

布局年产 65 吨光刻胶项目，持续看好公司未来发展

买入（维持）

2021 年 11 月 16 日

证券分析师 柳强

执业证号：S0600521050001

liuq@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 2918.11 | 3543.08 | 4316.91 | 5080.17 |
| 同比（%） | 2% | 21% | 22% | 18% |
| 归母净利润（百万元） | 504.71 | 677.32 | 831.22 | 999.11 |
| 同比（%） | 0% | 34% | 23% | 20% |
| 每股收益（元/股） | 0.56 | 0.73 | 0.89 | 1.07 |
| P/E（倍） | 38.88 | 30.62 | 24.95 | 20.76 |

股价走势



事件：2021 年 11 月 15 日，山东烟台市生态环境局经济技术开发区分局对公司《中节能万润股份有限公司年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目》环境影响评价文件受理进行公示。

链接：http://www.yeda.gov.cn/art/2021/11/15/art_50341_2939530.html

投资要点

- **发挥自身优势，加大光刻胶材料布局：**根据该项目环评报告，公司拟利用现有闲置厂房及设备生产 4 个系列光刻胶产品，年生产规模 65 吨，基本不新增固定资产投资。光刻胶主要是由光引发剂（包括光增感剂、光致产酸剂）、树脂、单体（活性稀释剂）、溶剂和其他助剂组成的对光敏感的混合液体。根据环评报告中原辅材料使用情况，我们预计本次光刻胶产品中包含 KrF、ArF 线系列产品。公司功能性材料板块业务板块有望继续壮大。公司的核心竞争力之一是合成技术，拥有境内外发明专利近四百项，并拥有超过 6000 种化合物的生产技术，其中 2000 余种产品已投入市场，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，我们认为每一块功能性材料都有潜力复制 OLED 材料从小到大的成长路径。
- **业绩重回增长，超市场预期：**2020 年 Q1-2021 年 Q3，公司单季度归母净利润分别为 1.24 亿元、0.92 亿元（疫情影响）、1.32 亿元、1.56 亿元、1.32 亿元、1.69 亿元、1.92 亿元，其中 2021 年 Q3 单季度业绩再创新高，超市场预期。我们分析主要受益于沸石、OLED、PI 单体、光刻胶单体等功能性材料业务增长以及 MP 公司业务改善。
- **继续完善激励机制，提高凝聚力：**继 7 月 16 日，公司发布《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 9.78 元/股。8 月 20 日，公司发布子公司九目化学员工持股计划，拟采取增资扩股的方式，实施员工持股计划。增资认购新增股份不超过 13,345,487 股，占本次增资扩股后股份总额的比例不超过 7.1176%；认购价格 6.18 元/股。
- **盈利预测与投资评级：**我们略上修公司 2021-2023 年归母净利润为 6.77 亿元（前值 6.57 亿元）、8.31 亿元（前值 8.14 亿元）和 9.99 亿元（前值 9.48 亿元），EPS 分别为 0.73 元、0.89 元和 1.07 元，对应 PE 分别为 31X、25X 和 21X。考虑公司拥有先进有机合成及提纯技术，在沸石、显示材料等领域具有领先优势，积极发力功能性材料业务，股权激励促进成长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、新项目投产进度及盈利不及预期、原料及产品价格波动。

市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 22.29 |
| 一年最低/最高价 | 14.33/24.77 |
| 市净率(倍) | 3.65 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 19966.37 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 6.02 |
| 资产负债率(%) | 19.90 |
| 总股本(百万股) | 930.34 |
| 流通 A 股(百万股) | 895.75 |

相关研究

- 1、《万润股份 (002643)：2021 年中报点评：业绩超预期，功能性材料中长期成长可期》2021-08-20
- 2、《万润股份 (002643)：股票激励激发员工活力，促进公司稳增长》2021-07-18
- 3、《万润股份 (002643)：Q3 业绩显著改善，沸石、OLED 成长加速》2020-10-25

万润股份三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 2,914 | 3,548 | 4,392 | 5,449 | 营业收入 | 2,918 | 3,543 | 4,317 | 5,080 |
| 现金 | 555 | 935 | 1,292 | 1,910 | 减:营业成本 | 1,608 | 1,971 | 2,392 | 2,789 |
| 应收账款 | 551 | 613 | 746 | 892 | 营业税金及附加 | 21 | 28 | 32 | 38 |
| 存货 | 1,193 | 1,381 | 1,719 | 1,999 | 营业费用 | 114 | 156 | 183 | 215 |
| 其他流动资产 | 615 | 619 | 634 | 648 | 管理费用 | 230 | 285 | 346 | 407 |
| 非流动资产 | 3,752 | 3,986 | 4,205 | 4,363 | 研发费用 | 250 | 309 | 384 | 452 |
| 长期股权投资 | 20 | 19 | 18 | 17 | 财务费用 | 56 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,623 | 1,716 | 1,783 | 1,798 | 资产减值损失 | 38 | 1 | 1 | 2 |
| 在建工程 | 973 | 1,036 | 1,103 | 1,161 | 加:投资净收益 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 无形资产 | 406 | 513 | 634 | 756 | 其他收益 | 28 | 26 | 34 | 41 |
| 其他非流动资产 | 730 | 702 | 667 | 632 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 6,667 | 7,534 | 8,596 | 9,812 | 营业利润 | 633 | 826 | 1,019 | 1,226 |
| 流动负债 | 1,022 | 1,147 | 1,317 | 1,461 | 加:营业外净收支 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 418 | 418 | 418 | 418 | 利润总额 | 630 | 826 | 1,019 | 1,226 |
| 应付账款 | 383 | 449 | 559 | 649 | 减:所得税费用 | 79 | 104 | 128 | 154 |
| 其他流动负债 | 221 | 280 | 340 | 394 | 少数股东损益 | 46 | 45 | 60 | 73 |
| 非流动负债 | 173 | 173 | 173 | 173 | 归属母公司净利润 | 505 | 677 | 831 | 999 |
| 长期借款 | 111 | 111 | 111 | 111 | EBIT | 681 | 781 | 959 | 1,153 |
| 其他非流动负债 | 63 | 63 | 63 | 63 | EBITDA | 920 | 1,134 | 1,357 | 1,595 |
| 负债合计 | 1,196 | 1,320 | 1,491 | 1,634 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 308 | 352 | 413 | 486 | 每股收益(元) | 0.56 | 0.73 | 0.89 | 1.07 |
| 归属母公司股东权益 | 5,163 | 5,862 | 6,693 | 7,692 | 每股净资产(元) | 5.55 | 6.30 | 7.19 | 8.27 |
| 负债和股东权益 | 6,667 | 7,534 | 8,596 | 9,812 | 发行在外股份(百万股) | 909 | 930 | 930 | 930 |
| | | | | | ROIC(%) | 9.9% | 10.1% | 11.0% | 11.6% |
| | | | | | ROE(%) | 9.8% | 11.6% | 12.4% | 13.0% |
| | | | | | 毛利率(%) | 44.9% | 44.4% | 44.6% | 45.1% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 17.3% | 19.1% | 19.3% | 19.7% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 17.9% | 17.5% | 17.3% | 16.7% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 1.7% | 21.4% | 21.8% | 17.7% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | -0.4% | 34.2% | 22.7% | 20.2% |
| | | | | | P/E | 38.88 | 30.62 | 24.95 | 20.76 |
| | | | | | P/B | 3.92 | 3.54 | 3.10 | 2.70 |
| | | | | | EV/EBITDA | 21.48 | 17.93 | 14.72 | 12.13 |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>