

2019-10-26

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

万润股份 (002643)

沸石分子筛稳步增长，OLED 材料惊喜不断

报告要点

■ 事件描述

公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营业收入 19.4 亿元，同比去年增长 5.0%；实现归属净利润 3.7 亿元，同比增长 19.6%；实现归属扣非净利润 3.6 亿元，同比增长 17.5%。公司 Q3 单季实现营业收入 6.5 亿元，同比增长 13.6%，环比增长 2.9%；实现归属净利润 1.4 亿元，同比增长 19.7%，环比增长 4.9%。

■ 事件评论

公司前三季度业绩向好，Q3 单季度利润创历史新高，主要由于环保材料业务发展良好，以及子公司九目化学 OLED 业务大幅增长。

沸石分子筛稳步增长。国六排放标准时刻表落地，为国内分子筛需求带来增量，叠加欧六标准的渗透率依然有提升空间，需求拉动公司环保材料产品持续放量。Q3 末公司在建工程为 7.2 亿元，单季增加 1.4 亿元，主要增量来自于二期扩建项目中年产 2500 吨的沸石生产车间，该车间预计于今年达到预定可使用状态，此外后续继续新增年产 4000 吨 ZB 系列及 3000 吨 MA 系列沸石，配合需求增长而扩建的产能将成为公司稳定增长的基石。

OLED 材料惊喜不断。公司的重要非全资子公司为九目化学和三月光电，两者分别经营 OLED 前端材料及成品材料，少数股东持股比例分别为 51.2% 和 17.0%，上半年归属于两者少数股东损益分别为 1123.0 万元和 -120.3 万元，而 Q3 单季度的少数股东损益为 912.2 万元。九目化学上半年实现净利润 2193.7 万元，同比大幅增长 208.2%，从少数股东损益的变化可以推测九目化学的前端材料在 Q3 环比继续高速增长，或成为公司业绩重要的增长点。

毛利率维持高位，期间费用率有所缩减。2019Q3 公司毛利率为 43.1% (YoY +1.0 pct, QoQ -2.0 pct)，整体维持较高水平。Q3 期间费用率为 16.8% (YoY -0.7 pct, QoQ -6.1 pct)，其中销售费用率为 4.6% (YoY -2.0 pct, QoQ -2.1 pct)；管理费用率 (含研发) 为 14.4% (YoY -0.7 pct, QoQ -4.0 pct)，主要源于研发费用有所减少；财务费用率为 -2.3% (YoY +2.0 pct, QoQ +0.0 pct)，主要源于汇率变动。

维持“买入”评级。公司依托化学合成的优势，布局显示材料、环保材料和医疗产业，有望成为国际领先的新材料和大健康企业。预计公司 2019-2021 年归属净利润分别为 5.2、6.4 及 7.9 亿元，对应 PE 分别为 21.7、17.6 及 14.3 倍。

风险提示：

1. 国六排放标准执行进度低于预期；
2. 催化材料新产能建设进度低于预期。

分析师 马太

☎ (8621) 61118717

✉ matai@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516100002

分析师 施航

☎ (8621) 61118717

✉ shihang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490519100002

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《深度报告 (二)：对标 UDC，探寻 OLED 材料公司成长之路》2019-10-9

《沸石、OLED 双轮驱动，中期业绩斐然》2019-8-15

《中报业绩预计平稳增长，环保材料项目继续推进》2019-6-17

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2632	2904	3409	4162
增长率(%)	7%	10%	17%	22%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	444	519	640	786
增长率(%)	15%	17%	23%	23%
每股收益(元)	0.49	0.57	0.70	0.87
净资产收益率 (%)	10.02%	10.88%	12.14%	13.28%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018	2019	2020	2021		2018	2019	2020	2021
营业收入	2632	2904	3409	4162	货币资金	646	1421	1776	2216
营业成本	1563	1682	1946	2368	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1069	1223	1463	1794	应收账款	507	505	593	724
%营业收入	40.60%	42.10%	42.91%	43.11%	存货	819	858	994	1209
营业税金及附加	32	29	34	42	预付账款	15	16	19	23
%营业收入	1.22%	1.00%	1.00%	1.00%	其他流动资产	326	24	28	35
销售费用	152	174	205	250	流动资产合计	2315	2825	3410	4206
%营业收入	5.76%	6.00%	6.00%	6.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	214	436	511	624	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	8.13%	15.00%	15.00%	15.00%	长期股权投资	21	21	21	21
财务费用	-41	-36	-56	-70	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-1.54%	-1.24%	-1.63%	-1.67%	固定资产合计	1493	1361	1218	1063
资产减值损失	37	6	11	17	无形资产	161	143	127	113
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	730	730	730	730
投资收益	11	0	0	0	递延所得税资产	53	0	0	0
营业利润	502	614	757	931	其他非流动资产	346	537	737	937
%营业收入	19.08%	21.12%	22.21%	22.37%	资产总计	5118	5618	6243	7070
营业外收支	1	1	1	1	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	503	614	758	931	应付款项	262	280	325	395
%营业收入	19.10%	21.14%	22.23%	22.38%	预收账款	4	4	5	6
所得税费用	51	62	77	95	应付职工薪酬	81	88	101	123
净利润	451	552	681	837	应交税费	63	69	81	99
归属于母公司所有者的净利润	444	519	640	786	其他流动负债	53	197	207	223
少数股东损益	7	33	41	50	流动负债合计	463	639	719	846
EPS (元/股)	0.49	0.57	0.70	0.87	长期借款	6	6	6	6
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	16	0	0	0
					其他非流动负债	25	0	0	0
					负债合计	511	645	726	852
					归属于母公司	4435	4768	5271	5921
					少数股东权益	172	206	246	297
					股东权益	4607	4973	5518	6218
					负债及股东权益	5118	5618	6243	7070
					基本指标				
					EPS	0.49	0.57	0.70	0.87
					BVPS	5.07	5.47	6.07	6.84
					PE	25.32	21.71	17.59	14.31
					PEG	1.65	1.30	0.75	0.63
					PB	2.54	2.36	2.14	1.90
					EV/EBITDA	48.42	12.10	9.96	8.01
					ROE	10.02%	10.88%	12.14%	13.28%



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江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: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。

本公司及作者在自身所知情形范围内, 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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。