%
净利率（%）	17.3%	19.0%	19.6%	20.7%
ROE（%）	9.8%	11.9%	12.8%	14.1%
ROIC（%）	10.1%	11.8%	12.5%	13.1%
偿债能力				
资产负债率（%）	17.9%	13.0%	13.2%	13.2%
净负债比率（%）	21.9%	14.9%	15.2%	15.2%
流动比率	2.85	4.87	5.83	6.69
速动比率	1.67	2.94	3.89	4.75
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.51	0.53	0.56
应收账款周转率	5.29	5.78	5.79	5.69
应付账款周转率	4.19	4.39	4.28	4.30
每股指标（元）				
每股收益	0.56	0.77	0.95	1.21
每股经营现金流	0.61	0.23	0.08	0.23
每股净资产	5.68	6.45	7.40	8.61
估值比率				
P/E	39.21	21.61	17.52	13.73
P/B	3.83	2.58	2.25	1.93
EV/EBITDA	21.16	29.72	26.98	17.45

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：曾祥钊，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

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；

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。