

强烈推荐-A (维持)

万润股份 002643.SZ

目标估值: NA-NA 元

当前股价: 17.65 元

2020年10月20日

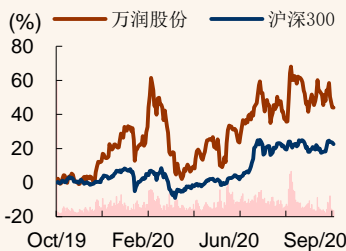
三月科技引入投资者, OLED成品材料成长可期

基础数据

上证综指	3313
总股本(万股)	90913
已上市流通股(万股)	89438
总市值(亿元)	160
流通市值(亿元)	158
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	10.1
资产负债率	18.7%
主要股东	中国节能环保集团有
主要股东持股比例	26.73%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	33	41
相对表现	-3	9	18



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万润股份(002643)——海外疫情致出口承压, 坚定看好公司成长性》2020-08-16
- 2、《万润股份(002643)——沸石销量稳步增长, 汇兑收益助一季度业绩超预期》2020-04-18
- 3、《万润股份(002643)——业绩符合预期, 沸石未来销量确定性较高》2020-02-28

周铮

010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

曹承安

caochengan@cmschina.com.cn
S1090520080002

段一帆

duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

事件: 公司发布关于控股子公司三月科技引入投资者增资扩股的进展暨构成关联交易的提示性公告。10月19日, 三月科技收到上联交所出具的《意向投资人信息反馈函》, 现征集到四名意向投资人, 拟认购新增注册资本金额共1700万元, 原股东李崇计划出资300万元参与增资, 增资价格与其他意向投资者价格相同。本次增资完成后, 万润股份仍为三月科技的控股股东。

- **三月科技引入投资者增资扩股, 加速 OLED 成品材料业务发展。** 三月科技致力于 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, 已经掌握 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, 成为国内 OLED 行业自主成品显示材料领域领先企业, 目前已有成品材料通过下游厂商验证。本次增资扩股征集的四名意向投资人中节能资本、嘉兴农银凤凰商泽股权投资合伙企业、上海为奇投资、江苏趣象太湖国联新兴成长产业投资企业拟分别认购 600 万、500 万、300 万、300 万元。本次增资扩股有助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, 同时引入产业与社会资本、带来产业与社会资源, 有助于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。
- **国六升级打开沸石环保材料需求空间, 电子化学品业务值得期待。** 公司“沸石系列环保材料二期扩建项目”建成后准备投入试生产, 受疫情影响海外需求不足, 新产能暂未放量。环保材料建设项目工程进度顺利, 其中 4000 吨/年 ZB 系列沸石有望 2020 年底开始陆续建成, 主要满足国六标准升级需求; 3000 吨/年 MA 系列沸石有望 2021 年建成, 主要满足烟道气脱硝、炼油催化等需求。此外, 公司积极布局聚酰亚胺材料和光刻胶材料领域, 尽管相关业务尚处于拓展初期, 但增长较快, 将进一步丰富公司信息材料产品线。
- **新项目储备充足, 将打开公司中长期成长空间。** 公司自主研发新产品较多, 不断推出新项目, 其中万润工业园一期计划投资 6.3 亿元, 建设医药中间体及原料药; 万润工业园二期 VH 项目计划投资 4.2 亿元, 新建功能性材料与液晶中间体项目; 九目化学拟投资 20 亿元, 建设 OLED 显示材料及其他功能性材料项目, 未来成长动力充足。

财务数据与估值

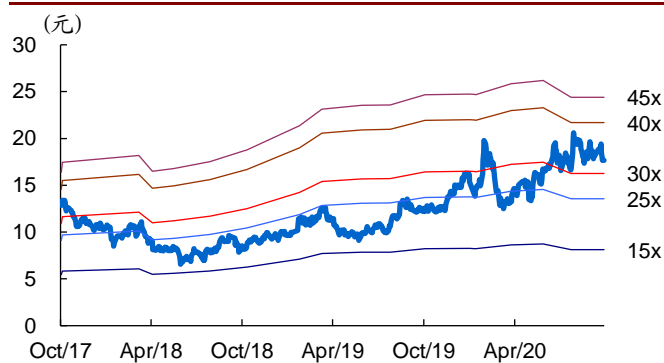
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	2632	2870	2923	3980	5041
同比增长	7%	9%	2%	36%	27%
营业利润(百万元)	502	612	684	909	1117
同比增长	5%	22%	12%	33%	23%
净利润(百万元)	444	507	537	721	891
同比增长	5%	14%	6%	34%	24%
每股收益(元)	0.49	0.56	0.59	0.79	0.98
PE	36.1	31.7	29.9	22.3	18.0
PB	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

□ 维持“强烈推荐-A”投资评级。预计公司 2020~2022 年归母净利润 5.37 亿/7.21 亿/8.91 亿元，EPS 分别为 0.59/0.79/0.98 元，当前股价对应 PE 为 30/22/18 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

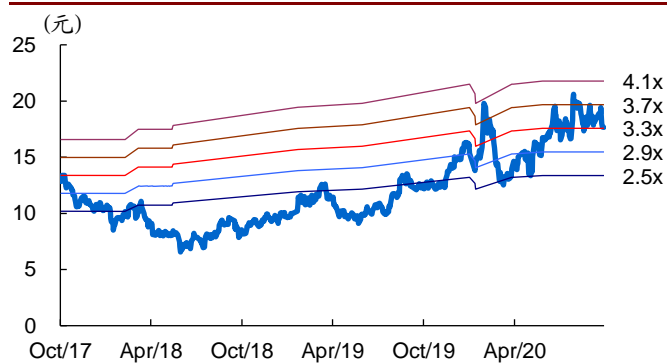
□ 风险提示：产品销量不及预期、汇率大幅波动、新项目投产不及预期等。

图 1：万润股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：万润股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2315	2543	2923	3859	4908
现金	646	704	1080	1398	1817
交易性投资	0	177	177	177	177
应收票据	0	0	0	1	1
应收款项	507	401	389	529	671
其它应收款	23	19	20	27	34
存货	819	1178	1194	1641	2098
其他	318	62	64	87	111
非流动资产	2804	3365	3202	3059	2933
长期股权投资	21	22	22	22	22
固定资产	1493	1419	1352	1295	1246
无形资产	891	944	850	765	688
其他	399	980	978	977	976
资产总计	5118	5908	6125	6918	7841
流动负债	463	841	647	809	975
短期借款	0	200	0	0	0
应付账款	262	392	400	549	703
预收账款	4	32	32	45	57
其他	198	217	215	215	215
长期负债	48	53	53	53	53
长期借款	6	4	4	4	4
其他	42	49	49	49	49
负债合计	511	894	700	862	1028
股本	909	909	909	909	909
资本公积金	2079	2079	2079	2079	2079
留存收益	1447	1831	2182	2742	3416
少数股东权益	172	195	255	326	409
归属于母公司所有者权益	4435	4819	5170	5730	6404
负债及权益合计	5118	5908	6125	6918	7841

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	431	757	880	588	741
净利润	444	507	537	721	891
折旧摊销	219	237	308	289	271
财务费用	(31)	(3)	(1)	(10)	(13)
投资收益	(11)	(8)	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	(171)	2	4	(467)	(474)
其它	(20)	24	58	81	92
投资活动现金流	(471)	(738)	(119)	(119)	(119)
资本支出	(547)	(853)	(145)	(145)	(145)
其他投资	76	115	26	26	26
筹资活动现金流	28	27	(387)	(151)	(204)
借款变动	114	165	(202)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	13	0	0	0	0
股利分配	(139)	(160)	(185)	(161)	(216)
其他	39	22	1	10	13
现金净增加额	(12)	47	375	318	419

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2632	2870	2923	3980	5041
营业成本	1563	1619	1651	2270	2903
营业税金及附加	32	19	19	26	33
营业费用	152	129	131	178	226
管理费用	214	237	241	328	416
研发费用	194	219	223	304	385
财务费用	(41)	(14)	(1)	(10)	(13)
资产减值损失	(37)	(76)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	10	18	18	18	18
投资收益	11	8	8	8	8
营业利润	502	612	684	909	1117
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	683	909	1117
所得税	51	78	87	116	143
少数股东损益	7	27	60	71	83
归属于母公司净利润	444	507	537	721	891

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	7%	9%	2%	36%	27%
营业利润	5%	22%	12%	33%	23%
净利润	5%	14%	6%	34%	24%
获利能力					
毛利率	40.6%	43.6%	43.5%	43.0%	42.4%
净利率	16.9%	17.7%	18.4%	18.1%	17.7%
ROE	10.0%	10.5%	10.4%	12.6%	13.9%
ROIC	9.0%	10.0%	11.0%	12.9%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	10.0%	15.1%	11.4%	12.5%	13.1%
净负债比率	0.2%	3.5%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	5.0	3.0	4.5	4.8	5.0
速动比率	3.2	1.6	2.7	2.7	2.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.1	1.6	1.4	1.6	1.6
应收帐款周转率	6.0	6.3	7.4	8.7	8.4
应付帐款周转率	6.0	5.0	4.2	4.8	4.6
每股资料 (元)					
EPS	0.49	0.56	0.59	0.79	0.98
每股经营现金	0.47	0.83	0.97	0.65	0.82
每股净资产	4.88	5.30	5.69	6.30	7.04
每股股利	0.18	0.20	0.18	0.24	0.29
估值比率					
PE	36.1	31.7	29.9	22.3	18.0
PB	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	22.2	18.1	14.9	12.4	10.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周锋：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

曹承安：招商证券基础化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。