

万润股份 (002643)

证券研究报告

2021年10月28日

三季度收入利润超预期增长，新高再新高

事件：万润股份发布三季度报告，2021年前三季度实现营业收入32.25亿元，同比+65.41%；归母净利润4.93亿元，同比+41.34%；其中Q3实现营业收入14.15亿元，同比+101.25%，环比+38.32%，归母净利润1.91亿元，同比+44.92%，环比+13.13%。收入、利润连续创历史新高，增速超预期。

收入、利润环比持续增加，两因素或导致超预期

三季度公司分别实现营收/归母净利润14.15/1.91亿元，较已经创历史新高的二季度环比增长分别为38.32%/13.13%，其中收入增长亮眼，欧洲疫情推动子公司MP新冠快速诊断试剂销售增加，国六标准正式实施下，大量资产转固贡献增量，两方面因素是导致收入利润高增：

1、境外子公司MP新冠抗原快速检测试剂盒产品销量增加：随着欧美地区新冠病毒的继续蔓延，新冠病毒检测需求快速增长，收入端贡献较多增量；

2、国六标准7月1日正式实施：随着国六重型柴油车排放标准第一阶段于2021年7月1日全面实施，国内柴油发动机对于沸石需求或出现明显提升；而沸石资产转固为实现收入提供增量：二季度固定资产环比增加4.4亿，沸石项目完成转固，三季度固定资产环比再增2.57亿元，在建工程减少（转固+投资增加）2.00亿元，中报在建工程尚有沸石及工业园二期项目在建，沸石材料项目的转固带来的收入增长可能是收入增长的另一个原因；

低毛利产品利润占比提升、原材料成本抬升致三季度利润率环比下降

三季度公司销售毛利率32.79%，环比下滑6.63PCT，净利率14.51%，环比下滑3.67PCT，毛利率和净利率创2018年Q2以来新低，虽收入增长较快，但低毛利的新冠检测试剂利润贡献有限，叠加原材料价格上涨，影响公司净利润水平。

四费角度来看，单季度1.04亿元研发费用为历史最高水平，财务费用因汇兑原因较二季度大量减少，整体四费占收入比例为15.14%，为近年来最低水平，环比增加13.7%，与利润环比增长水平13.13%基本持平。

公司OLED及PI相关专利转让子公司三月，未来三月发展可期

公司三季报同时公布关于向控股子公司三月科技转让部分专利权及专利申请权的公告，转让OLED和PI等专利和申请权，转让价格为3,920万元，该举动有利于提升三月科技核心竞争力，为三月科技后续的产品开发提供技术储备和研发经验，为三月科技未来发展奠定良好的基础。

盈利预测：我们维持公司盈利预期，预计2021-2023年净利润为6.6/7.4/8.6亿元，考虑估值切换，调整2022目标价24.3元/股，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；原材料价格上行

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)	36.48	36.62	28.06	25.12	21.48
市净率(P/B)	3.84	3.58	3.31	3.05	2.80
市销率(P/S)	6.44	6.33	5.34	4.24	3.57
EV/EBITDA	11.17	15.92	19.27	17.17	14.19

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	20.95元
目标价格	24.3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)	19,046.34
流通A股市值(百万元)	18,766.06
每股净资产(元)	6.02
资产负债率(%)	19.90
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

张峰 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@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-半年报点评:历史新高高度，迎接新征程》2021-08-22
- 《万润股份-公司点评:实施股权激励，坚定成长信心》2021-07-19
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	704.48	555.00	855.07	828.74	1,623.04	营业收入	2,870.13	2,918.11	3,461.58	4,357.39	5,173.85
应收票据及应收账款	401.25	565.15	568.76	605.93	788.86	营业成本	1,618.83	1,608.45	1,890.15	2,479.99	2,970.60
预付账款	22.24	12.16	28.45	25.99	38.20	营业税金及附加	18.57	21.07	29.92	32.44	40.20
存货	1,178.00	1,192.79	1,123.09	2,128.25	1,562.42	营业费用	128.68	113.61	134.76	169.64	201.43
其他	236.55	589.38	654.42	618.02	627.54	管理费用	236.77	229.87	307.30	386.83	459.31
流动资产合计	2,542.50	2,914.49	3,229.80	4,206.93	4,640.05	研发费用	219.28	249.88	296.41	373.12	443.03
长期股权投资	22.41	19.65	19.65	19.65	19.65	财务费用	(13.65)	55.92	7.95	7.25	1.91
固定资产	1,419.25	1,622.58	1,997.51	2,227.61	2,367.82	资产减值损失	(76.41)	(37.58)	0.00	0.00	0.00
在建工程	909.76	973.40	704.04	512.42	397.45	公允价值变动收益	0.00	0.33	0.00	0.00	0.00
无形资产	250.04	410.44	388.12	365.81	343.49	投资净收益	8.37	4.76	4.76	4.76	4.76
其他	763.70	726.33	718.75	718.33	718.06	其他	117.73	38.46	(9.52)	(9.52)	(9.52)
非流动资产合计	3,365.17	3,752.40	3,828.07	3,843.83	3,846.48	营业利润	611.97	633.34	799.84	912.89	1,062.13
资产总计	5,907.68	6,666.89	7,057.87	8,050.75	8,486.53	营业外收入	1.03	2.58	0.00	0.00	0.00
短期借款	200.00	417.93	300.00	491.44	300.00	营业外支出	1.17	5.54	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	391.80	383.49	384.71	683.56	622.70	利润总额	611.83	630.38	799.84	912.89	1,062.13
其他	249.12	220.91	282.43	248.00	313.67	所得税	78.01	79.19	94.61	113.02	130.19
流动负债合计	840.92	1,022.33	967.14	1,423.00	1,236.37	净利润	533.83	551.19	705.23	799.87	931.95
长期借款	4.23	110.72	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	27.12	46.48	46.55	63.99	71.55
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	506.71	504.71	658.68	735.88	860.40
其他	48.80	62.71	51.05	54.19	55.98	每股收益(元)	0.56	0.56	0.72	0.81	0.95
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	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	195.10	307.89	352.11	415.03	484.99	成长能力					
股本	909.13	909.13	909.13	909.13	909.13	营业收入	9.06%	1.67%	18.62%	25.88%	18.74%
资本公积	2,078.94	2,174.03	2,174.03	2,174.03	2,174.03	营业利润	21.90%	3.49%	26.29%	14.13%	16.35%
留存收益	3,842.54	4,256.88	4,678.44	5,149.41	5,700.06	归属于母公司净利润	14.00%	-0.39%	30.51%	11.72%	16.92%
其他	(2,011.98)	(2,176.81)	(2,174.03)	(2,174.03)	(2,174.03)	获利能力					
股东权益合计	5,013.73	5,471.13	5,939.68	6,473.57	7,094.19	毛利率	43.60%	44.88%	45.40%	43.09%	42.58%
负债和股东权益总计	5,907.68	6,666.89	7,057.87	8,050.75	8,486.53	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					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	15.13%	17.94%	15.84%	19.59%	16.41%
净利润	533.83	551.19	658.68	735.88	860.40	净负债率	-9.94%	-0.44%	-7.63%	-3.63%	-17.21%
折旧摊销	236.53	238.81	116.75	133.83	147.07	流动比率	3.02	2.85	3.34	2.96	3.75
财务费用	(2.80)	45.37	7.95	7.25	1.91	速动比率	1.62	1.68	2.18	1.46	2.49
投资损失	(8.37)	(4.76)	(4.76)	(4.76)	(4.76)	营运能力					
营运资金变动	217.99	(295.75)	43.63	(735.53)	368.01	应收账款周转率	6.32	6.04	6.11	7.42	7.42
其它	(220.02)	23.80	46.55	63.99	71.55	存货周转率	2.87	2.46	2.99	2.68	2.80
经营活动现金流	757.16	558.66	868.80	200.66	1,444.19	总资产周转率	0.52	0.46	0.50	0.58	0.63
资本支出	789.21	603.07	211.66	146.86	148.21	每股指标(元)					
长期投资	1.16	(2.76)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.56	0.56	0.72	0.81	0.95
其他	(1,528.03)	(1,568.63)	(406.90)	(292.10)	(293.45)	每股经营现金流	0.83	0.61	0.96	0.22	1.59
投资活动现金流	(737.67)	(968.32)	(195.24)	(145.24)	(145.24)	每股净资产	5.30	5.68	6.15	6.66	7.27
债权融资	206.29	530.99	402.14	593.62	402.22	估值比率					
股权融资	31.35	(30.55)	(5.18)	(7.25)	(1.91)	市盈率	36.48	36.62	28.06	25.12	21.48
其他	(210.20)	(210.61)	(770.44)	(668.12)	(904.95)	市净率	3.84	3.58	3.31	3.05	2.80
筹资活动现金流	27.45	289.82	(373.49)	(81.76)	(504.64)	EV/EBITDA	11.17	15.92	19.27	17.17	14.19
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	13.93	19.75	22.06	19.67	16.15
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

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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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