东兴证券 DONGXING SECURITIES

Zhang

万润股份（002643）：OLED材料、沸石材料带来长期成长

2020 年 08 月 17 日

强烈推荐/维持

万润股份 | 公司报告

万润股份公布 2020 年上半年业绩：营业收入 12.47 亿元，YoY-3.6%，归母净利润 2.16 亿元，YoY-6.2%，对应 EPS 为 0.24 元。其中，受新冠疫情影响，公司海外地区收入（占比高达 77%）下滑 16%；国内收入增长 92%。

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，早在 OLED 材料兴起之时就开始布局 OLED 材料产业链，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。公司 OLED 材料业务的重要子公司九目化学 2020H 实现营收 2.01 亿元，同比增长 62%，实现净利润 5948 万元，同比增长 171%，净利率同比提升 12 个百分点至 29.6%；另一重要子公司三月光电 2020H 实现营收 559 万元，净利润-601 万元，其主要产品尚处于客户认证阶段，尚未实现盈利。三月光电拟引入投资者增资扩股，引入产业与社会资本、带来产业与社会资源，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。公司沸石二期项目剩余 2500 万吨产能已于 2019 年完成建设，进入工艺调试阶段，目前沸石材料总产能达到 5850 万吨。公司于 2018 年启动 7000 吨沸石系列材料建设项目，截至 2020H 末已累计投入 6.02 亿元，项目进度达到 60%。随着国六排放标准的陆续实施，国内沸石材料需求空间打开，公司作为行业内重要供应商，未来有望显著收益。

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 5.69、7.59 和 9.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.63、0.83 和 1.00 元。当前股价对应 2020~2022 年 P/E 值分别为 27、20 和 17 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	3,154.31	3,939.57	4,659.05
增长率（%）	7.14%	9.06%	9.90%	24.89%	18.26%
净归母利润（百万元）	444.48	506.71	568.84	758.88	906.12
增长率（%）	15.37%	14.00%	12.26%	33.41%	19.40%
净资产收益率（%）	10.02%	10.52%	10.93%	13.19%	14.20%
每股收益(元)	0.49	0.56	0.63	0.83	1.00
PE	34	30	27	20	17
PB	3.42	3.14	2.91	2.63	2.37

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）	19.79-11.33
总市值（亿元）	151.46
流通市值（亿元）	149.0
总股本/流通 A 股（万股）	90,913/89,439
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.54

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

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	3192	4127	5155	**营业收入**	2632	2870	3154	3940	4659
货币资金	646	704	1171	1692	2316	**营业成本**	1595	1637	1829	2238	2644
应收账款	507	401	440	550	651	营业税金及附加	32	19	20	25	30
其他应收款	23	19	25	30	36	营业费用	152	129	141	177	209
预付款项	15	22	21	26	31	管理费用	214	237	260	325	384
存货	819	1178	1316	1610	1902	财务费用	-41	-14	-2	-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	685	908	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	6377	7121	7946	**利润总额**	503	612	685	908	1082
流动负债合计	463	841	913	1073	1232	所得税	51	78	87	116	138
短期借款	0	200	200	200	200	**净利润**	451	534	598	792	944
应付账款	262	392	438	536	633	少数股东损益	-7	-27	-29	-33	-38
预收款项	4	32	35	44	52	归属母公司净利润	444	507	569	759	906
一年内到期的非流	2	2	0	0	0	EBITDA	455	571	654	866	1028
非流动负债合计	31	38	38	38	38	**EPS（元）**	0.49	0.56	0.63	0.83	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	951	1111	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%	9.90%	24.89%	18.26%
实收资本（或股本）	909	909	909	909	909	营业利润增长	13.47	20.67%	15.39%	32.51%	19.21%
资本公积	2079	2079	2079	2079	2079	归属于母公司净利	15.37	14.00%	12.26%	33.41%	19.40%
未分配利润	1447	1831	2214	2765	3393	**获利能力**					
归属母公司股东权	4435	4819	5202	5753	6381	毛利率(%)	39.38	42.95%	42.01%	43.18%	43.24%
负债和所有者权益	5118	5908	6377	7121	7946	净利率(%)	17.16	18.60%	18.95%	20.10%	20.26%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	8.68%	8.58%	8.92%	10.66%	11.40%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	10.18	11.08%	11.49%	13.77%	14.79%
经营活动现金流	431	757	738	791	956	**偿债能力**					
净利润	444	507	569	759	906	资产负债率(%)	10%	15%	15%	16%	16%
折旧摊销	218	234	251	262	273	流动比率	5.00	3.02	3.50	3.85	4.18
财务费用	-41	-14	-2	-9	-16	速动比率	3.23	1.62	2.05	2.34	2.64
应收账款减少	261	256	182	415	403	**营运能力**					
预收帐款增加	34	178	74	160	158	总资产周转率	1.00	0.93	0.96	1.28	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	6.48	6.74	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	0.63	0.83	1.00
筹资活动现金流	28	27	-185	-199	-261	每股净现金流(最新	0.05	0.15	1.28	1.43	1.72
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.88	5.30	5.72	6.33	7.02
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	26.63	19.96	16.72
资本公积增加	13	0	0	0	0	P/B	3.42	3.14	2.91	2.63	2.37
现金净增加额	19	55	467	521	624	EV/EBITDA	21.57	18.18	15.67	12.11	10.02

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