东兴证券 DONGXING SECURITIES

万润股份（002643）：Q3业绩环比改善，长期成长性确定

2020 年 10 月 26 日

强烈推荐/维持

万润股份 | 公司报告

万润股份发布 2020 年第三季度报告：公司前 3 季度实现营业收入 19.50 亿元，YoY+0.36%，归母净利润 3.48 亿元，YoY-4.88%。其中，第 3 季度实现营业收入 7.03 亿元，YoY+8.22%，归母净利润 1.32 亿元，YoY-2.62%。公司第 3 季度海外市场订单恢复，经营情况环比好转。

公司未来增长空间主要来自于新项目的陆续投产及放量、高端产品的逐步放量。

- **公司在建工程金额处于历史高位，**在建项目包括环保材料建设项目、九目化学搬迁项目、万润工业园一期及二期项目，未来将新增并扩建环保沸石材料、医药原料药及中间体、光电材料等专项化学品的产能。
- **OLED 材料业务高速增长。**公司是 OLED 单体和中间体的国内领先企业，目前已有 OLED 成品材料通过下游客户的验证，预计未来将实现进一步增长。三月光电拟引入战略投资者增资扩股，目标成为业内领先的具有自主知识产权的电子化学材料平台企业。
- **环保沸石材料继续快速增长，产能持续扩张。**国内沸石材料需求空间随国六标准的陆续实施而打开。公司沸石二期项目剩余 2500 吨产能已于 2019 年完成建设，目前沸石材料总产能达到 5850 吨。公司于 2018 年启动 7000 吨沸石系列材料建设项目，截至 2020H 末项目进度达到 60%。
- **公司储备有 PI 中间体及单体材料、光刻胶单体材料等高端电子化工材料产品，**面向显示、通讯、半导体等高端领域客户，未来有望成为新的利润增长点。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 5.27、6.96 和 9.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.77 和 1.00 元。当前股价对应 2020~2022 年 P/E 值分别为 28、21 和 16 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：客户订单下滑，市场开拓进度不及预期，产能建设进度不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,631.66	2,870.13	2,944.31	3,639.57	4,659.05
增长率（%）	7.14%	9.06%	2.58%	23.61%	28.01%
净归母利润（百万元）	444.48	506.71	526.90	696.35	905.81
增长率（%）	15.37%	14.00%	3.98%	32.16%	30.08%
净资产收益率（%）	10.02%	10.52%	10.21%	12.30%	14.34%
每股收益(元)	0.49	0.56	0.58	0.77	1.00
PE	34	29	28	21	16
PB	3.36	3.09	2.89	2.63	2.36

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

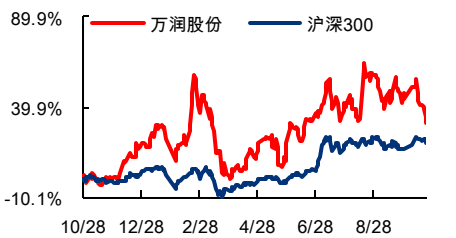
公司简介：

中节能万润股份有限公司主营业务为液晶中间体、液晶单体、OLED 材料、环保材料、医药产品等的研究、开发、生产和自营出口销售。公司是国内唯一一家同时向全球三大混合液晶厂商 Merck、Chisso 及 DIC 供应液晶材料的厂商。公司自 2013 年迈入环保材料领域，生产沸石系列催化剂载体，用于柴油车尾气处理、甲醇制烯烃、石油炼制等领域。

交易数据

52 周股价区间（元）	20.6-12.15
总市值（亿元）	148.92
流通市值（亿元）	146.5
总股本/流通 A 股（万股）	90,913/89,438
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.65

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓
010-66554030 liuyuzhuo@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480516110002

分析师：罗四维
010-66554047 luosw@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519080002

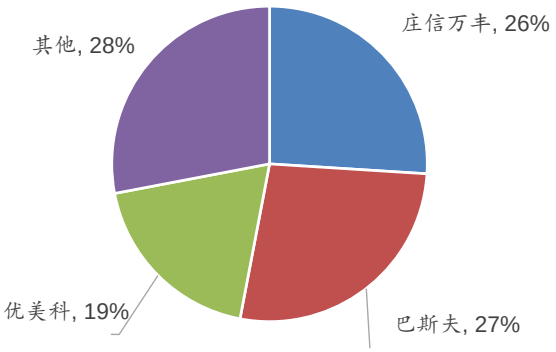
分析师：张明烨
0755-82832017 zhang_my@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480517120002

图 1：未来 5 年全球 SCR 体系柴油车对沸石分子筛的需求测算

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
欧洲重柴（万辆）	57	65	65	66	70	70	71
北美重柴（万辆）	46	54	62	57	50	50	50
中国重柴（万辆）	173	174	165	157	149	141	134
重柴分子筛需求（吨）	**13,428**	**14,280**	**14,227**	**13,635**	**13,058**	**12,753**	**12,467**
欧洲轻柴（万辆）	451	465	479	493	508	523	539
中国轻柴（万辆）	37	31	31	31	32	32	32
轻柴分子筛需求（吨）	**5,500**	**5,575**	**5,735**	**5,900**	**6,070**	**6,245**	**6,426**
分子筛需求量合计（吨）	**18,928**	**19,855**	**19,962**	**19,535**	**19,128**	**18,999**	**18,893**
——其中中国市场需求量（吨）	8,868	8,808	8,388	7,990	7,611	7,252	6,911
分子筛需求金额合计（亿元）	**57**	**60**	**60**	**59**	**57**	**57**	**57**
——其中中国市场需求金额（亿元）	27	26	25	24	23	22	21

资料来源：Wind，LMC Automotive，东兴证券研究所 注：假设每辆重柴/轻柴的沸石用量分别为 4.875/1.125kg，沸石分子筛单价 30 万元/吨，催化剂原则上不需要更换

图 2：国内汽车尾气净化催化剂供应格局



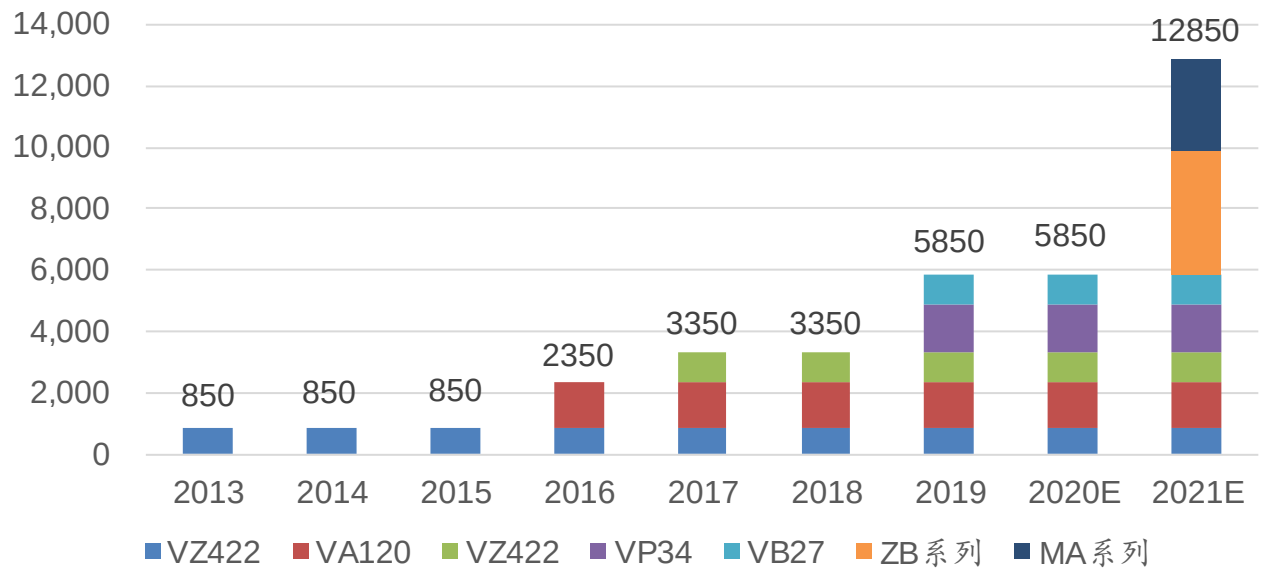
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 3：公司沸石环保材料各期建设项目情况

项目名称		沸石产品	产能（吨/年）	类型	应用领域	状态
一期		VZ422	850	硅铝酸盐化合物	欧六标准重柴	2013年投产，目前满产
二期	A车间	VZ422	1000	硅铝酸盐化合物	欧六标准重柴	2017年7月投产，目前满产
	B车间	VA120	1500	硅铝系列沸石	欧六及以上标准柴油车尾气处理（主要是乘用车）	2016年6月投产，目前满产
	C车间	VP34	1500	硅磷酸铝沸石	欧五标准柴油车尾气处理、MTO催化反应	已建成，预计2020年底前投产
		VB27	1000	高硅沸石	国五标准柴油车尾气处理、石油炼制催化剂	已建成，预计2020年底前投产
三期		ZB系列	4000		欧六标准及以上标准柴油车尾气处理	在建，预计2021年投产
		MA系列	3000		烟道气脱硝、炼油催化剂、挥发性有机物处理	在建，预计2021年投产

资料来源：公司公告，环评报告，东兴证券研究所

图 4：公司沸石环保材料历年产能



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2315	2543	3104	3973	5088	**营业收入**	2632	2870	2944	3640	4659
货币资金	646	704	1201	1704	2250	**营业成本**	1595	1637	1710	2071	2644
应收账款	507	401	411	508	651	营业税金及附加	32	19	19	24	30
其他应收款	23	19	23	28	36	营业费用	152	129	132	163	209
预付款项	15	22	20	24	31	管理费用	214	237	243	300	384
存货	819	1178	1231	1490	1902	财务费用	-41	-14	-3	-9	-16
其他流动资产	304	218	218	218	218	资产减值损失	37	76	0	0	0
非流动资产合计	2804	3365	3185	2994	2791	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	21	22	22	22	22	投资净收益	11	8	0	0	0
固定资产	1493	1419	1324	1209	1075	**营业利润**	492	594	637	836	1082
无形资产	161	250	233	217	200	营业外收入	2	1	0	0	0
其他非流动资产	1129	1673	1605	1546	1494	营业外支出	1	1	0	0	0
资产总计	5118	5908	6289	6967	7879	**利润总额**	503	612	637	836	1082
流动负债合计	463	841	867	1008	1232	所得税	51	78	81	107	138
短期借款	0	200	200	200	200	**净利润**	451	534	556	729	944
应付账款	262	392	409	496	633	少数股东损益	-7	-27	-29	-33	-38
预收款项	4	32	33	40	52	归属母公司净利润	444	507	527	696	906
一年内到期的非流	2	2	0	0	0	EBITDA	455	571	605	794	1028
非流动负债合计	31	38	38	38	38	**EPS（元）**	0.49	0.56	0.58	0.77	1.00
长期借款	6	4	4	4	4	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	511	894	905	1046	1270	**成长能力**					
少数股东权益	172	195	224	257	295	营业收入增长	7.14%	9.06%	2.58%	23.61%	28.01%
实收资本（或股本）	909	909	909	909	909	营业利润增长	13.47	20.67%	7.29%	31.26%	29.39%
资本公积	2079	2079	2079	2079	2079	归属于母公司净利	15.37	14.00%	3.98%	32.16%	30.08%
未分配利润	1447	1831	2172	2675	3326	**获利能力**					
归属母公司股东权	4435	4819	5160	5664	6314	毛利率(%)	39.38	42.95%	41.91%	43.09%	43.24%
负债和所有者权益	5118	5908	6289	6967	7879	净利率(%)	17.16	18.60%	18.87%	20.04%	20.26%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	8.68%	8.58%	8.38%	10.00%	11.50%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	10.18	11.08%	10.77%	12.88%	14.95%
经营活动现金流	431	757	767	758	855	**偿债能力**					
净利润	444	507	527	696	906	资产负债率(%)	10%	15%	14%	15%	16%
折旧摊销	218	234	251	262	273	流动比率	5.00	3.02	3.58	3.94	4.13
财务费用	-41	-14	-3	-9	-16	速动比率	3.23	1.62	2.16	2.46	2.59
应收账款减少	261	256	65	366	569	**营运能力**					
预收帐款增加	34	178	28	141	224	总资产周转率	1.00	0.93	0.90	1.18	1.61
投资活动现金流	-471	-738	-86	-71	-71	应收账款周转率	6	6	7	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.05	6.92	6.51	6.45	14.73
长期股权投资减少	-547	-853	-70	-70	-70	**每股指标（元）**					
投资收益	11	8	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.56	0.58	0.77	1.00
筹资活动现金流	28	27	-185	-184	-239	每股净现金流(最新	0.05	0.15	1.37	1.38	1.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.88	5.30	5.68	6.23	6.95
长期借款增加	-2	198	-2	0	0	**估值比率**					
普通股增加	171	0	0	0	0	P/E	34.08	29.89	28.26	21.39	16.44
资本公积增加	13	0	0	0	0	P/B	3.42	3.14	2.89	2.63	2.36
现金净增加额	19	55	497	503	546	EV/EBITDA	21.57	18.18	16.23	12.68	9.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

化工行业资深分析师。新加坡管理大学硕士，北京航空航天大学学士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，6 年化工行业研究经验。从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

张明烨

化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所，从业以来获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名（团队平均收益率 38.65%）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526