

沸石材料稳步增长，液晶和 OLED 布局紧盯大势

■公司业务板块布局完整，兼具短中长期发展：公司现已形成兼具短中长期发展的四大板块，包括液晶中间体及单体（贡献稳定盈利）、尾气净化环保材料（高速发展）、医药及体外诊断（兼具盈利和发展的高端前沿领域）、OLED 中间体及单体（产业链发展初期但前景广阔）等。我们认为公司产业布局合理，抗风险能力强、成长性突出。

■排放法规密集生效，沸石材料高速增长：欧 VI 排放法规实施加大 SCR 尾气后处理催化剂需求，国 V 强制实施进一步提速市场需求，预计欧美柴油车市场仅 SCR 系统年沸石需求量 2800 吨以上，考虑其他市场，行业总需求预计超 1 万吨。公司年报显示，依托现有客户优势，产能已由 850 吨扩产至 2250 吨，后续仍有 3500 吨扩产计划，同时将沸石材料应用领域不断扩展，产能释放带来盈利持续增长。

■液晶材料需求增速稳定，OLED 发光材料厚积薄发：公司是 TFT 混晶材料龙头，大尺寸液晶屏幕带动全球 LCD 出货量再现 10% 以上增速。布局 OLED 化学原料及终端材料领域，OLED 终端材料目前进口成本较高，公司自主研发 OLED 发光材料更具竞争力。

■整合 MP 和原有医药业务，大健康产业切入蓝海市场：公司先后涉足医药中间体、成药制剂、原料药等多个领域。于 2016 年 3 月 18 日完成对美国 MP 公司的收购，进军生命科学和体外诊断行领域，公司将采用自主研发、外协研发、兼并收购的多种方式尽快壮大公司的医药产品线，主动拥抱大健康产业蓝海市场。

■投资建议：我们预计公司 17-19 年收入分别为 24、29 和 35 亿元，EPS 为 1.26、1.53 和 1.88 元，考虑到公司成长性突出，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 48.8 元，对应 17 年 30 倍 PE。

■风险提示：环保项目低于预期的风险、OLED 材料研发风险等

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,631.0	1,847.4	2,405.5	2,898.6	3,516.7
净利润	257.8	318.7	457.9	558.0	684.9
每股收益(元)	0.71	0.88	1.26	1.53	1.88
每股净资产(元)	7.13	10.59	11.30	12.46	13.97

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	54.4	44.1	30.7	25.2	20.5
市净率(倍)	5.4	3.6	3.4	3.1	2.8
净利润率	15.8%	17.2%	19.0%	19.3%	19.5%
净资产收益率	10.0%	8.3%	11.1%	12.3%	13.5%
股息收益率	0.7%	0.0%	1.1%	1.0%	1.0%
ROIC	18.4%	16.7%	13.2%	18.9%	19.9%

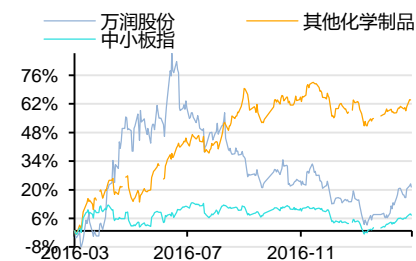
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**48.8 元**
股价 (2017-03-08) **38.60 元**

交易数据	
总市值(百万元)	14,037.02
流通市值(百万元)	11,966.06
总股本(百万股)	363.65
流通股本(百万股)	310.00
12 个月价格区间	29.48/59.38 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	7.12	1.82	18.38
绝对收益	11.88	-0.46	24.08

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

相关报告

- 万润股份：业务布局兼具短中长期，成长性突出 2017-02-27
- 万润股份：OLED 中间体龙头，环保材料产能释放加速业绩增长 2016-05-12

内容目录

1. 公司业务板块布局完整，兼具短中长期发展	4
1.1. 业务布局紧盯大势，环保材料高速增长、OLED 发光材料厚积薄发.....	4
1.2. 盈利能力维持高位，环保材料比例提升	5
2. 排放法规密集生效，沸石材料高速增长	5
2.1. 轻型柴油车加装 SCR 势在必行.....	5
2.2. 沸石材料供不应求，募投产能促业绩高速增长	9
3. 液晶材料需求相对稳定，OLED 发光材料厚积薄发	11
3.1. TFT 混晶材料龙头，技术成熟市场稳定.....	11
3.2. OLED 发光材料自建体系，抢占市场至高点.....	12
4. 整合 MP 和原有医药业务，大健康产业切入蓝海市场	15
5. 投资建议	16

图表目录

图 1: 股权及业务结构.....	4
图 2: 公司化学品产销量增速较快	5
图 3: 毛利率持续保持高位	5
图 4: 主营业务构成	5
图 5: 中国柴油汽车尾气排放标准	6
图 6: 2016 年中国柴油车累计产量.....	7
图 7: 机动车尾气排放物比例.....	7
图 8: 中国柴油汽车销量结构.....	7
图 9: 发动机 SCR 后处理系统.....	8
图 10: 欧盟 27 国及自由贸易区商用车销量同比	9
图 11: 欧盟 27 国及自由贸易区乘用车销量同比.....	9
图 12: 中国乘用柴油汽车月累计产量.....	10
图 13: 中国商用柴油汽车月累计产量.....	10
图 14: TFT-LCD 全球销售额	11
图 15: 全球 TFT-LCD 面板出货面积	12
图 16: LED/LCD 与 OLED 结构对比	12
图 17: OLED 产业链	12
图 18: 智能手机出货量.....	13
图 19: 三星和苹果智能手机 AMOLED 出货量.....	13
图 20: 全球 OLED 屏幕出货量.....	14
图 21: 万润股份 PE-BAND	16
图 22: 万润股份 PB-BAND	16
表 1: 欧洲卡车及公共汽车尾气排放标准.....	7
表 2: 汽车尾气后处理装置简析	8
表 3: 欧美柴油汽车厂商后处理路线选择.....	8

表 4: SCR 与 EGR 技术路线对比	9
表 5: OLED 与 LCD 性能对比.....	12
表 6: MP 公司资产、盈利披露情况.....	15

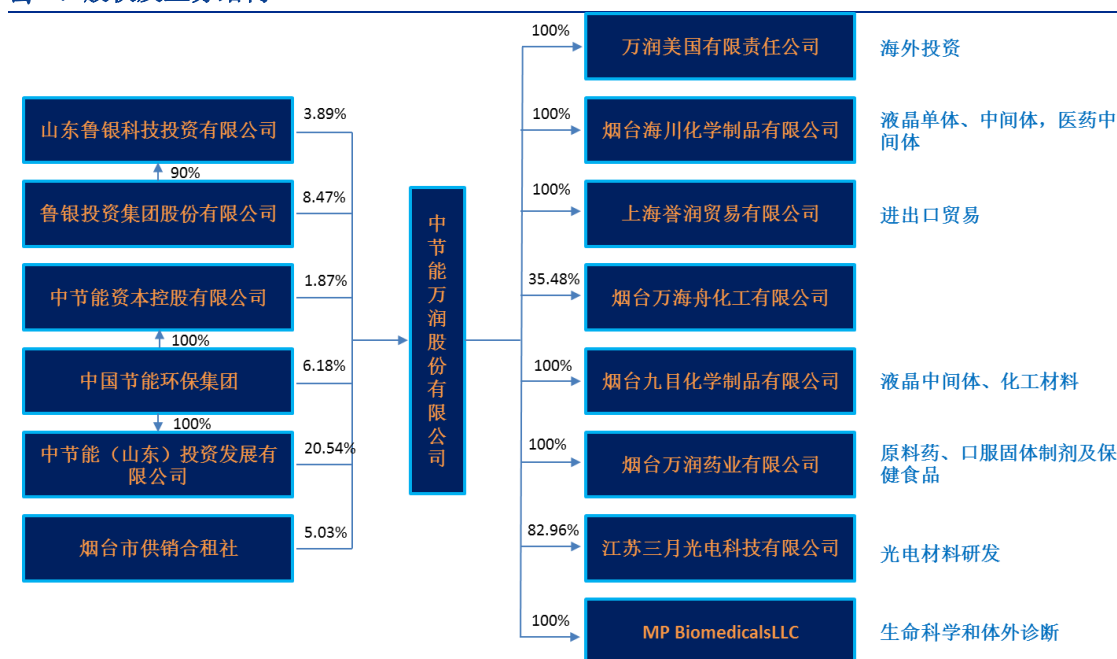
1. 公司业务板块布局完整，兼具短中长期发展

1.1. 业务布局紧盯大势，环保材料高速增长、OLED 发光材料厚积薄发

中节能万润股份有限公司（以下简称“万润股份”）前身为烟台开发区精细化工公司，创始于 1992 年 10 月，1995 年 7 月更名为烟台万润精细化工有限责任公司，2011 年 12 月完成 IPO，于深交所中小板上市交易，2015 年 5 月更名为中节能万润股份有限公司。

2016 年公司营业收入 18.5 亿元，同比增长 13.3%，实现归属于上市公司股东的净利润为 3.2 亿元、同比增长 23.6%，EPS 为 0.92 元。

图 1：股权及业务结构



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

TFT 液晶材料。自上市后公司主营业务集中在液晶单体、中间体及混合液晶材料的研发制造领域，客户主要为国际面板巨头 Merck、Chisso 和 DIC 等，充分受益于近年来 TFT-LCD 显示屏在智能手机、平板电脑及智能电视等领域的高速增长，公司业绩历年的复合增长率达到 26%，毛利率年均达 33.45%。

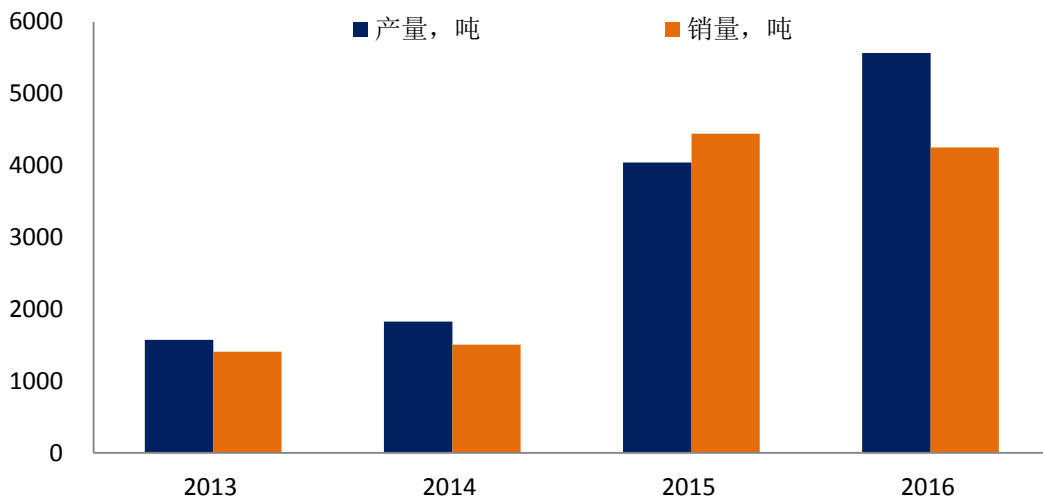
OLED 发光材料。全资子公司烟台九目化学制品有限公司从事液晶单体、中间体生产多年，随着国内公司加入 AMOLED 面板市场，公司的材料有望提升销量。控股公司江苏三月光电科技有限公司自 2008 年创立就致力于 OLED 发光材料研发，目前 OLED 发光材料基本由磷光和蓝光两大技术体系垄断，具备技术优势的美国 UDC、日本出光兴产及韩国三星 SDI 具有超高的利润率，公司投身到市场比例越来越大的磷光体系并自建体系，2016 年一年时间专利申请量达 166 篇。

环保材料。2016 年公司的环保材料业务发展良好，目前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，2017 年国 V 排放标准轻型车全面执行将提升 SCR 系统加装比例，带动催化剂沸石载体市场加速扩容。公司原有 850 吨产能持续满负荷运转，2015 年募投项目“沸石系列环保材料二期扩建项目”首个车间达标并投入使用，产能约 1500 吨/年，2016 年贡献产量 500 吨，公司产品全部是订单制销售，2017 年预计沸石材料产销达 1850 吨。随着欧 VI 轻型车 SCR 的逐步扩展、国 V 标准 2018 年全面实施，公司二期 5000 吨项目将加快建设投产脚步并贡献利润。

大健康产业。公司经过多年对医药市场的开拓和医药技术的储备，先后涉足医药中间体、成药制剂、原料药等多个领域。公司于 2016 年 3 月 18 日完成对美国 MP 公司的收购，进军生命科学和体外诊断行领域，MP 将充分利用公司在国内的资金及渠道优势快速扩展，未来公

公司将采用自主研发、外协研发、兼并收购的多种方式尽快壮大公司的医药产品线，主动拥抱大健康产业的快速发展。

图 2：公司化学品产销量增速较快

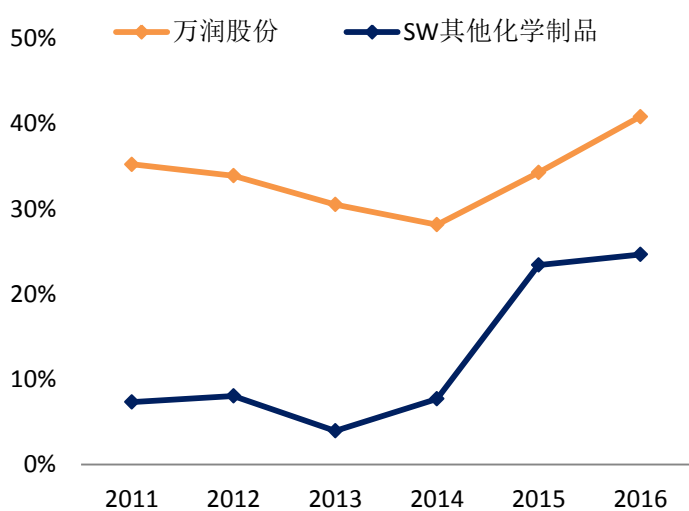


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 盈利能力维持高位，环保材料比例提升

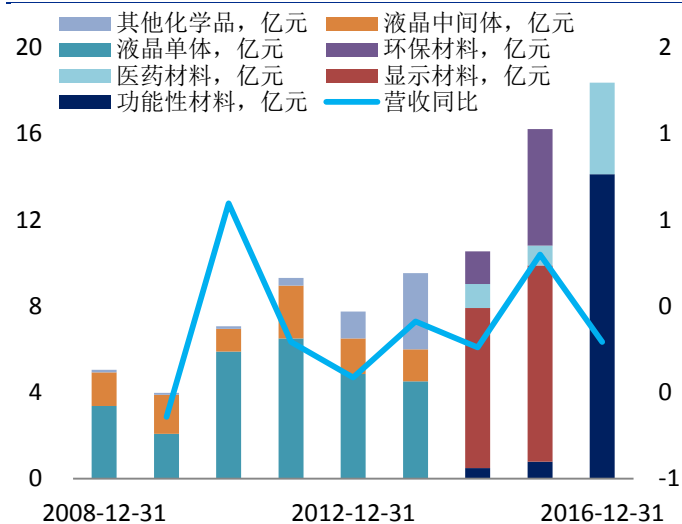
2010 年至今，公司整体毛利率始终维持在 30% 以上的水平，大大高出所属化学制品板块平均水平，近两年得益于沸石材料的高毛利率带动，公司整体销售毛利率上升快速，2016 年超 40%，创上市以来新高。2016 年主营比例：显示材料近 40%，环保材料近 37%、医药及健康产业占比 23.02%，未来三年随着沸石材料持续放量，预计公司将形成环保材料为主，显示材料和医药大健康产业并驾齐驱的产业布局，毛利率维持高位。

图 3：毛利率持续保持高位



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：主营业务构成



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

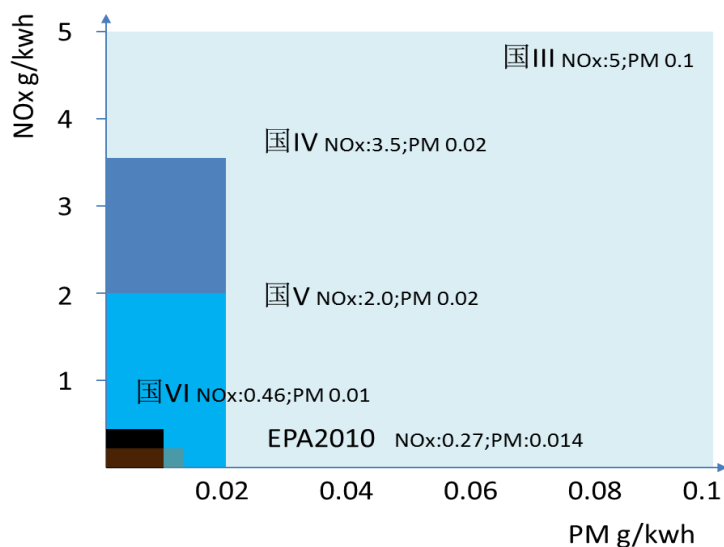
2. 排放法规密集生效，沸石材料高速增长

2.1. 轻型柴油车加装 SCR 势在必行

氮氧化物 NOx 作为主要的大气污染物之一，主要由 90% 以上的 NO 和 5% 左右的 NO2 以及少量其他氮氧化物比如 N2O 组成，易形成光化学烟雾和酸雨造成严重的人体伤害，因此，

NOx 成为各国最新汽车尾气排放法规中限制最严格的组分。

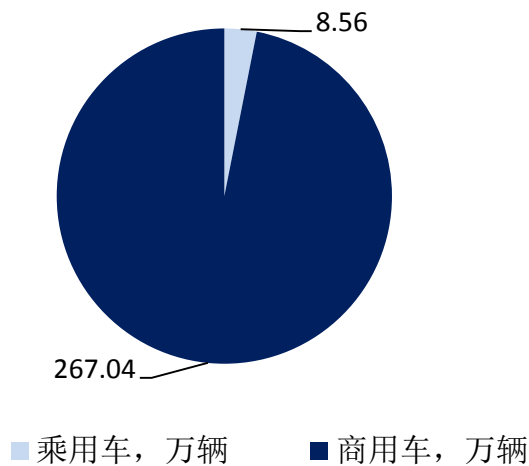
图 5：中国柴油汽车尾气排放标准



资料来源：天津索克汽车技术研究中心，安信证券研究中心

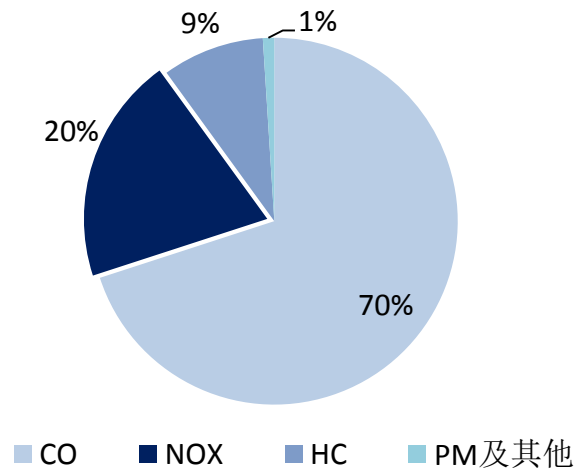
NOx 是发动机高温富氧状态下 N2 和 O2 反应形成，机动车排放 NOx 约占全国 NOx 排放量 30%。由于柴油发动机的压燃需要较高的压缩比并输出较大的功率，在燃烧时产生的温度和压力更高，更容易产生 NOx，是仅次于火电厂 NOx 排放的第二大户，NOx 排放量也随着整车质量和发动机升功率的提高而增大。据了解，2014 年全国柴油车氮氧化物排放量为 388.7 万吨，颗粒物排放量为 59 万吨，分别占汽车排放总量的 67.4%、99% 以上，而柴油车仅占当年汽车保有总量的 17%。

图 6：2016 年中国柴油车累计产量



资料来源：wind，安信证券研究中心

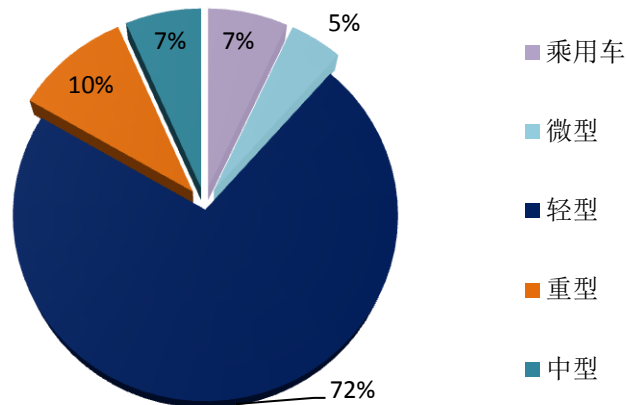
图 7：机动车尾气排放物比例



资料来源：wind，安信证券研究中心

由于欧洲燃油成本较高，从政府到汽车都倾向于发展柴油发动机，欧洲市场逐渐形成柴油车主导的市场状况，柴油汽车保有量占比达 70%，欧盟先后出台了六代排放法规，法规分成重型车和轻型车两个部分，于 2013 年 1 月 1 日起实施的欧洲重型车排放标准（欧 VI），NOx 限值达到 0.5g/kwh，排放量比欧五阶段减少 75%，同一时代执行的美国国家环境保护局(EPA) Tier2 排放法规 Bin5 级别对应的氮氧化物 NOx 排放限值就达到 0.27g/kwh。2016 年 6 月颁布的国 VI 排放法规在欧 VI 基础上再将 NOx 限值降低到 0.46gkwh，全球最重要的三大汽车市场竞相降低 NOx 限值。

图 8：中国柴油汽车销量结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1：欧洲卡车及公共汽车尾气排放标准

排放标准	年份	CO	HC	NOx	PM
欧 I	1982	4.5	1.1	8.0	0.36
欧 II	1996	4.0	1.1	7.0	0.15
EEV	1999	1.0	0.25	2.0	0.02
欧 III	2000	2.1	0.66	5.0	0.10
欧 IV	2005	1.5	0.46	3.5	0.02
欧 V	2008	1.5	0.46	2.0	0.02
欧 VI	2013.1	1.5	0.13	0.5	0.01

资料来源：中国汽车技术研究中心，安信证券研究中心

与柴油发动机相比，汽油发动机排放 NOx 压力较小，采用 TWC(三元催化转化)基本可 100%

满足欧 V 之前轿车排放要求，针对欧 VI 和未来的国 VI 阶段，主机厂直喷机型 90%以上采用 TWC+GPF（汽油颗粒捕集器）技术路线，但柴油发动机目前还无法完全采用机内净化技术将 NO_x 的排放降低到可以接受的程度，欧 IV、欧 V 和国 IV 阶段，欧洲和国内汽车厂商重型柴油汽车几乎全部采用 SCR（选择性催化还原）路线。北美由于 NO_x 限值更低，重型柴油车几乎全部采用 EGR（废气再循环）+SCR 路线，轻型柴油车多数采用 EGR+DPF（柴油颗粒捕集器）路线。

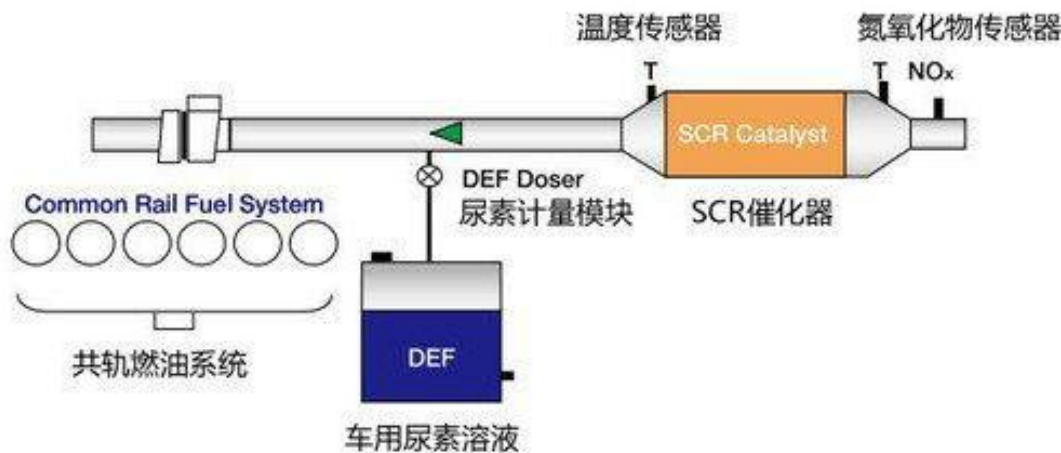
表 2：汽车尾气后处理装置简析

名称	原理	催化剂	
TWC	三元催化转化器	CO、HC 和 NO _x 转化为水、CO ₂ 和 N ₂	Al ₂ O ₃ 负载铂、铑、钨
DOC	二元催化氧化器	CO 和 HC 氧化生成 CO ₂ 和水	Al ₂ O ₃ 负载铂、铑
GPF/DPF	颗粒捕捉器	吸附 PM 并高温燃烧生产 CO ₂ 和水	无
EGR	废气再循环	废气回流减少富氧燃烧并降低 NO _x	无
SCR	选择性催化还原	NO _x 加氨转化为 N ₂ 和水	沸石负载铜/铁，V ₂ O ₅ /TiO ₂ /WO ₃

资料来源：安信证券研究中心

中国乃至全球汽车市场，轻型柴油车采用 SCR 路线将是必然之选。欧 V 阶段，虽然重型车大量以使用 SCR 技术为主，但北美轻型柴油车和欧洲汽车厂商仍保持 EGR 和 SCR 两大派系，随着欧 VI 标准第三阶段的实施，经济性更好兼容性更强的 SCR 技术将越来越多的被加装到轻型柴油汽车上。目前除了依维柯外几乎所有厂家都投向 SCR 阵营，重型柴油车采用了 EGR+DOC（氧化催化器）+DPF+SCR 的集成系统，轻型柴油选用纯 SCR 路线。

图 9：发动机 SCR 后处理系统



资料来源：汽车工业信息网，安信证券研究中心

表 3：欧美柴油汽车厂商后处理路线选择

	欧 V/EEV 阶段		欧 VI 阶段
	EGR+GPF	SCR	EGR+DOC+DPF+SCR
奔驰		✓	✓
MAN	✓	✓	✓
沃尔沃		✓	✓
雷诺		✓	✓
斯堪尼亚	✓		✓
达夫		✓	✓
依维柯		✓	
康明斯	✓		✓
通用	✓		✓

资料来源：第一商用车网，安信证券研究中心

采用 SCR 比 EGR 技术平均节油 5%，叠加柴油价格优势，国内重型车使用经济性比欧洲高 5%~10%。因此 SCR 也是最适合中国重型柴油车的技术路线，可以预测，随着 2016 年 4 月东部 11 省市全面推行国 V，主机厂将增加 SCR 的加装比例，因为这样可以保证很长时间内都能满足排放法规定的要求，一直到国 VI（2020 年）实施。

表 4: SCR 与 EGR 技术路线对比

特性	EGR	SCR
发动机兼容	欧 V 以下 欧 V 需要 EGR+DPF，但 DPF 易堵塞难再生	欧 III 以上
对柴油的要求	国 IV	国 V
催化剂敏感度	硫含量不超过 50ppm	硫含量可达 500ppm
主要使用地区	北美	欧洲

资料来源：安信证券研究中心

2.2. 沸石材料供不应求，募投产能促业绩高速增长

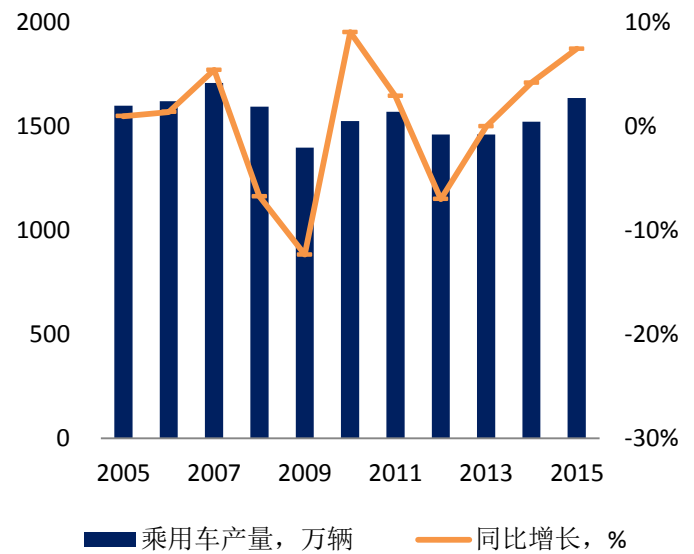
公司目前是全球领先的汽车尾气净化催化剂生产商的核心合作伙伴。公司研究、开发并量产了多种新型尾气净化用沸石环保材料，年报显示，公司 2015 年非公开发行股票的募集资金投资项目“沸石系列环保材料二期扩建项目”中首个车间已于 2016 年 6 月达到预定可使用状态并投入使用，产能约 1500 吨/年，2016 年贡献产量 500 吨，根据目前公司产能投放计划和一期项目投产进度，预计 2017 年全年沸石产量达到 1850 吨。

图 10: 欧盟 27 国及自由贸易区商用车销量同比



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11: 欧盟 27 国及自由贸易区乘用车销量同比



资料来源：wind，安信证券研究中心

需求方面：欧洲汽车商业协会 ACEA 数据，2016 年欧洲地区乘用车注册量同比攀升 6.8%，连续三年保持增长，2016 年 12 月份，欧盟 27 国及自由贸易区新车销量较 2015 年同期同比攀升 5%，预计 2017 年产量增速保持 3% 以上。负载 SCR 催化剂蜂窝陶瓷直径 20 厘米，长度 30 厘米，填充率约为 10%，则需要的催化剂载体约为 0.50~0.70kg。若欧洲新增商用车 90% 和乘用车中 10% 的客车加装 SCR 系统、中国新增柴油商用车 90% 加装 SCR 系统，则车用尾气净化沸石载体最少年需求量 2800 吨。若欧 VI 及以上标准，欧洲、北美等地区所有柴油车型均采用沸石 SCR 催化剂，则需要载体超 1 万吨。

2016 年下半年国内商用柴油车销量重回上涨通道，全年累计销量再次突破 250 万辆，今年 2 月份全国重卡销售量 8.8 万量，同比大幅增长 152%，此前重卡 2 月份销量历史记录为 2012 年 7.8 万，连续两个季度的商用车产量同比增长提振了行业信心。

图 12: 中国乘用车柴油汽车月累计产量

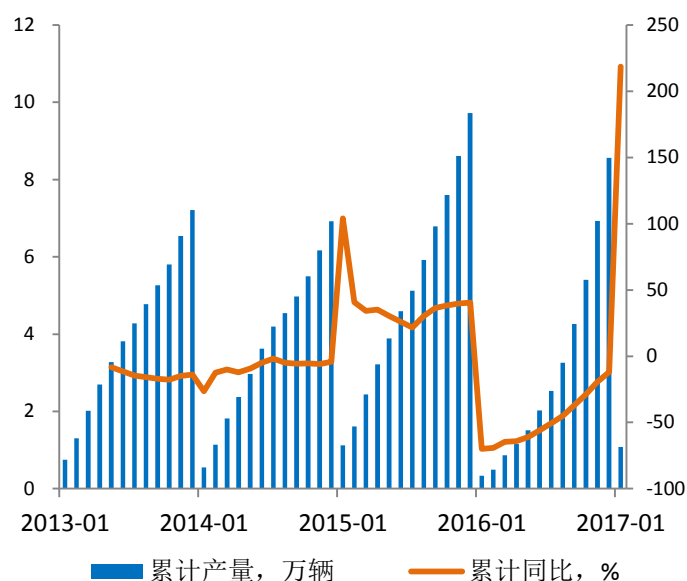
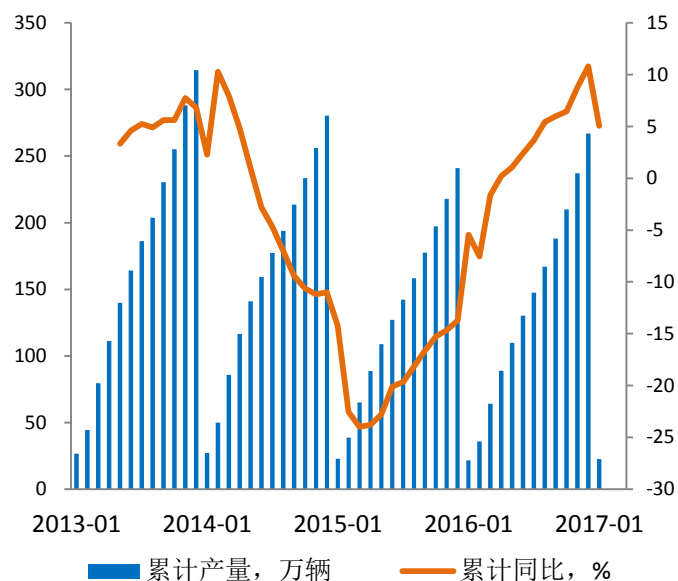


图 13: 中国商用柴油汽车月累计产量



资料来源: wind, 安信证券研究中心

资料来源: wind, 安信证券研究中心

在欧洲柴油车尾气净化器催化剂市场，巴斯夫、优美科及庄信万三家外资公司会占据 90% 以上市场份额，其中庄信万丰在欧美重型卡车 SCR 市场中占比近 50%，公司是催化剂巨头庄信万丰的核心供应商，产品由庄信万丰排他性采购，目前沸石材料全部为庄信万丰按订单生产。

欧洲公司的认证程序复杂，公司在 2013 年正式获得庄信万丰准入前，已开展了将近 6 年的认证工作，公司二期项目仍然依托庄信万丰，沸石可能扩展到庄信万丰的合成气、合成氨、甲醇、加氢、催化裂化等领域，同时公司也在国内积极拓展 MTO 等领域的脱硫脱硝应用。目前投产 1350 吨产能仍以汽车尾气净化催化剂为主，主要用于欧 VI 标准柴油车尾气处理，预计 2017 年扩产到 1850 吨产能消耗几无压力。

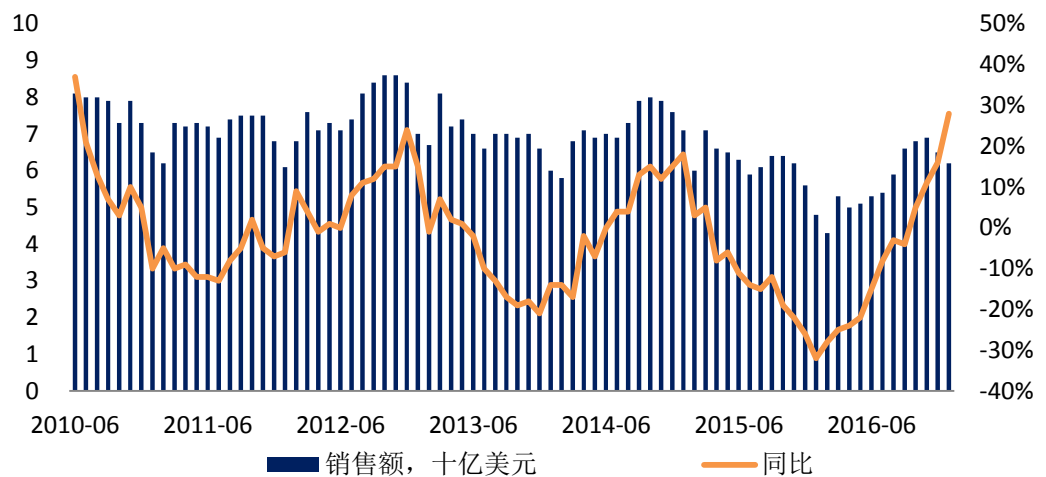
3. 液晶材料需求相对稳定，OLED 发光材料厚积薄发

3.1. TFT 混晶材料龙头，技术成熟市场稳定

TFT (Thin Film Transistor) 有源矩阵类型液晶显示器 (LCD) 的一种，LCD 面板在过去是十几年内经历了 TN-LCD、STN-LCD 和 TFT-LCD 多代产品发展，由于 TFT 混合液晶兼具色彩鲜艳、反应快和容量大等优点，提升了显示器在响应速度、亮度对比度、重量及寿命等方面的性能，占据了 LCD 市场 90% 以上的份额。

公司产品纯度高，性能得到了行业的高度认可，也是唯一同时为德国 merck、日本 Chisso 和 DIC 三家公司提供液晶单体和中间体的企业，目前公司在混晶市场占比保持 15% 以上份额。用于制造混合液晶的液晶单体种类繁多，公司生产的液晶单体几百种，液晶材料具有产品种类多、质量要求高、生产难度大和工艺要求迥异等特点，三大客户根据产品的不同特性和工艺，分别从上游采购单体和中间体，因此，对上游企业有较高的差异性要求，同时想要获得三大国际客户的准入认证，需要较大的投资规模，形成较高的技术和资金壁垒。2016 年上半年受到库存影响全球 TFT-LCD 全球销售额下滑明显，但三季度后逐渐回升，全年累计销售额 679 亿美元。

图 14: TFT-LCD 全球销售额



资料来源: wind, 安信证券研究中心

TFT-LCD 液晶面板经过多年的发展，已经成为市场主流。但随着中小尺寸面板增速放缓和 AMOLED 的逐步取代，TFT-LCD 面板自 2015 年初到 2016 年 4 季度销售额明显下滑，万润所处的上游单体、中间体国内产能竞争压力较大。经历将两年的调整，2016 年底 LCD 销售额逐步回升，2017 年 1 月销售额同比增长 28%，主要得益于大尺寸面板的持续回暖，主流面板厂商逐步放弃 32 英寸以下电视面板市场，大尺寸面板在智能电视仍有较大的增长空间，预计 2017 年大尺寸 TFT 面板出货面积保持 10% 以上增速。

图 15: 全球 TFT-LCD 面板出货面积



资料来源: wind, 安信证券研究中心

3.2. OLED 发光材料自建体系, 抢占市场至高点

有机发光半导体 (Organic Electroluminescence Display, OLED) 又称为有机电激光显示, 与液晶显示 (LCD) 是不同类型的发光原理。OLED 层级结构少, 相对 LCD 去掉了背光板、增光片、部分偏光片结构。OLED 使用的有机发光材料比 LCD 的多层发光结构的可塑性高, 且作为 OLED 器件支撑功能的衬底可选取更为柔性的塑料材质, 器件整体柔性好。

图 16: LED/LCD 与 OLED 结构对比



资料来源: 中国 OLED 网, 安信证券研究中心

OLED 相比于 LCD, 响应速度快, 更适合未来 VR 等互动性很强的设备中; 由于 OLED 为自发光, 可以提供更好的黑位水平从而达到更高的对比度, 可在较低的亮度下获得较好的视觉感受。

表 5: OLED 与 LCD 性能对比

项目	OLED	LCD
对比度	OLED 显示屏对比度更高, 黑位水平更高	不能显示纯正黑色
视角	观看视角更广	视角受限
亮度	亮度稍弱	背光照明更亮
柔性	可弯曲	不可弯曲

资料来源: 安信证券研究中心

OLED 技术自从 1987 年发现开始, 经历了 1997 年第一次产业化退潮, 日本的 NEC 等公司退出开发, 但三星接盘后坚持投入研发直至今日。2008 金融危机时期柯达 OLED 部门被 LG 收购, 2014 年日本索尼等厂商也陆续退出 OLED 产业。三星在智能手机上坚持开发 OLED 屏幕并把 OLED 发扬光大, 2015 年 VR/AR 设备的火爆重新将 OLED 技术推向高潮, 机构预测 2020 年 OLED 下游市场规模将增长 20 倍以上。

图 17: OLED 产业链

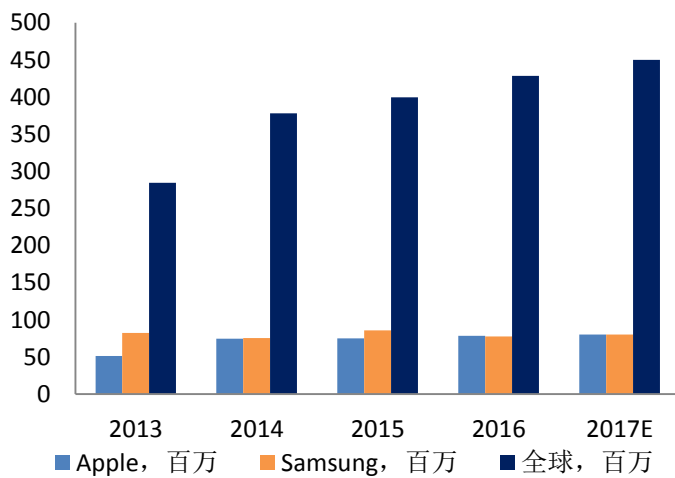


资料来源：iFinD

根据驱动方式的不同,OLED 器件也可以分为无源驱动型(PMOLED)和有源驱动(AMOLED)两种,三星主要以 AMOLED 技术为主。无源驱动型不采用薄膜晶体管 TFT 基板,一般适用于中小尺寸显示;有源驱动型则采用 TFT 基板,适用于中大尺寸显示,特别是大尺寸全彩色动态图像显示。

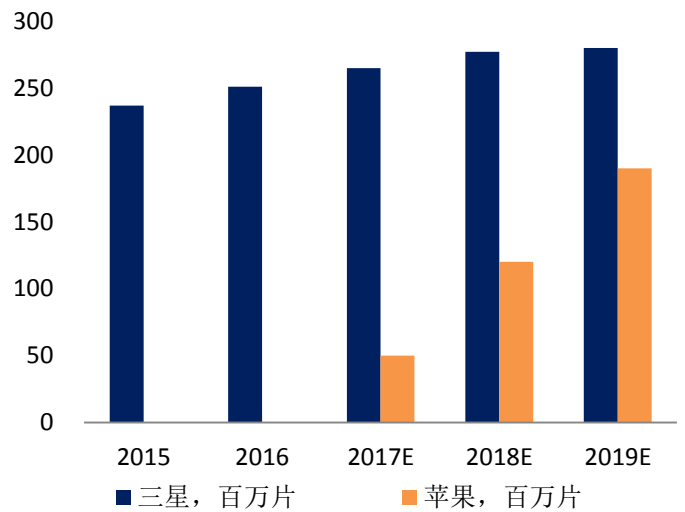
整个产业链格局中,上游材料美国的 UDC 和日本出兴产占据 80%以上份额。中游三星占据绝对优势,几乎占有智能手机 OLED 屏幕 100%的市场份额。

图 18: 智能手机出货量



资料来源：iFind, 安信证券研究中心

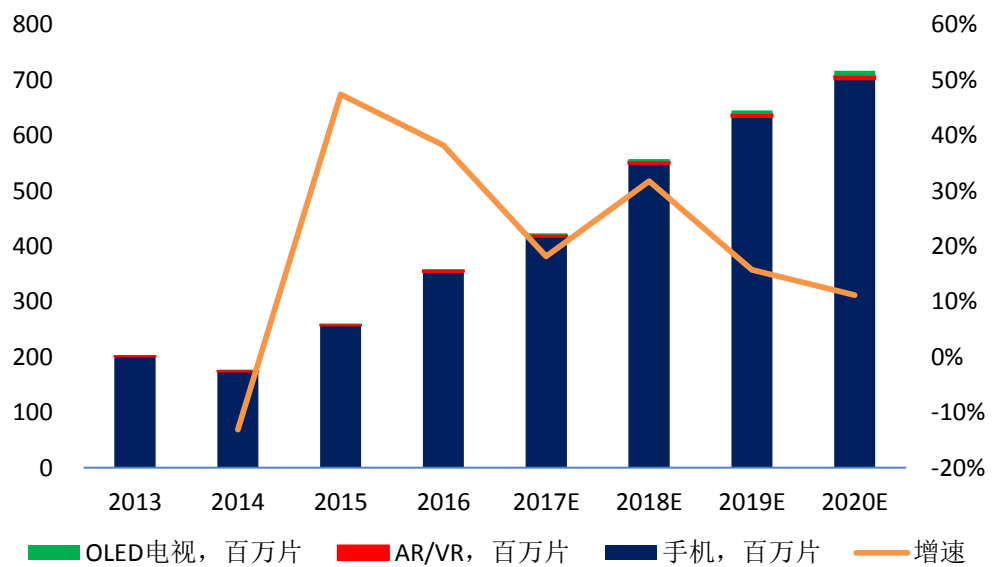
图 19: 三星和苹果智能手机 AMOLED 出货量



资料来源：iFinD, 安信证券研究中心

随着生产规模的扩大, AMOLED 较 LCD 成本优势渐显。三星生产 AMOLED 产线规模 5.5 代单片 AMOLED 成本可降低 57%。LCD 需 28 项工序,但是 AMOLED 只有 17 项工序,工艺更简单, LCD 建厂投资巨大,多道工序切割成 5-8 个工厂, AMOLED 要求全部工序在一个工厂完成。根据 CINNO research 报告, 2015 年 AMOLED 全球销售额已经达到 100 亿, 2020 年市值可能扩大到 760 亿,现在 AMOLED 主要应用到智能手机,预计 2017 年在智能手机屏幕市占率超过 15%, 中小尺寸显示屏市占率超过 5%。

图 20: 全球 OLED 屏幕出货量



资料来源: iFind, 安信证券研究中心

OLED 材料的生产首先是 OLED 中间体合成，中间体再合成单体，单体进行升华提纯形成 OLED 终端材料后，供应给下游面板生产商三星和 LG 等，终端材料制作环节小分子有机发光材料研制是整个产业链中技术壁垒最高的环节。有机发光材料通常分为两类：小分子材料和高分子材料，小分子材料以柯达、美国 UDC、日本出光兴产等为首；高分子发光材料以英国剑桥显示技术 (CDT)、日本住友化学等为首。小分子与高分子发光材料在材料特性上各有千秋，但以现有技术发展来看，如考虑显示器的可靠性、电气特性以及生产稳定性，小分子发光材料仍处于领先地位，是目前最主要的有机发光材料应用体。

万润股份在 OLED 布局分三块，万润股份母公司专注于化学研发，分子合成；全资子公司九目化学主要集中在化学品制作，包括中间体、单体合成等，其中的中间体依托与 TFT 中间体现有技术，主要供货给下游贸易商和部门提纯厂家，由于最终用户都是指向三星，所以材料供应商竞争激烈，万润在 2016 年市场竞争压力极大的背景下，全力争夺市场，甚至实现市场份额微幅增长；控股子公司三月科技布局下一代 AMOLED 终端材料和应用领域，从 3.5 代起开发小分子有机发光材料，主要是蓝光和绿光发光层材料，公司 2015 年后持续投入近 1 亿元建立材料分子设计化学膜平台、分析检测平台和器件电路平台，从材料设计到检测自建体系。随着国内京东方等巨头中游布局完成，如果 AMOLED 所有材料全部从国外进口的话，材料成本占面板总成本高达 37%，公司开发国产发光材料有望打开成长空间。

4. 整合 MP 和原有医药业务，大健康产业切入蓝海市场

公司 2015 年 10 月公告拟定增募集资金 10.3 亿元，其中 8.5 亿元用于收购 MP (MPBiomedicals, LLC) 公司 100% 股权，于 2016 年 3 月 18 日完成收购并委任公司董秘王焕杰显示担任 MP 公司 CEO，正式进入生命科学和体外诊断领域。未来公司将采用自主研发、外协研发、兼并收购的多种方式尽快壮大公司的医药产品线，实现大健康产业的快速发展。

MP 公司是一家致力于生命科学与体外诊断领域的全球性企业，总部设在美国加利福尼亚州。公司生命科学业务主要产品包括分子生物学产品、免疫化学产品、生物化学产品以及精细化学品，生产和销售的产品超过 5.5 万种，产品覆盖现有绝大多数实验室常用耗材、试剂及仪器。经过 10 多年的发展，MP 公司在全球建立了比较完善的销售渠道，尤其是亚太和拉美地区，在美国、中国、法国、新加坡、印度、澳大利亚等国家建立了销售机构，形成了全球性的分销网络。

我们认为公司通过收购 MP 将切入市场空间广阔的生命科学和体外诊断行业，能够在进一步优化产品结构的基础上促进现有产业转型升级，增强公司抵御行业周期性波动的风险。同时，公司可借助 MP 公司的全球性分销网络，拓展现有产品的海外销售，为公司国际化战略夯实基础，进一步提升公司核心竞争力。

表 6：MP 公司资产、盈利披露情况

科目	2013. 12. 31	2014. 12. 31	2015. 6. 31	2016. 12. 31
资产总额	332, 229, 235. 69	296, 979, 832. 14	290, 523, 157. 25	377, 493, 961. 02
负债总额	92. 349, 268. 73	89, 625, 280. 60		122, 082, 628. 85
所有者权益	239, 879, 966. 96	207, 354, 551. 54		255, 411, 332. 17
科目	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月	2016 年
营业收入	396, 739, 035. 55	387, 292, 233. 96	194, 086, 992. 74	321, 651, 520. 67
营业利润	9, 017, 651. 29	49, 658, 742. 76	35, 869, 662. 72	
净利润	4, 483, 540. 43	41, 875, 688. 23	30, 190, 781. 48	390, 965. 14

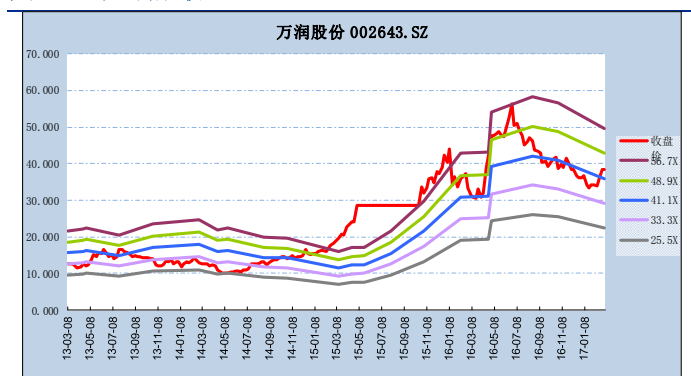
资料来源：公司年报、半年报，安信证券研究中心

5. 投资建议

公司已形成兼具短中长期发展的四大板块，包括液晶中间体及单体（贡献稳定盈利）、尾气净化环保材料（高速发展）、医药及体外诊断（兼具盈利和发展的高端前沿领域）、OLED 中间体及单体（产业链发展初期但前景广阔）等。我们认为公司产业布局合理，抗风险能力强、成长性突出。

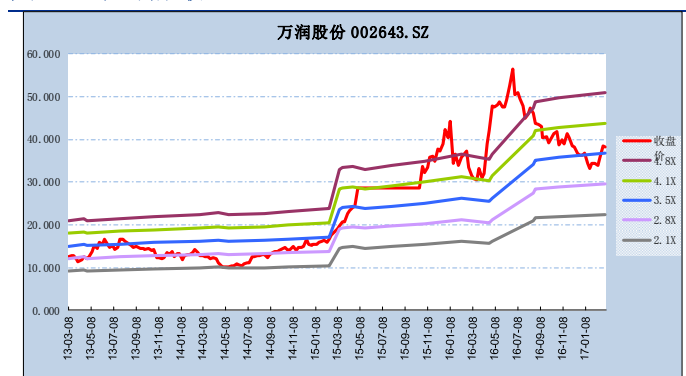
我们预计公司 16-18 年收入分别为 24、29 和 35 亿元，EPS 为 1.26、1.53 和 1.88 元，考虑到公司成长性突出，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 48.8 元，对应 17 年 30 倍 PE。

图 21：万润股份 PE-BAND



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 22：万润股份 PB-BAND



资料来源：wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,631.0	1,847.4	2,405.5	2,898.6	3,516.7	成长性					
减:营业成本	1,072.1	1,093.2	1,418.0	1,695.7	2,039.7	营业收入增长率	52.6%	13.3%	30.2%	20.5%	21.3%
营业税费	13.9	19.4	22.4	27.4	34.3	营业利润增长率	194.1%	22.8%	47.4%	22.3%	22.9%
销售费用	38.2	127.8	92.4	126.6	177.3	净利润增长率	167.1%	23.6%	43.7%	21.9%	22.7%
管理费用	251.3	248.5	351.4	420.0	498.8	EBITDA 增长率	98.3%	50.7%	27.5%	16.6%	18.1%
财务费用	-50.4	-1.7	-18.6	-28.1	-37.2	EBIT 增长率	158.7%	47.6%	42.9%	21.3%	22.4%
资产减值损失	29.4	16.1	20.2	21.9	19.4	NOPLAT 增长率	158.3%	47.5%	40.3%	21.3%	22.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	62.2%	77.9%	-15.5%	16.7%	-9.6%
投资和汇兑收益	17.0	16.6	11.9	15.2	14.6	净资产增长率	86.8%	48.4%	6.8%	10.2%	12.1%
营业利润	293.7	360.7	531.6	650.3	799.0	利润率					
加:营业外净收支	4.2	7.5	7.8	6.5	7.3	毛利率	34.3%	40.8%	41.1%	41.5%	42.0%
利润总额	297.9	368.2	539.4	656.9	806.3	营业利润率	18.0%	19.5%	22.1%	22.4%	22.7%
减:所得税	39.9	49.5	80.9	98.5	120.9	净利润率	15.8%	17.2%	19.0%	19.3%	19.5%
净利润	257.8	318.7	457.9	558.0	684.9	EBITDA/营业收入	21.1%	28.0%	27.4%	26.5%	25.8%
						EBIT/营业收入	14.9%	19.4%	21.3%	21.5%	21.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	176	206	161	117	82
货币资金	696.1	497.2	1,279.2	1,230.8	2,093.1	流动营业资本周转天数	116	173	128	121	123
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	283	367	325	338	355
应收账款	228.7	330.3	374.2	451.0	580.8	应收账款周转天数	47	54	53	51	53
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	75	106	84	85	90
预付账款	7.5	9.3	17.1	10.3	23.8	总资产周转天数	510	713	666	602	558
存货	390.3	697.1	427.0	941.9	822.2	投资资本周转天数	332	503	457	376	318
其他流动资产	511.0	402.7	305.5	406.4	371.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.0%	8.3%	11.1%	12.3%	13.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.5%	7.4%	10.0%	11.0%	11.8%
长期股权投资	27.2	22.7	22.7	22.7	22.7	ROIC	18.4%	16.7%	13.2%	18.9%	19.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	971.4	1,147.1	1,009.5	871.9	734.3	销售费用率	2.3%	6.9%	3.8%	4.4%	5.0%
在建工程	48.4	279.4	279.4	279.4	279.4	管理费用率	15.4%	13.5%	14.6%	14.5%	14.2%
无形资产	91.5	111.8	102.3	92.7	83.2	财务费用率	-3.1%	-0.1%	-0.8%	-1.0%	-1.1%
其他非流动资产	46.7	802.3	783.5	786.5	787.8	三费/营业收入	14.7%	20.3%	17.7%	17.9%	18.2%
资产总额	3,018.8	4,299.9	4,600.3	5,093.7	5,798.7	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	13.9%	10.3%	10.5%	10.9%	12.2%
应付账款	328.0	290.6	394.0	446.0	596.0	负债权益比	16.1%	11.5%	11.7%	12.2%	13.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.53	4.91	5.22	5.74	5.72
其他流动负债	76.4	103.9	66.3	83.6	84.5	速动比率	3.57	3.14	4.29	3.96	4.51
长期借款	-	9.8	-	-	-	利息保障倍数	-4.82	-207.62	-27.52	-22.17	-20.50
其他非流动负债	15.0	37.8	21.7	24.9	28.1	分红指标					
负债总额	419.5	442.2	482.1	554.4	708.7	DPS(元)	0.28	-	0.43	0.38	0.37
少数股东权益	8.0	8.1	8.6	8.9	9.4	分红比率	39.5%	0.0%	34.3%	24.6%	19.6%
股本	339.9	363.7	363.7	363.7	363.7	股息收益率	0.7%	0.0%	1.1%	1.0%	1.0%
留存收益	2,247.2	3,445.1	3,746.0	4,166.6	4,717.0						
股东权益	2,599.3	3,857.7	4,118.3	4,539.2	5,090.0						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.71	0.88	1.26	1.53	1.88
净利润	257.9	318.7	457.9	558.0	684.9	BVPS(元)	7.13	10.59	11.30	12.46	13.97
加:折旧和摊销	103.1	160.2	147.1	147.1	147.1	PE(X)	54.4	44.1	30.7	25.2	20.5
资产减值准备	29.4	16.1	-	-	-	PB(X)	5.4	3.6	3.4	3.1	2.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-29.4	-12.6	14.6	153.1	14.1
财务费用	-21.9	22.7	-18.6	-28.1	-37.2	P/S	8.6	7.6	5.8	4.8	4.0
投资损失	-17.0	-16.6	-11.9	-15.2	-14.6	EV/EBITDA	38.0	24.5	19.3	16.6	13.1
少数股东损益	0.1	0.0	0.6	0.3	0.4	CAGR(%)	29.4%	29.1%	67.9%	29.4%	29.1%
营运资金的变动	-436.5	-208.5	385.3	-616.7	164.1	PEG	1.9	1.5	0.5	0.9	0.7
经营活动产生现金流量	366.6	152.7	960.4	45.5	944.8	ROIC/WACC	1.7	1.6	1.3	1.8	1.9
投资活动产生现金流量	-879.7	-1,168.9	11.9	15.2	14.6	REP	4.0	2.4	3.6	2.2	2.1
融资活动产生现金流量	925.5	870.1	-190.3	-109.1	-97.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034