

万润股份 (002643)

证券研究报告

2021年07月19日

实施股权激励，坚定成长信心

计划实施股权激励，主要核心人员参与

公司披露限制性股票激励计划草案，拟向 621 位激励对象授予限制性股票 2165 万股，占公司股本总额的 2.3814%，授予价格为 9.78 元/股；激励对象包括董事长在内 9 名高管和 50 名中层管理人员，及核心科技、业务人员。此次股权激励为历年来首次，彰显出央企子公司在管理方法上积极的尝试。

考核要求包括营收、ROE 和 EVA 改善值

股权激励计划授予的限制性股票，分年度进行业绩考核并解除限售，以达到业绩考核目标作为激励对象的解除限售条件，考核目标包括营业收入增长、净资产收益率及经济增加值改善值三项目标。营业收入目标以 2020 年为基数，2022-2024 年复合增长率超过 10%/11%/12%，净资产收益率 2022-2024 年分别不低于 10.2%/10.5%/10.8%，并要求经济增加值改善值均大于 0。在具体目标数值考核的基础上，营收复合增速及 ROE 考核要求不低于同行业平均水平及对标企业 75 分位数。

我们将营收目标进行分解和计算，以 2020 年营业收入 29.18 亿元为基数，达到激励要求的 2022-2024 年营业收入目标分别为 35.31/39.91/45.92 亿元。按照 ROE 目标 10.2%/10.5%/10.8%，及公司 2020 年 0.46 资产周转率和 1.26 权益乘数计算，粗略测算 2022-2024 年净利润目标为 6.21/7.23/8.56 亿元，对应以 2020 年为基数，2024 年净利润复合增长率将达到 11.62%。

产生激励费用影响较小，积极意义影响深远

虽然股权激励会产生一定费用，但对公司收入、利润影响有限，而对于央企子公司而言，积极的意义则更加深远。按照公司初步测算，2021-2025 年因股权激励产生成本总和约 1.35 亿元，2022-2024 年产生费用约为 4,855.66/4,299.28/2,259.24 万元，若按上述利润目标测算，该笔费用占净利润比例均不超过 8%。而考虑产生的股权激励费用，公司实际净利润水平则将达到更高要求，2024 年实际目标净利润复合增速将超过 12%。

万润股份为央企中节能集团控股子公司，央企在发展过程中难免遇到激励不足导致的发展经营性问题，而首次对于多数中高层管理人员和核心技术人员的激励，有望激发公司发展潜力，管理层有望通过持股，更加重视公司业务发展，长期的意义更加深远。

盈利预测及投资建议：因股权激励费用、柴油车国家标准升级后需求可能存在的下滑等因素，我们下调公司盈利预期。预计公司 2021-2023 年盈利预测为 6.6、7.4 和 8.6 亿元（前值 7.1、8.2 和 9.2 亿元），对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.72、0.81、0.95 元/股，维持目标价至 22 元，维持“买入”评级。

风险提示：股权激励计划变更；公司激励目标不达预期；国六柴油车销售不利影响沸石出货；出口受运输价格高涨影响；

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	3,461.58	4,357.39	5,173.85
增长率(%)	9.06	1.67	18.62	25.88	18.74
EBITDA(百万元)	1,186.56	1,224.86	924.54	1,053.97	1,211.12
净利润(百万元)	506.71	504.71	658.68	735.88	860.40
增长率(%)	14.00	(0.39)	30.51	11.72	16.92
EPS(元/股)	0.56	0.56	0.72	0.81	0.95
市盈率(P/E)	30.29	30.41	23.30	20.85	17.84
市净率(P/B)	3.18	2.97	2.75	2.53	2.32
市销率(P/S)	5.35	5.26	4.43	3.52	2.97
EV/EBITDA	11.17	15.92	15.88	14.20	11.60

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	17.61 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)	16,009.84
流通 A 股市值(百万元)	15,750.57
每股净资产(元)	5.83
资产负债率(%)	20.87
一年内最高/最低(元)	25.08/14.51

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

- 《万润股份-年报点评报告:谁无暴风劲雨时，守得云开见月明》2021-03-29
- 《万润股份-季报点评:沸石带动业绩增速提升》2019-10-27
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	704.48	555.00	855.07	828.74	1,623.04
应收票据及应收账款	401.25	565.15	568.76	605.93	788.86
预付账款	22.24	12.16	28.45	25.99	38.20
存货	1,178.00	1,192.79	1,123.09	2,128.25	1,562.42
其他	236.55	589.38	654.42	618.02	627.54
流动资产合计	2,542.50	2,914.49	3,229.80	4,206.93	4,640.05
长期股权投资	22.41	19.65	19.65	19.65	19.65
固定资产	1,419.25	1,622.58	1,997.51	2,227.61	2,367.82
在建工程	909.76	973.40	704.04	512.42	397.45
无形资产	250.04	410.44	388.12	365.81	343.49
其他	763.70	726.33	718.75	718.33	718.06
非流动资产合计	3,365.17	3,752.40	3,828.07	3,843.83	3,846.48
资产总计	5,907.68	6,666.89	7,057.87	8,050.75	8,486.53
短期借款	200.00	417.93	300.00	491.44	300.00
应付票据及应付账款	391.80	383.49	384.71	683.56	622.70
其他	249.12	220.91	282.43	248.00	313.67
流动负债合计	840.92	1,022.33	967.14	1,423.00	1,236.37
长期借款	4.23	110.72	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	48.80	62.71	51.05	54.19	55.98
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	1,118.19	1,577.18	1,392.35
少数股东权益	195.10	307.89	352.11	415.03	484.99
股本	909.13	909.13	909.13	909.13	909.13
资本公积	2,078.94	2,174.03	2,174.03	2,174.03	2,174.03
留存收益	3,842.54	4,256.88	4,678.44	5,149.41	5,700.06
其他	(2,011.98)	(2,176.81)	(2,174.03)	(2,174.03)	(2,174.03)
股东权益合计	5,013.73	5,471.13	5,939.68	6,473.57	7,094.19
负债和股东权益总计	5,907.68	6,666.89	7,057.87	8,050.75	8,486.53

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	533.83	551.19	658.68	735.88	860.40
折旧摊销	236.53	238.81	116.75	133.83	147.07
财务费用	(2.80)	45.37	7.95	7.25	1.91
投资损失	(8.37)	(4.76)	(4.76)	(4.76)	(4.76)
营运资金变动	217.99	(295.75)	43.63	(735.53)	368.01
其它	(220.02)	23.80	46.55	63.99	71.55
经营活动现金流	757.16	558.66	868.80	200.66	1,444.19
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	593.62	402.22
股权融资	31.35	(30.55)	(5.18)	(7.25)	(1.91)
其他	(210.20)	(210.61)	(770.44)	(668.12)	(904.95)
筹资活动现金流	27.45	289.82	(373.49)	(81.76)	(504.64)
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)	300.08	(26.34)	794.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,870.13	2,918.11	3,461.58	4,357.39	5,173.85
营业成本	1,618.83	1,608.45	1,890.15	2,479.99	2,970.60
营业税金及附加	18.57	21.07	29.92	32.44	40.20
营业费用	128.68	113.61	134.76	169.64	201.43
管理费用	236.77	229.87	307.30	386.83	459.31
研发费用	219.28	249.88	296.41	373.12	443.03
财务费用	(13.65)	55.92	7.95	7.25	1.91
资产减值损失	(76.41)	(37.58)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.33	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.37	4.76	4.76	4.76	4.76
其他	117.73	38.46	(9.52)	(9.52)	(9.52)
营业利润	611.97	633.34	799.84	912.89	1,062.13
营业外收入	1.03	2.58	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.17	5.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	611.83	630.38	799.84	912.89	1,062.13
所得税	78.01	79.19	94.61	113.02	130.19
净利润	533.83	551.19	705.23	799.87	931.95
少数股东损益	27.12	46.48	46.55	63.99	71.55
归属于母公司净利润	506.71	504.71	658.68	735.88	860.40
每股收益(元)	0.56	0.56	0.72	0.81	0.95

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	9.06%	1.67%	18.62%	25.88%	18.74%
营业利润	21.90%	3.49%	26.29%	14.13%	16.35%
归属于母公司净利润	14.00%	-0.39%	30.51%	11.72%	16.92%
获利能力					
毛利率	43.60%	44.88%	45.40%	43.09%	42.58%
净利率	17.65%	17.30%	19.03%	16.89%	16.63%
ROE	10.52%	9.78%	11.79%	12.15%	13.02%
ROIC	13.39%	14.12%	14.60%	16.37%	16.45%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	15.13%	17.94%	15.84%	19.59%	16.41%
净负债率	-9.94%	-0.44%	-7.63%	-3.63%	-17.21%
流动比率	3.02	2.85	3.34	2.96	3.75
速动比率	1.62	1.68	2.18	1.46	2.49

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
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	2.99	2.68	2.80
总资产周转率	0.52	0.46	0.50	0.58	0.63

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.56	0.56	0.72	0.81	0.95
每股经营现金流	0.83	0.61	0.96	0.22	1.59
每股净资产	5.30	5.68	6.15	6.66	7.27

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	30.29	30.41	23.30	20.85	17.84
市净率	3.18	2.97	2.75	2.53	2.32
EV/EBITDA	11.17	15.92	15.88	14.20	11.60
EV/EBIT	13.93	19.75	18.18	16.26	13.20

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