2020 年 08 月 16 日
证券研究报告•2020 年半年报点评
万润股份（002643）化工

买入（维持）
当前价：16.66 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 海外疫情影响 Q2 业绩，三月科技拟增资引入战投

## 投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年上半年实现营业收入 12.5 亿元，同比-3.6%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比-6.2%；其中 2020Q2 实现营业收入 5.8 亿元，同比-8.4%，环比-13.5%，实现归母净利润 0.9 亿元，同比-28.8%，环比-25.8%，业绩符合预期。同时计划为子公司三月科技引入战略投资者扩股增资，公司不参与增资但增资后仍为三月科技控股股东。
- **半年报业绩符合预期，海外疫情影响公司营收利润。**公司半年报营收利润下滑，主要由于 Q2 海外疫情加剧，公司产品出口占比较高，但公司毛利率仍提高 0.7pp 至 42.9%。公司 2020H1 海外收入 9.6 亿元，同比-16.0%，毛利率基本持平为 42.8%，公司海外订单并未取消，受疫情影响延期交货；但公司加强国内战略布局，国内营收 2.8 亿元，同比+91.7%，营收占比提升 11.3pp 至 22.8%，毛利率提升 4.3pp 至 43.3%。分业务板块看，功能性材料业务收入 9.6 亿元，同比-7.4%，毛利率同比提高 2.3pp 至 44.2%，其中 OLED 材料持续放量，液晶材料和环保材料有所下滑；大健康业务收入 2.7 亿元，同比+13.6%，毛利率同比下降 7.0pp 至 39.3%。公司费用率下降 0.4pp 至 20.7%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/8.4%/8.0%/-0.1%，分别同比-1.0/+0.5/-0.1/+0.1pp。
- **OLED 材料快速增长，三月光电引入战投加速成长。**公司是 OLED 成品材料、升华前单体材料和中间体材料龙头供应商，OLED 材料业务放量明显。子公司九目化学 2020H1 实现营收 2.0 亿元，同比增长 61.8%，净利润 0.6 亿元，同比增长 171%，净利率提高 11.9pp 至 29.6%，主要受限于公司目前产能瓶颈，优化客户结构所致。同时公司拟引入 1-10 家投资人以现金方式对三月科技增资，三月科技致力 OLED 显示器件用多种电子化学品成品材料的研发生产，通过引入产业与社会资本，扩大经营规模，提升盈利能力，力争打造成业内领先的自主知识产权电子化学材料平台企业。
- **公司研发能力突出，各线业务稳步推进，在建项目助力成长。**沸石环保材料方面，公司现有产能 5850 吨/年，4000 吨 ZB 系列沸石及 3000 吨/年 MA 系列沸石正在陆续建设并投产。大健康业务方面，公司经过多年对医药市场的开拓和医药技术的储备，先后涉足医药中间体、成药制剂、原料药、生命科学、体外诊断等多个领域，2020 年 1 月 3 日，公司全资子公司万润药业成为国内首家通过诺氟沙星胶囊仿制药质量和疗效一致性评价的企业，有利于提升产品市场竞争力，扩大产品的市场份额。同时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。目前公司环保材料建设项目、万润工业园一期 B01 项目、万润工业园一期 B02 项目工程进度分别为 60%、55%、40%，在建项目进展顺利有望解决公司产能瓶颈，提高公司盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.6 亿元、7.0 亿元和 8.2 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.77 元、0.90 元，对应 PE 分别为 27X、22X 和 18X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**OLED 成品材料量产或不及预期；沸石产能投放或不及预期；汇率 波动导致的汇兑损失增长风险。

| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 2870.13 | 2957.11 | 3679.04 | 4282.97 |
| 增长率 | 9.06% | 3.03% | 24.41% | 16.42% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 506.71 | 560.78 | 702.50 | 820.76 |
| 增长率 | 14.00% | 10.67% | 25.27% | 16.84% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.56 | 0.62 | 0.77 | 0.90 |
| 净资产收益率 ROE | 10.65% | 10.52% | 12.25% | 12.78% |
| PE | 30 | 27 | 22 | 18 |
| PB | 3.14 | 2.91 | 2.61 | 2.34 |

*数据来源：Wind，西南证券*


### 西南证券研究发展中心

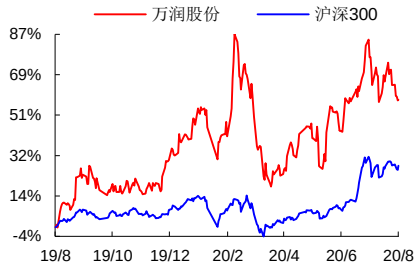
分析师：杨林
执业证号：S1250518100002
电话：010-57631191
邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
执业证号：S1250517070002
电话：0755-23614278
邮箱：hjw@swsc.com.cn

分析师：薛聪
执业证号：S1250520070004
电话：010-58251919
邮箱：xuec@swsc.com.cn

分析师：周峰春
执业证号：S1250519080005
电话：021-58351839
邮箱：zfc@swsc.com.cn


### 相对指数表现




*数据来源：聚源数据*

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 9.09 |
| 流通 A 股(亿股) | 8.94 |
| 52 周内股价区间(元) | 10.7-20.04 |
| 总市值(亿元) | 151.46 |
| 总资产(亿元) | 62.41 |
| 每股净资产(元) | 5.35 |

### 相关研究

1. 万润股份（002643）：2019 年业绩符合预期，一季度保持逆势增长 (2020-04-18)
2. 万润股份（002643）产品分析梳理 (2020-03-28)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 2870.13 | 2957.11 | 3679.04 | 4282.97 |
| 营业成本 | 1618.83 | 1691.98 | 2073.31 | 2414.78 |
| 营业税金及附加 | 18.57 | 19.13 | 23.80 | 27.71 |
| 销售费用 | 128.68 | 133.07 | 161.88 | 188.45 |
| 管理费用 | 236.77 | 443.57 | 551.86 | 642.44 |
| 财务费用 | -13.65 | -8.87 | -11.04 | -12.85 |
| 资产减值损失 | -76.41 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 投资收益 | 8.37 | 5.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 611.97 | 653.24 | 849.23 | 992.43 |
| 其他非经营损益 | -0.13 | 1.71 | 1.45 | 1.47 |
| **利润总额** | 611.83 | 654.95 | 850.69 | 993.90 |
| 所得税 | 78.01 | 85.14 | 110.59 | 129.21 |
| 净利润 | 533.83 | 569.81 | 740.10 | 864.70 |
| 少数股东损益 | 27.12 | 9.03 | 37.60 | 43.93 |
| 归属母公司股东净利润 | 506.71 | 560.78 | 702.50 | 820.76 |

| 现金流量表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 533.83 | 569.81 | 740.10 | 864.70 |
| 折旧与摊销 | 236.53 | 182.60 | 182.60 | 182.60 |
| 财务费用 | -13.65 | -8.87 | -11.04 | -12.85 |
| 资产减值损失 | -76.41 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 经营营运资本变动 | 168.03 | 23.33 | -277.64 | -221.04 |
| 其他 | -91.16 | -45.45 | -88.74 | 1.11 |
| **经营活动现金流净额** | 757.16 | 751.42 | 575.27 | 844.51 |
| 资本支出 | -479.31 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -258.36 | 5.00 | 0.00 | 0.00 |
| **投资活动现金流净额** | -737.67 | 5.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 200.00 | -200.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | -1.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | -160.01 | -101.34 | -112.16 | -140.50 |
| 其他 | -10.65 | -10.15 | 11.04 | 12.85 |
| **筹资活动现金流净额** | 27.45 | -311.49 | -101.12 | -127.65 |
| **现金流量净额** | 54.85 | 444.93 | 474.16 | 716.86 |

| 资产负债表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 704.48 | 1149.40 | 1623.56 | 2340.42 |
| 应收和预付款项 | 442.77 | 514.45 | 635.90 | 728.49 |
| 存货 | 1178.00 | 1047.23 | 1403.13 | 1622.82 |
| 其他流动资产 | 217.26 | 218.48 | 228.61 | 237.08 |
| 长期股权投资 | 22.41 | 22.41 | 22.41 | 22.41 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 2329.01 | 2167.09 | 2005.16 | 1843.24 |
| 无形资产和开发支出 | 943.89 | 923.92 | 903.94 | 883.97 |
| 其他非流动资产 | 69.86 | 69.16 | 68.46 | 67.76 |
| **资产总计** | 5907.68 | 6112.14 | 6891.16 | 7746.19 |
| 短期借款 | 200.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 591.40 | 544.27 | 684.18 | 805.00 |
| 长期借款 | 4.23 | 4.23 | 4.23 | 4.23 |
| 其他负债 | 98.32 | 148.40 | 159.58 | 169.59 |
| **负债合计** | 893.95 | 696.90 | 847.99 | 978.82 |
| 股本 | 909.13 | 909.13 | 909.13 | 909.13 |
| 资本公积 | 2078.94 | 2078.94 | 2078.94 | 2078.94 |
| 留存收益 | 1763.60 | 2223.04 | 2813.38 | 3493.65 |
| 归属母公司股东权益 | 4818.63 | 5211.11 | 5801.45 | 6481.72 |
| 少数股东权益 | 195.10 | 204.13 | 241.73 | 285.66 |
| **股东权益合计** | 5013.73 | 5415.24 | 6043.18 | 6767.37 |
| 负债和股东权益合计 | 5907.68 | 6112.14 | 6891.16 | 7746.19 |

| 财务分析指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 9.06% | 3.03% | 24.41% | 16.42% |
| 营业利润增长率 | 21.90% | 6.74% | 30.00% | 16.86% |
| 净利润增长率 | 18.24% | 6.74% | 29.88% | 16.84% |
| EBITDA 增长率 | 22.64% | -0.94% | 23.44% | 13.85% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 43.60% | 42.78% | 43.65% | 43.62% |
| 三费率 | 12.26% | 19.20% | 19.10% | 19.10% |
| 净利率 | 18.60% | 19.27% | 20.12% | 20.19% |
| ROE | 10.65% | 10.52% | 12.25% | 12.78% |
| ROA | 9.04% | 9.32% | 10.74% | 11.16% |
| ROIC | 12.02% | 12.61% | 16.32% | 18.47% |
| EBITDA/销售收入 | 29.09% | 27.97% | 27.75% | 27.13% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.52 | 0.49 | 0.57 | 0.59 |
| 固定资产周转率 | 1.97 | 2.21 | 3.13 | 4.22 |
| 应收账款周转率 | 6.32 | 6.78 | 6.98 | 6.86 |
| 存货周转率 | 1.53 | 1.44 | 1.65 | 1.58 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 108.43% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 15.13% | 11.40% | 12.31% | 12.64% |
| 带息债务/总负债 | 22.85% | 0.61% | 0.50% | 0.43% |
| 流动比率 | 3.02 | 4.55 | 4.89 | 5.32 |
| 速动比率 | 1.62 | 2.92 | 3.13 | 3.57 |
| 股利支付率 | 31.58% | 18.07% | 15.97% | 17.12% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 0.56 | 0.62 | 0.77 | 0.90 |
| 每股净资产 | 5.30 | 5.73 | 6.38 | 7.13 |
| 每股经营现金 | 0.83 | 0.83 | 0.63 | 0.93 |
| 每股股利 | 0.18 | 0.11 | 0.12 | 0.15 |

| 业绩和估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 834.84 | 826.97 | 1020.79 | 1162.18 |
| PE | 29.89 | 27.01 | 21.56 | 18.45 |
| PB | 3.14 | 2.91 | 2.61 | 2.34 |
| PS | 5.28 | 5.12 | 4.12 | 3.54 |
| EV/EBITDA | 17.26 | 16.70 | 13.07 | 10.86 |
| 股息率 | 1.06% | 0.67% | 0.74% | 0.93% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队



| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 高妍琳 | 销售经理 | 15810809511 | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷豌 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |