

2017年02月28日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

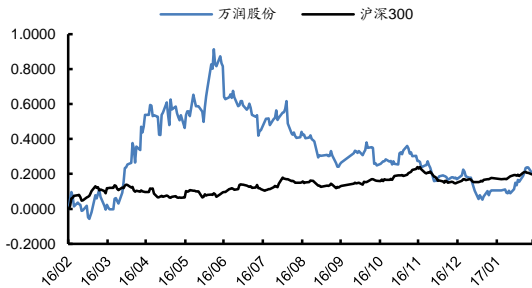
证券分析师：  
021-68591581  
联系人：  
021-20281096

代鹏举 S0350512040001  
daipj@ghzq.com.cn  
张翠翠 S0350115090020  
zhangcc@ghzq.com.cn

## 业绩略低预期，环保材料及 OLED 材料成长空间依然广阔

### ——万润股份（002643）2016 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
万润股份	9.0	-5.4	12.1
沪深 300	1.7	-2.6	19.8

市场数据 2017/02/28

当前价格（元）	37.40
52 周价格区间（元）	28.77 - 59.45
总市值（百万）	13600.63
流通市值（百万）	11594.20
总股本（万股）	36365.33
流通股（万股）	31000.54
日均成交额（百万）	289.40
近一月换手（%）	25.75

相关报告

《万润股份（002643）三季报点评：环保材料驱动业绩快速增长，OLED 材料前景广阔》——2016-10-27

《万润股份（002643）事件点评：环保材料助力业绩快速增长，OLED 材料成长空间巨大》——2016-08-19

《万润股份（002643）深度报告：液晶和环保材料为基石，拓展医疗服务新蓝海（买入）\*化工行业\*代鹏举》——2016-02-24

事件：

公司公布 2016 年年报，2016 年实现营业收入 18.47 亿元，较上年同期增长 13.26%；扣非净利润为 3.12 亿元，同比增长 22.87%。

投资要点：

■ **2016 年液晶材料销量趋缓，全年净利润略低于预期。**公司同时向国际三大混晶巨头 Merck、Chisso 和 DIC 供应液晶材料，由于受到下游客户消化库存影响，2016 年液晶材料销量趋缓，公司第三季度及第四季度净利润分别为 6525 万及 6812 万元，相比第二季度分别减少 31%、28%。随着 HDR、量子点等一系列新技术的研发及大规模应用，使得 LCD 的性能大幅提升，预计未来几年液晶材料在显示材料领域仍将占据重要地位，公司液晶材料有望受益于液晶面板大尺寸化，景气度底部回升。

■ **环保沸石材料是公司净利润主要增长动力。**公司是全球领先的汽车尾气净化催化剂生产商庄信万丰的核心合作伙伴。公司研究、开发并量产了多种新型尾气净化用沸石环保材料，主要应用于高标准尾气排放领域，亦可广泛应用于燃气、燃煤、燃油装置废气治理及其它多种领域的废气治理，该系列产品的生产技术属于国际领先水平。目前公司沸石环保材料 V-1 一期工程满负荷运作，二期中用于欧 VI 标准尾气处理的 1500 吨沸石系列环保材料的生产车间已顺利投产，目前沸石环保材料产能达 2350 吨/年，随着后续产能陆续释放，公司盈利能力也有望进一步提升。

■ **OLED 市场潜力巨大，公司全产业链布局 OLED 材料有望优先受益。**OLED 由于响应速度快、高对比度、视角广、可柔性化等诸多优势，有望率先实现小尺寸面板应用。公司主要产品包括 OLED 单体与 OLED 中间体，为该领域国内领先企业，公司早在 OLED 材料兴起之时就开始布局 OLED 材料产业链。子公司三月光电已经研制出了 30 多种可量产的新型有机发光材料，具备 OLED 终端材料生产能力，在 OLED 发光元件制造领域达到世界领先水准。未来随着研发投入的持续加大与单体材料专利限制的突破，公司将具备 OLED 材料“中间体—单体—终端材料”的全产业链作业能力，有望率先受益于 OLED 产业发展红利。

《万润股份(002643): 液晶、环保材料齐增长, 转型医药正当时(买入)\*化工行业\*代鹏举》—  
—2015-12-28

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

- **收购 MP 公司, 有望以 MP 为平台开拓生命科学和体外诊断蓝海市场。** MP 公司在生命科学和体外诊断行业具有多年的行业经验和丰富的技术储备, 同时较全面覆盖了生命科学和体外诊断的产品, 目前生产和销售的产品超过 5.5 万种, 并且已在美国、中国、法国、新加坡、印度、澳大利亚等国家建立销售机构, 形成全球性的分销网络。公司于 2016 年 3 月完成收购 MP 公司 100% 股权, 有望以 MP 为平台开拓生命科学和体外诊断蓝海市场。
- **盈利预测和投资评级: 维持买入评级。** 公司液晶材料有望受益于液晶面板大尺寸化, 景气度底部回升; 目前沸石环保材料产能达 2350 吨/年, 随着后续产能陆续释放, 公司盈利能力也有望进一步提升; OLED 市场潜力巨大, 公司全产业链布局 OLED 材料有望优先受益。我们看好公司发展前景, 预计公司 2016-2018 年 EPS 为 1.32、1.80、2.18 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 环保沸石材料需求不及预期; 2) OLED 材料市场拓展不及预期; 3) 液晶材料销量不及预期; 4) 生命科学和体外诊断市场及 MP 公司发展低于预期的风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1847	2809	3918	5468
增长率(%)	13.3%	52.1%	39.5%	39.6%
净利润(百万元)	319	480	654	794
增长率(%)	23.6%	188.5%	36.1%	21.5%
摊薄每股收益(元)	0.88	1.32	1.80	2.18
ROE(%)	8.3%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 万润股份盈利预测表

证券代码:	002643.SZ				股价:	37.40				投资评级:	买入				日期:	2017/02/28			
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	8%	15%	16%	17%	EPS	0.88	1.32	1.80	2.18										
毛利率	41%	39%	38%	35%	BVPS	10.59	11.21	12.04	13.09										
期间费率	21%	20%	19%	18%	<b>估值</b>														
销售净利率	17%	17%	17%	15%	P/E	42.7	28.3	20.8	17.1										
<b>成长能力</b>					P/B	3.5	3.3	3.1	2.9										
收入增长率	13%	52%	39%	40%	P/S	7.4	4.8	3.5	2.5										
利润增长率	24%	188%	36%	22%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>										
总资产周转率	0.43	0.58	0.74	0.94	<b>营业收入</b>	<b>1847</b>	<b>2809</b>	<b>3918</b>	<b>5468</b>										
应收账款周转率	5.59	7.16	5.98	7.16	营业成本	1093	1723	2420	3575										
存货周转率	1.57	2.31	3.48	4.29	营业税金及附加	19	28	31	38										
<b>偿债能力</b>					销售费用	128	62	82	115										
资产负债率	10%	16%	17%	18%	管理费用	249	464	643	837										
流动比	4.91	3.23	3.27	3.26	财务费用	(2)	(3)	(4)	(5)										
速动比	3.14	2.15	2.43	2.44	其他费用 / (-收入)	1	9	(1)	(2)										
					<b>营业利润</b>	<b>361</b>	<b>545</b>	<b>745</b>	<b>906</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	8	12	13	14										
现金及现金等价物	497	409	589	734	<b>利润总额</b>	<b>368</b>	<b>557</b>	<b>758</b>	<b>920</b>										
应收款项	330	393	655	764	所得税费用	50	76	105	126										
存货净额	697	758	705	842	<b>净利润</b>	<b>319</b>	<b>480</b>	<b>654</b>	<b>794</b>										
其他流动资产	412	711	788	995	少数股东损益	0	0	0	0										
<b>流动资产合计</b>	<b>1937</b>	<b>2270</b>	<b>2736</b>	<b>3335</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>319</b>	<b>480</b>	<b>654</b>	<b>794</b>										
固定资产	1147	1352	1327	1304															
在建工程	279	259	249	239	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>										
无形资产及其他	112	112	105	100	<b>经营活动现金流</b>	<b>153</b>	<b>488</b>	<b>644</b>	<b>669</b>										
长期股权投资	23	26	29	31	净利润	319	480	654	794										
<b>资产总计</b>	<b>4300</b>	<b>4833</b>	<b>5270</b>	<b>5838</b>	少数股东权益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	159	122	143	140										
应付款项	260	504	571	644	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	2	12	11	15	营运资金变动	(325)	(114)	(153)	(265)										
其他流动负债	133	187	254	365	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1169)</b>	<b>(321)</b>	<b>(120)</b>	<b>(114)</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>395</b>	<b>702</b>	<b>836</b>	<b>1024</b>	资本支出	(407)	(307)	(107)	(107)										
长期借款及应付债券	10	10	10	10	长期投资	4	(3)	(3)	(2)										
其他长期负债	38	38	38	38	其他	(767)	(11)	(10)	(5)										
<b>长期负债合计</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>870</b>	<b>(255)</b>	<b>(350)</b>	<b>(415)</b>										
<b>负债合计</b>	<b>442</b>	<b>750</b>	<b>883</b>	<b>1071</b>	债务融资	10	0	0	0										
股本	364	364	364	364	权益融资	1005	0	0	0										
股东权益	3858	4083	4387	4767	其它	(145)	(255)	(350)	(415)										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4300</b>	<b>4833</b>	<b>5270</b>	<b>5838</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(146)</b>	<b>(88)</b>	<b>173</b>	<b>140</b>										

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

单击此处输入文字。

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。