Q3 业绩继续上涨，环保材料成为发展主引擎

方正证券研究所证券研究报告

万润股份(002643)　　公司研究

化工行业　　公司财报点评

2019.10.26/强烈推荐(维持)

首席化工分析师： 李永磊

执业证书编号： S1220517110004

TEL：

E-mail liyonglei@foundersc.com

联系人： 刘万鹏

TEL： 18811591551

E-mail liuwanpeng@foundersc.com

历史表现：

数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《中报业绩符合预期，沸石放量在即，OLED 成长可期》2019.08.19

《新增 1.2 倍分子筛产能，强化布局环保材料业务》2018.09.24

《OLED 和分子筛业务来到放量起跑线前》2018.08.10

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件描述：

2019 年 10 月 26 日，公司发布 2019 年 Q3 财报，1-9 月份公司实现营业收入 19.43 亿元，同比增长 5.03%；实现归母净利润 3.66 亿元，同比增长 19.64%；扣非净利润 3.55 亿元，同比增长 17.53%。

事件分析与描述：

● Q3 继续快速增长，环保材料贡献最大

2019 年第三季度实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长 19.66%，环比增长 5.43%；扣非归母净利润 1.33 亿元，同比增长 17.82%，环比增长 5.56%。Q3 业务上涨主要因为环保材料受益于今年 7 月 1 日开始实施的国六排放标准，带动销量增长。前三季度，公司三项费用同比保持稳定。公司经营性现金流 5.70 亿元，同比增长 41.05%，公司现金流改善明显，主要是报告期内销售回款较多及收到退税款同比增加。前三季度，公司研发费用为 14544.50 万元，同比增长 18.64%，研发投入不断提升帮助公司夯实显示材料和环保材料行业地位，开拓医药中间体等新的产品线。

● 环保材料板块：国六逐步实施将沸石业务带入放量快车道

公司目前已具备 3350 吨/年的沸石分子筛产能，主要应用于高标准尾气排放领域，是庄信万丰的核心合作伙伴。此外，“沸石系列环保材料二期扩建项目”预计于今年 12 月底前全部建成，并达到预定的可使用状态。该项目的前两个车间已投入使用，合计产能约 2500 吨/年，均是根据下游市场需求情况和投资建设车间的轻重缓急顺序实施项目建设，使产能被市场充分消化。公司拟以自有资金增加 7000 吨沸石产能，包括 4000 吨/年面向中国与欧洲市场的 ZB 系列沸石，以及 3000 吨/年面向国内客户的 MA 系列沸石项目。据 8 月 20 日公司投资者活动交流纪要，本项目拟投资 12.78 亿元，截至 2019 年 8 月已投入 3.9 亿元，预计将于 2020 年起逐步投产。今年 7 月 1 日开始在全国范围内逐步实施国六排放标准，据我们预计 2020、2021 年国内分子筛的需求量分别为 6305 吨、14695 吨。随着国六柴油车排放标准逐步实施，以及公司沸石系列环保材料项目的陆续建设并投产，公司有望借行业转型升级之际驶入高速发展快车道。

● 信息材料板块：OLED 成长可期

公司是国内液晶单体和中间体的领先企业，是国内唯一同时向三大巨头 Merck、Chisso 和 DIC 提供液晶材料的供货商，市场占有率较高。Q3 期间公司通过《关于控股子公司股份制改造的议案》，拟对九目化学进行股份制改造并整体变更设立股份有限公司，此举将有利于拓宽其融资渠道，改善公司治理，夯实液晶产品线。此外，据深交所互动平台 10 月 9 日回复，公司自主

知识产权的 OLED 成品材料正在下游厂商进行放量验证。2019 年主流手机厂商开始量产可折叠手机设计，三星、华为陆续发布可折叠手机，柔性 OLED 的渗透率将大幅提升，曲面显示有望推动 OLED 屏大幅放量。公司在 OLED 材料的产业布局，充分契合了市场机遇，未来盈利可期。

● 投资评级与估值

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.24、6.50、7.94 亿元，EPS 分别为 0.58、0.71、0.87，对应 PE 分别为 21、17、14，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示

新项目投产进度不及预期；汇率大幅波动；原材料价格大幅波动；产品价格大幅波动

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2631.66	2770.00	3305.00	3980.00
(+/-)(%)	7.14	5.26	19.31	20.42
净利润	444.48	523.95	649.62	794.02
(+/-)(%)	15.37	17.88	23.99	22.23
EPS(元)	0.49	0.58	0.71	0.87
P/E	25.32	21.48	17.33	14.17

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	**2314.55**	**2826.38**	**3544.67**	**4453.11**
现金	646.47	1245.84	1717.83	2305.59
应收账款	507.16	420.23	507.83	616.50
其他应收款	22.72	22.54	27.02	32.40
预付账款	14.97	15.74	18.83	22.45
存货	819.47	754.49	892.39	1076.96
其他	303.75	367.55	380.77	399.21
非流动资产	**2803.76**	**2839.21**	**2851.42**	**2855.36**
长期投资	21.26	31.26	41.26	51.26
固定资产	1821.36	1851.93	1852.20	1844.39
无形资产	898.93	893.81	895.76	897.51
其他	62.21	62.21	62.21	62.21
资产总计	**5118.31**	**5665.58**	**6396.09**	**7308.47**
流动负债	**463.35**	**486.68**	**567.56**	**685.92**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	261.95	291.38	330.26	399.73
其他	201.40	195.30	237.30	286.19
非流动负债	**47.76**	**47.76**	**47.76**	**47.76**
长期借款	6.13	6.13	6.13	6.13
其他	41.63	41.63	41.63	41.63
负债合计	**511.11**	**534.44**	**615.32**	**733.68**
少数股东权益	172.42	172.42	172.42	172.42
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	1397.44	1921.39	2571.01	3365.03
归属母公司股东权益	4434.78	4958.72	5608.35	6402.37
负债和股东权益	**5118.31**	**5665.58**	**6396.09**	**7308.47**

现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**430.70**	**858.09**	**729.23**	**857.81**
净利润	451.49	523.95	649.62	794.02
折旧摊销	219.27	232.84	254.60	275.68
财务费用	-30.80	0.42	0.42	0.42
投资损失	-11.00	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	-209.09	110.87	-165.42	-202.32
其他	10.83	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	**-470.97**	**-258.29**	**-256.82**	**-269.62**
资本支出	-546.37	-258.29	-256.82	-269.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	75.40	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**28.00**	**-0.42**	**-0.42**	**-0.42**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	170.66	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-19.00	-16.90	-14.03
其他	-142.66	18.58	16.47	13.61
现金净增加额	**-12.27**	**599.37**	**471.99**	**587.76**

利润表	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**2631.66**	**2770.00**	**3305.00**	**3980.00**
营业成本	1563.15	1590.00	1885.00	2270.00
营业税金及附加	32.21	33.79	40.65	49.75
营业费用	151.64	152.35	181.78	218.90
管理费用	213.83	277.28	330.50	390.04
财务费用	-40.60	-18.97	-36.95	-51.11
资产减值损失	36.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.00	10.00	10.00	10.00
营业利润	**502.04**	**523.95**	**649.62**	**794.02**
营业外收入	1.52	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	**502.62**	**523.95**	**649.62**	**794.02**
所得税	51.14	0.00	0.00	0.00
净利润	**451.49**	**523.95**	**649.62**	**794.02**
少数股东损益	7.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	**444.48**	**523.95**	**649.62**	**794.02**
EBITDA	696.52	727.82	857.27	1008.59
EPS(元)	0.49	0.58	0.71	0.87

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	0.07	0.05	0.19	0.20
营业利润	0.14	0.04	0.24	0.22
归属母公司净利润	0.15	0.18	0.24	0.22
获利能力				
毛利率	0.41	0.43	0.43	0.43
净利率	0.17	0.19	0.20	0.20
ROE	0.10	0.11	0.12	0.12
ROIC	0.11	0.13	0.15	0.17
偿债能力				
资产负债率	0.10	0.09	0.10	0.10
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	5.00	5.81	6.25	6.49
速动比率	3.23	4.26	4.67	4.92
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.51	0.55	0.58
应收账款周转率	5.98	5.97	7.12	7.08
应付账款周转率	10.10	10.01	10.63	10.90
每股指标(元)				
每股收益	0.49	0.58	0.71	0.87
每股经营现金	0.47	0.94	0.80	0.94
每股净资产	4.88	5.45	6.17	7.04
估值比率				
P/E	25.32	21.48	17.33	14.17
P/B	2.54	2.27	2.01	1.76
EV/EBITDA	15.24	-1.70	-1.99	-2.28

数据来源：wind 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com