

万润股份 (002643.SZ)

强烈推荐 (维持)

上半年业绩保持高增长，加速布局新项目成长空间大

事件：公司发布 2022 年中报，报告期内实现营业收入 25.9 亿元，同比增长 42.9%，归母净利润 4.9 亿元，同比增长 63.1%，扣非净利润 4.8 亿元，同比增长 63.3%；其中二季度单季实现收入 12.2 亿元，同比增长 18.8%，归母净利润 2.58 亿元，同比增长 52.5%，环比增长 10.9%。

- **功能性材料业务稳步增长，OLED 及环保材料前景广阔。**2022 年上半年公司功能性材料类收入 14.1 亿元，同比增长 5.2%，毛利率 42.5%，同比提高 1.64 pct。公司继续保持全球领先的高端液晶单体材料供应商地位，控股子公司九目化学上半年实现收入 3.1 亿元，净利润 8505 万元，同比分别增长 19.5%、22.8%，OLED 升华前材料业务再创新高；子公司三月科技上半年实现收入 2640 万元，同比增长 151%，OLED 成品材料通过下游客户验证并实现供应。目前公司沸石系列环保材料理论产能近万吨，全球商用柴油车销售情况对车用沸石环保材料销售短期产生一定影响，国六标准下未来成长空间大；公司积极开发吸附与催化类高性能分子筛的产品与客户，并推进新领域沸石分子筛 300 吨的产能建设，用以拓展公司车用领域以外的沸石分子筛产能。
- **大健康业务保持高速增长，新建医药车间有望年内使用。**2022 年上半年公司大健康类实现收入 11.6 亿元，同比增长 150.7%，毛利率 31.94%，同比下降 4.7 pct，其中子公司 MP 实现收入 10.5 亿元、净利润 1.9 亿元，同比分别增长 182%、332%，其新冠抗原快速检测试剂盒产品在欧洲、澳大利亚等地区和国家销售情况良好；包含中间体、原料药、成药制剂在内的医药业务营业收入较上年同期增长 22.16%。公司医药研究院正在积极开发产品，方向主要为具有公司特色的 CMO、CDMO 产品，位于万润工业园一期的新建医药车间（B02 车间）已完成 GMP 认证，力争年内投入使用，未来投入使用将有效缓解公司医药产品产能不足的问题。
- **积极拓展和推进新产品新项目，有望打开成长空间。**公司报告期内启动的“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”计划扩增电子信息材料产能 1150 吨/年，产品包括 PPI-01 产品（电子与显示用聚酰亚胺单体材料）、PPR-01 产品（半导体制程中清洗剂添加材料）、PLS-01 产品（显示用液晶单体材料）等；计划新增特种工程材料产能 6500 吨/年，产品包括 PTP-01 产品（热塑性聚酰亚胺材料）、PCM-01 产品（工程涂覆用助剂材料）等；计划扩增新能源材料产能 250 吨/年，产品包括 PBB-01、PBB-02、PBB-03 产品（新能源电池用电解液添加剂）等。公司半导体用光刻胶单体和光刻胶树脂产品种类及生产技术覆盖大部分主要产品，公司于 2021 年启动“年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目”，报告期内通过了安全设施竣工验收评审，目前正在积极推进试生产前的准备工作，主要为开展工艺优化与调试工作。九目化学于 2021 年在烟台化工园区启动的“OLED 显示材料及其他功能性材料项目”在报告期内进展顺利，目前正在积极推进中，力争年内投入使用。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 9.22 亿、11.14 亿、14.33 亿元，EPS 分别为 0.99、1.20、1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 20、16、13 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：下游需求不及预期、原材料价格波动、新项目投产不及预期。**

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：19.52 元

基础数据

总股本（万股）	93034
已上市流通股（万股）	89583
总市值（亿元）	182
流通市值（亿元）	175
每股净资产（MRQ）	6.4
ROE（TTM）	13.7
资产负债率	27.7%
主要股东	中国节能环保集团有限公司
主要股东持股比例	26.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-0	5
相对表现	10	11	20



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《万润股份（002643）——一季度业绩大幅增长，布局新产品新项目成长性强》2022-04-28
- 2、《万润股份（002643）——全年业绩快速增长，一季度业绩超预期》2022-03-27
- 3、《万润股份（002643）——三季度业绩略超预期，有望迎来快速成长期》2021-10-26

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2918	4359	5145	6403	7583
同比增长	2%	49%	18%	24%	18%
营业利润(百万元)	633	769	1130	1364	1750
同比增长	3%	21%	47%	21%	28%
归母净利润(百万元)	505	627	922	1114	1433
同比增长	-0%	24%	47%	21%	29%
每股收益(元)	0.54	0.67	0.99	1.20	1.54
PE	36.0	29.0	19.7	16.3	12.7
PB	3.5	3.2	2.9	2.5	2.2

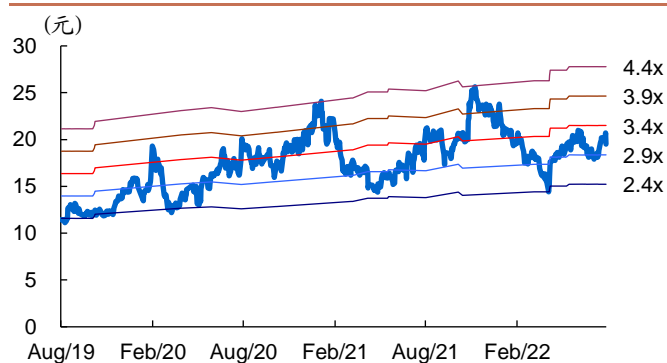
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：万润股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：万润股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2914	3518	3475	4150	4678
现金	555	779	419	503	534
交易性投资	493	575	575	575	575
应收票据	14	1	1	1	1
应收款项	551	385	432	538	637
其它应收款	30	89	105	131	155
存货	1193	1505	1727	2135	2462
其他	78	185	216	268	314
非流动资产	3752	4357	5226	6104	6989
长期股权投资	20	21	21	21	21
固定资产	1623	2607	3585	4560	5532
无形资产商誉	1060	1037	933	840	756
其他	1051	692	687	684	681
资产总计	6667	7876	8701	10254	11667
流动负债	1022	1418	1466	2071	2247
短期借款	418	120	64	449	448
应付账款	383	670	773	955	1101
预收账款	35	139	160	198	229
其他	186	489	468	469	469
长期负债	173	429	429	429	429
长期借款	111	338	338	338	338
其他	63	91	91	91	91
负债合计	1196	1847	1894	2500	2676
股本	909	930	930	930	930
资本公积金	2174	2203	2203	2203	2203
留存收益	2080	2481	3165	4003	5101
少数股东权益	308	415	509	619	757
归属于母公司所有者权益	5163	5614	6298	7136	8234
负债及权益合计	6667	7876	8701	10254	11667

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	559	1045	857	949	1351
净利润	551	690	1015	1224	1571
折旧摊销	239	30	115	106	99
财务费用	45	37	(38)	32	43
投资收益	(5)	(10)	(48)	(48)	(48)
营运资金变动	(262)	317	(196)	(378)	(326)
其它	(10)	(20)	10	14	13
投资活动现金流	(968)	(802)	(942)	(942)	(942)
资本支出	(659)	(732)	(990)	(990)	(990)
其他投资	(309)	(71)	48	48	48
筹资活动现金流	290	3	(275)	76	(378)
借款变动	420	150	(76)	385	(1)
普通股增加	0	21	0	0	0
资本公积增加	95	29	0	0	0
股利分配	(185)	(186)	(237)	(276)	(334)
其他	(40)	(11)	38	(32)	(43)
现金净增加额	(120)	246	(360)	84	31

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2918	4359	5145	6403	7583
营业成本	1608	2768	3193	3947	4552
营业税金及附加	21	31	36	45	54
营业费用	114	129	152	189	224
管理费用	230	307	309	384	455
研发费用	250	295	349	434	508
财务费用	56	41	(38)	32	43
资产减值损失	(39)	(67)	(63)	(57)	(46)
公允价值变动收益	0	2	2	2	2
其他收益	28	37	37	37	37
投资收益	5	10	10	10	10
营业利润	633	769	1130	1364	1750
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	6	5	5	5	5
利润总额	630	767	1129	1362	1748
所得税	79	77	114	138	177
少数股东损益	46	63	93	110	138
归属于母公司净利润	505	627	922	1114	1433

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	2%	49%	18%	24%	18%
营业利润	3%	21%	47%	21%	28%
归母净利润	-0%	24%	47%	21%	29%
获利能力					
毛利率	44.9%	36.5%	38.0%	38.4%	40.0%
净利率	17.3%	14.4%	17.9%	17.4%	18.9%
ROE	10.1%	11.6%	15.5%	16.6%	18.6%
ROIC	10.7%	11.6%	14.3%	15.9%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	23.4%	21.8%	24.4%	22.9%
净负债比率	8.0%	6.1%	4.6%	7.7%	6.7%
流动比率	2.9	2.5	2.4	2.0	2.1
速动比率	1.7	1.4	1.2	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	1.4	2.1	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	6.0	9.2	12.6	13.2	12.9
应付账款周转率	4.1	5.3	4.4	4.6	4.4
每股资料(元)					
EPS	0.54	0.67	0.99	1.20	1.54
每股经营净现金	0.60	1.12	0.92	1.02	1.45
每股净资产	5.55	6.03	6.77	7.67	8.85
每股股利	0.20	0.26	0.30	0.36	0.46
估值比率					
PE	36.0	29.0	19.7	16.3	12.7
PB	3.5	3.2	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	22.2	24.7	16.7	13.4	10.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业研究员。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。