

# 万润股份 (002643)

证券研究报告

2021年08月22日

## 历史新高，迎接新征程

**事件：**万润股份发布半年报，2021年上半年实现营业收入18.1亿元，同比+45.19%；归母净利润3.01亿元，同比+39.15%；EPS 0.33元/股，同比+37.5%；其中Q2实现营业收入10.2亿元，同比+76.97%，环比+30.06%，归母净利润1.69亿元，同比+83.75%，环比+28.47%。收入、利润均创新高。

### 收入、利润创新高，沸石支撑增长，显示需求大增，大健康更加惊喜

上半年收入结构来看，主要业务功能性材料收入同比+38.81%，提供主要增量，沸石材料一季度订单在二季度充分释放，液晶上半年面板需求高增，OLED方面九目化学收入增长29%，子公司三月光电仍处亏损状态；而大健康类则快速发力，创造69.59%的收入增涨，其中MP上半年创造3.72亿收入、0.44亿净利润。公司整体二季度，收入/利润均创历史新高，收入/利润同比高增76.97%/83.75%，环比增长30.06%/28.47%。根据我们以上分析，一季度订单在二季度兑现收入和利润为公司二季度高增的主要原因。

### 报表端：环保材料转固，一季度订单完成收入转换，现金流继续优质

二季度固定资产环比增加4.4亿，B01和沸石项目完成转固，已正常生产形成收入；一季度高增的存货和合同负债均下降，体现订单已在二季度转化为收入，二季度较一季度环比存货下降1.2亿，合同负债下降1.2亿，收入增加2.4亿元，一季度订单已在二季度实现；经营活动现金流方面，连续两个季度超过3亿元净现金流，体现出收入到回款良性的现金流循环。

### 九目员工持股、万润股权激励双双落地，公司迎改革迎“新征程”

万润和九目两项股权激励计划落地，长期发展意义深远。中报当晚，公司通过了《关于控股子公司实施员工持股计划的公告》，对子公司九目化学实施员工持股计划股权认购，认购对象主要为九目化学的董事会、高管和核心人员不超过188人，对子公司九目化学形成有效的激励。除子公司九目化学外，7月万润也推出了股权激励计划，我们在报告《实施股权激励，坚定成长信心》中解读了该计划，认为公司成立以来的首次股权激励，彰显出央企子公司在管理方法上积极的尝试，对公司长期发展具备深远意义。

### 聚酰亚胺、光刻胶和锂电材料为长期成长关注点，长期发展“新征程”

公司依托优秀的化学合成能力，长期布局PI、PR和电解液添加剂等新材料，虽仍未产生重大收入贡献，但在半导体、新能源领域快速增长的大背景下，我们一直强调公司以时间换空间，未来有望接力面板材料和环保材料，成为公司下一个十年的利润核心增长点。

**盈利预测：**我们维持公司盈利预期，预计2021-2023年归母净利润为6.6/7.4/8.6亿元，维持目标价22元，并维持“买入”评级

**风险提示：**疫情导致出口受影响；汇率波动造成损失；股权激励计划变更

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)	33.16	33.29	25.51	22.83	19.53
市净率(P/B)	3.49	3.25	3.01	2.77	2.54
市销率(P/S)	5.85	5.76	4.85	3.86	3.25
EV/EBITDA	11.17	15.92	17.45	15.58	12.80

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	18.04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)	895.75
A股总市值(百万元)	16,400.76
流通A股市值(百万元)	16,159.41
每股净资产(元)	5.79
资产负债率(%)	21.40
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

- 1 《万润股份-公司点评:实施股权激励，坚定成长信心》2021-07-19
- 2 《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
- 3 《万润股份-季报点评:沸石带动业绩增速提升》2019-10-27

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>2,542.50</b>	<b>2,914.49</b>	<b>3,229.80</b>	<b>4,206.93</b>	<b>4,640.05</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,365.17</b>	<b>3,752.40</b>	<b>3,828.07</b>	<b>3,843.83</b>	<b>3,846.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,907.68</b>	<b>6,666.89</b>	<b>7,057.87</b>	<b>8,050.75</b>	<b>8,486.53</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>840.92</b>	<b>1,022.33</b>	<b>967.14</b>	<b>1,423.00</b>	<b>1,236.37</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>53.03</b>	<b>173.43</b>	<b>151.05</b>	<b>154.19</b>	<b>155.98</b>
<b>负债合计</b>	<b>893.95</b>	<b>1,195.75</b>	<b>1,118.19</b>	<b>1,577.18</b>	<b>1,392.35</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,013.73</b>	<b>5,471.13</b>	<b>5,939.68</b>	<b>6,473.57</b>	<b>7,094.19</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,907.68</b>	<b>6,666.89</b>	<b>7,057.87</b>	<b>8,050.75</b>	<b>8,486.53</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>757.16</b>	<b>558.66</b>	<b>868.80</b>	<b>200.66</b>	<b>1,444.19</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(737.67)</b>	<b>(968.32)</b>	<b>(195.24)</b>	<b>(145.24)</b>	<b>(145.24)</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>27.45</b>	<b>289.82</b>	<b>(373.49)</b>	<b>(81.76)</b>	<b>(504.64)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>46.94</b>	<b>(119.84)</b>	<b>300.08</b>	<b>(26.34)</b>	<b>794.30</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>2,870.13</b>	<b>2,918.11</b>	<b>3,461.58</b>	<b>4,357.39</b>	<b>5,173.85</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>611.97</b>	<b>633.34</b>	<b>799.84</b>	<b>912.89</b>	<b>1,062.13</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>611.83</b>	<b>630.38</b>	<b>799.84</b>	<b>912.89</b>	<b>1,062.13</b>
所得税	78.01	79.19	94.61	113.02	130.19
<b>净利润</b>	<b>533.83</b>	<b>551.19</b>	<b>705.23</b>	<b>799.87</b>	<b>931.95</b>
少数股东损益	27.12	46.48	46.55	63.99	71.55
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>506.71</b>	<b>504.71</b>	<b>658.68</b>	<b>735.88</b>	<b>860.40</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.16	33.29	25.51	22.83	19.53
市净率	3.49	3.25	3.01	2.77	2.54
EV/EBITDA	11.17	15.92	17.45	15.58	12.80
EV/EBIT	13.93	19.75	19.98	17.84	14.57

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