

2019年10月27日

万润股份 (002643.SZ) 基础化工



# 业绩持续上涨，多点开花助力公司长期发展

## ——万润股份 (002643.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆事件：公司发布 2019 年三季度报，报告期内实现营业收入 19.43 亿元，同比增长 5.03%，实现归母净利润 3.66 亿元，折 EPS 0.40 元/股，同比增长 19.64%。公司 Q3 单季实现营收 6.5 亿元，同比增长 13.62%，环比增长 3%；单季归母净利润 1.36 亿元，折 EPS 0.15 元/股，同比增长 19.66%，环比增长 5.43%。

◆点评：人民币贬值促进公司业绩攀升。2019Q3 美元兑人民币汇率平均为 7.01，较 2019 年 Q2 的 6.83 及 2018Q3 的 6.80 均有上升。公司超过 80% 的产品用于出口，且均以美元结算。人民币贬值有利于公司营收及净利润的增加，也一定程度上提升了境外子公司 MP 公司的收益。

### ◆可转债项目终止，沸石材料新产能即将投放

国六全面推广后，国内沸石分子筛材料需求量预计超过万吨。公司现有沸石新材料 3350 吨，处于满产满销状态，且在建产能 2500 万吨，预计 2019 年底建成投产。公司终止发行可转债，改为自筹资金建设年产 7000 吨新型沸石环保材料项目。受益于良好的经营状况，公司货币资金持续增加，2019Q3 拥有 8.64 亿，环比增加 1.56 亿，项目建设资金压力不大，且自筹资金不会摊薄股东权益。我们认为随着国六、欧六标准的陆续实施，沸石分子筛市场前景广阔，沸石分子筛业务将成为公司业绩的核心增长点。

### ◆子公司分工明确协同助力公司 OLED 材料业务发展

公司旗下拥有三月光电和九目化学两家子公司。九目化学成功引入烟台坤益、露笑集团和高辉科技三家战略投资者，且引入战投后九目化学本年经营情况好于上年同期，并继续扩大所生产的 OLED 中间体和升华前材料产品种类；三月光电主要致力于开发下游产业的需求，其在光学匹配层 (CPL) 材料和 TADF 绿光单主体材料方向也取得了突破性进展，商业产品放量在即。

### ◆盈利预测、估值与评级

我们维持对公司的盈利预测，预计公司 19-21 年归母净利润分别为 5.22、6.10 和 6.93 亿元，维持“买入”评级。

◆风险提示：新项目投产未达预期风险；OLED 推广不及预期风险；人民币升值降低公司营收风险；国六推广不及预期风险

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,456	2,632	3,044	3,585	4,220
营业收入增长率	32.97%	7.14%	15.68%	17.75%	17.73%
净利润 (百万元)	385	444	522	610	693
净利润增长率	20.91%	15.37%	17.35%	16.98%	13.54%
EPS (元)	0.42	0.49	0.57	0.67	0.76
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.48%	10.02%	10.87%	11.69%	12.17%
P/E	26	23	19	16	14
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 25 日

## 买入 (维持)

当前价：12.38 元

### 分析师

吴裕 (执业证书编号：S0930519050005)

18210705638

wuyu1@ebsecn.com

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-52523535

giuxf@ebsecn.com

### 市场数据

总股本(亿股)：9.09

总市值(亿元)：112.55

一年最低/最高(元)：7.88/13.74

近 3 月换手率：58.90%

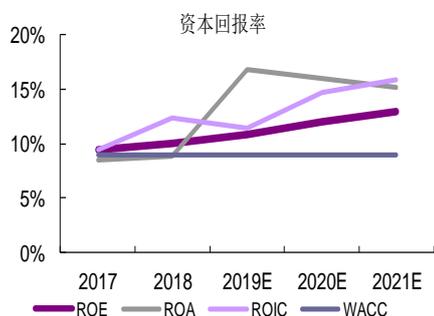
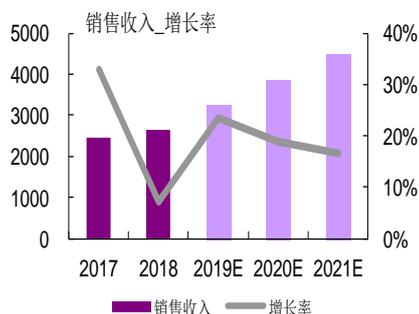
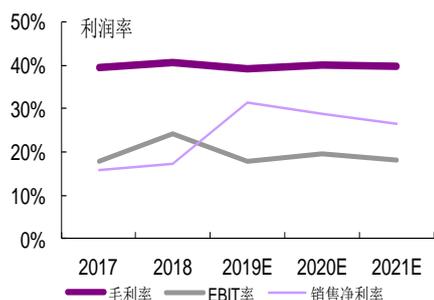
### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.77	11.26	25.25
绝对	-4.10	12.45	47.24

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,456</b>	<b>2,632</b>	<b>3,044</b>	<b>3,585</b>	<b>4,220</b>
营业成本	1,483	1,563	1,902	2,247	2,616
折旧和摊销	187	219	216	244	272
营业税费	29	32	41	48	55
销售费用	162	152	204	244	289
管理费用	322	214	409	495	609
财务费用	19	-41	-15	-15	-16
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	11	11	11	11	11
<b>营业利润</b>	<b>441</b>	<b>502</b>	<b>461</b>	<b>572</b>	<b>673</b>
<b>利润总额</b>	<b>444</b>	<b>503</b>	<b>611</b>	<b>722</b>	<b>823</b>
少数股东损益	0	7	7	7	7
<b>归属母公司净利润</b>	<b>385</b>	<b>444</b>	<b>522</b>	<b>610</b>	<b>693</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>4,552</b>	<b>5,118</b>	<b>5,587</b>	<b>6,137</b>	<b>6,741</b>
流动资产	2,093	2,315	2,529	2,823	3,199
货币资金	627	646	785	967	1,231
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	373	507	587	691	813
应收票据	0	0	1	1	1
其他应收款	20	23	26	31	36
存货	693	819	947	1,128	1,322
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	19	21	21	21	21
固定资产	1,408	1,493	1,767	2,011	2,225
无形资产	165	161	153	145	138
<b>总负债</b>	<b>482</b>	<b>511</b>	<b>612</b>	<b>732</b>	<b>854</b>
无息负债	472	503	573	664	756
有息负债	10	8	38	68	98
<b>股东权益</b>	<b>4,070</b>	<b>4,607</b>	<b>4,976</b>	<b>5,406</b>	<b>5,887</b>
股本	909	909	909	909	909
公积金	2,227	2,287	2,339	2,400	2,470
未分配利润	930	1,189	1,499	1,860	2,265
少数股东权益	8	172	179	186	193

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>612</b>	<b>431</b>	<b>715</b>	<b>817</b>	<b>930</b>
净利润	385	444	522	610	693
折旧摊销	187	219	216	244	272
净营运资金增加	141	212	104	151	172
其他	-101	-445	-126	-188	-207
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-338</b>	<b>-471</b>	<b>-459</b>	<b>-489</b>	<b>-489</b>
净资本支出	-383	-546	-500	-500	-500
长期投资变化	19	21	0	0	0
其他资产变化	26	54	41	11	11
<b>融资活动现金流</b>	<b>-130</b>	<b>28</b>	<b>-117</b>	<b>-146</b>	<b>-177</b>
股本变化	545	0	0	0	0
债务净变化	-2	-2	30	30	30
无息负债变化	41	31	70	90	93
<b>净现金流</b>	<b>134</b>	<b>19</b>	<b>139</b>	<b>182</b>	<b>264</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	32.97%	7.14%	15.68%	17.75%	17.73%
净利润增长率	20.91%	15.37%	17.35%	16.98%	13.54%
EBITDA 增长率	24.84%	35.97%	-23.73%	21.44%	16.19%
EBIT 增长率	28.77%	43.78%	-31.36%	25.52%	18.23%
<b>估值指标</b>					
PE	26	23	19	16	14
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	16	12	16	13	11
EV/EBIT	23	16	24	19	16
EV/NOPLAT	26	18	27	22	18
EV/Sales	4	4	3	3	2
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	39.62%	40.60%	37.53%	37.32%	38.01%
EBITDA 率	25.54%	32.42%	21.37%	22.04%	21.76%
EBIT 率	17.95%	24.09%	14.29%	15.24%	15.30%
税前净利润率	18.07%	19.10%	20.08%	20.14%	19.49%
税后净利润率 (归属母公司)	15.68%	16.89%	17.13%	17.02%	16.41%
ROA	8.46%	8.82%	9.46%	10.06%	10.38%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.48%	10.02%	10.87%	11.69%	12.17%
经营性 ROIC	9.48%	12.39%	7.59%	8.70%	9.52%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	4.87	5.00	4.71	4.48	4.40
速动比率	3.26	3.23	2.95	2.69	2.58
归属母公司权益/有息债务	414.74	545.40	125.79	76.60	58.02
有形资产/有息债务	373.19	512.42	121.78	76.34	59.23
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.42	0.49	0.57	0.67	0.76
每股红利	0.15	0.18	0.21	0.24	0.27
每股经营现金流	0.67	0.47	0.79	0.90	1.02
每股自由现金流(FCFF)	0.07	0.07	0.05	0.07	0.17
每股净资产	4.47	4.88	5.28	5.74	6.26
每股销售收入	2.70	2.89	3.35	3.94	4.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼