

证券研究报告—动态报告

基础化工

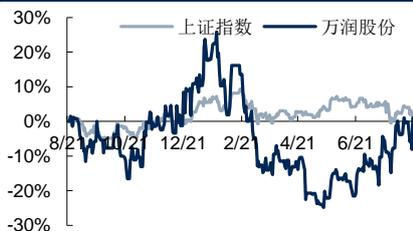
化学原料

万润股份(002643)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 8 月 22 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 909/896 |
| 总市值/流通(百万元) | 18,037/17,772 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,427/14,254 |
| 12个月最高/最低(元) | 25.08/14.51 |

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379

E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041

E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

业绩略超预期, 长期激励助推公司发展

● 2021H1 业绩略超预期, Q2 同比、环比大幅增长

公司 2021H1 营收 18.10 亿元 (YoY+45.19%), 归母净利润 3.01 亿元 (YoY+39.15%), 业绩略超预期。2021Q2 单季度营收 10.23 亿元 (YoY+76.97%, QoQ+30.06%), 归母净利润 1.69 亿元 (YoY+83.74%, QoQ+28.47%), 单季度营收与利润均创历史新高。受益于欧美疫情缓和带来的需求恢复, 2021H1 公司境外、境内分别实现营收 14.54 亿元 (YoY+51.10%)、3.56 亿元 (YoY+25.22%)。公司 21H1 毛利率为 39.63% (YoY-3.26pct); 费用率为 17.57% (YoY-3.16pct); 净利率为 18.49% (YoY-1.22pct)。

● 受益海外疫情恢复, 功能性材料、大健康业务营收大增

分板块来看, 2021H1 公司功能性材料营收 13.36 亿元 (YoY+38.81%), 毛利率为 40.90% (YoY-3.26pct), 功能性材料主要包括液晶材料、OLED 材料、沸石系列环保材料, 近年来公司在聚酰亚胺材料、光刻胶材料、锂电池电解液添加剂等多个领域积极布局, 其中子公司九目化学 21H1 营收、净利润分别为 2.59 亿元 (YoY+29.98%)、6926 万元 (YoY+16.43%); 大健康业务营收 4.63 亿元 (YoY+69.59%), 毛利率为 36.65% (YoY-2.61pct), 受益于子公司 MP 公司快速增长, MP 公司从事生命科学和体外诊断产品生产与销售, 21H1 营收、净利润分别为 3.72 亿元、4403 万元。

● 推进股权激励计划, 助推公司长期发展

公司于 7 月 16 日发布《2021 年限制性股票激励计划(草案)》, 拟授予 621 名激励对象限制性股票 2165 万股, 授予价格为 9.78 元/股。公司于 8 月 20 日发布公告, 子公司九目化学拟采取增资扩股方式实施员工持股计划。增资认购新增股份不超过 1335 万股, 占增资扩股后股份总额的比例不超过 7.12%; 认购价格 6.18 元/股, 认购完成后仍为九目化学控股股东, 持股比例不低于 45.33%。

● 风险提示: 原材料价格波动的风险; 下游需求不及预期的风险。
● 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。

我们预计 2021-23 年归母净利润 6.46/7.85/9.43 亿, 对应 EPS 为 0.71/0.86/1.04 元, 目前 PE 为 27.9/23.0/19.1X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

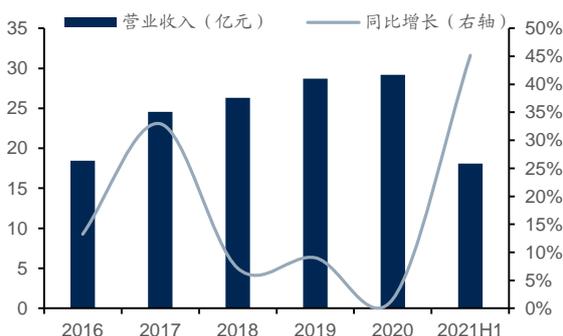
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,870 | 2,918 | 3,806 | 4,562 | 5,282 |
| (+/-%) | 9.1% | 1.7% | 30.4% | 19.9% | 15.8% |
| 净利润(百万元) | 507 | 505 | 646 | 785 | 943 |
| (+/-%) | 14.0% | -0.4% | 28.1% | 21.5% | 20.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.56 | 0.56 | 0.71 | 0.86 | 1.04 |
| EBIT Margin | 30.2% | 32.4% | 21.5% | 21.6% | 22.6% |
| 净资产收益率(ROE) | 10.5% | 9.8% | 11.6% | 12.9% | 14.1% |
| 市盈率(PE) | 35.6 | 35.7 | 27.9 | 23.0 | 19.1 |
| EV/EBITDA | 17.2 | 16.3 | 18.9 | 15.6 | 13.2 |
| 市净率(PB) | 3.74 | 3.49 | 3.23 | 2.96 | 2.69 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

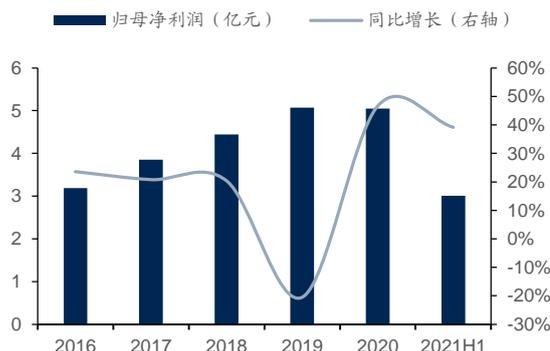
2021H1 业绩略超预期，Q2 同比、环比大幅增长。公司 2021H1 营收 18.10 亿元 (YoY+45.19%)，归母净利润 3.01 亿元 (YoY+39.15%)，业绩略超预期。2021Q2 单季度营收 10.23 亿元 (YoY+76.97%，QoQ+30.06%)，归母净利润 1.69 亿元 (YoY+83.74%，QoQ+28.47%)，单季度营收与利润均创历史新高。受益于欧美疫情缓和带来的需求恢复，2021H1 公司境外、境内分别实现营收 14.54 亿元 (YoY+51.10%)、3.56 亿元 (YoY+25.22%)。公司 21H1 毛利率为 39.63% (YoY-3.26pct)；费用率为 17.57% (YoY-3.16pct)；净利率为 18.49% (YoY-1.22pct)。

图 1：万润股份营业收入及增速



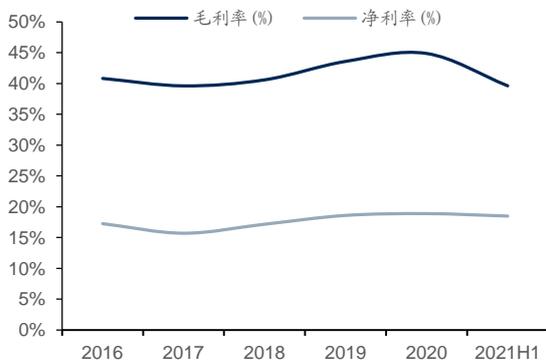
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：万润股份归母净利润及增速



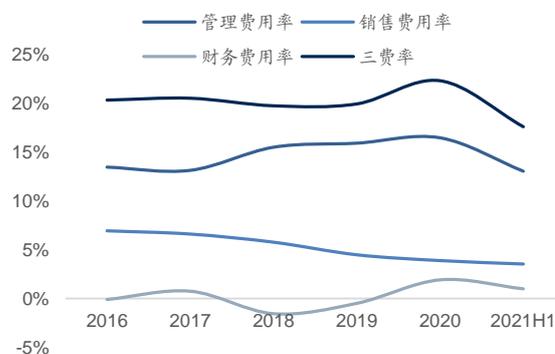
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3：万润股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：万润股份三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

受益海外疫情恢复，功能性材料、大健康业务营收大增。分板块来看，21H1 公司功能性材料营收 13.36 亿元 (YoY+38.81%)，毛利率为 40.90% (YoY-3.26pct)，功能性材料主要包括液晶材料、OLED 材料、沸石系列环保材料，近年来公司在聚酰亚胺材料、光刻胶材料、锂电池电解液添加剂等多个领域积极布局，其中子公司九目化学 21H1 营收、净利润分别为 2.59 亿元 (YoY+29.98%)、6926 万元 (YoY+16.43%)。

公司大健康业务 21H1 营收 4.63 亿元 (YoY+69.59%)，毛利率为 36.65% (YoY-2.61pct)，主要受益于子公司 MP 公司快速成长，MP 公司从事生命科学和体外诊断产品生产与销售，21H1 营收、净利润分别为 3.72 亿元、4403 万元。

图 5: 万润股份功能性材料营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 万润股份大健康业务营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

推进股权激励计划, 助推公司长期发展。公司于7月16日发布《2021年限制性股票激励计划(草案)》, 拟授予621名激励对象限制性股票2165万股, 授予价格为9.78元/股。公司于8月20日发布公告, 子公司九目化学拟采取增资扩股方式实施员工持股计划。增资认购新增股份不超过1335万股, 占增资扩股后股份总额的比例不超过7.12%; 认购价格6.18元/股, 认购完成后仍为九目化学控股股东, 持股比例不低于45.33%。

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。我们预计2021-23年归母净利润6.46/7.85/9.43亿, 对应EPS为0.71/0.86/1.04元, 目前PE为27.9/23.0/19.1X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 555 | 570 | 605 | 817 | 营业收入 | 2918 | 3806 | 4562 | 5282 |
| 应收款项 | 593 | 730 | 875 | 1013 | 营业成本 | 1608 | 2265 | 2713 | 3104 |
| 存货净额 | 1193 | 1712 | 2036 | 2332 | 营业税金及附加 | 21 | 27 | 32 | 37 |
| 其他流动资产 | 81 | 106 | 127 | 147 | 销售费用 | 114 | 145 | 173 | 190 |
| 流动资产合计 | 2914 | 3618 | 4142 | 4808 | 管理费用 | 230 | 553 | 659 | 760 |
| 固定资产 | 2596 | 2863 | 3088 | 3280 | 财务费用 | 56 | 16 | 20 | 18 |
| 无形资产及其他 | 406 | 386 | 366 | 345 | 投资收益 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 730 | 730 | 730 | 730 | 资产减值及公允价值变动 | 38 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 20 | 30 | 40 | 50 | 其他收入 | (299) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 6667 | 7627 | 8366 | 9213 | 营业利润 | 633 | 801 | 965 | 1174 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 420 | 600 | 600 | 600 | 营业外净收支 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 383 | 566 | 673 | 771 | 利润总额 | 630 | 801 | 965 | 1174 |
| 其他流动负债 | 219 | 348 | 414 | 474 | 所得税费用 | 79 | 96 | 116 | 141 |
| 流动负债合计 | 1022 | 1514 | 1688 | 1846 | 少数股东损益 | 46 | 70 | 90 | 120 |
| 长期借款及应付债券 | 111 | 111 | 111 | 111 | 归属于母公司净利润 | 505 | 635 | 759 | 913 |
| 其他长期负债 | 63 | 63 | 63 | 63 | | | | | |
| 长期负债合计 | 173 | 173 | 173 | 173 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 1196 | 1687 | 1861 | 2019 | 净利润 | 505 | 635 | 759 | 913 |
| 少数股东权益 | 308 | 364 | 436 | 532 | 资产减值准备 | (37) | 25 | 6 | 5 |
| 股东权益 | 5163 | 5576 | 6069 | 6662 | 折旧摊销 | 237 | 229 | 289 | 324 |
| 负债和股东权益总计 | 6667 | 7627 | 8366 | 9213 | 公允价值变动损失 | (38) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 财务费用 | 56 | 16 | 20 | 18 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (232) | (344) | (310) | (291) |
| 每股收益 | 0.56 | 0.70 | 0.84 | 1.00 | 其它 | 64 | 31 | 66 | 91 |
| 每股红利 | 0.23 | 0.24 | 0.29 | 0.35 | 经营活动现金流 | 499 | 575 | 810 | 1042 |
| 每股净资产 | 5.68 | 6.13 | 6.68 | 7.33 | 资本开支 | (487) | (500) | (500) | (500) |
| ROIC | 16% | 13% | 14% | 16% | 其它投资现金流 | (316) | (7) | 0 | 0 |
| ROE | 10% | 11% | 13% | 14% | 投资活动现金流 | (800) | (517) | (510) | (510) |
| 毛利率 | 45% | 41% | 41% | 41% | 权益性融资 | 173 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 32% | 21% | 22% | 23% | 负债净变化 | 106 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 41% | 27% | 28% | 29% | 支付股利、利息 | (207) | (222) | (266) | (319) |
| 收入增长 | 2% | 30% | 20% | 16% | 其它融资现金流 | 180 | 180 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 0% | 26% | 20% | 20% | 融资活动现金流 | 152 | (42) | (266) | (319) |
| 资产负债率 | 23% | 27% | 27% | 28% | 现金净变动 | (149) | 15 | 34 | 212 |
| 息率 | 1.1% | 1.2% | 1.5% | 1.8% | 货币资金的期初余额 | 704 | 555 | 570 | 605 |
| P/E | 35.7 | 28.4 | 23.8 | 19.8 | 货币资金的期末余额 | 555 | 570 | 605 | 817 |
| P/B | 3.5 | 3.2 | 3.0 | 2.7 | 企业自由现金流 | 344 | 103 | 345 | 581 |
| EV/EBITDA | 16.3 | 18.9 | 15.6 | 13.2 | 权益自由现金流 | 631 | 269 | 328 | 566 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032