

万润股份 (002643)

公司研究/点评报告

首次实施股权激励，公司各业务持续向好

—万润股份发布 2021 年限制性股票激励计划草案公告点评

点评报告/化工行业

2021 年 07 月 19 日

一、事件概述

公司于 2021 年 7 月 16 日发布“2021 年限制性股票激励计划(草案)”，计划拟授予 2165 万股限制性股票，占本公告发布时公司总股本的 2.38%，授予价格为 9.78 元/股。

二、分析与判断

首次实施股权激励计划，彰显公司对未来发展的信心

公司在本次计划中设定了限售解除的业绩考核要求，包括营收、ROE 和 EVA 改善值。营收目标以 2020 年为基数，2022/2023/2024 年营收复合增长率分别达到 10%/11%/12%，ROE 目标要求 2022/2023/2024 年分别不低于 10.2%/10.5%/10.8%，且在此基础上营收和 ROE 均不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值。近三年公司业绩平稳增长，2018~2020 年营收复合增速为 3.50%，公司首次实施股权激励计划，将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合，有望激发公司发展潜力，有利于公司长远发展。

显示面板材料步入上行通道，公司将充分受益于 OLED 材料未来发展

面板行业作为中国半导体崛起的关键一环，逐渐迎来黄金时期，2020 年我国 LCD 产能占全球产能的 50%，公司占全球 TFT 液晶单体市场的 15% 以上；另一方面，OLED 显示技术正逐步取代 LCD，目前我国 OLED 产能全球占比超 10%，预计 2022 年产能超过 1000 万平方米，占据全球近 30% 的产能。公司目前拥有 LCD 中间体产能 450 吨/年、单体产能 150 吨/年，以及在建的 OLED 材料产能 350 吨/年，未来随着在建项目的落地，LCD 产能持续向国内聚集，公司盈利能力将进一步增强。

国六全面实施在即，后处理企业确定性倍增

2021 年 7 月 1 日，我国在重柴领域开始实施国六排放标准，预计 2023 年将实现国六的全面实施。印度 BS6 标准已于 2020 年施行，中印两国的轻、重型车尾气处理市场将至少是目前的 2~3 倍，到 2023 年我国沸石分子筛需求量有望新增 5550 吨。公司作为高端沸石环保材料世界第二大供应商，目前拥有沸石产能 5850 万吨，在建产能 7000 吨，随着沸石系列环保材料项目的陆续建设并投产，环保材料板块将迎来迅速发展新阶段。

三、投资建议

公司拥有强大的研发能力，为国内 OLED 材料和沸石分子筛两大行业的先行者，中短期看好公司沸石新建产能的释放，长期看好 OLED 材料板块及大健康板块的业务布局，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 6.98、8.62、10.93 亿元，对应 PE 为 23、19、15 倍，参考 CS 其他化学制品 II 板块平均 65 倍估值，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

四、风险提示：

股权激励实施不及预期，下游需求不及预期，产能释放不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,918	3,736	4,640	5,550
增长率(%)	1.7%	28.0%	24.2%	19.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	505	698	862	1,093
增长率(%)	-0.4%	38.3%	23.5%	26.8%
每股收益(元)	0.56	0.77	0.95	1.20
PE(现价)	31.4	22.9	18.6	14.6
PB	3.1	2.7	2.4	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

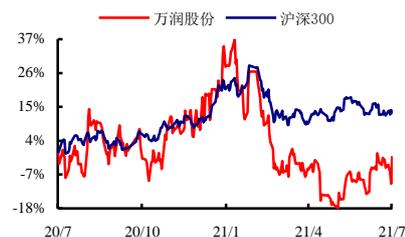
当前价格： 17.61 元

交易数据

2021-7-16

近 12 个月最高/最低(元)	24.71/14.75
总股本(百万股)	909
流通股本(百万股)	894
流通股比例(%)	98.38
总市值(亿元)	160
流通市值(亿元)	158

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001

电话： 010-85127632

邮箱： lifengyjs@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,918	3,736	4,640	5,550
营业成本	1,608	2,107	2,617	3,053
营业税金及附加	21	29	34	42
销售费用	114	164	197	235
管理费用	230	300	372	444
研发费用	250	301	378	455
EBIT	695	834	1,041	1,322
财务费用	56	5	2	(4)
资产减值损失	(38)	0	0	0
投资收益	5	7	6	6
营业利润	633	857	1,068	1,355
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	630	855	1,066	1,353
所得税	79	105	133	168
净利润	551	751	934	1,186
归属于母公司净利润	505	698	862	1,093
EBITDA	934	1,118	1,352	1,657
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	555	755	1144	1989
应收账款及票据	565	656	815	991
预付款项	12	21	26	29
存货	1193	1567	1971	2175
其他流动资产	66	66	66	66
流动资产合计	2914	3579	4557	5777
长期股权投资	20	27	33	40
固定资产	1623	1799	1926	2052
无形资产	406	506	607	701
非流动资产合计	3752	4050	4187	4319
资产合计	6667	7630	8744	10097
短期借款	418	418	418	418
应付账款及票据	383	506	626	732
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	1022	1234	1415	1582
长期借款	111	111	111	111
其他长期负债	59	59	59	59
非流动负债合计	173	173	173	173
负债合计	1196	1408	1588	1756
股本	909	909	909	909
少数股东权益	308	361	433	525
股东权益合计	5471	6222	7156	8341
负债和股东权益合计	6667	7630	8744	10097

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	1.7%	28.0%	24.2%	19.6%
EBIT 增长率	7.3%	19.9%	24.9%	27.0%
净利润增长率	-0.4%	38.3%	23.5%	26.8%
盈利能力				
毛利率	44.9%	43.6%	43.6%	45.0%
净利润率	17.3%	18.7%	18.6%	19.7%
总资产收益率 ROA	7.6%	9.1%	9.9%	10.8%
净资产收益率 ROE	9.8%	11.9%	12.8%	14.0%
偿债能力				
流动比率	2.9	2.9	3.2	3.7
速动比率	1.7	1.6	1.8	2.3
现金比率	1.0	1.0	1.2	1.6
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	58.7	58.4	58.3	58.4
存货周转天数	265.3	235.7	243.3	244.5
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.8	0.9	1.2
每股净资产	5.7	6.4	7.4	8.6
每股经营现金流	0.6	0.9	0.9	1.5
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	31.4	22.9	18.6	14.6
PB	3.1	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	13.5	11.1	8.9	6.9
股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	551	751	934	1,186
折旧和摊销	276	284	311	335
营运资金变动	(300)	(253)	(409)	(207)
经营活动现金流	557	790	845	1,322
资本开支	658	576	442	463
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(968)	(576)	(442)	(463)
股权募资	173	0	0	0
债务募资	324	0	0	0
筹资活动现金流	290	(14)	(14)	(14)
现金净流量	(121)	200	389	845

分析师简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。