太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-16

公司点评报告

买入/维持

万润股份(002643)

目标价：26

昨收盘：16.66

材料 材料II

短期下滑，沸石国内对冲海外影响，中长期成长，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)	15,146/14,900
12 个月最高/最低(元)	20.04/10.70

相关研究报告：

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

万润股份(002643)《【太平洋化工】万润股份：2019 业绩同比增长 13.8%，沸石及 OLED 材料齐发展》--2020/02/28

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 年中报，报告期实现营业收入 12.47 亿元，同比-3.6%；归母净利润 2.16 亿元，同比-6.22%。其中第二季度实现营业收入 5.78 亿元，同比-8.43%，环比-13.5%；归母净利润 0.92 亿元，同比-28.76%，环比-25.84%。（2）公司拟引入 1 至 10 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，公司持股比例不低于 52.79%，李崇持股比例不低于 10.84%；新引入投资人合计持股比例不高于 36.37%。

主要观点：

1. 二季度疫情影响显现，盈利下滑但可控，不乏亮点

在 4 月 19 日点评报告《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》中，**我们判断由于公司对外出口营收占比较高（2019 年为 85.62%），疫情影响或逐渐显现。从二季度业绩环比下滑 25.84%看，符合预期。我们预计主要由于海外柴油车自疫情爆发后，销量大幅下滑，公司沸石分子筛自 3 月中下旬开始出口量下滑。公司功能性材料营业收入同比-7.42%，营收占比下滑 3.98 个百分点至 77.22%。公司整体海外营收占比下滑 4.71 个百分点至 77.17%。**

2020 年 H1，尽管公司营收及盈利下滑，但也不乏亮点：（1）OLED 业务快速发展。公司子公司九目化学主要从事 OLED 中间体、单体的研发、生产和销售，2020 年 H1 实现营业收入 2 亿元，同比+61.85%；净利润 5948 万元，同比+171%；净利润率 29.6%，同比提升 11.93 个百分点。（2）国内沸石分子筛需求提升，对冲海外需求短期下滑。公司整体国内营收同比增长 91.66%至 2.85 亿元，我们预计主要来自国内沸石分子筛需求提升；国内整体营收占比 22.83%，同比提升 4.71 个百分点。(3)公司大健康类业务营收同比增长 13.62%至 2.73 亿元。（4）公司整体销售毛利率 42.89%，净利率 19.71%，保持稳定，可见公司在自身业务领域的定价能力。

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

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

的领先企业。2018 年、2019 年、2020 年 H1，三月科技分别实现营业收入 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。**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。**

本次增资前，三月科技注册资本 5000 万元，所有者权益 5,926.30 万元（2020 年 H1），万润股份持股 82.96%，李崇持股 17.04%；增资完成后，万润股份持股比例不低于 52.79%，李崇持股比例不低于 10.84%；新引入投资人合计持股比例不高于 36.37%。

3. 持续看好公司中长期表现

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。我们预计未来三年国内新增沸石分子筛总需求约 1.68 万吨，对应市场规模约 51 亿元。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%。尽管本次国外受疫情影响，重卡销量下滑，沸石需求减少，但恢复可期。**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，占全球 TFT 液晶单体市场的 15%以上，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领域，相关业务尚处于拓展初期。**

4. 盈利预测及评级

假设疫情影响可控，我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 5.27 亿元、6.83 亿元和 8.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.58 元、0.75 元和 0.91 元，PE 分别为 28.7X、22.2X 和 18.4X，**考虑公司沸石及 OLED 材料中长期优势，增长确定性高，维持“买入”评级。**

风险提示：疫情导致订单取消或延期、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	2,727	3,482	4,209
(+/-%)	9.1%	-5.0%	27.7%	20.9%
净利润(百万元)	507	527	683	825
(+/-%)	14.0%	4.0%	29.6%	20.9%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.58	0.75	0.91
市盈率(PE)	29.9	28.7	22.2	18.4

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	1,446	1,942	2,559
应收票据	0	0	0	0
应收账款	401	381	486	588
预付账款	22	21	27	33
存货	1,178	1,121	1,430	1,731
其他流动资产	237	237	237	237
流动资产合计	2,543	3,206	4,122	5,147
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**	**6,448**	**7,285**	**8,269**
短期借款	200	206	212	219
应付票据	0	0	0	0
应付账款	392	373	476	576
预收款项	32	30	39	47
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	826	944	1,058
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**	**877**	**994**	**1,109**
归属母公司所有者权益	4,819	5,346	6,028	6,854
少数股东权益	195	223	260	304
所有者权益合计	5,014	5,569	6,288	7,158
负债和股东权益	**5,905**	**6,446**	**7,282**	**8,266**

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	815	562	681
现金收益	807	757	871	982
存货影响	-359	57	-309	-301
经营性应收影响	176	21	-111	-107
经营性应付影响	154	-21	111	108
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	20	37	49
借款增加	198	6	6	6
财务费用	14	14	31	42
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	2,727	3,482	4,209
营业成本	1,619	1,540	1,965	2,378
营业税金及附加	19	18	23	27
销售费用	129	122	156	189
管理费用	237	225	287	347
研发费用	219	208	266	322
财务费用	-14	-14	-31	-42
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	636	825	997
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	612	636	824	997
所得税	78	81	105	127
净利润	534	555	719	870
少数股东损益	27	28	37	44
归属母公司净利润	507	527	683	825
NOPLAT	565	535	685	825
EPS（摊薄）	0.56	0.58	0.75	0.91

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%	-5.0%	27.7%	20.9%
EBIT增长率	35.8%	-5.3%	27.9%	20.5%
归母公司净利润增长率	14.0%	4.0%	29.6%	20.9%
获利能力				
毛利率	43.6%	43.5%	43.6%	43.5%
净利率	18.6%	20.4%	20.7%	20.7%
ROE	10.5%	9.9%	11.3%	12.0%
ROIC	15.5%	13.0%	14.5%	15.0%
偿债能力				
资产负债率	15.1%	13.6%	13.6%	13.4%
债务权益比	5.0%	4.6%	4.2%	3.8%
流动比率	302.3%	387.9%	436.8%	486.5%
速动比率	162.3%	252.3%	285.3%	322.9%
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	0.58	0.75	0.91
每股经营现金流	1.17	0.90	0.62	0.75
每股净资产	5.30	5.88	6.63	7.54
估值比率				
P/E	29.9	28.7	22.2	18.4
P/B	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	17.4	18.4	15.8	13.9

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。