太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-23

公司点评报告

买入/维持

万润股份(002643)

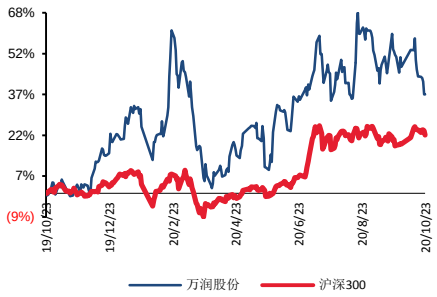
目标价：26

昨收盘：16.84

材料 材料II

20Q3 重回增长，中长期成长确定性高，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)	15,310/15,061
12 个月最高/最低(元)	20.60/12.30

相关研究报告：

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

万润股份（002643）《【太平洋化工】万润股份深度报告：OLED 和沸石双轮驱动，成长可期，维持“买入”》--2020/07/10

万润股份（002643）《【太平洋化工】万润股份：一季报超预期，疫情影响或逐渐显现，不改中长期成长趋势》--2020/04/19

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：（1）公司发布 2020 年三季报，报告期实现营业收入 19.50 亿元，同比+0.36%；归母净利润 3.48 亿元，同比-4.88%。其中第三季度实现营业收入 7.03 亿元，同比+8.22%，环比+21.63%；归母净利润 1.32 亿元，同比-2.62%，环比+43.43%。（2）公司拟引入中节能资本、嘉兴农银、上海为奇、江苏聿泉共 4 家投资人以现金方式对其控股子公司江苏三月科技股份有限公司进行增资扩股。本次增资完成后，公司持股比例降至 61.63%，李崇持股比例降为 13.11%，4 家投资人持股比例分别为 8.92%、7.43%、4.46%、4.46%，合计持股比例为 25.27%。

主要观点：

1.三季度营收盈利重回增长，需求持续恢复

在 8 月 16 日点评报告《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”》，我们判断随着国内外疫情逐步控制，经济及需求逐步恢复，公司中长期成长趋势不变。**2020 年第三季度，公司单季度营业收入 7.03 亿元，同比+8.22%，环比+21.64%；毛利率环比提升 2.09 个百分点至 45.20%，高于去年同期的 43.08%；净利率环比增长 1.02 个百分点至 20.25%；归母净利润 1.32 亿元，同比-2.62%，环比+43.43%。而且 20Q3 单季度汇兑损失 1512 万元，去年为汇兑收益 1532 万元，若剔除汇兑影响，Q3 增长更明显。我们预计主要来自（1）OLED 业务快速发展，净利率提升（2）国内沸石分子筛需求提升，海外需求环比改善。**2020 年 H1，海外受疫情影响，重卡销量大幅下滑，进入三季度情况有所好转，1-9 月份欧洲重卡注册量同比下滑 32.2%，降幅较 1-6 月份收窄 9pcts；美国中重型卡车销量同比下滑 27.2%，降幅较 1-6 月份收窄 2pcts，恢复可期。

公司第三季度新增资本支出 1.77 亿元，在建工程达到 11.65 亿元，固定资产 13.57 亿元，在建工程/固定资产实现 85.85%。

2.三月科技引入投资者增资扩股

三月科技主要从事 OLED 显示器件用多种电子化学品成品材料的研发、生产和销售。**经过多年的发展与积累，三月科技目前已掌握了 OLED 材料结构设计、理化特性表征、器件制作及性能验证的核心技术和能力，并已成长为国内 OLED 行业自主成品显示材料领域专利与技术方面的领先企业。**2018 年、2019 年、2020 年 H1，三月科技分别实现营

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

业收入 534.9 万元、1257.54 万元、559.2 万元，净利润-1474.79 万元、-2109.64 万元、-601.46 万元。2020 年 H1，三月科技经营活动现金流量净额-1064 万元。公司本次增资扩股，李崇及新引入的中节能资本、嘉兴农银、上海为奇、江苏聿泉共 4 家投资人分别以现金方式认购新增股本 30 万股、600 万股、500 万股、300 万股和 300 万股。**本次增资前，万润股份持股 82.96%，李崇持股 17.04%；**增资完成后，公司持股比例降至 61.63%，李崇持股比例降为 13.11%，4 家投资人持股比例分别为 8.92%、7.43%、4.46%、4.46%，合计持股比例为 25.27%。**本次增持扩股有利于解决三月科技资金需求，扩大其经营规模，提升其盈利能力；同时为三月科技引入产业与社会资本、带来产业与社会资源，力争将三月科技打造成业内领先的自主知识产权电子化学材料平台企业。**

3. 布局三大产业，持续看好公司中长期成长

长期以来，公司毛利率 40%左右，净利率 20%左右，负债率 20%以下。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，目前已发展成为全球领先的高端液晶单体和中间体、沸石材料供应商，具有技术、客户和规模三大优势，保障了公司较好的盈利水平。2020 年主要受疫情拖累，疫情过后，无论是汽车消费，还是消费电子终将恢复正常，公司中长期成长趋势不变。（1）国六标准落地，沸石分子筛需求爆发，海外重卡销量降幅收窄。我们预测 2019-2022 年，全球沸石需求量将由 1.2 万吨增加至 2.3 万吨，年均复合增速达 20.5%。**公司沸石分子筛是庄信万丰核心供应商，沸石分子筛产销量不断增长，产能从 850 吨/年增长到目前产能 5850 吨/年，在建尾气处理用 ZB 系列沸石分子筛 4000 吨/年和烟道气处理用 MA 系列沸石分子筛产能 3000 吨/年，将根据市场情况逐步投产，充分受益国六实施带来的沸石分子筛增量市场。**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。**（2）OLED 材料方面，**公司从 OLED 单体、中间体到成品材料均有布局，受益消费电子需求提升。**（3）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，也是国内唯一一家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。**（4）公司积极布局聚酰亚胺材料和光刻胶材料中间体业务，2020 年聚酰亚胺中间体业务取得快速增长。（5）在建“万润工业园一期项目”总投资约 6.3 亿元，建成后将具备总计约 3225 吨医药中间体和原药产能。**

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 5.19 亿元、6.75 亿元和 8.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.57 元、0.74 元和 0.93 元，PE 分

别为 28.7X、22.1X 和 17.6X，**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 材料领域中长期优势，增长确定性高，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：**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,870	2,892	3,536	4,411
(+/-%)	9.1%	0.8%	22.3%	24.7%
净利润(百万元)	507	519	675	844
(+/-%)	14.0%	2.5%	30.0%	25.0%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.57	0.74	0.93
市盈率(PE)	29.4	28.7	22.1	17.6

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	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
货币资金	704	1,364	1,900	2,481
应收票据	0	0	0	0
应收账款	401	404	494	616
预付账款	22	23	28	34
存货	1,178	1,198	1,457	1,813
其他流动资产	237	237	237	237
流动资产合计	2,543	3,225	4,116	5,180
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	1,419	1,206	1,026	875
在建工程	910	1,001	1,101	1,211
无形资产	250	250	250	250
其他非流动资产	764	764	764	764
非流动资产合计	3,365	3,243	3,163	3,122
资产合计	**5,908**	**6,468**	**7,279**	**8,302**
短期借款	200	206	212	219
应付票据	0	0	0	0
应付账款	392	398	485	603
预收款项	32	32	39	49
其他应付款	47	47	47	47
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2
其他流动负债	168	168	168	168
流动负债合计	841	854	953	1,088
长期借款	4	4	4	5
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	46	46	46	46
非流动负债合计	50	50	50	51
负债合计	**891**	**904**	**1,004**	**1,138**
归属母公司所有者权益	4,819	5,338	6,013	6,857
少数股东权益	195	223	259	304
所有者权益合计	5,014	5,561	6,272	7,161
负债和股东权益	**5,905**	**6,465**	**7,276**	**8,299**

现金流量表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
经营活动现金流	1,067	766	617	669
现金收益	807	783	878	1,025
存货影响	-359	-20	-259	-355
经营性应收影响	176	-3	-95	-129
经营性应付影响	154	7	93	128
其他影响	290	0	0	0
投资活动现金流	-967	-94	-103	-113
资本支出	-834	-102	-112	-122
股权投资	7	8	8	8
其他长期资产变化	-140	0	0	0
融资活动现金流	91	-13	23	25
借款增加	198	6	6	6
财务费用	14	-19	17	18
股东融资	-127	0	0	0
其他长期负债变化	6	0	0	0

利润表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
营业收入	2,870	2,892	3,536	4,411
营业成本	1,619	1,646	2,002	2,491
营业税金及附加	19	19	23	29
销售费用	129	130	159	198
管理费用	237	239	292	364
研发费用	219	221	270	337
财务费用	-14	19	-17	-18
资产减值损失	-76	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	8	8	8	8
营业利润	612	627	815	1,019
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	612	627	815	1,019
所得税	78	80	104	130
净利润	534	547	711	889
少数股东损益	27	28	36	45
归属母公司净利润	507	519	675	844
NOPLAT	565	556	690	866
EPS（摊薄）	0.56	0.57	0.74	0.93

主要财务比率				
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
成长能力				
营业收入增长率	9.1%	0.8%	22.3%	24.7%
EBIT增长率	35.8%	-1.6%	24.0%	25.6%
归母公司净利润增长率	14.0%	2.5%	30.0%	25.0%
获利能力				
毛利率	43.6%	43.1%	43.4%	43.5%
净利率	18.6%	18.9%	20.1%	20.2%
ROE	10.5%	9.7%	11.2%	12.3%
ROIC	15.5%	13.6%	14.6%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	15.1%	14.0%	13.8%	13.7%
债务权益比	5.0%	4.6%	4.2%	3.8%
流动比率	302.3%	377.7%	431.7%	476.3%
速动比率	162.3%	237.4%	278.9%	309.6%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	50	50	50	50
应付账款周转天数	87	87	87	87
存货周转天数	262	262	262	262
每股指标（元）				
每股收益	0.56	0.57	0.74	0.93
每股经营现金流	1.17	0.84	0.68	0.74
每股净资产	5.30	5.87	6.61	7.54
估值比率				
P/E	29.4	28.7	22.1	17.6
P/B	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	17.1	17.6	15.4	13.1

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@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

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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。