

万润股份 (002643)

沸石未来将持续放量, OLED 材料进展顺利

——万润股份 2019 三季度报点评报告

	李明刚 (分析师)	陈煜 (分析师)
	0755-23976766	021-38676640
	liminggang@gtjas.com	chenyu@gtjas.com
证书编号	S0880517050009	S0880518040001

本报告导读:

公司 19Q3 业绩延续高增长, 伴随 OLED 材料取得突破, 受益未来“国六”排放标准推进带动的沸石环保材料放量, 公司业绩有望继续保持高增长, 维持增持评级。

投资要点:

- **维持增持评级。**公司沸石有望持续放量, 我们维持 2019-2021 年 EPS 为 0.58/0.70/0.88 元, 国六推广背景下沸石扩产将确保长期成长性, 维持目标价 15.91 元不变, 对应 19 年 PE 为 27.5 倍, 维持增持评级。
- **三季度净利润增 20%, 符合市场预期:** 公司 2019 年 1-9 月实现营业收入 19.43 亿元 (YoY+5.03%), 归母净利润 3.66 亿元 (YoY+19.64%), 符合市场预期。其中第三季度实现营收 6.50 亿元 (YoY+13.62%), 实现归母净利润 1.36 亿元 (YoY+19.66%)。费用率方面, 销售、管理、研发、财务费率分别为 5.11%/7.97%/7.49%/-0.91%, 同比变动-0.87%、+0.10%、+0.86%、+1.33%。三季度业绩较好增长主要原因为: (1) 沸石材料持续放量; (2) 显示材料中高毛利产品占比提升。
- **沸石逐步放量打开成长空间:** 公司目前沸石产能 3350 吨, 2019 年底前公司新扩 2500 吨沸石将投产。此外公司计划再建设 7000 吨沸石产能, 将于 2020、2021 年分批投产, 其中 4000 吨 ZB 系列沸石将用于庄信万丰生产欧六/国六柴油车尾气处理材料, 充分受益国六尾气排放标准升级。公司是全球尾气处理巨头庄信万丰核心供应商, 其在中国、波兰扩建项目将带来超 4000 吨需求, 支撑公司未来沸石放量。
- **OLED 材料有望取得突破:** 是国内唯一向三大国际混晶厂商提供单体的供应商, 年生产 TFT 液晶材料超 400 吨。目前拥有自主知识产权的 OLED 单体已在下游厂商验证, 目前进展顺利, 下游放量在即。
- **风险提示:** 沸石分子筛需求不及预期, OLED 屏幕渗透率不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,456	2,632	3,293	3,807	4,591
(+/-)%	33%	7%	25%	16%	21%
经营利润 (EBIT)	460	477	593	710	895
(+/-)%	28%	4%	24%	20%	26%
净利润 (归母)	385	444	526	632	798
(+/-)%	21%	15%	18%	20%	26%
每股净收益 (元)	0.42	0.49	0.58	0.70	0.88
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.20	0.22	0.24

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	18.7%	18.1%	18.0%	18.6%	19.5%
净资产收益率 (%)	9.5%	10.0%	11.1%	12.2%	13.9%
投入资本回报率 (%)	11.6%	10.8%	13.1%	14.7%	17.3%
EV/EBITDA	14.09	12.29	17.44	14.34	11.06
市盈率	29.21	25.32	21.40	17.80	14.11
股息率 (%)	0.0%	0.0%	1.6%	1.8%	1.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **15.91**

上次预测: 15.91

当前价格: 12.38

2019.10.28

交易数据

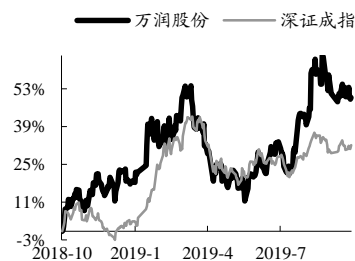
52 周内股价区间 (元)	8.02-13.74
总市值 (百万元)	11,255
总股本/流通 A 股 (百万股)	909/909
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	8.93
日均成交值 (百万元)	109.17

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,694
每股净资产	5.16
市净率	2.4
净负债率	-14.00%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.07	0.11
Q2	0.14	0.14
Q3	0.12	0.15
Q4	0.15	0.18
全年	0.49	0.58

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	12%	50%
相对指数	-4%	9%	21%

相关报告

《沸石助业绩增长 看好沸石未来持续放量》
2019.08.16

《沸石助力全年业绩增长, 继续看好未来放量》
2019.03.28

《Q3 同比增长 31%, 继续看好沸石产量释放》
2018.10.30

《Q4 业绩有所波动, 新产能打开成长空间——
万润股份 2017 年年报点评》2018.03.28

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

原材料
基础化工

万润股份 (002643)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **15.91**

上次预测: 15.91

当前价格: 12.38

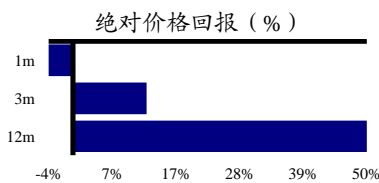
公司网址

www.valiant.cecep.cn

公司简介

公司主要从事信息材料产业、环保材料产业和大健康产业三个领域产品的研发、生产和销售,其中公司在信息材料产业、环保材料产业领域的产品均为功能性材料。

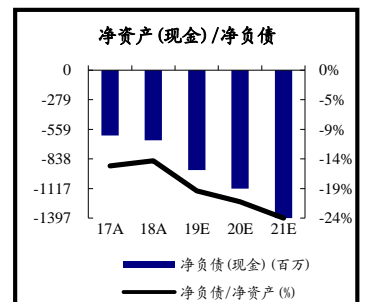
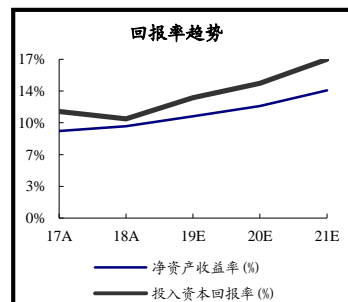
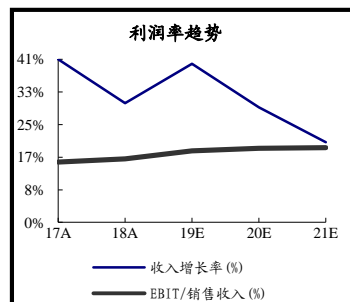
公司在信息材料产业、环保材料产业方面经营的模式主要为定制生产模式,在大健康产业方面经营的模式主要为市场导向与定制相结合的生产模式。



52 周价格范围 8.02-13.74
市值 (百万) 11,255

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	2,456	2,632	3,293	3,807	4,591
营业成本	1,483	1,563	1,923	2,219	2,633
税金及附加	29	32	39	46	55
销售费用	162	152	205	234	280
管理费用	186	214	291	319	390
EBIT	460	477	593	710	895
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	11	11	0	0	0
财务费用	19	-41	-8	-11	-13
营业利润	441	502	601	721	909
所得税	58	51	70	83	103
少数股东损益	0	7	4	6	8
归母净利润	385	444	526	632	798
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	627	646	921	1,087	1,360
其他流动资产	1,466	1,668	1,690	1,963	2,282
长期投资	19	21	21	21	21
固定资产合计	1,408	1,493	1,493	1,493	1,493
无形及其他资产	1,032	1,290	1,389	1,482	1,598
资产合计	4,552	5,118	5,514	6,046	6,754
流动负债	429	463	549	643	763
非流动负债	52	48	48	48	48
股东权益	4,070	4,607	4,917	5,356	5,943
投入资本(IC)	3,453	3,969	4,005	4,277	4,591
现金流量表					
NOPLAT	399	429	523	628	794
折旧与摊销	187	219	0	0	0
流动资金增量	32	227	-63	178	199
资本支出	-383	-546	-99	-94	-116
自由现金流	235	329	361	713	877
经营现金流	612	431	594	460	607
投资现金流	-338	-471	-99	-94	-116
融资现金流	-130	28	-220	-200	-219
现金流净增加额	144	-12	274	166	273
财务指标					
成长性					
收入增长率	33.0%	7.1%	25.1%	15.6%	20.6%
EBIT 增长率	28.2%	3.9%	24.2%	19.7%	26.2%
净利润增长率	20.9%	15.4%	18.4%	20.2%	26.1%
利润率					
毛利率	39.6%	40.6%	41.6%	41.7%	42.6%
EBIT 率	18.7%	18.1%	18.0%	18.6%	19.5%
归母净利润率	15.7%	16.9%	16.0%	16.6%	17.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.5%	10.0%	11.1%	12.2%	13.9%
总资产收益率(ROA)	8.5%	8.7%	9.5%	10.5%	11.8%
投入资本回报率(ROIC)	11.6%	10.8%	13.1%	14.7%	17.3%
运营能力					
存货周转天数	171	177	165	170	169
应收账款周转天数	51	61	52	55	55
总资产周转天数	658	671	589	554	509
净利润现金含量	158.9%	96.9%	112.8%	72.8%	76.1%
资本支出/收入	15.6%	20.8%	3.0%	2.5%	2.5%
偿债能力					
资产负债率	10.6%	10.0%	10.8%	11.4%	12.0%
净负债率	-15.2%	-14.4%	-19.2%	-20.9%	-23.5%
估值比率					
PE(现价)	29.21	25.32	21.40	17.80	14.11
PB	2.39	2.07	2.37	2.18	1.96
EV/EBITDA	14.09	12.29	17.44	14.34	11.06
P/S	4.58	4.28	3.42	2.96	2.45
股息率	0.0%	0.0%	1.6%	1.8%	1.9%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		