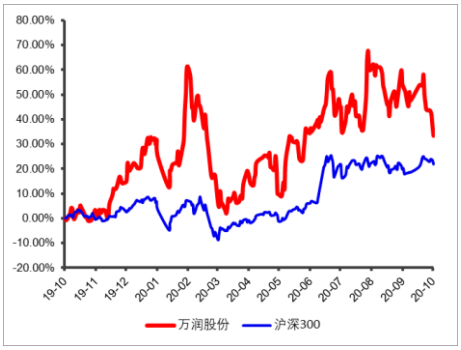
三季度环比大幅改善，全年有望逆势增长

投资评级：买入

报告日期：	2020-10-23
近 12 个月最高/最低（元）	21.16/11.79
总股本（百万股）	909
流通股本（百万股）	894
流通股比例（%）	98.35
总市值（亿元）	149
流通市值（亿元）	147

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：古武
执业证书号：S0010120070003
电话：15828604590
邮箱：guwu@hazq.com

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29
《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23
《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

➢ **10 月 23 日，公司发布三季度报告。**

公告显示，公司 2020 年前三季度实现营收 19.5 亿元，同比小幅增长 0.36%；实现归母净利润 3.48 亿元，同比小幅下降 4.88%。其中，三季度实现营收 7.03 亿元，同比上升 8.22%，环比上升 21.6%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比下降 2.62%，环比大幅上升 43.5%。

事件点评：

➢ **三季度业绩环比大幅改善，全年业绩有望实现逆势增长**

公司上半年业绩受到疫情一定程度的影响。2020H1，公司实现营收 12.47 亿元，同比下降 3.6%；实现归母净利润 3.48 亿元，同比下降 4.88%。一季度，海外疫情尚未大规模蔓延，公司业绩保持正增长，实现营收 6.68 亿元，同比增长 1.01%；实现归母净利润 1.24 亿元，同比大幅增长 22.53%。二季度，海外疫情愈演愈烈，公司业绩也受到冲击，实现营收 5.78 亿元，同比下降 8.43%，环比大幅下降 13.47%；实现净利润 0.92 亿元，同比下降 28.76%，环比下降 25.81%。

进入三季度，我国疫情得到快速控制，公司国内业务占比得到快速提升，推动公司整体业绩环比大幅改善，三季度公司实现营收 7.03 亿元，同比上升 8.22%，环比上升 21.6%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比下降 2.62%，环比大幅上升 43.5%。国内业务的快速成长将助力 2020 年全年实现业绩逆势增长。

➢ **疫情影响逐步消散，固定资产投资额连续提升，支撑公司未来发展**

公司目前主要在建工程包括沸石系列环保材料二期改扩建项目、环保材料建设项目以及万润工业园建设项目。前三季度，公司购建固定资产支付现金额分别为 0.69、1.31、1.77 亿元，建设项目投资力度逐步加大。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。

➢ **万润股份及子公司九目化学重大建设项目环评批准通过，项目落地将奠定公司未来增长基础**

7 月 31 日，烟台生态环境局披露了拟批准万润股份润工业园二期 VH 项目环评报告的相关信息。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。公司目前为全球液晶显示单体/中间体的龙头企业，该项目的建成落地将进一步巩固公司优势地位，在显示器产业链向国内转移的机遇期，公司将有望凭借新产能建设实现液晶材料业务的跨越式发展。

9 月 7 日，烟台生态环境局披露了拟批准万润股份子公司九目化学的 OLED 显示材料项目环评报告的相关信息，公司 OLED 产能建设将进入实质实施阶段。该项目计划总投资 20 亿元，全部建成后可年产 420 吨光电化学品、医药中间体及其他化学品（含 144 吨吲哚类电致发光材料、36 吨喹啉类光电化学品、66 吨硼酸类光电化学品、30 吨磺酸酯类材

料、72 吨医药中间体及 72 吨芳胺类材料等其他化学品），将有望支撑公司未来几年的业绩增长。

- **三月科技获投资人增资支持，新增资金有望加快 OLED 领域技术突破**

10 月 20 日公告，子公司三月科技将引入包括中节能资本控股在内的四名投资者，与原股东一起共计增资 2000 万元。三月科技是致力于 OLED 显示器件用多种电子化学品成品材料的研发、生产和销售的高新技术企业，其目前已掌握了 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。新增资金的注入将有望帮助公司尽快实现技术提升及产能突破，在 OLED 的国产替代机遇期实现营收快速增长。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.11、6.82、8.25 亿元，同比增速为 0.9%、33.4%、21.0%。对应 PE 分别为 29.14、21.83 和 18.04 倍。给予“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。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2870	2889	3874	4583
收入同比（%）	9.1%	0.7%	34.1%	18.3%
归属母公司净利润	507	511	682	825
净利润同比（%）	14.0%	0.9%	33.4%	21.0%
毛利率（%）	43.6%	42.6%	43.3%	43.5%
ROE（%）	10.5%	9.6%	11.3%	12.1%
每股收益（元）	0.56	0.56	0.75	0.91
P/E	27.25	29.14	21.83	18.04
P/B	2.87	2.79	2.48	2.18
EV/EBITDA	15.05	15.89	13.47	11.51

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2543	2124	2448	2834
现金	704	381	159	166
应收账款	401	461	613	713
其他应收款	19	22	29	34
预付账款	22	20	27	32
存货	1178	1023	1402	1671
其他	218	218	218	218
非流动资产	3365	4043	4631	5250
长期投资	22	22	22	22
固定资产	1419	1645	1748	1863
无形资产	250	321	385	456
其他	1673	2055	2475	2909
资产总计	5908	6167	7079	8084
流动负债	841	573	778	927
短期借款	200	0	0	0
应付账款	392	342	465	556
其他	249	231	313	371
非流动负债	53	53	53	53
长期借款	4	4	4	4
其他	49	49	49	49
负债合计	894	626	831	980
少数股东权益	195	211	236	267
股本	909	909	909	909
资本公积	2079	2079	2079	2079
留存收益	1831	2342	3024	3849
归属母公司股东权益	4819	5330	6012	6837
负债和股东权益	5908	6167	7079	8084

现金流量表				
经营活动现金流	757	857	608	875
净利润	507	511	682	825
折旧摊销	237	304	256	265
财务费用	-3	5	0	0
投资损失	-8	-11	-14	-16
营运资金变动	-75	-21	-424	-318
其他	682	600	1214	1263
投资活动现金流	-738	-975	-829	-868
资本支出	-852	-987	-844	-884
长期投资	0	0	0	0
其他	115	11	14	16
筹资活动现金流	27	-205	0	0
短期借款	200	-200	0	0
长期借款	-2	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-171	-5	0	0
现金净增加额	55	-324	-222	7

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2870	2889	3874	4583
营业成本	1619	1659	2197	2587
营业税金及附加	19	30	37	40
营业费用	129	162	205	235
管理费用	237	231	314	372
财务费用	-14	-18	-12	-8
资产减值损失	-76	-48	-83	-88
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	11	14	16
营业利润	612	603	800	975
营业外收入	1	2	6	6
营业外支出	1	6	6	6
利润总额	612	599	800	975
所得税	78	72	93	118
净利润	534	527	707	856
少数股东损益	27	16	25	31
归属母公司净利润	507	511	682	825
EBITDA	885	914	1094	1280
EPS(元)	0.56	0.56	0.75	0.91

主要财务比率				
成长能力				
营业收入	9.1%	0.7%	34.1%	18.3%
营业利润	21.9%	-1.4%	32.6%	21.8%
归属母公司净利润	14.0%	0.9%	33.4%	21.0%
获利能力				
毛利率	43.6%	42.6%	43.3%	43.5%
净利率	17.7%	17.7%	17.6%	18.0%
ROE	10.5%	9.6%	11.3%	12.1%
ROIC	10.8%	9.7%	11.8%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	15.1%	10.2%	11.7%	12.1%
净负债比率	17.8%	11.3%	13.3%	13.8%
流动比率	3.02	3.71	3.15	3.06
速动比率	1.60	1.89	1.31	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.47	0.55	0.57
应收账款周转率	7.16	6.27	6.31	6.43
应付账款周转率	4.13	4.85	4.73	4.66
每股指标(元)				
每股收益	0.56	0.56	0.75	0.91
每股经营现金	0.83	0.94	0.67	0.96
每股净资产	5.30	5.86	6.61	7.52
估值比率				
P/E	27.25	29.14	21.83	18.04
P/B	2.87	2.79	2.48	2.18
EV/EBITDA	15.05	15.89	13.47	11.51

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，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。

古　武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊：研究助理，中国科学院化工硕士、清华大学化工学士，通过 CFA 二级考试。

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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 15%；

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。