

公司研究

沸石进入放量期，升华后材料终过验证

——万润股份（002643.SZ）2021年半年报点评

要点

事件

公司发布2021年半年报，报告期内实现营收18.1亿元，同比上升45%，实现归母净利润3.0亿元，同比增加39%；其中Q2单季实现营收10.2亿，同比提升77%、环比增加30%，实现归母净利润1.7亿，同比增加84%、环比增加29%。

点评

沸石分子筛步入快车道

随着国六标准的落地，国内沸石分子筛需求增长迅速。公司是全球领先的汽车尾气净化催化剂生产商庄信万丰的核心合作伙伴，是国内最大的车用沸石分子筛生产企业，现有产能5850吨，在建7000吨，拥有核心技术壁垒和规模优势。作为公司最主要的业绩来源，随着下游需求的持续提升，以及公司自身沸石分子筛产能的逐步投放，公司沸石业务将进入业绩释放期。

终端材料通过验证，成功进入 OLED 高端产业

作为国内 LCD 中间体和单体材料的龙头企业之一，公司目前具备中间体产能450吨/年、单体产能150吨/年，占全球 TFT 液晶单体市场20%以上。随着4K/8K超高清技术的发展与应用，LCD面板将继续占据显示面板市场的主要份额。同时，受益于下游平板显示器升级换代带来的需求攀升，全球 OLED 的市场份额也在逐步提高。整个 OLED 合成链中技术难度最高的环节是将材料升华提纯至电子级的过程（升华提纯），其核心专利目前主要掌握在韩国、日本、德国、美国手中。公司经过持续的研发投入和不懈努力，终于在升华材料方面打破了国外的垄断，现已有 OLED 终端材料通过下游厂商的验证。未来，在下游终端产品不断升级换代、需求不断提升的大环境下，公司有望在扩大自身中间体和粗单体市场份额的同时，补全国内 OLED 在单体材料生产上的短板；在强化中国 OLED 材料自主生产体系的同时，提升其全球市场竞争力。

盈利预测、估值与评级

我们维持对公司的盈利预测，预计公司2021-2023年净利润分别为7.06亿、8.65亿、10.87亿元。公司是国内最大的车用沸石分子筛生产企业，技术优势和规模优势显著，且显示材料将成为公司业绩的长期增长点，故维持“买入”评级。

风险提示：下游需求增速放缓风险，新项目投产进度不及预期风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,870	2,918	3,868	4,674	5,631
营业收入增长率	9.06%	1.67%	32.56%	20.84%	20.47%
净利润（百万元）	507	505	706	865	1,087
净利润增长率	14.00%	-0.39%	39.81%	22.58%	25.65%
EPS（元）	0.56	0.56	0.78	0.95	1.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.52%	9.78%	12.42%	13.72%	15.33%
P/E	38	38	28	23	18
P/B	4.0	3.8	3.4	3.1	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-23

买入（维持）

当前价：21.42元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

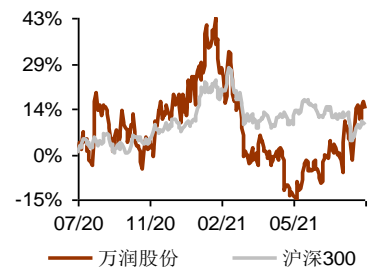
010-57378026

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.09
总市值(亿元)	194.74
一年最低/最高(元)	14.51/25.08
近3月换手率	82.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.25	19.47	11.59
绝对	13.27	13.27	13.27

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,870	2,918	3,868	4,674	5,631
营业成本	1,619	1,608	2,280	2,739	3,237
折旧和摊销	234	237	341	374	404
税金及附加	19	21	33	35	44
销售费用	129	114	182	204	243
管理费用	237	230	313	377	451
研发费用	219	250	304	375	459
财务费用	-14	56	-19	-8	2
投资收益	8	5	5	5	5
营业利润	612	633	804	991	1,243
利润总额	612	630	801	988	1,240
所得税	78	79	95	122	152
净利润	534	551	707	866	1,088
少数股东损益	27	46	1	1	1
归属母公司净利润	507	505	706	865	1,087
EPS(元)	0.56	0.56	0.78	0.95	1.20

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	757	559	785	635	725
净利润	507	505	706	865	1,087
折旧摊销	234	237	341	374	404
净营运资金增加	-139	252	420	745	947
其他	155	-435	-682	-1,349	-1,713
投资活动产生现金流	-738	-968	-553	-520	-495
净资本支出	-852	-658	-546	-500	-500
长期投资变化	-1	3	0	0	0
其他资产变化	116	-313	-7	-20	5
融资活动现金流	27	290	-52	38	-48
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	198	325	3	145	58
无息负债变化	185	-23	291	340	358
净现金流	55	-151	181	153	182

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	43.6%	44.9%	41.1%	41.4%	42.5%
EBITDA 率	34.1%	34.2%	29.0%	29.0%	29.2%
EBIT 率	25.9%	26.1%	20.2%	21.0%	22.0%
税前净利润率	21.3%	21.6%	20.7%	21.1%	22.0%
归母净利润率	17.7%	17.3%	18.2%	18.5%	19.3%
ROA	9.0%	8.3%	9.4%	10.1%	11.1%
ROE (摊薄)	10.5%	9.8%	12.4%	13.7%	15.3%
经营性 ROIC	13.3%	12.1%	11.5%	12.7%	14.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	15%	18%	20%	23%	24%
流动比率	3.02	2.85	3.21	3.33	3.83
速动比率	1.62	1.68	2.24	2.36	2.77
归母权益/有息债务	23.36	9.72	10.65	9.29	9.63
有形资产/有息债务	23.78	10.44	12.00	11.12	11.93

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,908	6,667	7,481	8,586	9,792
货币资金	704	555	736	889	1,071
交易性金融资产	177	493	493	493	493
应收帐款	401	551	576	696	839
应收票据	0	14	7	10	16
其他应收款 (合计)	19	30	35	41	52
存货	1,178	1,193	1,062	1,291	1,540
其他流动资产	40	66	581	1,017	1,535
流动资产合计	2,543	2,914	3,512	4,466	5,576
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	22	20	20	20	20
固定资产	1,419	1,623	1,978	2,219	2,393
在建工程	910	973	813	684	588
无形资产	250	406	366	329	296
商誉	694	649	649	649	649
其他非流动资产	12	12	24	24	24
非流动资产合计	3,365	3,752	3,969	4,120	4,216
总负债	894	1,196	1,489	1,974	2,390
短期借款	200	418	314	355	306
应付账款	392	383	492	636	741
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	32	0	16	24	17
其他流动负债	-5	-3	8	21	42
流动负债合计	841	1,022	1,095	1,343	1,458
长期借款	4	111	217	324	430
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	50	163	294	489
非流动负债合计	53	173	394	631	932
股东权益	5,014	5,471	5,991	6,612	7,402
股本	909	909	909	909	909
公积金	2,331	2,467	2,537	2,624	2,629
未分配利润	1,512	1,790	2,239	2,772	3,556
归属母公司权益	4,819	5,163	5,682	6,302	7,091
少数股东权益	195	308	309	310	311

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.48%	3.89%	4.71%	4.36%	4.32%
管理费用率	8.25%	7.88%	8.08%	8.07%	8.01%
财务费用率	-0.48%	1.92%	-0.48%	-0.17%	0.04%
研发费用率	7.64%	8.56%	7.85%	8.02%	8.14%
所得税率	13%	13%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.20	0.21	0.27	0.33	0.41
每股经营现金流	0.83	0.61	0.86	0.70	0.80
每股净资产	5.30	5.68	6.25	6.93	7.80
每股销售收入	3.16	3.21	4.25	5.14	6.19

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	38	38	28	23	18
PB	4.0	3.8	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	20.2	20.2	17.9	14.9	12.3
股息率	1.0%	1.0%	1.3%	1.5%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE