

# 万润股份 (002643)

证券研究报告

2019年10月27日

## 沸石带动业绩增速提升

### 业绩符合预期

公司发布 2019 年三季报，前三季度累计实现收入 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%；EPS0.4 元。其中 3 季度实现营业收入 6.5 亿元，同比增长 13.62%；实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长 19.66%；业绩符合我们预期。

### 沸石投产，增长加速

公司 3 季度单季度公司收入和净利润增速明显提升，我们预计主要是 3 季度公司 2500 吨沸石产能投产所致。公司 3 季度毛利率 43.08%，环比下降 2.02PCT，同比提高 0.98PCT，公司期间费用保持平稳，研发费用和财务费用增长加快。净利率 22.28%，创公司历史新高，环比上升 1.1PCT 同比上升 2PCT。截止 3 季度末公司在建工程 7.19 亿，同比大幅增长 3.42 倍，7000 吨沸石项目稳步推进。存货 11.5 亿，同比增长 43.63%，主要是由于订单增长较快储备库存上升。

### 沸石和 OLED 材料有望实现快速增长

国内柴油车执行国六预计将大幅提升沸石需求，新兴国家柴油车排放标准的提升也将带动沸石需求。公司与庄信万丰合作紧密，未来沸石供应量预计达 1 万吨/年，充分受益行业增长红利。随着后续 7000 吨沸石扩产项目投产，产能翻倍将进一步增强公司行业内竞争力。OLED 在小尺寸屏幕显示领域渗透率快速提升，OLED 材料需求随之快速增长。公司是国内领先的 OLED 材料供应商，产业链布局早研发实力强。随着后续搬迁扩产项目的推进，OLED 材料将进一步打开公司未来成长空间。三月光电科技拥有自主知识产权的 OLED 成品材料在下游厂商进行放量验证，如果能够正式商业化应用，则收入有望快速增长。

### 产能投产，公司进入快速增长期

公司前三季度购建资产支付的现金 6.2 亿元，同比增长 117%，投资明显加速。除 7000 吨沸石项目外，万润工业园 1 期和九目化学的搬迁扩产项目未来也将陆续投产，有望新增 4-5 亿的净利润，公司将进入快速增长期。公司研发投入大，新产品不断推出，驱动公司业绩持续稳定增长。

**盈利预测与估值：**维持 19-21 年净利润预测分别为 5.21/6.39/7.78 亿，EPS 分别为 0.57/0.7/0.86 元，当前股价对应 2019 年 PE21.6 倍。公司是国内沸石、OLED 材料和液晶显示材料领域龙头，产能投产将带动公司业绩进入快速增长期，维持买入评级。

**风险提示：**环保政策风险；OLED 材料市场推广进度低于预期；新项目投产进度不达预期；

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)	29.21	25.32	21.60	17.62	14.46
市净率(P/B)	2.77	2.54	2.38	2.19	1.99
市销率(P/S)	4.58	4.28	3.68	3.04	2.50
EV/EBITDA	11.70	10.05	12.27	10.23	8.12

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	12.38 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)	909.13
A 股总市值(百万元)	11,255.07
流通 A 股市值(百万元)	11,255.07
每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	14.47
一年内最高/最低(元)	13.74/8.02

### 作者

**李辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040001  
huili@tfzq.com

**唐婕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**赵宗原** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080003  
zhaozongyuan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《万润股份-半年报点评:业绩增长稳健,沸石产能释放将驱动利润环比提升》 2019-08-18
- 《万润股份-公司点评:沸石需求提升及汇兑收益致中报业绩稳健增长》 2019-06-18
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		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
<b>流动资产合计</b>	<b>2,093.00</b>	<b>2,314.55</b>	<b>2,726.99</b>	<b>3,021.33</b>	<b>3,878.27</b>	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)
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,459.04</b>	<b>2,803.76</b>	<b>2,875.36</b>	<b>2,919.43</b>	<b>2,930.10</b>	<b>营业利润</b>	<b>441.14</b>	<b>502.04</b>	<b>620.22</b>	<b>762.56</b>	<b>929.58</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,552.04</b>	<b>5,118.31</b>	<b>5,602.35</b>	<b>5,940.76</b>	<b>6,808.37</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>443.78</b>	<b>502.62</b>	<b>623.80</b>	<b>764.84</b>	<b>931.73</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>429.39</b>	<b>463.35</b>	<b>642.75</b>	<b>538.18</b>	<b>868.21</b>	<b>净利润</b>	<b>385.32</b>	<b>451.49</b>	<b>542.70</b>	<b>665.41</b>	<b>810.60</b>
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>385.28</b>	<b>444.48</b>	<b>521.00</b>	<b>638.79</b>	<b>778.18</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>52.30</b>	<b>47.76</b>	<b>41.30</b>	<b>42.46</b>	<b>41.80</b>						
<b>负债合计</b>	<b>481.68</b>	<b>511.11</b>	<b>684.06</b>	<b>580.64</b>	<b>910.01</b>						
少数股东权益	8.09	172.42	194.13	220.75	253.17	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	909.13	909.13	909.13	909.13	909.13	<b>成长能力</b>					
资本公积	2,065.60	2,078.94	2,078.94	2,078.94	2,078.94	营业收入	32.97%	7.14%	16.14%	21.02%	21.95%
留存收益	3,157.66	3,476.38	3,815.03	4,230.24	4,736.06	营业利润	22.29%	13.80%	23.54%	22.95%	21.90%
其他	(2,070.13)	(2,029.67)	(2,078.94)	(2,078.94)	(2,078.94)	归属于母公司净利润	20.91%	15.37%	17.22%	22.61%	21.82%
<b>股东权益合计</b>	<b>4,070.35</b>	<b>4,607.20</b>	<b>4,918.29</b>	<b>5,360.12</b>	<b>5,898.36</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,552.04</b>	<b>5,118.31</b>	<b>5,602.35</b>	<b>5,940.76</b>	<b>6,808.37</b>	毛利率	39.62%	40.60%	40.29%	40.52%	40.62%
						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%
						<b>偿债能力</b>					
						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
						<b>营运能力</b>					
						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
						<b>每股指标(元)</b>					
						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
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	29.21	25.32	21.60	17.62	14.46
						市净率	2.77	2.54	2.38	2.19	1.99
						EV/EBITDA	11.70	10.05	12.27	10.23	8.12
						EV/EBIT	15.37	13.44	16.57	13.62	10.62

  

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	385.32	451.49	521.00	638.79	778.18
折旧摊销	186.56	219.27	220.43	254.29	289.61
财务费用	6.17	(30.80)	8.53	6.03	12.61
投资损失	(11.42)	(11.00)	(13.02)	(13.02)	(13.02)
营运资金变动	101.59	(137.29)	101.18	(417.71)	(34.21)
其它	(55.93)	(60.97)	21.71	26.62	32.42
<b>经营活动现金流</b>	<b>612.28</b>	<b>430.70</b>	<b>859.83</b>	<b>495.00</b>	<b>1,065.58</b>
资本支出	280.09	552.98	300.33	298.85	300.66
长期投资	(3.32)	1.84	0.00	0.00	0.00
其他	(614.82)	(1,025.80)	(587.31)	(585.83)	(587.64)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(338.04)</b>	<b>(470.97)</b>	<b>(286.98)</b>	<b>(286.98)</b>	<b>(286.98)</b>
债权融资	9.79	8.13	1.91	1.95	1.95
股权融资	(64.13)	107.74	(57.80)	(6.03)	(12.61)
其他	(75.68)	(87.87)	(190.48)	(225.48)	(274.31)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(130.01)</b>	<b>28.00</b>	<b>(246.37)</b>	<b>(229.57)</b>	<b>(284.96)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>144.22</b>	<b>(12.27)</b>	<b>326.48</b>	<b>(21.55)</b>	<b>493.64</b>

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