

万润股份 (002643)

证券研究报告

2021年03月29日

谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

事件：万润股份发布 2020 年年报，2020 年度实现营业收入 29.18 亿元，同比增长 1.67%；实现归母净利润 5.05 亿元，同比下降 0.39%；EPS0.56 元。其中第四季度实现营业收入 9.68 亿元，同比增长 4.43%，环比增长 37.67%；实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 11.33%，环比增长 18.25%。

全年前低后高，疫情影响已消退，业务发展恢复正轨。公司全年收入及利润水平前低后高，二季度受海外疫情影响，单季度利润现低点，随着出口业务恢复，三季度已至疫情前水平，四季度环比持续改善，单季度收入和利润创历史新高，再次验证疫情对公司生产和出口影响已消退。

汇兑及减值影响利润，返璞归真后展现良好发展势头。公司报告期内产生汇兑损失 4827.06 万元，去年同期收益 1232.09 万元，其中四季度产生汇兑损失 3652.44 万元，上年同期损失 339.94 万元。抛去汇兑影响，全年利润同比增长 11.85%，四季度同比增长 34.11%，在受疫情影响下仍现强劲增长。另外公司 2020 年资产减值损失 3758.06 万元，主要系存货跌价损失。

OLED 板块两家子公司均现亮眼表现，未来高速发展可期。九目化学全年实现收入 3.97 亿元，同比增长 46.38%，实现净利润 9391.31 万元，同比增长 56.52%，作为全球领先的 OLED 升华前材料和中间体供应商，受益于小尺寸显示领域渗透率的增长，展现出快速增长势头；子公司三月科技增收降本，亏损进一步缩小，报告期内实现营业收入 1755.32 万元，同比增长 39.58%，净利润-1040.41 万元，同比减亏 50.68%，随着研发工作的稳步推进，部分成品材料在下游厂商验证通过后开始放量。

二期沸石项目转固，产能扩张快速推进，国六标准年中实施，环保材料有望放量。公司年报显示，2500 吨/年沸石系列环保材料二期项目四季度完成转固，产能由 3350 吨/年提升至 5850 吨/年，并且 7000 吨/年环保材料建设项目已完成 61%，供给随需求增长快速扩张。随着国六重型柴油车排放标准第一阶段将于 2021 年 7 月 1 日全面实施，国内柴油发动机对于沸石需求将出现提升，公司为全球催化剂龙头庄信万丰的主要供应商，或将充分受益于环保政策带来的红利，环保材料有望实现快速持续放量。

大健康领域可圈可点，MP 仍展现较好盈利。大健康业务 2020 年实现营业收入 6.14 亿元，同比增长 8.74%。MP 公司实现营业收入 4.97 亿元，占大健康板块比重为 80.93%，实现净利润 6916.15 万元，虽同比下滑 17.14%，但在海外疫情影响下仍保持较高盈利水平，通过减值测试未产生商誉减值。

盈利预测及投资建议：我们对公司盈利预期进行微调，预计公司 2021-2022 年盈利预测为 7.1、8.2 亿元（前值 7.0、8.2 亿元），并预测 2023 年公司归母净利润为 9.2 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.79、0.90、1.01 元/股，维持目标价至 22 元，维持“买入”评级。

风险提示：环保政策变化，产能投放低于预期，海外公司大幅商誉减值

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,870.13	2,918.11	3,514.20	4,515.25	5,331.71
增长率(%)	9.06	1.67	20.43	28.49	18.08
EBITDA(百万元)	1,186.56	1,224.86	992.73	1,152.14	1,283.21
净利润(百万元)	506.71	504.71	714.93	815.10	919.31
增长率(%)	14.00	(0.39)	41.65	14.01	12.79
EPS(元/股)	0.56	0.56	0.79	0.90	1.01
市盈率(P/E)	31.88	32.01	22.60	19.82	17.57
市净率(P/B)	3.35	3.13	2.87	2.63	2.40
市销率(P/S)	5.63	5.54	4.60	3.58	3.03
EV/EBITDA	11.17	15.92	15.59	13.68	11.52

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.77 元
目标价格	22 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	909.13
流通 A 股股本(百万股)	894.41
A 股总市值(百万元)	16,155.30
流通 A 股市值(百万元)	15,893.68
每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	17.94
一年内最高/最低(元)	25.08/12.40

作者

李辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
郭建奇	联系人
guojianqi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《万润股份-季报点评:沸石带动业绩增速提升》2019-10-27
- 2 《万润股份-半年报点评:业绩增长稳健,沸石产能释放将驱动利润环比提升》2019-08-18
- 3 《万润股份-公司点评:沸石需求提升及汇兑收益致中报业绩稳健增长》2019-06-18

1. 单季利润创新高，现金流质量高，抛出汇兑、减值影响现良好势头

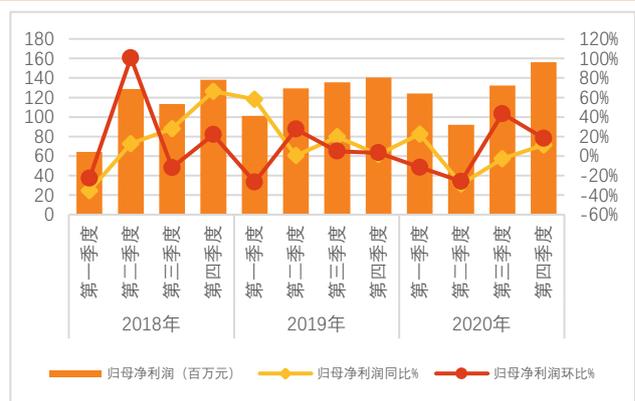
全年前低后高，疫情影响已消退，业务发展恢复正轨。公司全年收入及利润水平前低后高，二季度受海外疫情影响，出口承压，单季度利润现低点，随着海外经济的复苏，出口业务恢复正常状态，三季度收入和利润均恢复至疫情前水平，四季度环比持续改善，单季度收入和利润创历史新高。公司四季度收入和利润继三季度实现同比和环比正增长后，再现同比和环比高增速（收入同比+4.43%，环比+37.67%，利润同比+11.33%，环比+18.25%），单季度收入、利润创历史新高，再次验证疫情对公司生产和出口影响已完全消退。

图 1：全年收入前低后高，收入创历史新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

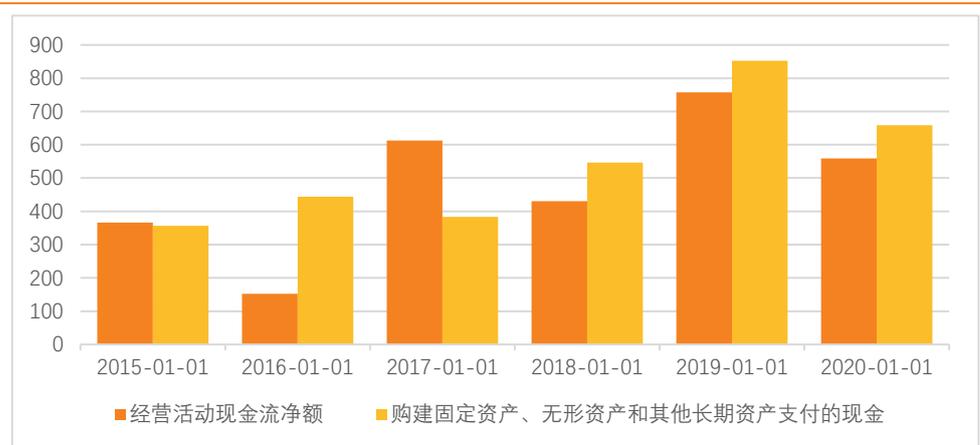
图 2：利润水平连续恢复，四季度创新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

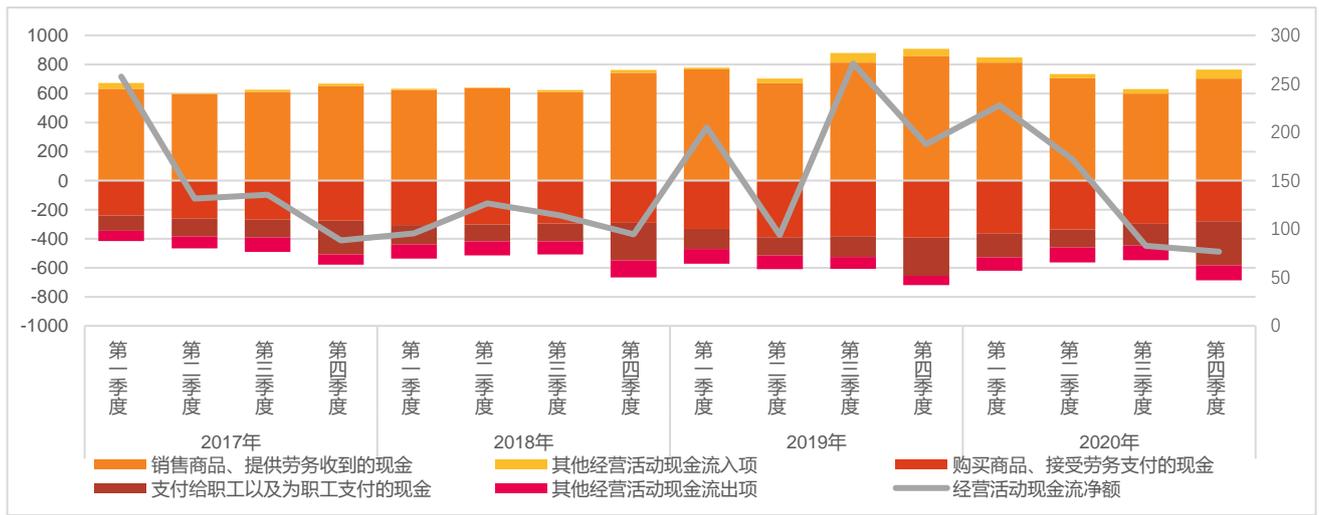
全年现金流水平良好，资本开支加速，三月科技引入投资款项到账。全年经营活动现金流净值仍保持较高水平，为高强度资本开支提供支持，四季度支付员工薪酬一次性流出，整体经营现金流质量高。投资活动中，资本开支项目支出仍保持较高水平，沸石二期项目转固，环保材料项目、工业园区项目持续推进，为后续成长提供较强动力。筹资活动现金流方面，四季度三月科技引入投资者增资到账 1.73 亿元，并新增借款弥补资本开支现金缺口。

图 3：经营活动现金流水平良好，与资本开支项目匹配



资料来源：Wind，天风证券研究所

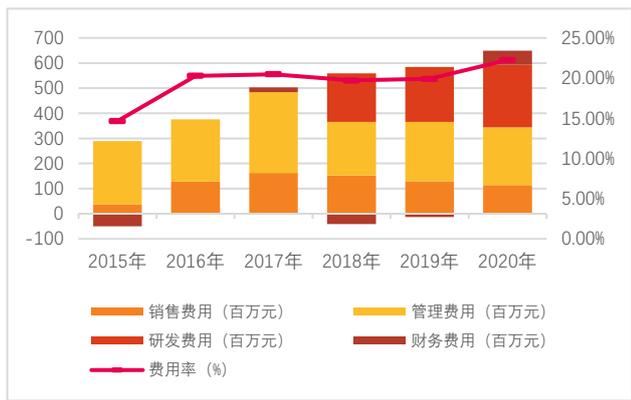
图 4：支付员工支出增加，全年经营活动现金流水平良好



资料来源：Wind，天风证券研究所

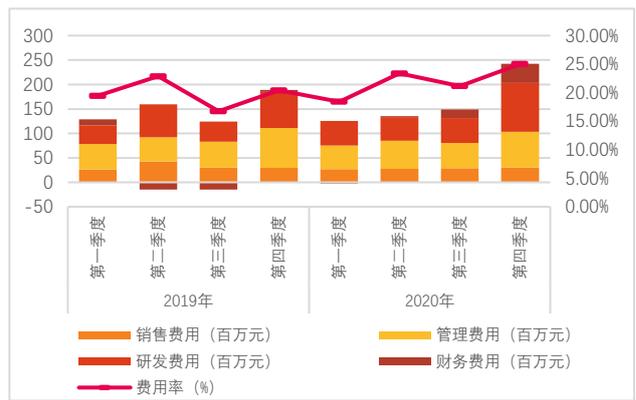
费用率提升，四季度产生大量汇兑损失，研发费用占比维持较高水平。公司2020年共产生四费64.93亿元，占销售收入比重为22.25%，主要系财务费用和研发费用增长所致。财务费用中，因人民币兑美元升值产生的汇兑损失增加4827.06万元。而公司研发费用占营业收入比重仍然保持较高水平，研发费用占营业收入比重持续增加，2020年比重达到8.56%，而四季度更是达到10.33%，较高的研发费用为公司后续项目培养提供了温床。

图5：费用率持续增长，财务费用、研发费用增长较快



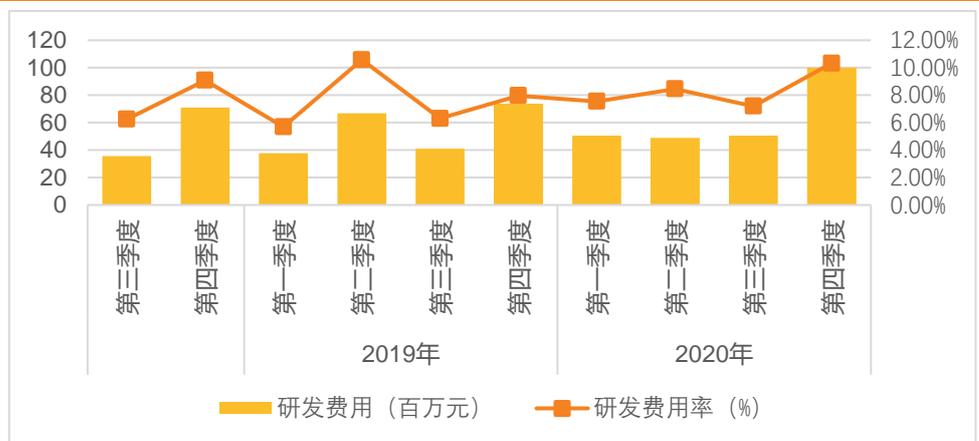
资料来源：Wind，天风证券研究所

图6：四季度财务费用和研发费用高增



资料来源：Wind，天风证券研究所

图7：公司研发费用保持较高水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

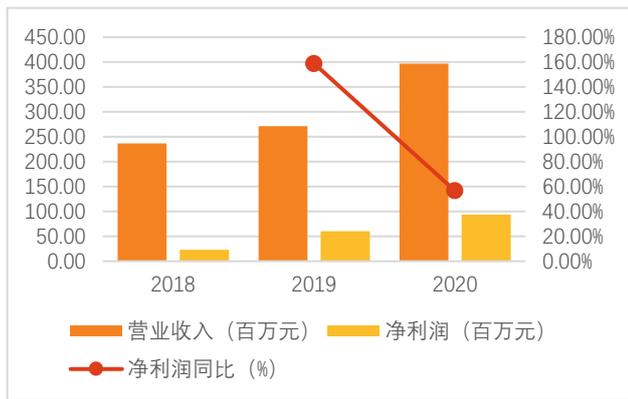
汇兑及减值影响利润，返璞归真后展现良好发展势头。公司2020年产生汇兑损失4827.06万元，上年同期收益1232.09万元，其中四季度产生汇兑损失3652.44万元，上年同期

失 339.94 万元。若抛去汇兑影响，全年真实利润同比增长 11.85%，四季度利润同比增长 34.11%，在受疫情影响下仍实现强劲增长。另外公司 2020 年产生资产减值损失 3758.06 万元，主要系存货跌价损失及合同履约成本损失。

2. OLED 表现亮眼，沸石产能投放迎来爆发期，大健康稳步发展

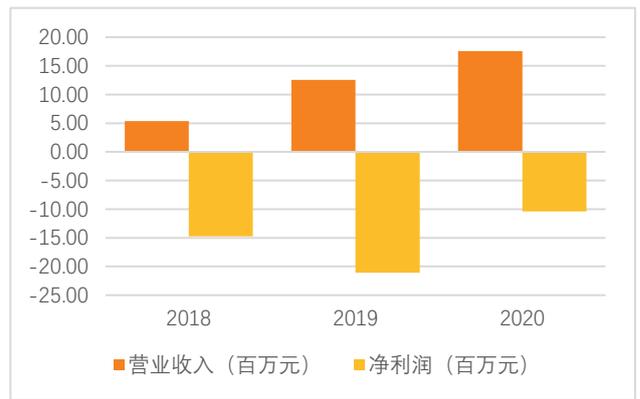
OLED 板块两家子公司均现亮眼表现，未来高速发展可期。子公司九目化学全年实现收入 3.97 亿元，同比增长 46.38%，实现净利润 9391.31 万元，同比增长 56.52%，作为全球领先的 OLED 升华前材料和中间体供应商，充分受益于小尺寸显示领域渗透率的增长，展现出快速增长势头；子公司三月科技增收降本，亏损进一步缩小，报告期内实现营业收入 1755.32 万元，同比增长 39.58%，净利润-1040.41 万元，同比减亏 50.68%，随着研发工作的稳步推进，部分成品材料在下游厂商验证通过后开始放量，并有望在近年实现扭亏为盈。

图 8：九目化学收入利润持续高增



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：三月科技收入继续增加，亏损减半



资料来源：Wind，天风证券研究所

二期沸石项目转固，产能扩张快速推进，国六标准年中实施，环保材料有望放量。公司年报显示，2500 吨/年沸石系列环保材料二期项目四季度完成转固，产能由 3350 吨/年提升至 5850 吨/年，并且 7000 吨/年环保材料建设项目已完成 61%，供给随需求增长快速扩张。随着国六重型柴油车排放标准第一阶段将于 2021 年 7 月 1 日全面实施，国内柴油发动机对于沸石需求将出现提升，公司为全球催化剂龙头庄信万丰的主要供应商，或将充分受益于环保政策带来的红利，环保材料有望实现快速持续放量。

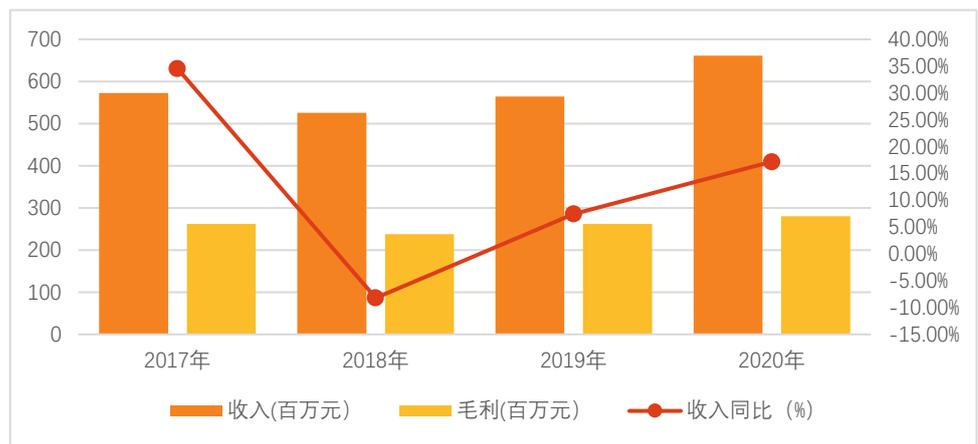
表 1：国六标准实施时间表

排放标准阶段	车辆类型	车辆类别	实施时间
国六 a	轻型汽车	所有车辆	2020 年 7 月 1 日
	重型汽车	燃气汽车	2019 年 7 月 1 日
		城市车辆	2020 年 7 月 1 日
国六 b	轻型汽车	所有车辆	2021 年 7 月 1 日
		所有车辆	2023 年 7 月 1 日
	重型汽车	燃气车辆	2021 年 7 月 1 日
		所有车辆	2023 年 7 月 1 日

资料来源：奥福环保招股说明书，天风证券研究所

大健康业务稳步推进，海外公司 MP 疫情影响下仍展现较好盈利，万润药业亮点不断。大健康业务 2020 年实现营业收入 6.14 亿元，同比增长 8.74%，MP 公司 2020 年实现营业收入 4.97 亿元，占大健康板块比重为 80.93%，实现净利润 6916.15 万元，虽同比下滑 17.14%，但在海外疫情影响下仍保持较好盈利水平，并通过减值测试全年未产生商誉减值。万润药业方面亮点层出，仿制药诺氟沙星胶囊继 2019 年末通过一致性评价后，于 2021 年 2 月 3 日中标全国药品集采，适用于治疗 2 型糖尿病的原料药与制剂联合申报获批的品种维格列汀片在 2021 年初获得生产批件，同时公司积极探索 CDMO 模式，与国际知名药企展开积极合作。

图 10：公司大健康板块稳步成长

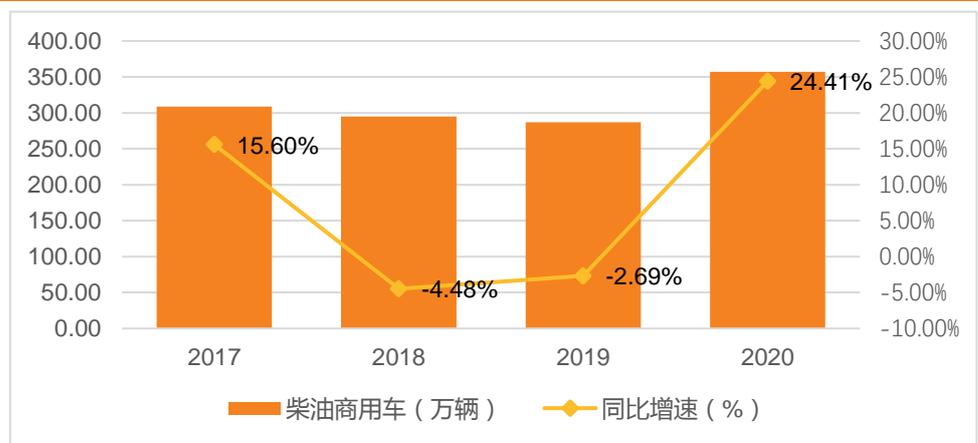


资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 短期看环保材料，中期看 OLED 成长，长期看技术转化

国六标准实施在即，油品升级带动沸石需求增长，短期贡献主要增量。随着第六阶段排放标准推行，重型柴油车排放标准第一阶段将于 2021 年 7 月 1 日全面实施，国内柴油发动机对于沸石需求将提升，虽受到国内疫情影响，但我国柴油商用车 2020 年仍保持了 24.41% 的增长，公司背靠催化剂龙头庄信万丰，或将充分受益于环保政策带来的红利，环保材料有望实现快速持续放量。

图 11：柴油乘用车需求快速恢复



资料来源：Wind，天风证券研究所

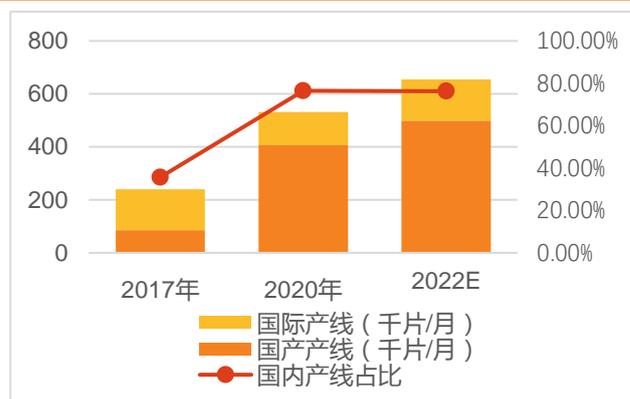
小尺寸 OLED 渗透率持续提升，面板国产化进程加速，OLED 材料有望充分受益。手机端 OLED 渗透率持续提升，我们统计了国内新上市手机 OLED 屏幕使用情况，OLED 屏幕使用占比已由 2015 年的不足 30%，提升至 2020 年的 57%，而 2020 年两家主流手机厂商苹果和华为分别推出的旗舰机型 iPhone12 和 Mate40 系列均使用了 OLED 屏幕。而根据赛迪智库统计，近三年全球投产或在建的 AMOLED 产线超过 20 条，国产 OLED 面板千亿投资落地爬坡，其中包括京东方在内的国产面板厂商投建的 6 代线进入投产期，随着产能的爬坡和良率的提升，面板厂商对于 OLED 材料需求将进入第二轮快速增长期。

图 12：手机 OLED 渗透率持续提升

图 13：OLED 面板国产化率持续提升



资料来源：中关村在线，天风证券研究所



资料来源：奥来德招股说明书，天风证券研究所

OLED 正在努力开拓车载等应用市场。近年来 OLED 在车载照明领域的应用备受关注，OLED 照明器件除具有自发光、面光源、节能环保等优点以外，还具有柔性、重量轻薄、曲面兼容、可个性化设计、耐冲击性好等特殊优势。此外，OLED 在车载显示器领域也有一席之地。OLED 屏幕具备柔性特质，能给驾驶员提供一个视角广度、深度都优于普通车载显示器、放光镜的虚拟现实场景，使驾驶员的驾驶体验更加良好。目前已有多款车型配备了大尺寸 OLED 高清触摸显示屏，比如新一代奔驰 C 级车和凯迪拉克 2021 款凯雷德。随着车载显示应用需求的持续放大，OLED 车载应用市场将成为支撑整个 OLED 显示产业发展的一个不可忽视的增长点。

图 14：全新奔驰 C 级内饰



资料来源：梅赛德斯奔驰官网，天风证券研究所

图 15：2021 款凯雷德内饰



资料来源：凯迪拉克官网，天风证券研究所

依托技术优势，积极布局聚酰亚胺、光刻胶材料等电子材料领域。公司年报中表示，公司在聚酰亚胺材料和光刻胶材料领域继续积极布局，未来公司会持续在技术研发、工艺优化和人才培养等方面进行投入，依托公司先进的有机合成技术，在电子材料领域培育新的增长点，未来电子材料领域有望成为万润长期成长的新的突破点。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	704.48	555.00	871.04	858.76	1,717.54	营业收入	2,870.13	2,918.11	3,514.20	4,515.25	5,331.71
应收票据及应收账款	401.25	565.15	585.99	631.25	806.10	营业成本	1,618.83	1,608.45	1,898.04	2,549.97	3,074.78
预付账款	22.24	12.16	28.62	27.36	39.08	营业税金及附加	18.57	21.07	30.37	33.61	41.42
存货	1,178.00	1,192.79	1,132.76	2,210.33	1,609.78	营业费用	128.68	113.61	136.81	175.79	207.57
其他	236.55	589.38	655.26	619.68	628.45	管理费用	236.77	229.87	276.83	355.69	420.01
流动资产合计	2,542.50	2,914.49	3,273.68	4,347.38	4,800.94	研发费用	219.28	249.88	300.92	386.64	456.55
长期股权投资	22.41	19.65	19.65	19.65	19.65	财务费用	(13.65)	55.92	7.84	7.16	1.27
固定资产	1,419.25	1,622.58	1,997.51	2,227.61	2,367.82	资产减值损失	(76.41)	(37.58)	0.00	0.00	0.00
在建工程	909.76	973.40	704.04	512.42	397.45	公允价值变动收益	0.00	0.33	0.00	0.00	0.00
无形资产	250.04	410.44	388.12	365.81	343.49	投资净收益	8.37	4.76	4.76	4.76	4.76
其他	763.70	726.33	718.75	718.33	718.06	其他	117.73	38.46	(9.52)	(9.52)	(9.52)
非流动资产合计	3,365.17	3,752.40	3,828.07	3,843.83	3,846.48	营业利润	611.97	633.34	868.14	1,011.16	1,134.86
资产总计	5,907.68	6,666.89	7,101.75	8,191.20	8,647.42	营业外收入	1.03	2.58	0.00	0.00	0.00
短期借款	200.00	417.93	300.00	503.12	300.00	营业外支出	1.17	5.54	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	391.80	383.49	387.92	710.50	641.58	利润总额	611.83	630.38	868.14	1,011.16	1,134.86
其他	249.12	220.91	283.33	252.58	315.94	所得税	78.01	79.19	102.69	125.18	139.10
流动负债合计	840.92	1,022.33	971.25	1,466.20	1,257.51	净利润	533.83	551.19	765.45	885.98	995.76
长期借款	4.23	110.72	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	27.12	46.48	50.52	70.88	76.45
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	506.71	504.71	714.93	815.10	919.31
其他	48.80	62.71	51.05	54.19	55.98	每股收益(元)	0.56	0.56	0.79	0.90	1.01
非流动负债合计	53.03	173.43	151.05	154.19	155.98						
负债合计	893.95	1,195.75	1,122.29	1,620.39	1,413.49	主要财务比率					
少数股东权益	195.10	307.89	355.88	425.58	500.33		2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	909.13	909.13	909.13	909.13	909.13	成长能力					
资本公积	2,078.94	2,174.03	2,174.03	2,174.03	2,174.03	营业收入	9.06%	1.67%	20.43%	28.49%	18.08%
留存收益	3,842.54	4,256.88	4,714.44	5,236.10	5,824.46	营业利润	21.90%	3.49%	37.07%	16.47%	12.23%
其他	(2,011.98)	(2,176.81)	(2,174.03)	(2,174.03)	(2,174.03)	归属于母公司净利润	14.00%	-0.39%	41.65%	14.01%	12.79%
股东权益合计	5,013.73	5,471.13	5,979.46	6,570.81	7,233.93	获利能力					
负债和股东权益总计	5,907.68	6,666.89	7,101.75	8,191.20	8,647.42	毛利率	43.60%	44.88%	45.99%	43.53%	42.33%
						净利率	17.65%	17.30%	20.34%	18.05%	17.24%
						ROE	10.52%	9.78%	12.71%	13.26%	13.65%
						ROIC	13.39%	14.12%	15.84%	18.03%	17.32%
						偿债能力					
						资产负债率	15.13%	17.94%	15.80%	19.78%	16.35%
						净负债率	-9.94%	-0.44%	-7.84%	-3.86%	-18.18%
						流动比率	3.02	2.85	3.37	2.97	3.82
						速动比率	1.62	1.68	2.20	1.46	2.54
						营运能力					
						应收账款周转率	6.32	6.04	6.11	7.42	7.42
						存货周转率	2.87	2.46	3.02	2.70	2.79
						总资产周转率	0.52	0.46	0.51	0.59	0.63
						每股指标(元)					
						每股收益	0.56	0.56	0.79	0.90	1.01
						每股经营现金流	0.83	0.61	1.00	0.25	1.70
						每股净资产	5.30	5.68	6.19	6.76	7.41
						估值比率					
						市盈率	31.88	32.01	22.60	19.82	17.57
						市净率	3.35	3.13	2.87	2.63	2.40
						EV/EBITDA	11.17	15.92	15.59	13.68	11.52
						EV/EBIT	13.93	19.75	17.67	15.48	13.01

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	533.83	551.19	714.93	815.10	919.31
折旧摊销	236.53	238.81	116.75	133.83	147.07
财务费用	(2.80)	45.37	7.84	7.16	1.27
投资损失	(8.37)	(4.76)	(4.76)	(4.76)	(4.76)
营运资金变动	217.99	(295.75)	19.82	(790.63)	401.67
其它	(220.02)	23.80	50.52	70.88	76.45
经营活动现金流	757.16	558.66	905.10	231.57	1,541.02
资本支出	789.21	603.07	211.66	146.86	148.21
长期投资	1.16	(2.76)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,528.03)	(1,568.63)	(406.90)	(292.10)	(293.45)
投资活动现金流	(737.67)	(968.32)	(195.24)	(145.24)	(145.24)
债权融资	206.29	530.99	402.14	605.30	402.22
股权融资	31.35	(30.55)	(5.07)	(7.16)	(1.27)
其他	(210.20)	(210.61)	(790.89)	(696.75)	(937.95)
筹资活动现金流	27.45	289.82	(393.82)	(98.61)	(537.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	46.94	(119.84)	316.04	(12.28)	858.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com