2020 年 8 月 17 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(元) 21.00

万润股份（002643.SZ） Buy 买入

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2020/8/14)	16.66
深证成指(2020/8/14)	13489.01
股价 12 个月高/低	20.25/10.7
总发行股数(百万)	909.13
A 股数(百万)	894.38
A 市值(亿元)	149.00
主要股东	中国节能环保集团有限公司(26.73%)
每股净值(元)	5.35
股价/账面净值	3.11

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-4.1	24.7	57.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020.4.21	14.69	买入
2020.3.02	17.36	买入

产品组合

功能性材料	80.16%
大健康产业	19.84%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.5%
一般法人	40.6%

股价相对大盘走势



疫情致上半年业绩小幅下滑，看好公司长期发展

结论与建议：

公司发布20年上半年业绩报告，上半年实现营收12.47亿元，yoy-3.6%，归母净利润2.16亿元，yoy-6.2%，每股收益0.24元，其中二季度实现营收5.78亿元，qoq-13.5%，yoy-8.4%，归母净利润0.92亿元，qoq-25.8%，yoy-28.8%，业绩略低于预期。

同时公司拟引入数家投资人，以现金方式对控股子公司三月科技增资扩股，增资后公司持股比例不低于52.79%，仍为控股股东。公司是国内显示材料、沸石材料绝对龙头，“国六”标准实施带动沸石业务持续增长，自主可控下的国产替代有助于信息材料快速发展，迭加公司各种新增产能将陆续释放，看好公司业绩成长前景，维持“买入”评级。

- **受境外疫情影响，二季度业绩同比下滑：**公司境外营收占比在 80%以上，而二季度境外疫情爆发，导致海外需求不佳，上半年境外实现营收 9.62 亿元，同比下滑 16.0%，目前随着海外客户逐渐复工复产，积压需求有望在下半年释放，整体趋势向好。国内方面，公司进一步完善国内市场战略布局，上半年实现营收 2.85 亿元，同比增 91.7%。分业务看，上半年功能性材料（信息材料及环保材料）实现营收 9.63 亿元，同比下滑 7.4%；大健康类实现营收 2.73 亿元，同比增长 13.6%。值得注意的是，子公司九目化学主营 OLED 中间体及粗单体材料，上半年实现净利润 0.59 亿元，同比增 171%，盈利能力大幅提升，带动公司上半年综合毛利率提高 0.75 个百分点至 42.89%。另外，期间费用率同比微降 0.4 个百分点至 20.72%，受益于销售费用率下降。

- **自主可控，信息材料发展空间大：**信息材料主要包括液晶材料及 OLED 材料，当前液晶材料占比大，增长稳定，而 OLED 材料发展迅速、空间大，4K/8K 超高清技术发展、屏幕大尺寸化发展保障 LCD 发展空间，公司液晶材料全球领先，随着市占率扩大提高，液晶材料有望维持较快增长。OLED 材料近年出货量公司国内居首，除升华前材料、中间体材料外，公司向下游高毛利 OLED 成品材料发展，目前公司已有 OLED 成品材料通过下游厂商的验证，静待放量，在自主可控的大背景下，OLED 材料有望保持高增长。此外，公司积极布局电子化学品领域的聚酰亚胺材料、光刻胶单体材料，进一步丰富公司信息材料产业产品线，为未来发展积蓄动能。

- **“国六”标准实施，沸石材料获益：**“国六”标准实施，机动车尾气处理装置大幅增加，带动沸石需求快增长，公司深度绑定全球催化剂龙头，有望受益。公司现有沸石产能 5850 吨，其中新建的 2500 吨沸石二期项目的最后一个车间已于 19 年底完成建设，并进入工艺调试阶段，下半年有望贡献增量业绩。另外公司已启动 7000 吨沸石系列环保材料建设，将不断巩固全球行业领先地位，并持续释放业绩增长点。

- **增资扩股、迭加新增项目建设，保障公司长期发展：**三月科技是国内 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，公司本次引入投资者，对三月科技进行增资扩股，有望解决三月科技资金需求，扩大其经营规模，提升其盈利能力。在新建项目方面，除 7000 吨沸石在建项目外，还有多个在建项目。一是万润工业园一期项目，计划投资 6.3 亿元，建设医药中间体及原料药共 3155 吨/年，建成后预计可贡献利润 1.5 亿元；二是烟台九目化学搬迁扩产项目，计划投资 20 亿元，分两期建设电子化学品、医药中间体材料等，一期 120 吨/年，二期同类产品产能扩至 300 吨/年。公司结合自身合成技术优势，不断丰富产品种类，拓展产品产能，助力业绩持续增长。

- **盈利预测：**我们预计公司 20/21/22 年实现净利润 5.3/6.9/8.2 亿元，yoy+5%/+31%/+19%，折合 EPS 为 0.58/0.76/0.91 元，目前股价对应的 PE 为 29/22/18 倍。看好公司业绩持续增长，维持“买入”评级。

- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

.....接续下页

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	444	507	531	694	823
同比增减	%	15.37%	14.00%	4.75%	30.67%	18.67%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.49	0.56	0.58	0.76	0.91
同比增减	%	15.37%	14.00%	4.75%	30.67%	18.67%
市盈率(P/E)	X	34.08	29.89	28.54	21.84	18.40
股利 (DPS)	RMB 元	0.18	0.20	0.23	0.29	0.34
股息率 (Yield)	%	1.08%	1.22%	1.38%	1.74%	2.04%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进（Strong Buy）	潜在上涨空间≥ 35%
买进（Buy）	15%≤潜在上涨空间<35%
区间操作（Tranding Buy）	5%≤潜在上涨空间<15%
中立（Neutral）	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2632	2870	2930	3712	4417
经营成本	1563	1619	1644	2050	2438
研发费用	194	219	224	284	337
营业税金及附加	32	19	19	24	29
销售费用	152	129	131	166	198
管理费用	214	237	242	306	364
财务费用	-41	-14	-14	-18	-21
资产减值损失	37	76	78	99	118
投资收益	11	8	9	9	9
营业利润	502	612	634	829	983
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	634	829	983
所得税	51	78	81	106	125
少数股东损益	7	27	22	29	35
归属于母公司股东权益	444	507	531	694	823

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	646	704	1097	1395	1770
应收账款	507	401	417	429	464
存货	819	1178	1225	1262	1363
流动资产合计	2315	2543	3015	3376	3900
长期股权投资	21	22	24	25	27
固定资产	1493	1419	1354	1399	1482
在建工程	329	910	1092	1146	1089
非流动资产合计	2804	3365	3524	3657	3716
资产总计	5118	5908	6540	7033	7616
流动负债合计	463	841	1047	1078	1110
非流动负债合计	48	53	135	138	140
负债合计	511	894	1182	1216	1250
少数股东权益	172	195	218	247	282
股东权益合计	4607	5014	5358	5817	6366
负债及股东权益合计	5118	5908	6540	7033	7616

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	431	757	871	1045	1149
投资活动产生的现金流量净额	-471	-738	-516	-723	-687
筹资活动产生的现金流量净额	28	27	30	-32	-96
现金及现金等价物净增加额	19	55	392	298	375

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。