太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2017-02-27

公司点评报告

增持/维持

万润股份(002643)

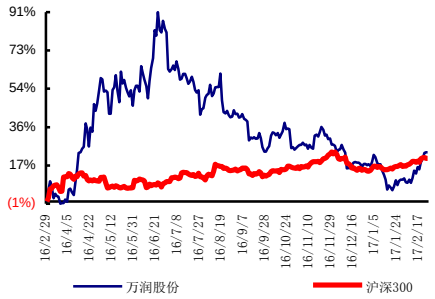
目标价：43.00

昨收盘：38.38

化工 化学制品

# 2016年业绩稍逊于预期，关注沸石二期项目产能释放

■ 走势比较




■ 股票数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通(百万股) | 364/310 |
| 总市值/流通(百万元) | 13,957/11,898 |
| 12 个月最高/最低(元) | 59.38/30.90 |

**相关研究报告：**

《三季度业绩不及预期，不改长期成长趋势》--2016/10/26

《沸石环保材料爆发增长，公司盈利能力提升显著》--2016/08/18

《持续看好公司多板块业务的快速发展》--2016/07/26

**证券分析师：杨林 CPA**

电话：010-88321817

E-MAIL：yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516100002

**研究助理：王亮**

**研究助理：陈振华**

**研究助理：段一帆**

**事件：**公司2月27日发布2016年报，实现营业收入18.47亿元，同比增长13.26%，归母净利润3.18亿元，同比增长23.58%，EPS为0.92元。

**业绩稍逊于预期，沸石二期项目四季度贡献收入。**公司第四季度实现收入5.22元，同比减少14.09%，环比增长19.75%，第四季度实现净利润6,742.99万元，同比减少39.21%，环比增长4.40%。我们认为沸石材料二期项目在三季度的投产，在四季度开始贡献收益，是公司四季度业绩从新开始恢复增长的重要原因。同时，由于受下游液晶电视行业奥运周期去库存影响，公司显示材料业务出现下滑，以及并购MP公司后销售费用大幅增长234%，是2016年业绩不及预期的重要原因。公司2016年销售毛利率达到40.83%，较2015年增加6.5个百分点，主要原因为并购高毛利率业务的美国MP公司和沸石环保材料一期项目全年满产满销所导致。

**沸石二期项目是公司未来重要业绩增长点。**自2015四季度以来，公司适用于柴油重型卡车的尿素SCR催化器的沸石材料业务迎来爆发增长，公司2015年非公开发行股票实施募投项目“沸石系列环保材料二期扩建项目”中首个车间已投产，产能约1,500吨/年。我们认为沸石二期项目仍然是公司未来1-2年最重要的业绩增长点，并且公司未来还将计划将沸石项目二期剩余产能拓展至欧V、国V、国VI、MTO（甲醇制乙烯）及MTP（甲醇制丙烯）等应用领域，充分消化二期项目的产能。

**进军体外诊断领域，布局健康业务板块。**2016年，公司通过收购美国MP公司，将介入市场前景更加广阔的生命科学和体外诊断（IVD）行业。得益于此次并购，报告期内公司大健康业务板块实现收入4.25亿元，同比增长360%，毛利率提升13.46%至41.07%的高水平。我们认为，此次并购不但将增厚公司的业绩水平，还将与公司目前的快速增长的医药业务形成协同效应，构成大健康领域完整业务板块。此外我们十分看好公司继续加大在健康业务领域的布局。

**估值与评级。**我们预计公司2017年和2018年实现**归母净利润分别为4.06亿元和4.81亿元，摊薄EPS分别为1.12元和1.32元**，对应2017年2月27日收盘价(37.40元)PE分别为**34X和28X，给予“增持”**评级，6个月**目标价43.00元**。

**风险提示。**沸石二期项目销售不及预期的风险；液晶下游产业低迷的风险；OLED液晶材料销售不及预期的风险。

■ 主要财务指标

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 1631.04 | 1847.39 | 2379.57 | 2818.07 |
| 净利润(百万元) | 257.85 | 318.65 | 405.83 | 481.14 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.709 | 0.876 | 1.116 | 1.323 |

*资料来源：Wind，太平洋证券*

| 资产负债表(百万) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 623.03 | 389.31 | 1085.01 | 886.15 |
| 应收和预付款项 | 236.18 | 339.56 | 387.43 | 473.53 |
| 存货 | 390.33 | 697.08 | 392.90 | 898.24 |
| 其他流动资产 | 510.91 | 402.49 | 402.49 | 402.49 |
| 流动资产合计 | 1760.45 | 1828.44 | 2267.83 | 2660.41 |
| 长期股权投资 | 10.87 | 22.73 | 22.73 | 22.73 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 971.43 | 1147.11 | 1126.90 | 1106.70 |
| 在建工程 | 48.43 | 279.41 | 279.41 | 279.41 |
| 无形资产开发支出 | 94.41 | 849.77 | 849.77 | 849.77 |
| 长期待摊费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 25.96 | 39.94 | 35.61 | 31.27 |
| 资产总计 | 2927.83 | 4167.40 | 4582.25 | 4950.28 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 328.52 | 292.44 | 402.58 | 409.34 |
| 长期借款 | 0.00 | 9.80 | 9.80 | 9.80 |
| 其他负债 | 0.00 | 5.95 | 5.95 | 5.95 |
| 负债合计 | 328.52 | 308.19 | 418.32 | 425.08 |
| 股本 | 339.87 | 363.65 | 363.65 | 363.65 |
| 资本公积 | 1629.86 | 2611.08 | 2611.08 | 2611.08 |
| 留存收益 | 621.57 | 874.89 | 1179.09 | 1539.75 |
| 归母公司股东权益 | 2591.30 | 3849.62 | 4153.82 | 4514.48 |
| 少数股东权益 | 8.01 | 8.05 | 8.57 | 9.17 |
| 股东权益合计 | 2599.31 | 3857.67 | 4162.39 | 4523.65 |
| 负债和股东权益 | 2927.83 | 4165.86 | 4580.71 | 4948.74 |

| 现金流量表(百万) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 经营性现金流 | 326.30 | 150.93 | 756.63 | -124.66 |
| 投资性现金流 | -879.69 | -1168.86 | 24.67 | 24.67 |
| 融资性现金流 | 925.53 | 870.11 | -85.60 | -98.87 |
| 现金增加额 | 394.29 | -177.17 | 695.70 | -198.86 |

| 利润表(百万) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1631.04 | 1847.39 | 2379.57 | 2818.07 |
| 营业成本 | 1072.08 | 1093.19 | 1423.07 | 1685.70 |
| 营业税金及附加 | 13.89 | 19.41 | 25.00 | 29.60 |
| 销售费用 | 38.19 | 127.78 | 159.43 | 188.81 |
| 管理费用 | 251.30 | 248.52 | 318.86 | 377.62 |
| 财务费用 | -50.42 | -1.73 | -16.02 | -21.61 |
| 资产减值损失 | 29.38 | 16.12 | 20.21 | 20.21 |
| 投资收益 | 17.05 | 16.64 | 18.00 | 18.00 |
| 公允价值变动 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 293.66 | 360.73 | 467.03 | 555.74 |
| 其他非经营损益 | 4.19 | 7.51 | 7.85 | 7.85 |
| 利润总额 | 297.85 | 368.24 | 474.87 | 563.59 |
| 所得税 | 39.93 | 49.55 | 68.53 | 81.84 |
| 净利润 | 257.92 | 318.70 | 406.34 | 481.75 |
| 少数股东损益 | 0.07 | 0.04 | 0.51 | 0.61 |
| 归母股东净利润 | 257.85 | 318.65 | 405.83 | 481.14 |

| 预测指标 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 毛利率 | 34.27% | 40.83% | 40.20% | 40.18% |
| 销售净利率 | 15.81% | 17.25% | 17.08% | 17.09% |
| 销售收入增长率 | 52.61% | 13.26% | 28.81% | 18.43% |
| EBIT 增长率 | 164.59% | 27.98% | 24.61% | 18.12% |
| 净利润增长率 | 166.28% | 23.56% | 27.50% | 18.56% |
| ROE | 9.95% | 8.28% | 9.77% | 10.66% |
| ROA | 9.83% | 8.84% | 10.01% | 10.95% |
| ROIC | 20.26% | 15.62% | 11.04% | 14.68% |
| EPS(X) | 0.759 | 0.876 | 1.116 | 1.323 |
| PE(X) | 52.75 | 42.68 | 33.51 | 28.27 |
| PB(X) | 5.25 | 3.53 | 3.27 | 3.01 |
| PS(X) | 8.34 | 7.36 | 5.72 | 4.83 |
| EV/EBITDA(X) | 30.99 | 25.07 | 27.11 | 23.36 |

***资料来源：WIND，太平洋证券***

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**研究院/机构业务部**

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋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 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。