

万润股份 (002643.SZ) Q4 业绩创季度新高, OLED 材料表现亮眼

2021 年 03 月 26 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

吉金 (分析师)

龚道琳 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

jjin@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

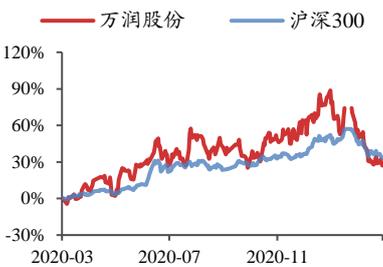
证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790521020002

证书编号: S0790120010015

日期	2021/3/25
当前股价(元)	16.62
一年最高最低(元)	25.08/12.40
总市值(亿元)	151.10
流通市值(亿元)	148.65
总股本(亿股)	9.09
流通股本(亿股)	8.94
近 3 个月换手率(%)	68.94

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 业绩环比改善显著, 静待沸石业务放量》-2020.10.23

《公司信息更新报告-海外疫情拖累 Q2 业绩, 拟引入投资者增资三月科技》-2020.8.15

《公司首次覆盖报告-站在当前时点看显示材料和沸石业务的成长空间》-2020.5.27

● **公司 2020 年业绩同比下滑 0.39%, Q4 业绩创季度新高, 维持“买入”评级**
 公司 2020 年实现营收 29.18 亿元, 同比增长 1.67%, 归母净利润 5.05 亿元, 同比减少 0.39%; 2020Q4 单季度营收 9.68 亿元, 同比增长 4.43%, 单季度归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 11.33%, 2020Q4 业绩创季度新高。根据公司项目投产进度, 我们下调 2021、2022 年盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 7.02 (-0.46)、8.46 (-0.14)、10.09 亿元, 对应 EPS 分别为 0.77 (-0.05)、0.93 (-0.02)、1.11 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 21.5、17.9、15.0。我们看好新一轮资本开支将助力公司把握国六升级、OLED 渗透的行业机遇, 维持“买入”评级。

● **国六升级抵消海外需求下滑的影响, 产能陆续释放保障沸石业务增长**
 公司是全球领先的高端车用沸石系列环保材料生产商, “沸石系列环保材料二期扩建项目”中首个车间 (年产 1500 吨) 于 2016 年 6 月达到预定可使用状态并投入使用; 第二个车间 (年产 1000 吨) 于 2017 年 7 月底达到预定可使用状态并投入使用; 最后一个车间 (年产 2500 吨) 于 2020 年 12 月底达到预定可使用状态并投入使用。2020 年该项目实现效益 1.92 亿元, 较 2019 年增长 30.26%; 公司 2020 年对第一大客户 (我们预计为催化剂厂商) 的销售额为 9.73 亿元, 较 2019 年增长 5.28%, 我们判断, 国六切换带来的需求增量抵消了疫情对欧美柴油车需求下滑的影响。公司现有沸石环保材料产能 5850 吨, 在建产能 4000 吨, 产能陆续释放保障公司沸石业务持续增长。

● **OLED 材料表现亮眼, 九目化学净利润+46%, 三月科技亏损大幅收窄**
 受益于 OLED 在中小尺寸显示领域应用规模的扩大, 公司 OLED 材料业务表现亮眼。子公司九目化学、三月科技分别从事 OLED 升华前材料、OLED 成品材料的生产, 2020 年九目化学实现营收 3.97 亿元, 同比增长 46.38%, 净利润 9391.31 万元, 同比增长 56.52%; 2020 年三月科技实现营收 1755.32 万元, 同比增长 39.58%, 净利润-1040.41 万元, 较 2019 年亏损大幅收窄。

● **风险提示:** 产能建设进度不及预期、疫情导致需求下滑、国六推广不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,870	2,918	3,911	4,862	5,715
YOY(%)	9.1	1.7	34.0	24.3	17.5
归母净利润(百万元)	507	505	702	846	1,009
YOY(%)	14.0	-0.4	39.1	20.5	19.2
毛利率(%)	43.6	44.9	45.2	46.3	46.4
净利率(%)	17.7	17.3	18.0	17.4	17.7
ROE(%)	10.6	10.1	12.7	13.8	14.6
EPS(摊薄/元)	0.56	0.56	0.77	0.93	1.11
P/E(倍)	29.8	29.9	21.5	17.9	15.0
P/B(倍)	3.1	2.9	2.7	2.4	2.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2543	2914	5054	5614	6863
现金	704	555	1730	2220	2569
应收票据及应收账款	401	565	730	880	1013
其他应收款	19	30	36	46	51
预付账款	22	12	34	23	44
存货	1178	1193	1964	1885	2627
其他流动资产	217	559	559	559	559
非流动资产	3365	3752	4669	5187	5554
长期投资	22	20	17	14	11
固定资产	1419	1623	2226	2723	3068
无形资产	250	410	443	481	517
其他非流动资产	1673	1700	1983	1969	1958
资产总计	5908	6667	9723	10801	12416
流动负债	841	1022	3519	3491	4275
短期借款	200	418	2541	2517	2957
应付票据及应付账款	392	383	649	610	866
其他流动负债	249	221	329	365	452
非流动负债	53	173	151	504	388
长期借款	4	111	89	441	325
其他非流动负债	49	63	63	63	63
负债合计	894	1196	3671	3995	4663
少数股东权益	195	308	373	467	592
股本	909	909	909	909	909
资本公积	2079	2174	2174	2174	2174
留存收益	1764	2083	2567	3160	3875
归属母公司股东权益	4819	5163	5679	6339	7161
负债和股东权益	5908	6667	9723	10801	12416

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	757	559	530	1297	1212
净利润	534	551	767	940	1133
折旧摊销	237	239	265	365	461
财务费用	-14	56	108	159	174
投资损失	-8	-5	0	0	0
营运资金变动	-75	-300	-610	-167	-557
其他经营现金流	84	18	0	0	0
投资活动现金流	-738	-968	-1182	-883	-827
资本支出	853	659	920	520	369
长期投资	0	0	3	3	3
其他投资现金流	115	-309	-260	-359	-455
筹资活动现金流	27	290	-614	101	-526
短期借款	200	218	-318	0	-50
长期借款	-2	106	-22	353	-116
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	95	0	0	0
其他筹资现金流	-171	-130	-274	-252	-361
现金净增加额	55	-151	-1266	515	-142

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2870	2918	3911	4862	5715
营业成本	1619	1608	2142	2612	3062
营业税金及附加	19	21	28	35	41
营业费用	129	114	152	189	222
管理费用	237	230	308	383	450
研发费用	219	250	313	438	514
财务费用	-14	56	108	159	174
资产减值损失	-76	-38	-7	-19	-36
其他收益	18	28	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	5	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	612	633	878	1075	1296
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	1	6	0	0	0
利润总额	612	630	878	1075	1296
所得税	78	79	110	135	163
净利润	534	551	767	940	1133
少数股东损益	27	46	65	94	125
归母净利润	507	505	702	846	1009
EBITDA	838	882	1193	1528	1847
EPS(元)	0.56	0.56	0.77	0.93	1.11

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	9.1	1.7	34.0	24.3	17.5
营业利润(%)	21.9	3.5	38.6	22.5	20.6
归属于母公司净利润(%)	14.0	-0.4	39.1	20.5	19.2
获利能力					
毛利率(%)	43.6	44.9	45.2	46.3	46.4
净利率(%)	17.7	17.3	18.0	17.4	17.7
ROE(%)	10.6	10.1	12.7	13.8	14.6
ROIC(%)	10.4	9.8	9.7	10.7	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	15.1	17.9	37.8	37.0	37.6
净负债比率(%)	-9.4	0.4	16.0	13.2	11.3
流动比率	3.0	2.9	1.4	1.6	1.6
速动比率	1.5	1.6	0.8	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.3	6.0	6.0	6.0	6.0
应付账款周转率	5.0	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.56	0.77	0.93	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.61	0.58	1.43	1.33
每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.68	6.25	6.97	7.88
估值比率					
P/E	29.8	29.9	21.5	17.9	15.0
P/B	3.1	2.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	17.5	16.9	13.4	10.5	8.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn