开源证券

万润股份（002643.SZ）

2020 年 10 月 23 日

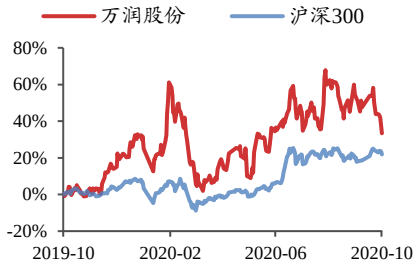
Q3 业绩环比改善显著，静待沸石业务放量

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/23
当前股价(元)	16.38
一年最高最低(元)	21.16/11.94
总市值(亿元)	148.92
流通市值(亿元)	146.50
总股本(亿股)	9.09
流通股本(亿股)	8.94
近 3 个月换手率(%)	104.13

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-海外疫情拖累 Q2 业绩，拟引入投资者增资三月科技》-2020.8.15

《公司首次覆盖报告-站在当前时点看显示材料和沸石业务的成长空间》-2020.5.27

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

吉金（联系人）
jijin@kysec.cn
证书编号：S0790120030003

张玮航（联系人）
zhangweihang@kysec.cn
证书编号：S0790119120025

● 公司 Q3 业绩环比+43.43%，我们看好 2021 年沸石放量，维持“买入”评级

公司 2020 年前三季度实现营业收入 19.5 亿元，同比+0.36%，归母净利润为 3.48 亿元，同比-4.88%。2020Q3 单季度营收 7.03 亿元，同比+8.22%，环比+21.64%；单季度归母净利润 1.32 亿元，同比-2.62%，环比+43.43%。2020 年疫情以来，公司及下游客户复工复产顺利推进，同时公司在国内市场的布局不断完善。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.38、7.48、8.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.82、0.95 元/股，当前股价对应 PE 分别为 27.7、19.9、17.3 倍。我们预计需求最差的阶段已经过去，公司海外业务风险将逐渐降低，2021 年公司沸石业务将充分受益重型车国六标准的全面执行，维持“买入”评级。

● 国六升级带动国内沸石需求高增，公司产能陆续投放迎接行业机遇

2021 年 7 月 1 日起，国内重型柴油车将全面执行国六 a 标准。受益柴油车排放升级，沸石分子筛将替代钒基成为高标准尾气催化剂的涂层材料，我们测算国内车用沸石需求将由 2019 年的 875 吨增长至 2021 年的 6875 吨。公司沸石产品主要供应全球领先的催化剂生产商庄信万丰，为满足国六带来的市场需求，公司“沸石系列环保材料二期扩建项目”的最后一个车间已于 2019 年完成建设，2018 年启动了“沸石系列环保材料建设项目”，其中计划新增年产能 4000 吨的车用 ZB 系列沸石。我们预计，随着国六标准的推进、公司产能的释放，公司沸石业务有望在 2021 年迎来大幅增长。

● 三月科技引入投资者增资扩股，加速 OLED 自主成品材料发展

公司、公司控股子公司三月科技及其原股东李崇拟与中节能资本在内的 4 名投资人签订《增资协议》，中节能资本、嘉兴农银凤凰商泽股权投资、上海为奇投资、江苏走泉太湖国联新兴成长产业投资拟分别认购 600、500、300、300 万元，原股东李崇计划出资 300 万元。本次增资完成后万润股份仍为三月科技的控股股东，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。

● 风险提示： 产能建设进度不及预期、疫情导致需求下滑、国六推广不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,632	2,870	3,134	4,187	4,721
YOY(%)	7.1	9.1	9.2	33.6	12.7
归母净利润(百万元)	444	507	538	748	860
YOY(%)	15.4	14.0	6.2	38.9	15.0
毛利率(%)	40.6	43.6	42.7	43.7	43.7
净利率(%)	16.9	17.7	17.2	17.9	18.2
ROE(%)	9.8	10.6	10.8	13.5	13.8
EPS(摊薄/元)	0.49	0.56	0.59	0.82	0.95
P/E(倍)	33.5	29.4	27.7	19.9	17.3
P/B(倍)	3.4	3.1	2.9	2.6	2.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2315	2543	2360	3315	3203
现金	646	704	470	419	763
应收票据及应收账款	508	401	591	735	760
其他应收款	23	19	27	35	34
预付账款	15	22	18	36	25
存货	819	1178	1037	1874	1403
其他流动资产	303	217	217	217	217
非流动资产	2804	3365	3950	4565	4843
长期投资	21	22	27	31	36
固定资产	1493	1419	1685	2281	2539
无形资产	161	250	268	287	306
其他非流动资产	1129	1673	1970	1966	1963
资产总计	5118	5908	6310	7880	8046
流动负债	463	841	844	1348	876
短期借款	0	200	273	323	50
应付票据及应付账款	262	392	333	620	453
其他流动负债	201	249	238	405	373
非流动负债	48	53	52	491	380
长期借款	6	4	3	442	331
其他非流动负债	42	49	49	49	49
负债合计	511	894	897	1839	1256
少数股东权益	172	195	242	307	382
股本	909	909	909	909	909
资本公积	2079	2079	2079	2079	2079
留存收益	1397	1764	2135	2650	3243
归属母公司股东权益	4435	4819	5172	5734	6408
负债和股东权益	5118	5908	6310	7880	8046

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	431	757	657	427	1539
净利润	451	534	585	813	935
折旧摊销	219	237	196	267	346
财务费用	-41	-14	5	18	9
投资损失	-11	-8	-8	-8	-8
营运资金变动	-209	-75	-121	-663	258
其他经营现金流	21	84	0	0	0
投资活动现金流	-471	-738	-772	-874	-616
资本支出	547	853	580	611	274
长期投资	0	0	-4	-4	-4
其他投资现金流	76	115	-196	-268	-347
筹资活动现金流	28	27	-292	345	-355
短期借款	0	200	-100	0	-50
长期借款	-2	-2	-1	439	-111
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	13	0	0	0	0
其他筹资现金流	16	-171	-192	-94	-194
现金净增加额	19	55	-407	-102	568

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2632	2870	3134	4187	4721
营业成本	1563	1619	1795	2359	2656
营业税金及附加	32	19	20	27	31
营业费用	152	129	141	188	212
管理费用	214	237	259	345	389
研发费用	194	219	239	320	361
财务费用	-41	-14	5	18	9
资产减值损失	37	-76	14	7	1
其他收益	10	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	8	8	8	8
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	502	612	670	932	1071
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	503	612	671	932	1071
所得税	51	78	86	119	137
净利润	451	534	585	813	935
少数股东损益	7	27	47	65	75
归母净利润	444	507	538	748	860
EBITDA	703	838	862	1209	1422
EPS(元)	0.49	0.56	0.59	0.82	0.95

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.1	9.1	9.2	33.6	12.7
营业利润(%)	13.8	21.9	9.6	38.9	15.0
归属于母公司净利润(%)	15.4	14.0	6.2	38.9	15.0
获利能力					
毛利率(%)	40.6	43.6	42.7	43.7	43.7
净利率(%)	16.9	17.7	17.2	17.9	18.2
ROE(%)	9.8	10.6	10.8	13.5	13.8
ROIC(%)	9.7	10.4	10.6	12.4	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	10.0	15.1	14.2	23.3	15.6
净负债比率(%)	-13.4	-9.4	-3.0	8.1	-3.6
流动比率	5.0	3.0	2.8	2.5	3.7
速动比率	2.5	1.5	1.5	1.0	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.0	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	6.0	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.56	0.59	0.82	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.83	0.72	0.47	1.69
每股净资产(最新摊薄)	4.88	5.30	5.69	6.31	7.05
估值比率					
P/E	33.5	29.4	27.7	19.9	17.3
P/B	3.4	3.1	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	20.6	17.2	17.2	12.8	10.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn