

2017年02月27日

万润股份 (002643.SZ)

## 业务布局兼具短中长期，成长性突出

■事件：公司公布 2016 年年报，实现营业收入 18.5 亿元、同比增长 13.3%，实现归属于上市公司股东的净利润为 3.2 亿元、同比增长 23.6%，EPS 为 0.92 元，业绩略低于此前市场预期。

■公司业务板块布局完整，兼具短中长期发展：公司现已形成兼具短中长期发展的四大板块，包括液晶中间体及单体（贡献稳定盈利）、尾气净化环保材料（高速发展）、医药及体外诊断（兼具盈利和发展的高端前沿领域）、OLED 中间体及单体（产业链发展初期但前景广阔）等。我们认为公司产业布局合理，从显示材料到环保材料再到大健康领域，抗风险能力强、成长性突出。

■环保材料扩建陆续投产，奠定未来几年成长基础：公司一期沸石项目产能 850 吨，受益于欧盟对柴油车执行欧 VI 标准，公司产品供不应求。由于环保压力趋严，国内的尾气排放标准持续升级，国 V 标准预计将在 2018 年全面推行，国 VI 标准也呼之欲出，新标准的推出将强制尾气处理装置的升级，有望带动车用催化剂市场的进一步扩容。二期扩建 5000 吨环保材料产能，16 年已投产 1500 吨，随着新产能的陆续释放，公司未来几年收入和盈利有望持续增长。

■OLED 材料子公司拟引进战略投资者，综合实力有望增强：公司全资子公司九目化学主营为 OLED 材料，近两年年均利润 700 万元。现拟以不超过 2 亿元金额引进战略投资者，解决研发等资金需求，提升公司研发、管理能力，带动上下游的协同。

■投资建议：我们预计公司 16-18 年收入分别为 24、29 和 35 亿元，EPS 为 1.22、1.47 和 1.80 元，考虑到公司成长性突出，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 48.8 元，对应 17 年 40 倍 PE。

■风险提示：环保项目低于预期的风险、OLED 材料研发风险等

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,631.0	1,847.4	2,405.5	2,898.6	3,516.7
净利润	257.8	318.7	442.1	534.2	653.3
每股收益(元)	0.71	0.88	1.22	1.47	1.80
每股净资产(元)	7.13	10.59	11.27	12.38	13.82

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	52.7	42.7	30.8	25.5	20.8
市净率(倍)	5.2	3.5	3.3	3.0	2.7
净利润率	15.8%	17.2%	18.4%	18.4%	18.6%
净资产收益率	10.0%	8.3%	10.8%	11.9%	13.0%
股息收益率	0.7%	0.0%	1.1%	1.0%	0.9%
ROIC	18.4%	16.7%	13.2%	18.9%	19.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

其他化学制品

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：48.8 元

股价 (2017-02-27) 37.40 元

### 交易数据

总市值(百万元)	13,600.63
流通市值(百万元)	11,594.20
总股本(百万股)	363.65
流通股本(百万股)	310.01
12 个月价格区间	29.48/59.38 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.96	-2.73	8.98
绝对收益	9.04	-7.38	13.68

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004

hengkun@essence.com.cn

010-83321058

乔璐

报告联系人

qiaolu@essence.com.cn

### 相关报告

万润股份：万润股份：  
OLED 中间体龙头，环保  
材料产能释放加速业绩增  
长 2016-05-12

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,631.0	1,847.4	2,405.5	2,898.6	3,516.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,072.1	1,093.2	1,418.0	1,695.7	2,039.7	营业收入增长率	52.6%	13.3%	30.2%	20.5%	21.3%
营业税费	13.9	19.4	22.4	27.4	34.3	营业利润增长率	194.1%	22.8%	42.2%	21.3%	22.4%
销售费用	38.2	127.8	92.4	126.6	177.3	净利润增长率	167.1%	23.6%	38.7%	20.8%	22.3%
管理费用	251.3	248.5	351.4	420.0	498.8	EBITDA 增长率	98.3%	50.7%	27.5%	16.6%	18.1%
财务费用	-50.4	-1.7	-	-	-	EBIT 增长率	158.7%	47.6%	42.9%	21.3%	22.4%
资产减值损失	29.4	16.1	20.2	21.9	19.4	NOPLAT 增长率	158.3%	47.5%	40.3%	21.3%	22.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	62.2%	77.9%	-15.5%	16.7%	-9.6%
投资和汇兑收益	17.0	16.6	11.9	15.2	14.6	净资产增长率	86.8%	48.4%	6.5%	9.8%	11.6%
<b>营业利润</b>	293.7	360.7	513.0	622.3	761.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	4.2	7.5	7.8	6.5	7.3	毛利率	34.3%	40.8%	41.1%	41.5%	42.0%
<b>利润总额</b>	297.9	368.2	520.8	628.8	769.1	营业利润率	18.0%	19.5%	21.3%	21.5%	21.7%
减:所得税	39.9	49.5	78.1	94.3	115.4	净利润率	15.8%	17.2%	18.4%	18.4%	18.6%
<b>净利润</b>	257.8	318.7	442.1	534.2	653.3	EBITDA/营业收入	21.1%	28.0%	27.4%	26.5%	25.8%
						EBIT/营业收入	14.9%	19.4%	21.3%	21.5%	21.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	176	206	161	117	82
货币资金	696.1	497.2	1,268.8	1,202.4	2,039.3	流动营业资本周转天数	116	173	128	121	123
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	283	367	324	336	351
应收账款	228.7	330.3	374.2	451.0	580.8	应收账款周转天数	47	54	53	51	53
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	75	106	84	85	90
预付账款	7.5	9.3	17.1	10.3	23.8	总资产周转天数	510	713	665	600	553
存货	390.3	697.1	427.0	941.9	822.2	投资资本周转天数	332	503	457	376	318
其他流动资产	511.0	402.7	305.5	406.4	371.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.0%	8.3%	10.8%	11.9%	13.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.5%	7.4%	9.6%	10.6%	11.4%
长期股权投资	27.2	22.7	22.7	22.7	22.7	ROIC	18.4%	16.7%	13.2%	18.9%	19.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	971.4	1,147.1	1,009.5	871.9	734.3	销售费用率	2.3%	6.9%	3.8%	4.4%	5.0%
在建工程	48.4	279.4	279.4	279.4	279.4	管理费用率	15.4%	13.5%	14.6%	14.5%	14.2%
无形资产	91.5	111.8	102.3	92.7	83.2	财务费用率	-3.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	46.7	802.3	783.5	786.5	787.8	三费/营业收入	14.7%	20.3%	18.4%	18.9%	19.2%
<b>资产总额</b>	3,018.8	4,299.9	4,589.9	5,065.3	5,744.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	13.9%	10.3%	10.5%	10.9%	12.3%
应付账款	328.0	290.6	394.0	446.0	596.0	负债权益比	16.1%	11.5%	11.7%	12.3%	14.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.53	4.91	5.20	5.69	5.64
其他流动负债	76.4	103.9	66.3	83.6	84.5	速动比率	3.57	3.14	4.27	3.91	4.43
长期借款	-	9.8	-	-	-	利息保障倍数	-4.82	-207.62			
其他非流动负债	15.0	37.8	21.7	24.9	28.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	419.5	442.2	482.1	554.4	708.7	DPS(元)	0.28	-	0.42	0.36	0.35
少数股东权益	8.0	8.1	8.6	8.9	9.3	分红比率	39.5%	0.0%	34.3%	24.6%	19.6%
股本	339.9	363.7	363.7	363.7	363.7	股息收益率	0.7%	0.0%	1.1%	1.0%	0.9%
留存收益	2,247.2	3,445.1	3,735.6	4,138.3	4,663.3						
<b>股东权益</b>	2,599.3	3,857.7	4,107.8	4,510.8	5,036.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.71	0.88	1.22	1.47	1.80
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	BVPS(元)	7.13	10.59	11.27	12.38	13.82
净利润	257.9	318.7	442.1	534.2	653.3	PE(X)	52.7	42.7	30.8	25.5	20.8
加:折旧和摊销	103.1	160.2	147.1	147.1	147.1	PB(X)	5.2	3.5	3.3	3.0	2.7
资产减值准备	29.4	16.1	-	-	-	P/FCF	-28.5	-12.2	14.4	200.5	14.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	8.3	7.4	5.7	4.7	3.9
财务费用	-21.9	22.7	-	-	-	EV/EBITDA	38.0	24.5	18.6	16.1	12.7
投资损失	-17.0	-16.6	-11.9	-15.2	-14.6	CAGR(%)	27.5%	27.1%	66.0%	27.5%	27.1%
少数股东损益	0.1	0.0	0.6	0.3	0.4	PEG	1.9	1.6	0.5	0.9	0.8
营运资金的变动	-436.5	-208.5	385.3	-616.7	164.1	ROIC/WACC	1.7	1.6	1.3	1.8	1.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	366.6	152.7	963.2	49.7	950.4	REP	4.0	2.4	3.5	2.1	2.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-879.7	-1,168.9	11.9	15.2	14.6						
<b>融资活动产生现金流量</b>	925.5	870.1	-203.5	-131.3	-128.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034