

万润股份 (002643)

证券研究报告

2019年06月18日

沸石需求提升及汇兑收益致中报业绩稳健增长

中报业绩稳健增长符合预期

公司发布 2019 中报业绩预告，实现归属于上市公司股东的净利润为 1.93 亿-2.51 亿元，同比增长 0-30%，业绩增长符合市场预期。业绩增长原因：下游需求增长，特别是沸石环保材料需求提升；2019Q2 人民币贬值，公司出口占比近 80%，且以美元定价为主，人民币贬值带来较为可观的汇兑收益，我们预计 Q2 汇兑收益超过 1000 万元。

终止发行可转债，但沸石环保材料项目继续有序推进

鉴于可转债事项披露以来资本市场环境发生较大变化，为了充分维护股东特别是中小股东的利益，公司综合考虑资本市场情况、融资时机等因素，决定终止可转债发行并撤回申请文件。我们认为现价对应公司 2019 年 PE 估值仅为 17 倍，此时发行可转债且后续转股后会过多摊薄公司 EPS，公司终止发行可转债符合股东利益。此外，终止发行可转债不影响公司沸石环保材料项目的实施，公司将通过自筹资金继续推进沸石环保材料项目。

柴油车国六执行，沸石需求增长值得期待

国内柴油车执行国六将大幅提升沸石环保材料的需求，2021 年全面实施后预计国内每年新增需求约 1 万吨以上。公司背靠庄信万丰，有望充分受益行业增长红利。此外，印度、巴西等新兴国家柴油车排放标准的提升也将带动沸石需求。公司现有沸石产能 3350 吨，在建 2500 吨，后续仍将扩产 7000 吨。随着沸石系列环保材料项目的陆续建设并投产，公司将成为在技术和销量均处于世界前列的高端沸石系列环保材料生产商。

OLED 业务进入业绩加速释放期

公司 OLED 业务在国内保持领先，其九目化学是国内中间体和单体的领先供应商；三月光电方面，有成品材料在下游客户进行放量认证，一旦突破收入有望快速提升，且盈利能力较强。我们认为 OLED 业务是继沸石业务之后公司储备的最重要业务之一。公司 2019Q1 少数股东损益为 563 万元，由于三月光电仍处于放量验证阶段，因此少数股东损益主要由九目化学贡献，因此我们认为九目化学 2019Q1 净利润已经超过 1000 万，且净利润率有望继续提升（2018 年九目化学营收 2.36 亿元，净利润 2319 万元，净利润率 9.8%）。九月化学增长超预期，加上后续三月光电成品材料放量，则公司 OLED 业务将进入业绩加速释放期。

盈利预测及投资建议：我们预计公司 2019-2020 年归母净利润为 5.2/6.4 亿元，现价对应 2019 年 PE 为 17 倍，维持买入评级。

风险提示：环保材料需求低于预期，OLED 材料增长低于预期，液晶需求下滑超预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,456.39	2,631.66	3,056.49	3,699.07	4,510.93
增长率(%)	32.97	7.14	16.14	21.02	21.95
EBITDA(百万元)	773.71	862.41	849.18	1,022.89	1,231.79
净利润(百万元)	385.28	444.48	521.00	638.79	778.18
增长率(%)	20.91	15.37	17.22	22.61	21.82
EPS(元/股)	0.42	0.49	0.57	0.70	0.86
市盈率(P/E)	22.79	19.76	16.86	13.75	11.29
市净率(P/B)	2.16	1.98	1.86	1.71	1.56
市销率(P/S)	3.58	3.34	2.87	2.37	1.95
EV/EBITDA	11.70	10.05	9.35	7.81	6.11

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.66 元
目标价格	16.45 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	909.13
流通 A 股股本(百万股)	877.38
A 股总市值(百万元)	8,782.23
流通 A 股市值(百万元)	8,475.51
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	10.58
一年内最高/最低(元)	13.05/6.66

作者

陈宏亮	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517100001	
chenhongliang@tfzq.com	
李辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040001	
huili@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《万润股份-季报点评:Q1 业绩高速增长，沸石和 OLED 业务齐头并进》2019-04-28
- 《万润股份-公司点评:Q4 沸石放量增长，营收和利润双增超预期》2019-02-19
- 《万润股份-季报点评:全年业绩持续回升，静待国六打开沸石成长空间》2018-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	627.28	646.47	972.95	951.40	1,445.03	营业收入	2,456.39	2,631.66	3,056.49	3,699.07	4,510.93
应收票据及应收账款	373.60	507.64	408.79	510.33	610.52	营业成本	1,483.22	1,563.15	1,824.99	2,200.12	2,678.55
预付账款	16.43	14.97	17.13	23.22	26.80	营业税金及附加	29.29	32.21	35.32	44.05	53.69
存货	693.44	819.47	944.73	1,161.56	1,422.77	营业费用	161.95	151.64	152.82	184.95	225.55
其他	382.25	325.99	383.40	374.83	373.15	管理费用	185.90	213.83	244.52	295.93	360.87
流动资产合计	2,093.00	2,314.55	2,726.99	3,021.33	3,878.27	研发费用	136.47	193.57	168.11	203.45	248.10
长期股权投资	19.42	21.26	21.26	21.26	21.26	财务费用	18.77	(40.60)	8.53	6.03	12.61
固定资产	1,407.81	1,492.69	1,536.75	1,566.36	1,572.30	资产减值损失	18.68	36.93	15.00	15.00	15.00
在建工程	113.09	328.68	377.21	406.32	423.79	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	165.16	160.67	147.65	134.63	121.61	投资净收益	11.42	11.00	13.02	13.02	13.02
其他	753.56	800.48	792.50	790.86	791.14	其他	(30.45)	(32.11)	(26.04)	(26.04)	(26.04)
非流动资产合计	2,459.04	2,803.76	2,875.36	2,919.43	2,930.10	营业利润	441.14	502.04	620.22	762.56	929.58
资产总计	4,552.04	5,118.31	5,602.35	5,940.76	6,808.37	营业外收入	4.13	1.52	5.51	3.72	3.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.49	0.93	1.93	1.45	1.44
应付票据及应付账款	259.24	261.95	475.84	321.82	660.54	利润总额	443.78	502.62	623.80	764.84	931.73
其他	170.14	201.40	166.91	216.36	207.67	所得税	58.46	51.14	81.09	99.43	121.12
流动负债合计	429.39	463.35	642.75	538.18	868.21	净利润	385.32	451.49	542.70	665.41	810.60
长期借款	7.86	6.13	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.04	7.01	21.71	26.62	32.42
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	385.28	444.48	521.00	638.79	778.18
其他	44.43	41.63	41.30	42.46	41.80	每股收益(元)	0.42	0.49	0.57	0.70	0.86
非流动负债合计	52.30	47.76	41.30	42.46	41.80						
负债合计	481.68	511.11	684.06	580.64	910.01	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	8.09	172.42	194.13	220.75	253.17	成长能力					
股本	909.13	909.13	909.13	909.13	909.13	营业收入	32.97%	7.14%	16.14%	21.02%	21.95%
资本公积	2,065.60	2,078.94	2,078.94	2,078.94	2,078.94	营业利润	22.29%	13.80%	23.54%	22.95%	21.90%
留存收益	3,157.66	3,476.38	3,815.03	4,230.24	4,736.06	归属于母公司净利润	20.91%	15.37%	17.22%	22.61%	21.82%
其他	(2,070.13)	(2,029.67)	(2,078.94)	(2,078.94)	(2,078.94)	获利能力					
股东权益合计	4,070.35	4,607.20	4,918.29	5,360.12	5,898.36	毛利率	39.62%	40.60%	40.29%	40.52%	40.62%
负债和股东权益总	4,552.04	5,118.31	5,602.35	5,940.76	6,808.37	净利率	15.68%	16.89%	17.05%	17.27%	17.25%
						ROE	9.48%	10.02%	11.03%	12.43%	13.78%
						ROIC	12.07%	12.21%	14.03%	17.21%	18.84%
						偿债能力					
						资产负债率	10.58%	9.99%	12.21%	9.77%	13.37%
						净负债率	-15.17%	-13.86%	-19.74%	-17.71%	-24.47%
						流动比率	4.87	5.00	4.24	5.61	4.47
						速动比率	3.26	3.23	2.77	3.46	2.83
						营运能力					
						应收账款周转率	7.21	5.97	6.67	8.05	8.05
						存货周转率	3.53	3.48	3.47	3.51	3.49
						总资产周转率	0.55	0.54	0.57	0.64	0.71
						每股指标(元)					
						每股收益	0.42	0.49	0.57	0.70	0.86
						每股经营现金流	0.67	0.47	0.95	0.54	1.17
						每股净资产	4.47	4.88	5.20	5.65	6.21
						估值比率					
						市盈率	22.79	19.76	16.86	13.75	11.29
						市净率	2.16	1.98	1.86	1.71	1.56
						EV/EBITDA	11.70	10.05	9.35	7.81	6.11
						EV/EBIT	15.37	13.44	12.63	10.40	7.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com