

利润显著增长，沸石放量在即

万润股份(002643)

评级:	买入	股票代码:	002643
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	25.08/14.51
目标价格:		总市值(亿)	180.37
最新收盘价:	19.84	自由流通市值(亿)	177.72
		自由流通股数(百万)	895.75

事件概述

2021年8月20日，公司发布2021年半年报，报告期内实现营业总收入18.10亿元，同比+45.19%；归母净利润3.01亿元，同比+39.15%。Q2单季度实现营收10.23亿元，同比+76.97%，归母净利润1.69亿元，同比+83.74%。上半年经营活动产生的现金流量净额7.11亿元，同比+77.97%。

分析判断:

► 上半年订单量增长，营收及利润增长明显

公司上半年营收增长45%，主要由于订单量增长，其中功能性材料类产品（占总营收73.83%）营收同比增长38.81%，大健康类产品（占总营收25.59%）营收同比增长69.59%。公司产品主要涉及三个领域：显示材料、环保材料和大健康产业，公司显示材料主要包括高端液晶单体材料和中间体材料，OLED成品材料、升华前单体材料和中间体材料。公司是全球液晶市场上最大的高端液晶单体供应商，液晶单体材料主要供给德国和日本的混晶厂商。根据Wind数据，今年上半年，全球液晶电视面板出货量同比增长1.23%，液晶显示器面板出货量同比增长5.69%，并且随着液晶面板大尺寸化趋势，消耗的液晶材料的量增速更高，公司销售量随之上升。全部产品毛利率略微下降及四项费用率提升，造成归母净利润增速低于营收增速。固定资产增加源于环保材料建设项目、万润工业园一期B01项目部分转固，万润工业园一期B02项目、万润工业园二期VH项目、OLED显示材料及其他功能性材料项目工程进度分别80%、50%、2.6%。

► 环保沸石材料进入需求爆发期，助推公司业绩

公司生产的沸石材料主要应用于欧六及同级别标准的柴油车尾气处理领域，公司与全球汽车尾气净化催化剂龙头庄信万丰深度绑定，庄信万丰在柴油车尾气治理领域的市场份额超过50%，万润股份沸石产品供给庄信万丰，是庄信万丰沸石的主要供应商。我国柴油车于今年7月1日开始执行国六标准，国内汽车尾气排放用沸石环保材料需求空间得以释放，公司沸石产品产销量将迈上新台阶。

► 积极布局高端新材料，未来可期

公司在OLED材料方面主要生产OLED中间体和升华前单体，OLED成品材料的核心专利有较高的技术壁垒，目前核心专利主要集中在韩国、日本、德国及美国等国家的厂商，国内在产业链中主要参与OLED中间体和升华前单体环节的生产。未来随着国内OLED面板生产技术的不断成熟及解决专利材料“卡脖子”问题的国家战略部署，国内高端OLED升华前单体和自主知识产权OLED材料有望迎来发展机遇，公司已有OLED成品材料通过下游厂商的验证。公司同时布局聚酰亚胺材料、光刻胶材料、锂电池电解液添加剂等领域，短期内虽未对公司业绩有明显贡献，但为公司未来的长期发展做好准备。

投资建议

公司具有优秀的研发与自主创新能力，我们看好公司成长性，根据公司最新的财务报告对盈利预测进行微调，预计2021-2023年公司营业收入分别为41.87亿元、48.01亿元、51.91亿元，同比增速分别为43.5%、14.7%、8.1%，归母净利润分别为7.25亿元、8.67亿元、10.25亿元（原2021-2022年预测值为7.36、8.51亿元），同比增速分别为43.6%、19.6%、18.3%，EPS分别为0.80元、0.95元、1.13元，目前股价对应PE分别为25X、21X、18X。维持“买入”评级。

风险提示

新建项目建设进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,870	2,918	4,187	4,801	5,191
YoY (%)	9.1%	1.7%	43.5%	14.7%	8.1%
归母净利润(百万元)	507	505	725	867	1,025
YoY (%)	14.0%	-0.4%	43.6%	19.6%	18.3%
毛利率 (%)	43.6%	44.9%	41.1%	42.0%	43.7%
每股收益 (元)	0.56	0.56	0.80	0.95	1.13
ROE	10.5%	9.8%	12.0%	12.3%	12.6%
市盈率	35.60	35.74	24.89	20.81	17.60

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,918	4,187	4,801	5,191	净利润	551	747	903	1,079
YoY (%)	1.7%	43.5%	14.7%	8.1%	折旧和摊销	239	320	326	335
营业成本	1,608	2,466	2,784	2,920	营运资金变动	-300	-475	-318	-129
营业税金及附加	21	30	35	37	经营活动现金流	559	616	928	1,283
销售费用	114	175	194	214	资本开支	-658	-618	-100	-100
管理费用	230	335	382	414	投资	0	-10	-20	-30
财务费用	56	30	23	1	投资活动现金流	-968	-615	-107	-117
资产减值损失	-38	0	0	0	股权募资	173	0	0	0
投资收益	5	12	12	12	债务募资	594	295	-546	-166
营业利润	633	851	1,031	1,231	筹资活动现金流	290	74	-801	-439
营业外收支	-3	0	0	0	现金净流量	-151	75	20	728
利润总额	630	851	1,031	1,231					
所得税	79	104	128	152	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	551	747	903	1,079	成长能力				
归属于母公司净利润	505	725	867	1,025	营业收入增长率	1.7%	43.5%	14.7%	8.1%
YoY (%)	-0.4%	43.6%	19.6%	18.3%	净利润增长率	-0.4%	43.6%	19.6%	18.3%
每股收益	0.56	0.80	0.95	1.13	盈利能力				
					毛利率	44.9%	41.1%	42.0%	43.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	18.9%	17.8%	18.8%	20.8%
货币资金	555	630	650	1,378	总资产收益率 ROA	7.6%	9.0%	10.0%	10.5%
预付款项	12	25	29	28	净资产收益率 ROE	9.8%	12.0%	12.3%	12.6%
存货	1,193	1,728	2,001	2,092	偿债能力				
其他流动资产	1,155	1,323	1,531	1,636	流动比率	2.85	2.39	3.66	5.04
流动资产合计	2,914	3,706	4,212	5,134	速动比率	1.67	1.26	1.90	2.96
长期股权投资	20	20	20	20	现金比率	0.54	0.41	0.57	1.35
固定资产	1,623	2,164	2,207	2,271	资产负债率	17.9%	21.3%	15.2%	12.2%
无形资产	406	389	372	355	经营效率				
非流动资产合计	3,752	4,372	4,496	4,642	总资产周转率	0.44	0.52	0.55	0.53
资产合计	6,667	8,078	8,708	9,776	每股指标 (元)				
短期借款	418	713	166	0	每股收益	0.56	0.80	0.95	1.13
应付账款及票据	383	533	646	668	每股净资产	5.68	6.63	7.72	8.98
其他流动负债	221	304	337	351	每股经营现金流	0.61	0.68	1.02	1.41
流动负债合计	1,022	1,549	1,150	1,019	每股股利	0.21	0.20	0.25	0.29
长期借款	111	111	111	111	估值分析				
其他长期负债	63	63	63	63	PE	35.74	24.89	20.81	17.60
非流动负债合计	173	173	173	173	PB	3.83	2.99	2.57	2.21
负债合计	1,196	1,722	1,323	1,192					
股本	909	909	909	909					
少数股东权益	308	330	366	420					
股东权益合计	5,471	6,355	7,385	8,584					
负债和股东权益合计	6,667	8,078	8,708	9,776					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。