

强烈推荐-A (维持)

万润股份 002643.SZ

当前股价: 13.93 元

2017年06月04日

环保材料与OLED材料双轮驱动, 公司业绩持续成长

基础数据

上证综指	3106
总股本(万股)	90913
已上市流通股(万股)	77652
总市值(亿元)	127
流通市值(亿元)	108
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	8.6
资产负债率	13.6%
主要股东	中节能(山东)投资发
主要股东持股比例	20.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-11	-27
相对表现	-6	-10	-37



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万润股份(002643)——季报净利润实现增长, 全年盈利值得期待》2017-04-27
- 2、《万润股份(002643)——成本控制良好, 盈利能力提升》2017-03-01
- 3、《万润股份(002643)——2016年利润分配预案公告点评》2017-02-22

周铮

S1090515120001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn

S1090516050001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn

S1090516110001

研究助理

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

公司完成三大产业布局。LCD单晶需求保持稳定, 环保材料逐步放量, OLED市场爆发渐行渐近, 同时收购MP公司, 进军大健康产业, 公司未来业务多面开花, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- 公司完成三大产业布局。公司目前已经形成显示材料、环保材料、医疗健康三大主营业务。传统液晶单体业务增长受益于液晶材料厂商单体外包比例增加; 沸石环保材料项目陆续投产成为中短期公司业绩增长的主要贡献; 公司并购MP切入生命科学和体外诊断领域, 踏上IVD行业高速增长带来的红利; 提前布局OLED材料领域多年, 伴随OLED市场空间逐步放量, 将成为公司未来利润增长的重要支撑。
- 汽车尾气排放标准的升级将为公司沸石材料业务带来增长契机。国内外相继出台新的汽车尾气排放标准, SCR技术是最理想的尾气处理技术, 应用新的技术将带动催化剂需求上升, 尾气净化市场持续扩大。万润股份是庄信万丰重要合作伙伴。公司850吨V-1沸石产品生产线全部满产。沸石环保材料二期项目首个车间16年5月已经投产, 产能为1500吨/年, 第二个车间也已经试生产, 2019年将全部达产。公司将突破产能瓶颈, 将成为在技术和销量均处于世界前列的环保材料生产商, 前景非常广阔。
- OLED产业爆发渐行渐近。公司较早布局OLED产业链, 全资子公司九目化学专注于OLED中间体、单体研发。OLED成本不断降低。随着OLED面板在智能手机、可穿戴设备的快速普及, 显示器市场更新换代, 公司有望深度受益。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。除权后根据我们的假设, 预计公司2017-2019年每股收益0.51元、0.58元和0.67元, PE分别为27倍、24倍和20倍。公司环保业务具有壁垒且市场增长持续性强, 公司也是OLED材料行业直接受益标的, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。
- 风险提示。公司沸石分子筛销量低于预期风险; OLED市场推广低于预期风险; 美国MP公司业务拓展低于预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1631	1847	2560	2919	3341
同比增长	53%	13%	39%	14%	14%
营业利润(百万元)	294	361	535	608	706
同比增长	194%	23%	48%	14%	16%
净利润(百万元)	258	319	464	527	611
同比增长	167%	24%	46%	14%	16%
每股收益(元)	0.76	0.88	0.51	0.58	0.67
PE	18.4	15.9	27.3	24.0	20.7
PB	1.8	1.3	3.0	2.8	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况	5
1、公司是全球领先的液晶和环保材料供应商	5
2、公司综合毛利率 40%以上，盈利能力较强	5
二、行业分析	7
1、环保材料：市场规模不断增长，行业双寡头格局确保盈利	7
2、液晶材料：LCD 面板出货面积增长带动单晶需求小幅增加	12
3、OLED：成本不断下降，市场爆发渐行渐近。	17
4、生命科学和体外诊断发展空间广阔	24
三、公司竞争力分析	27
1、公司沸石类环保材料陆续投产，业务高速增长	27
2、公司信息材料保持多年市场领先地位	28
3、并购 MP 公司，布局全球医药和体外诊断市场	29
四、盈利预测与投资建议	30
1、一季报业绩良好，全年值得期待	30
2、维持公司“强烈推荐-A”的投资评级	31

图表目录

图 1：万润股份股权结构	5
图 2：公司 2016 年营业收入	6
图 3：公司 2016 归属母公司净利润	6
图 4：公司产品毛利率	6
图 5：公司产品收入占比	6
图 6：公司研发费用占比	6
图 7：沸石分子筛内部结构图	7
图 8：全球各地区重柴汽车销量（万辆）	8
图 9：全球各地区轻柴汽车销量（万辆）	8
图 10：我国不同尾气排放标准的汽车占比	9
图 11：我国不同尾气排放标准的汽车排放污染物的占比	9

图 12: 乙烯产量及表观消费量 (万吨)	12
图 13: 丙烯产量及表观消费量 (万吨)	12
图 14: 公司产品在产业链中地位	13
图 15: TFT-LCD 构造	14
图 16: TFT-LCD 工作原理	14
图 17: 全球电视出货量统计及预测 (万台)	15
图 18: 全球 LCD 面板需求持续增长 (百万平方米)	15
图 19: 液晶电视平均尺寸变化趋势 (寸)	15
图 20: 大尺寸液晶面板产能面积及增长率 (百万平方米)	15
图 21: 全球液晶电视面板出货量 (万片)	15
图 22: 电视平均尺寸发展趋势	15
图 23: TFT-LCD 面板成本构成	16
图 24: 全球范围内混晶三巨头市场份额	17
图 25: Merck 原料来源	17
图 26: OLED 结构	18
图 27: LCD 结构	18
图 28: 全球 AMOLED 市场规模预测 (亿美元)	19
图 29: 2015-2015 年 OLED 细分市场符合增长率预测	19
图 30: 全球智能手机总体出货量及预测	20
图 31: 全球主要品牌智能手机 AMOLED 型号占比及预测	20
图 32: 全球智能手机用 AMOLED 面板出货量及预测	20
图 33: AMOLED 手机市场拐点来临, 将迎来高速发展	20
图 34: 智能手机 AMOLED 面板单价及预测	21
图 35: 智能手机 AMOLED 面板柔性屏占比预测	21
图 36: 智能手机用 AMOLED 全球市场规模	21
图 37: OLED 和 LCD 在不同良品率下的成本对比	21
图 38: OLED 电视出货量及渗透率预测 (万)	22
图 39: 电视用 AMOLED 面板市场规模预测	22
图 40: 智能手表	22
图 41: VR 虚拟现实	22
图 42: 2011-2015 年医药生物行业的企业并购情况	25

图 43: 2011-2015 年医药制造业收入和增长情况	25
图 44: 全球体外诊断市场规模 (亿美元)	25
图 45: 海外体外诊断市场不同产品分布	25
图 46: 中国体外诊断市场规模 (亿元)	26
图 47: 国内体外诊断市场不同产品分布	26
图 48: 庄信万丰汽车尾气处理技术业务收入情况(百万英镑)	27
图 49: Merck 功能性材料销售收入	28
图 50: OLED 产业链	28
图 51: MP 公司股权结构	29
图 59: 万润股份历史 PEBand	31
图 60: 万润股份历史 PBBand	31
表 1: 各国汽车尾气排放标准实施年份	7
表 2: 国际国内机动车排放标准	9
表 3: 汽车尾气后处理装置简析原理及催化剂	10
表 4: 尾气催化行业国内外主要上市公司概况	11
表 5: 全球混合液晶材料的主要生产厂家	16
表 6: 国内本土液晶材料厂商现状	17
表 7: OLED 和 LCD 的性能对比	18
表 8: 韩国、日本、台湾厂商产能建设与规划	23
表 9: 中国大陆厂商产能建设与规划	23
表 10: OLED 中间体和升华前材料主要供应商	24
表 11: OLED 终端材料主要供应商	24
表 12: 沸石系列环保材料二期扩建项目	27
表 13: MP 公司及下属公司经营业务	29
表 14: 公司的研发投入	30
表 15: 销售收入结构预测	31
附: 财务预测表	32

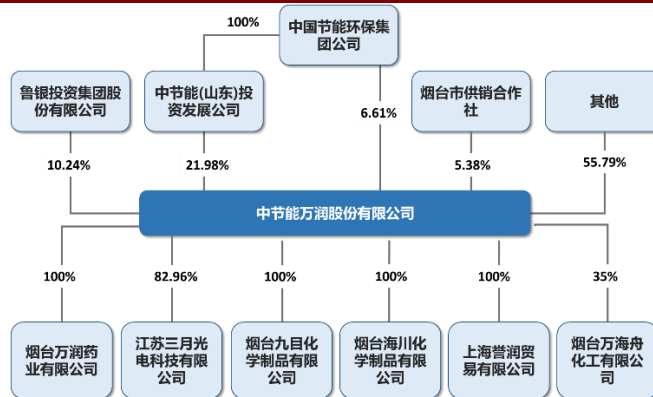
一、公司概况

1、公司是全球领先的液晶和环保材料供应商

中节能万润股份有限公司成立于 1995 年,于 2011 年 12 月在深圳证券交易所挂牌上市,目前注册资本金 3.4 亿元,总资产 30 亿元。公司具有雄厚的央企背景,第一大股东为中节能投资发展公司,实际控制人为中国节能环保集团,直接或间接持有 28.59% 的股份。中节能是唯一一家以节能减排、环境保护为主业的央企。

公司业务板块规划为信息材料产业、环保产业、大健康产业三大板块。旗下拥有 5 个控股子公司和一个合资公司,掌握 4000 多种化合物的生产技术,1200 多种产品投入市场,主要销往欧洲、美洲、东亚等近十个国家和地区。

图 1: 万润股份股权结构



资料来源: 公司年报、招商证券

2、公司综合毛利率 40%以上, 盈利能力较强

公司 2016 年度实现营业收入 184,739.11 万元, 同比上升 13.26%; 实现归属于母公司所有者的净利润 31,865.27 万元, 同比增长 23.58%。公司产品盈利能力较强, 毛利率达到 41%。营收结构方面, 显示材料约占营收的 54.5%, 环保材料占 22.3%, 医药材料占 23.2%。信息材料和环保材料实现营收 14.11 亿元, 同比下降 7.7%, 大健康业务因为并表 MP, 实现营收 4.25 亿元, 同比大幅增长 360.1%。

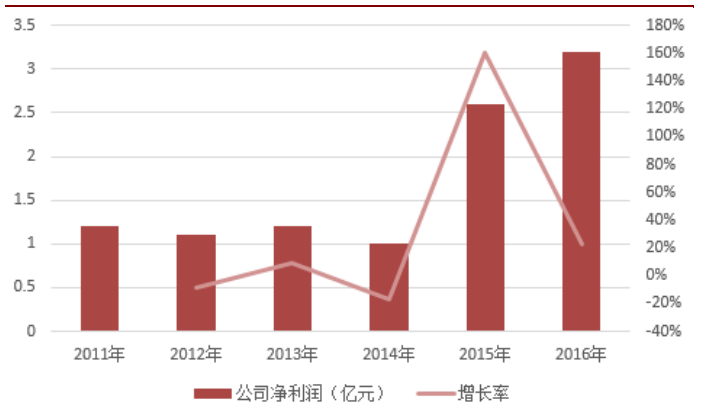
公司重视研发, 2016 年度研发投入达到 10,648.65 万元, 占营业收入比重达 5.76%。长期以来公司的研发投入也一直占营业收入的 5.5% 以上。

图 2: 公司 2016 年营业收入



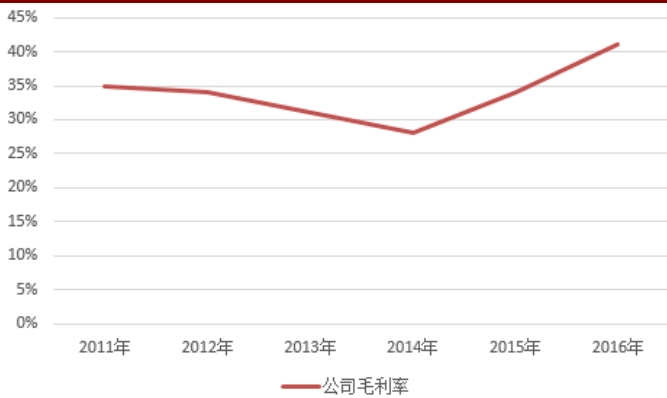
资料来源: wind、招商证券

图 3: 公司 2016 归属母公司净利润



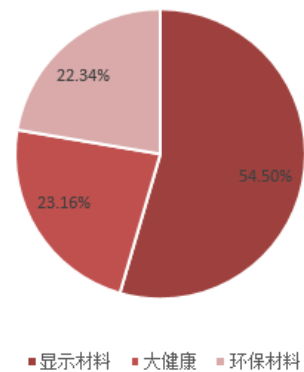
资料来源: wind、招商证券

图 4: 公司产品毛利率



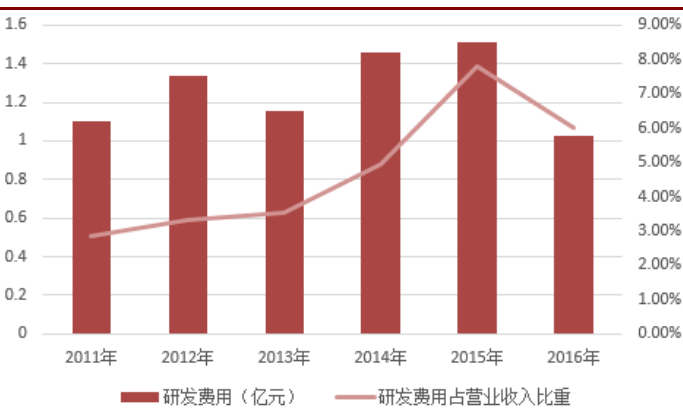
资料来源: wind、招商证券

图 5: 公司产品收入占比



资料来源: wind、招商证券

图 6: 公司研发费用占比



资料来源: wind、招商证券

二、行业分析

1、环保材料：市场规模不断增长，行业双寡头格局确保盈利

公司目前的环保材料主要为新型尾气净化用沸石环保材料和沸石的原材料模板剂。

沸石为一种硅酸盐离子交换体,它的晶料结构中存在组织、结构、孔径各不相同的微孔,通过置换点阵元素可以改变带电性能,因此具有吸附作用和离子交换能力。在环境净化领域,利用沸石及其合成制品的这种独特的吸附性和催化性,可以对废水、废气等进行吸附过滤以防止被分离污物的再附着,是一种高效环保的可再生材料。模板剂为四级铵盐,为铵离子中的四个氢原子都被烃基取代而生成的化合物,是沸石制造过程的原材料,在焙烧环节,模板剂将充分燃烧分解为二氧化碳和水。

沸石分子筛孔径均一,孔道呈周期性排列,比表面积大,吸附能力强。这些特性使得沸石分子筛具有良好的分离性能,在许多膜过程中(渗透汽化、气体膜分离、膜反应等)具有广阔的应用前景,是目前科研和工业的重点研究对象。沸石环保材料可广泛应用于高标准尾气排放领域、燃气燃煤、燃油装置废气治理及其它多种领域的废气治理。

图 7: 沸石分子筛内部结构图



资料来源：百度图片、招商证券

随着世界气候环境形势日益严峻,各国对于汽车尾气排放标准有了更严格的要求。世界各地对于汽车尾气中碳氢化物,氮氧化物,一氧化碳的含量作出具体的要求。2007年美国率先对与汽车尾气标准做出更新,随后,欧盟,巴西等国相继更新了汽车尾气排放标准,我国由于炼油水平较低,与世界其他国家存在较大差距,但也详细制定了汽车尾气排放标准更新的计划表。

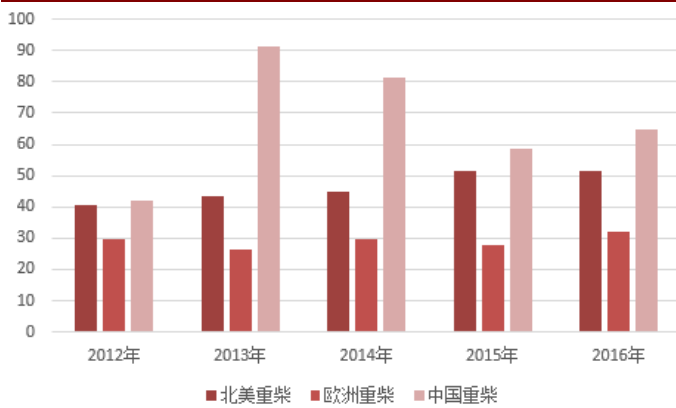
表 1: 各国汽车尾气排放标准实施年份

	欧 III	欧 IV	欧 V	欧 VI
欧盟	2000	2005	2008	2013
俄罗斯	2008	2010	2014	
美国	2006		2007	2010
巴西	2006		2012	预计 2018
中国	2007 (国 III)	2015 (国 IV)	2017 (国 V)	2020 (国 VI)

资料来源：招商证券

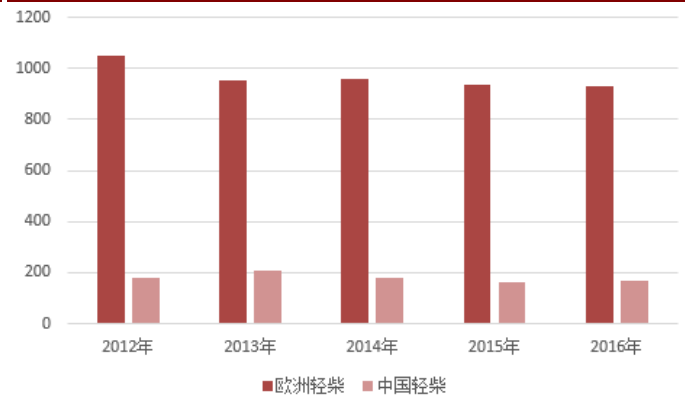
氮氧化物 (NOx) 是汽车排放污染物中对人体和环境伤害最大的成分。氮氧化物 NOx 作为主要的大气污染物之一，主要由 90% 以上的 NO 和 5% 左右的 NO2 以及少量其他氮氧化物比如 N2O 组成，易形成光化学烟雾和酸雨造成严重的人体伤害，因此，NOx 成为各国最新汽车尾气排放法规中限制最严格的组分。NOx 是发动机高温富氧状态下 N2 和 O2 反应形成，机动车排放 NOx 约占全国 NOx 排放量 30%。由于柴油发动机的压燃需要较高的压缩比并输出较大的功率，在燃烧时产生的温度和压力更高，更容易产生 NOx，是仅次于火电厂 NOx 排放的第二大户，NOx 排放量也随着整车质量和发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 8: 全球各地区重柴汽车销量 (万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会、招商证券

图 9: 全球各地区轻柴汽车销量 (万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会、招商证券

美国和欧洲相继出台新的柴油车排放标准，严格限制 NOx 排放量。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。

我国国 III、国 IV 标准汽车占总量 80% 以上。根据环保部发布的《2016 年中国机动车环境管理年报》显示，我国已连续七年成为世界机动车产销第一大国，机动车污染已成为我国空气污染的重要来源，是造成灰霾、光化学烟雾污染的重要原因，机动车污染防治的紧迫性日益凸显。据刘炳江司长介绍，我国机动车保有量持续增长。2015 年，全国机动车保有量达到 2.79 亿辆。其构成按车型分类，客车占 87.2%，货车占 12.8%；按燃料分类，汽油车占 86.2%，柴油车占 12.6%，燃气车占 1.2%；按排放标准分类，国 I 前标准的汽车占 1.6%，国 I 标准的汽车占 6.9%，国 II 标准的汽车占 8.0%，国 III 标准的汽车占 51.6%，国 IV 标准的汽车占 30.5%，国 V 及以上标准的汽车占 1.4%。

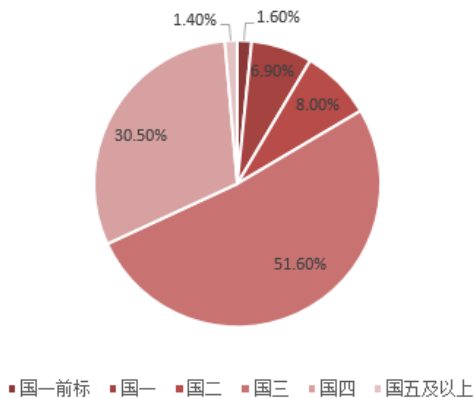
表 2: 国际国内机动车排放标准

(g/km)	汽油车				柴油车			
	国 IV	国 V	欧 V	欧 VI	国 IV	国 V	欧 V	欧 VI
氮氧化物 (NOx)	0.08	0.06	0.06	0.06	0.25	0.18	0.18	0.08
非甲烷碳氢 (HC+NOx)	—	0.068	0.068	0.068	0.3	0.23	0.23	0.17
颗粒物浓度 (PM)	—	0.0045	0.0011	0.0011	0.025	0.0045	0.0011	0.0011
颗粒物粒子数量 (PN)	—	—	—	—	—	6×10 ¹¹	6×10 ¹¹	6×10 ¹¹

资料来源: 招商证券

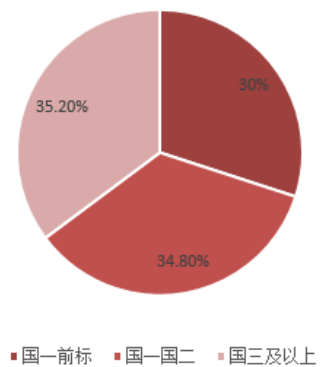
我国城市机动车排放污染主要来自于柴油车,同时国三及其以下标准机动车排放污染物占总数 60%以上。随着机动车保有量快速增加,我国部分城市空气开始呈现出煤烟和机动车尾气复合污染的特点,直接影响人们健康。2015 年,全国机动车排放污染物初步核算为 4532.2 万吨,比 2014 年削减 0.3%,其中氮氧化物 (NOx) 584.9 万吨,碳氢化合物 (HC) 430.2 万吨,一氧化碳 (CO) 3461.1 万吨,颗粒物 (PM) 56.0 万吨。汽车是机动车排放污染物排放总量的主要贡献者,其排放的 NOx 和 PM 超过 90%,HC 和 CO 超过 80%。按车型分类,全国货车排放的 NOx 和 PM 明显高于客车,其中重型货车是主要贡献者;而客车 CO 和 HC 排放量则明显高于货车。按燃料分类,全国柴油车排放的 NOx 接近汽车排放总量的 70%,PM 超过 90%;而汽油车 CO 和 HC 排放量则较高,CO 超过汽车排放总量的 80%,HC 超过 70%。按排放标准分类,占汽车保有量 1.6%的国 I 前标准汽车,其排放的四种主要污染物占汽车排放总量的 30.0%以上;而占保有量 83.5%的国 III 及以上标准汽车,其排放量约为汽车排放总量的 35.2%。2015 年,全国机动车保有量比 2014 年增长了 5.8%,但污染物排放量削减了 0.3%。

图 10: 我国不同尾气排放标准的汽车占比



资料来源: 环保部、招商证券

图 11: 我国不同尾气排放标准的汽车排放污染物的占比



资料来源: 环保部、招商证券

在新的标准下,SCR 技术是最理想的尾气处理技术。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。SCR 同 EGR+DPF 相比,最显著的特点是相对省油。在欧洲,由于燃油成本较高,SCR 技术是比较理想的技术;在我国,由于我国能源资源有

限，同时我国炼油水平不高，油品含硫量在 250ppm 以下，但 EGR+DPF 对油品要求含硫量在 50ppm 以下，所以 SCR 技术是最理想的技术。另外，SCR 技术比 EGR+DPF 技术更加清洁，随着美国 EPA（环保署）对于环保标准的进一步严格要求，SCR 技术是未来大势所趋。

表 3: 汽车尾气后处理装置简析原理及催化剂

发动机技术	名称	原理	催化剂
TWC	三元催化转换器	CO、HC 和 NO _x 转化为水、CO ₂ N ₂	A1203 负载铂、铑、钯
DOC	二元催化转换器	CO 和 HC 氧化生成水和 CO ₂	A1203 负载铂、铑
GPF/DPF	颗粒捕捉器	吸附 PM 并高温燃烧产生 CO ₂ 和水	无
RGR	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，V2O5/TiO ₂ /WO ₃

资料来源：公开资料整理、招商证券

国际国内机动车排放标准更新，应用新的技术带动催化剂需求上升，尾气净化市场持续扩大。2015 年 9 月，欧 VI 汽车尾气排放标准在欧洲全面实施。2016 年 1 月，我国《关于实施第五阶段机动车排放标准的公告》规定汽车须符合国 V 标准要求。随着排放标准日趋严格，同时汽车产销持续上升，机外净化成为汽车生产厂家和车主的必然选择。汽车市场对尾气催化剂的需求剧增，极大拓展应用于尾气催化剂的沸石分子筛的市场空间。

国内外汽车尾气催化剂的市场集中度高，为三家巨头所垄断，万润股份是庄信万丰重要合作伙伴。国际尾气催化剂市场基本形成了巴斯夫（德国）、庄信万丰（英国）、优美科（比利时）三足鼎立的局面，合计约占全球 95% 以上市场份额。在中国，这三家公司占据了 70% 以上的市场份额。万润股份是庄信万丰的核心合作伙伴。同时，自 2013 年以来，我国汽车催化剂市场总体规模在逐步扩大，沸石分子筛产销前景好。目前全球对于环保材料沸石催化剂总需求约在 1 万吨左右。

表 4: 尾气催化行业国内外主要上市公司概况

公司	标准	催化剂适用范围	规模	备注
巴斯夫	欧VI	可用于乘用车和商用车（包括卡车）	2016 年催化剂销售额达 62.63 亿欧元	新型排放催化剂让车辆达到欧六排放标准，新一代快乐跑燃油添加剂提升国内汽车的燃油经济性
庄信万丰	欧VI	轻型车和重型柴油车	2016 年 EmissionControlTechnology 板块销售额达 19.13 亿英镑	满足在全世界范围内汽车尾气排放标准的高科技催化剂
威孚高科	国IV及以上	汽车、摩托车、通机厂家	2016 年汽车后处理系统销售额达 21.7 亿人民币	有集合催化剂和后处理系统集成技术优势，技术水平、市场规模和生产能力均处于国内领先地位
贵研铂业	国IV、国V	汽油车和柴油车	400 万升产能，2016 年机动车催化净化器年销售额达 6.13 亿人民币	国IV、国V机动车催化剂产业升级建设项目已完成

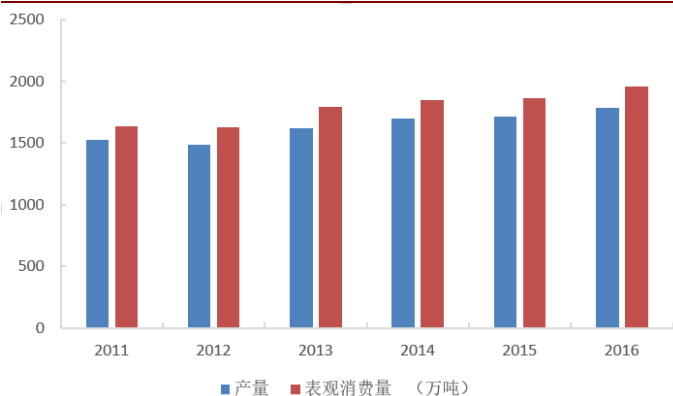
资料来源：中商情报网、招商证券

随着欧美、中国等国家各地区执行新的汽车标准，对于排放技术有了更高的要求，车用尾气催化剂需求将迎来爆发期。环保部和工信部 2016 年 1 月发布《关于实施第五阶段机动车排放标准的公告》，全国自 2017 年 1 月 1 日起，所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途），须符合国五标准要求。另外，全国自 2017 年 7 月 1 日起，所有制造、进口、销售和注册登记的轻型柴油车，须符合国五标准要求。全国自 2018 年 1 月 1 日起，所有制造、进口、销售和注册登记的轻型柴油车，须符合国五标准要求。而环境保护部、国家质检总局联合发布的《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，公布了第六阶段轻型汽车国六标准采用分步实施的方式，设置国六 a 和国六 b 两个排放限值方案，分别于 2020 年和 2023 年实施。对大气环境管理有特殊需求的重点区域（重点区域一般指北京、上海、珠三角等一线城市），可提前实施国六排放限值。国六 a 略严于欧洲第六阶段排放标准限值水平（欧六标准从 2014 年开始实施第一阶段，2017 年开始为第二阶段），比美国 Tier3（2017 年实施）排放标准限值要求宽松；国六 b 阶段限值基本相当于美国 Tier3 排放标准中规定的 2020 年平均限值。2016 年沸石市场需求量约 1 万吨，我国每年生产轻柴 160 万辆左右，每年新增需求量约 750 吨左右，到 2020 年将新增需求 3000 吨。存量市场中如果 70% 需要升级，则存量市场对沸石需求量约 1.11 万吨，较当前市场翻一倍。另外欧洲 2017 年实施欧六标准第二阶段，美国 2017 年实施 Tier3 排放标准，欧美属于第一梯队、中国在 2020 年执行国六标准，巴西和印度大概在 2013 年左右执行欧六标准，可以看出随着各国家地区执行新的汽车标准，对于排放技术有了更高的要求，车用尾气催化剂市场需求不仅具备增长性，而且具有持续性。

除汽车尾气应用外，沸石材料还被广泛用于 MTO（甲醇制乙烯）、MTP（甲醇制丙烯）等多个催化领域，需求高速增长。2016 年，国内乙烯新增产能 175 万吨/年，其中甲醇制烯烃方式为 100 万吨/年，占比 57.14%。2016 年上半年，国内丙烯产能 92 万吨/年。乙烯和丙烯产能和需求量持续上涨，极大支持沸石环保材料拓展产销空间。金联创数据显示，2010 年 10 月神华宁煤第一套年产 50 万吨 MTP 项目投产，掀开了我国甲醇新型下游发展的新篇章。就发展历程来看，2011 年甲醇此类下游总产能突破 100 万吨，

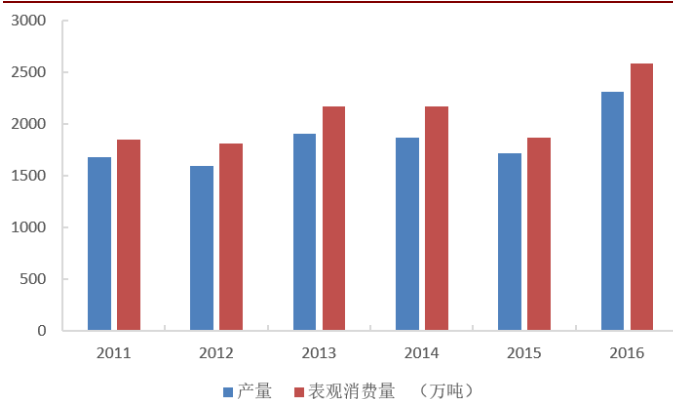
2013 年接近 300 万吨，2015 年该数据增至 750 万吨以上；2016 年总体产能突破 1000 万吨。截止目前，我国煤制烯烃行业总产能达 1123 万吨，其中 2016 年全年投产 354 万吨；新建项目多集中在西北、华东港口。催化剂在 MTO 工艺中，对低碳烯烃的选择性、转化率和收率起着重要作用，是不可或缺的重要工艺组成部分。煤制烯烃产业的不断发展势必带动 MTO 催化剂需求不断增加。预计在 2013 年至 2017 年期间，我国将形成 1200 万吨/年的 MTO 产能，相应的催化剂年消耗量将达到 1.2 万吨左右。

图 12: 乙烯产量及表观消费量 (万吨)



资料来源: wind、招商证券

图 13: 丙烯产量及表观消费量 (万吨)



资料来源: wind、招商证券

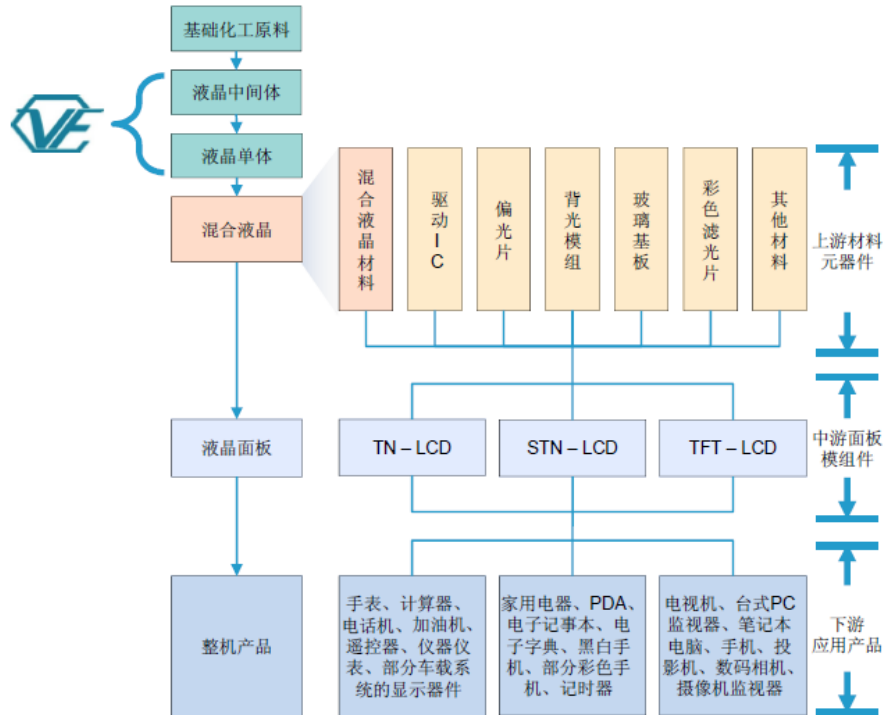
2、液晶材料：LCD 面板出货面积增长带动单晶需求小幅增加

液晶材料是电子信息领域的特殊材料，是一类具有各向异性的有机化合物，是生产液晶显示 (LCD) 面板的关键材料之一。它是液晶显示器结构中上下玻璃板间的半透明介电材料，功能类似光闸开关，其原理是利用上下电极通电后，电场产生变化使得液晶分子因介电各向异性而出现光线的偏转，光线因液晶长轴与短轴折射率不同而产生不同的穿透度，再配合配向膜与偏光板的作用，即可产生光线 ON-OFF 的变化。

液晶制作过程是从基础的化工原料合成为普通级别的液晶单体，经过纯化去除杂质、水分、离子，升级为电子级别的液晶单体，再由这些电子级别的液晶单体以不同的比例混合在一起达到均匀稳定的液晶形态形成混合液晶。混合液晶经过 LCD 制造商的生产工序和其他相关材料组装在一起，成为液晶显示器面板，再装上电子部件，就成为大众所熟知的各类电子产品——计算器、电子表、电脑等等。

液晶材料在制造过程中有三个主要环节：液晶中间体制备、液晶单体合成及提纯、混合液晶配制。公司主要从事液晶中间体制备、液晶单体合成及提纯的业务。液晶中间体主要应用于液晶单体的合成，液晶单体主要用于配制混合液晶。公司生产的液晶单体产品主要包括烯类、联苯类、环己烷苯类、酯类及其他含氟的液晶材料等，液晶中间体主要包括苯酚类、环己酮类、苯甲酸类、环己烷酸类、卤代芳烃类等。

图 14: 公司产品在产业链中地位



资料来源：公司招股说明书、招商证券

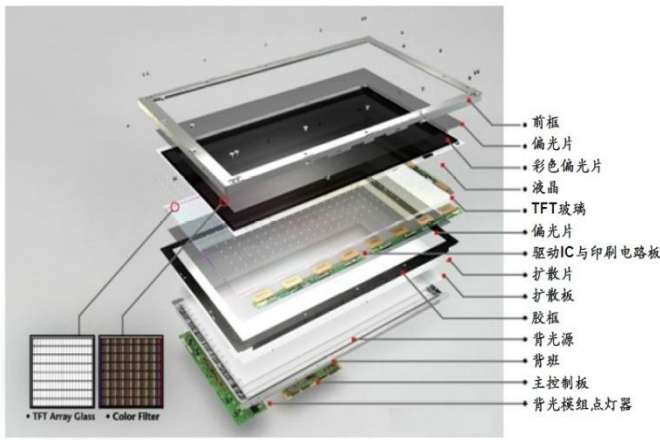
高端混合液晶生产技术壁垒较高，市场份额主要掌握在 Merck、Chisso 和 DIC 三家公司手中，但液晶单体和中间体生产逐步向中国转移。在上述产品价值链的混合液晶环节，液晶材料的生产技术主要由德国、日本和中国掌握，而混合液晶高端技术则集中掌握在 Merck、Chisso 和 DIC 三家公司手中，其市场占有率总共达 95% 以上。因为一般而言，单一液晶材料无法达到 LCD 的低电压驱动、响应速度快和工作温度范围广等使用要求，故液晶材料配方中常需混和 10 种至 20 种不同的液晶单体，才可达上述要求及热安定性、光安定性等物性及显示器的特性要求，因此壁垒较高。液晶单体和中间体的生产正逐渐向具有技术开发能力和相对成本优势的国家地区转移，中国目前已经成为最重要的液晶中间体和液晶单体的生产和出口国。

TFT-LCD 目前是液晶显示技术的主流产品。平板显示主要包括液晶显示 (LCD)、等离子显示 (PDP)、有机发光二极管显示 (OLED) 等。LCD 依靠其具有的工作电压低、功耗小、分辨率高、抗干扰性好、应用范围广等一系列优点，目前已成为 FPD 产业的主流产品。根据 LCD 生产采用的技术类型不同，一般分为 TN-LCD、STN-LCD 和 TFT-LCD。TN-LCD 是最为低档的液晶产品，其制造工艺简单、成本低廉、显示容量较低、响应速度慢、一般为黑白显示。STN-LCD 也是较为低档的液晶产品，显示容量高于 TN-LCD、但色彩依然不够鲜艳。TFT-LCD 目前是液晶显示技术的主流产品，由于其显示信息容量大，响应速度快，完全满足视频动态图像显示的需要，其广泛应于各类电脑、液晶电视、移动通信设备、摄像机、数码相机等领域。

TFT-LCD 面板的结构。简单说，可以视为两片玻璃基板中间夹着一层液晶，上层的玻璃基板是与彩色滤光片 (ColorFilter) 结合，而下层的玻璃则有电晶体镶嵌于上 (TFTArray)。电流通过电晶体产生电场变化，造成液晶分子偏转，藉以改变光线的偏极性，再利用偏光片决定画素 (Pixel) 的明暗状态。此外，上层玻璃因与彩色滤光片贴合，形成每个画素各包含红蓝绿三颜色，这些发出红蓝绿色彩的画素便构成了面板上的

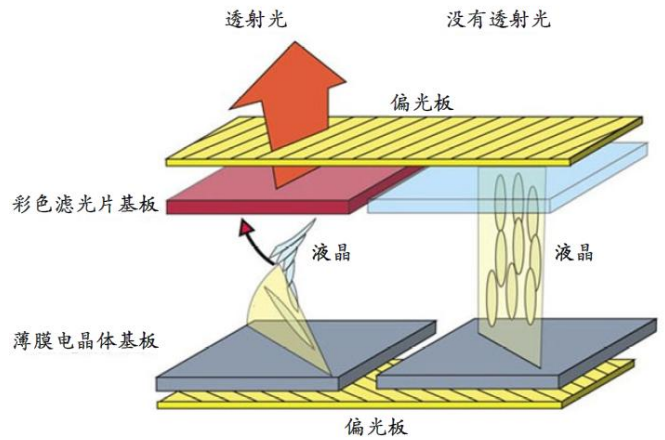
影像画面。

图 15: TFT-LCD 构造



资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 16: TFT-LCD 工作原理



资料来源：公司招股说明书、招商证券

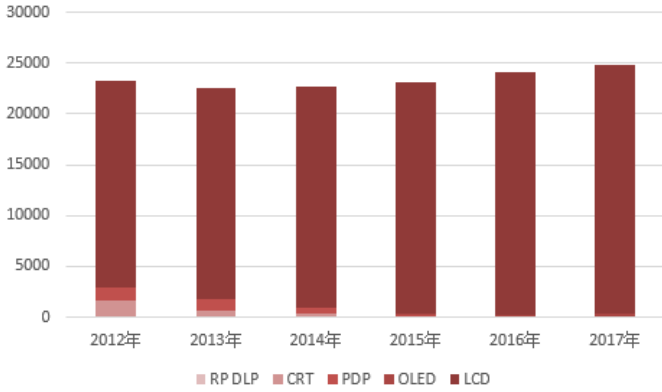
液晶上游产业链逐步转移到中国，中国已成为全球液晶单体及中间体的主要供应国。在 TFT-LCD 产业发达的国家和地区中，日本 TFT-LCD 配套材料产业链最为完整，具有各种配套材料的核心技术；韩国和我国台湾地区也极为重视 TFT-LCD 配套材料产业链建设，其部分配套材料具有完善的本地化生产能力。德国虽然没有完整的配套产业链，但是依靠其先进的技术，强大的研发能力，在高档的 TFT 液晶材料市场上仍处于领先地位。由于液晶材料配方中常需混和 10 种至 20 种不同的液晶单体，任何一种液晶单体不能直接用于显示，为实现专业分工、优化管理，全球主要 TFT 混合液晶企业正逐步将液晶材料上游生产环节外包，加大了外购液晶单体或中间体的比例。这种产业转移为中国液晶材料行业的发展创造了市场空间，目前中国已经成为全球液晶单体及中间体的主要供应国，在全球液晶材料产业链中占据着重要地位。随着我国大陆高世代线的相继投产，使得面板产能、技术水平稳步提升，产业竞争力逐渐增强，如今的面板产业韩国、中国大陆、中国台湾三分天下，中国大陆有望在 2019 年成为全球第一。

目前的液晶面板的应用已经越来越趋向于大尺寸高清的方向发展。群智咨询发布的调查数据显示，2016 年全球液晶电视面板出货量达到 2.58 亿片，数量同比下降 2.5%。不过，从各面板厂商出货数量的表现来看，中国大陆地区面板厂产能持续扩充，出货数量超过台湾地区，仅次于韩国，排名全球第二。虽然 2016 年全球液晶电视面板出货量同比减少，不过出货面积却达到了 1.3 亿平方米，同比大幅增长 8%。全球电视市场容量已经接近饱和，出货数量很难持续增长，但是随着尺寸结构的不断调整，大尺寸面板的需求将会不断增长。2016 年上半年线下液晶市场 4K 的渗透率已经接近 50%，55 寸和 65 寸的电视已经成为畅销产品。在显示器以及笔记本电脑市场基本饱和，手机用屏幕即将被 OLED 取代的情况下，大尺寸面板成为了过去一年涨价的主要品种。大尺寸和高清化的发展趋势带动了全球 LCD 需求面积的增长。虽然面板行业整体增速受限，但是大尺寸面板需求增速相对维持再高位。从大尺寸液晶面板的供需上来看，2017 年一季度作为传统淡季，48 寸以下的液晶面板需求有所减少，而 50 寸、55 寸、65 寸等大尺寸面板的需求持续升温。

随着人们消费的不断升级，屏幕的大尺寸化已成为 LCD 电视持续的演进方向，LCD 电视的平均尺寸每年维持一定幅度的提升。预计到 2016 年，LCD 电视的平均尺寸将由 2012 年的 35.2 英寸提升到 2016 年的 36.4 英寸。LCD 电视大尺寸化的发展方向是带

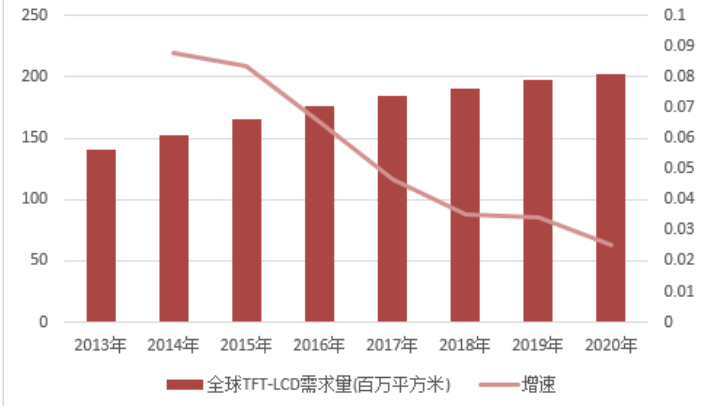
动其上游行业如液晶面板、光学膜市场需求增长的另一推动力。2014年，全球 TFT-LCD 需求已达到 1.53 亿平方米，预计 2018 年全球需求将近 2 亿平方米，年复合增长率 6.93%。

图 17: 全球电视出货量统计及预测 (万台)



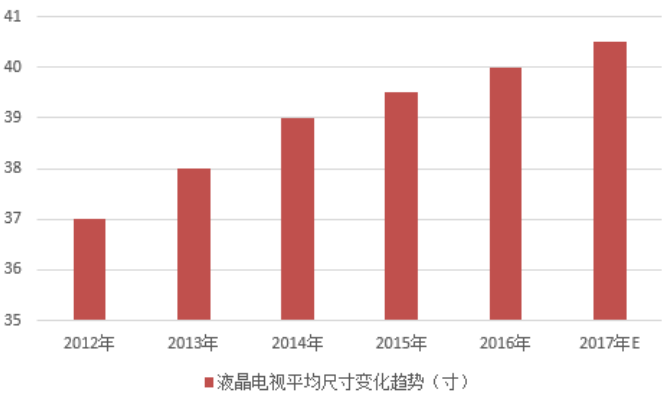
资料来源: 中国产业信息网、招商证券

图 18: 全球 LCD 面板需求持续增长 (百万平方米)



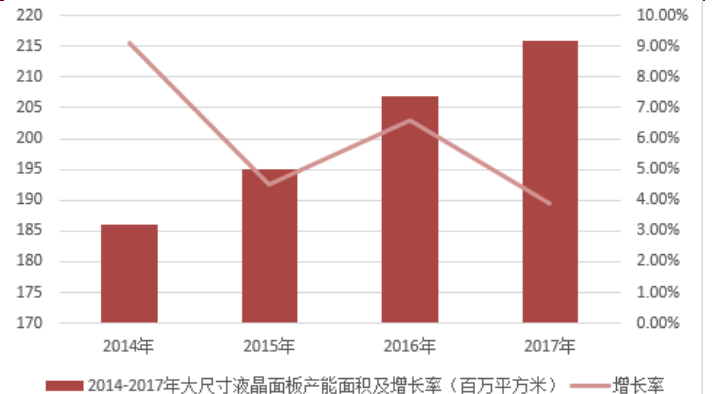
资料来源: 中商情报网、招商证券

图 19: 液晶电视平均尺寸变化趋势 (寸)



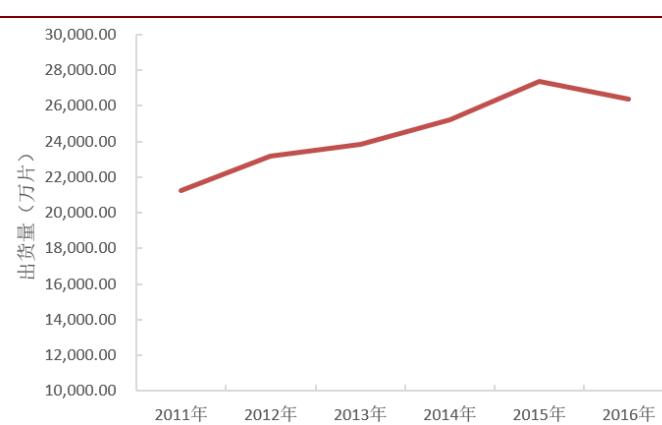
资料来源: 中国产业发展研究网、招商证券

图 20: 大尺寸液晶面板产能面积及增长率 (百万平方米)



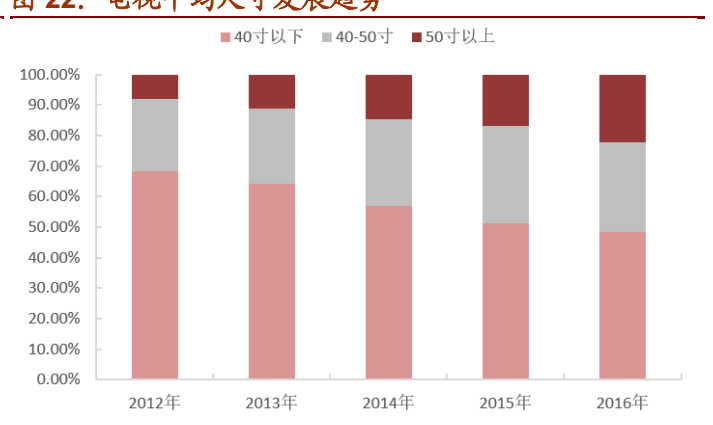
资料来源: 中国产业发展研究网、招商证券

图 21: 全球液晶电视面板出货量 (万片)



资料来源: wind、招商证券

图 22: 电视平均尺寸发展趋势

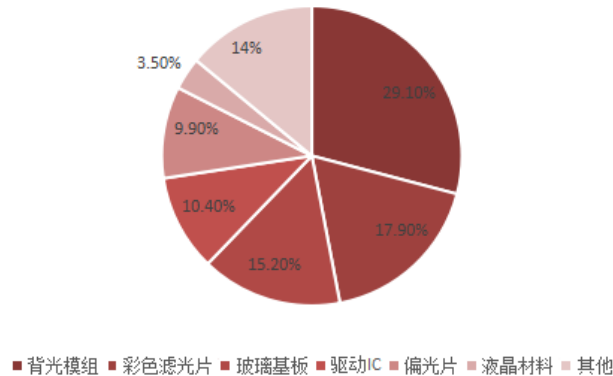


资料来源: wind、招商证券

下游 TFT-LCD 出货面积增长，带动液晶单体需求量小幅上升。根据群智咨询 (Σintell) 统计数据显示，2016 年全球液晶电视面板出货面积达到 1.3 亿平方米，相应消耗液晶

单体总量大概 750 吨。展望 2017 年，全球液晶电视面板出货将达到 2.52 亿台，年减 2.3%，但平均出货尺寸续增，使得面积需求将成长 3%，相应小幅带动液晶单体需求量增长 20 吨。

图 23: TFT-LCD 面板成本构成



资料来源：招商证券

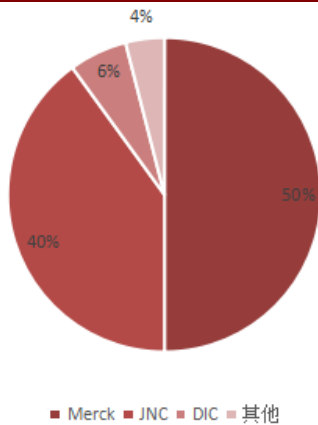
液晶显示核心技术主要被国际三巨头所垄断。目前，国际上主要有四家液晶材料公司，它们分别是德国默克（Merck）公司、日本智索（Chisso/JNC）公司、大日本油墨和日本 ADK 公司，主要生产中高端产品，如 TFT、STN、中高档 TN 液晶材料。由于 TFT 液晶材料的高技术壁垒，导致中高端液晶材料市场多年来一直处于垄断状态。目前默克、智索（Chisso/JNC）和大日本油墨（DIC）三家垄断 TFT 液晶市场，市场份额分别为 50%、40%和 6%。大陆液晶材料供应商诚志永华国内市场占有率虽达 65%以上，全球五大液晶材料生产厂家中销量位居第三，但主要为 TN、HTN、STN 型系列的低中端液晶材料。根据群智咨询的调查数据，2015 年混晶的国产化率不足 15%。

表 5: 全球混合液晶材料的主要生产厂家

公司名称	混合液晶产品类别	地区
Merck	TFT、STN、TN 等	德国
Chisso	TFT、STN、TN 等	日本
DIC	TFT、STN、TN 等	日本
成志永华	TFT、STN、TN 等	中国大陆
江苏和成	TFT、STN、TN 等	中国大陆
大立高分子	STN、TN 等	中国台湾
其他	STN、TN 等	中国大陆

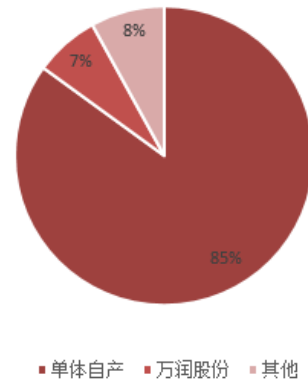
资料来源：Displaysearch、中国平板显示年鉴（2009）、招商证券

图 24: 全球范围内混晶三巨头市场份额



资料来源: 中国平板显示年鉴(2014)、招商证券

图 25: Merck 原料来源



资料来源: 公司公告、招商证券

虽然中国已成为液晶生产大国,但产品主要为液晶单体和中间体,技术含量较低。目前,国内生产液晶材料的企业有 10 多家,尽管生产液晶材料的厂家越来越多,但大多以生产中间体、单体为主,具有混晶生产能力的只有极少的几个企业。本土液晶材料产业的特点是低端的 TN(扭曲向列)、STN(超扭曲向列)液晶较强而 TFT 液晶材料方面很弱,液晶化学品、单体液晶较强而混合液晶较弱。中国大陆企业目前主要生产液晶化学品和单体液晶,这些产品出口给国外的液晶生产商。而终端 TFT 混合液晶产品的市场则主要由德国默克和日本智索掌控,由于中间体化合物到成品液晶材料技术难度大,他们获取了超过 67%的垄断利润。国内的 TFT 混合液晶、特别是中高端的产品基本上从国外进口,TFT 混合液晶的国产化成为本土液晶显示产业亟待提高国内配套能力的重要环节。

表 6: 国内本土液晶材料厂商现状

厂商	产地	产品种类	产能	混合液晶类型	供应对象
成志永华	石家庄	混合体	50 吨	TN、STN、TFT	下游厂商
万润股份	烟台	单体/中间体	130/300 吨	/	默克、智索、DIC
和成显示	南京	单体、中间体、混合体	20 吨	TN、STN、TFT	京东方、华星光电、达兴材料(单体客户)
八亿时空	北京	混合体	18 吨	TN、STN、TFT	下游 LCD 厂商
瑞联	西安	单体、中间体	200 吨	/	JNC、Merck、成志永华、江苏和成
清华亚王	北京	混合体	25 吨	TN、HTN、TFT	下游 LCD 厂商
显华化工	烟台	单体/混合体	30/30 吨	TN、HTN、STN、CSTN、TFT	下游 LCD 厂商
迈尔斯通	石家庄	单体、中间体、混合体	30 吨	TN、STN、TFT	下游 LCD 厂商
永太科技	台州	单体	81 吨	/	Merck

资料来源: 中商情报网、招商证券

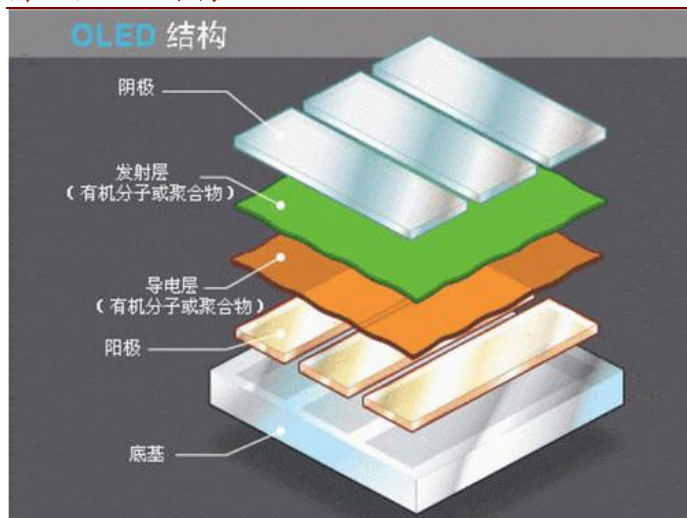
3、OLED: 成本不断下降, 市场爆发渐行渐近。

OLED 是一种基于有机材料的电子发光器件。其基本结构类似一块三明治, 由两个电极和夹在两者之间的多层有机材料组成。按照功能可将有机层分为电子传输层, 空穴传输

层和发光层等。给器件两端施加一定的电压后，就会产生神奇的效果——看不见的电通过 OLED 被转换成了人眼可见的光。通过对有机材料结构的设计，来改变 OLED 发光的颜色，红、绿、蓝这三种颜色作为三原色，可以混合出所有颜色。我们通过显示器之所以能够看到画面，正是通过红、绿、蓝三种颜色的排列形成的。将无数个 OLED 基本单元排列在一起就形成了我们看到的绚丽多彩的 OLED 显示器。OLED 器件按驱动类型不同分为 AMOLED（ActiveMatrixOLED，有源矩阵 OLED）和 PMOLED（PassiveMatrixOLED，无源矩阵 OLED），目前市场上 OLED 产品主要以 AMOLED 为主。

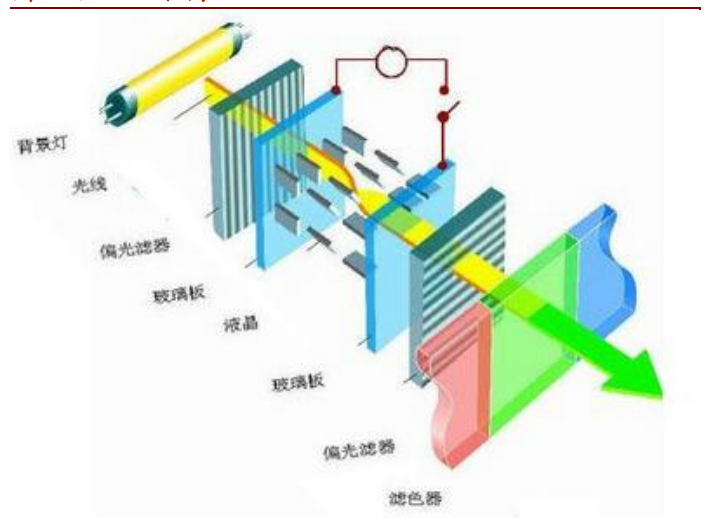
OLED 拥有独特优势，在小尺寸显示和虚拟实境领域的市场空间广阔。与目前显示技术主流的 LCD 相比，OLED 具备独特优势。在外形方面，OLED 的厚度仅为 LCD 的 1/3，并可弯曲从而应用于柔性设备。在材料性能方面，OLED 抗冲击能力强，低温特性好，使用温度范围更广。在显示效果方面，OLED 视角广，失真度小，画面更鲜艳。在响应时间方面，OLED 视觉暂留很短，反应速度远远高于 LCD。在功耗方面，OLED 自发光，不需要背光源，构造更简单。但由于使用寿命较短，成本较高等原因，一直没有大规模量产，随着 OLED 技术逐步成熟，其未来的发展空间非常广阔。

图 26: OLED 结构



资料来源：手机中国、招商证券

图 27: LCD 结构



资料来源：手机中国、招商证券

表 7: OLED 和 LCD 的性能对比

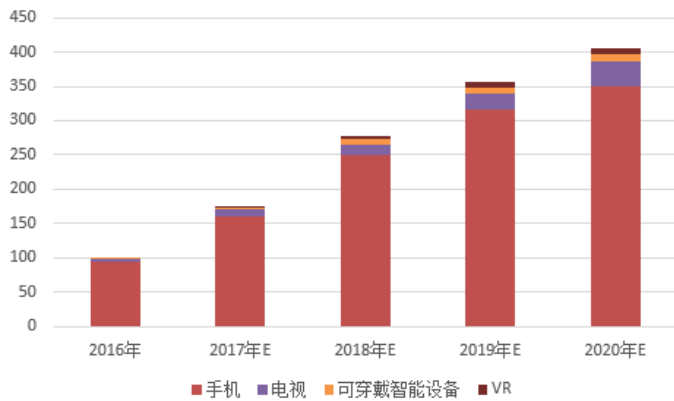
	OLED	LCD
厚度	薄	厚
弯曲性	可弯曲	不可弯曲
响应时间	1 微秒	100 毫秒
温度范围	广, -40°C 正常显示	低温显示效果较差
机械性能	抗冲击性强	抗冲击性较弱
显示效果	色域更广	色彩品质更好
自发光性	可自发光	不可自发光
视角	广, 失真小	较窄, 水平和垂直时失真较严重

资料来源：中商情报网、招商证券

OLED 材料应用领域不断展开。OLED 材料主要应用在手机、智能手机、智能手表、可穿戴智能设备、智能汽车、电视等领域。苹果公司透露将在 2017 年更新的 iPhone 手机上引入 OLED 屏幕，同时计划将这种屏幕使用到 iPad 和 MacBook 两款产品上。

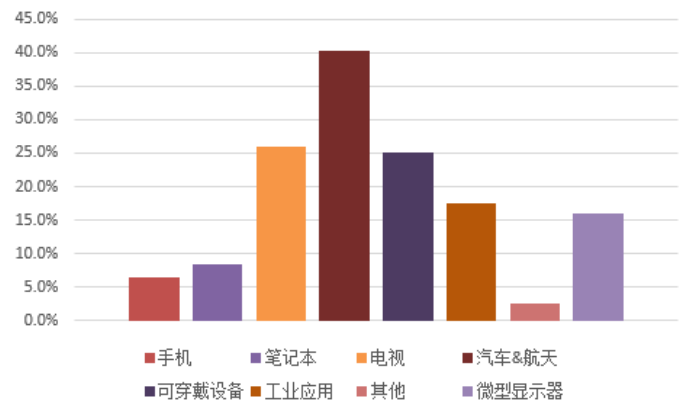
Apple 和 Samsung 两款标杆性智能手表均采用 AMOLED 面板，同时 Moto360 智能手表、华为 watch、LGwatchR 智能手表、中兴 AXONWATCH 等全部采用 OLED 绝大多数智能手表都采用 OLED 面板，这也将成为 OLED 面板爆发的基础。OLED 电视在显示技术上完胜液晶电视。从今年开始，创维、LG、长虹、康佳、酷开等多个厂家集中发力 OLED 电视，并引领高端电视市场。

图 28: 全球 AMOLED 市场规模预测 (亿美元)



资料来源: OFweek 显示网、招商证券

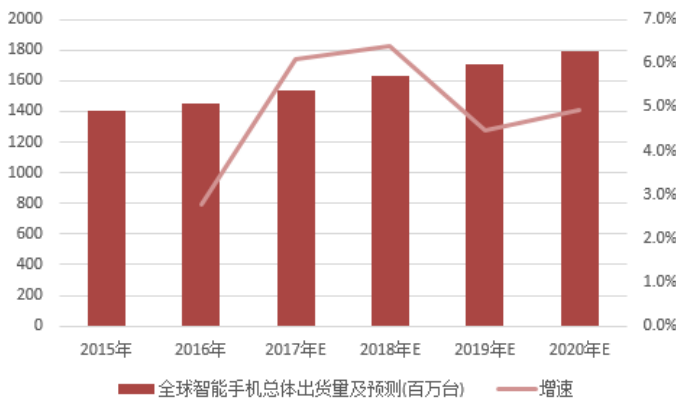
图 29: 2015-2015 年 OLED 细分市场符合增长率预测



资料来源: OFweek 显示网、招商证券

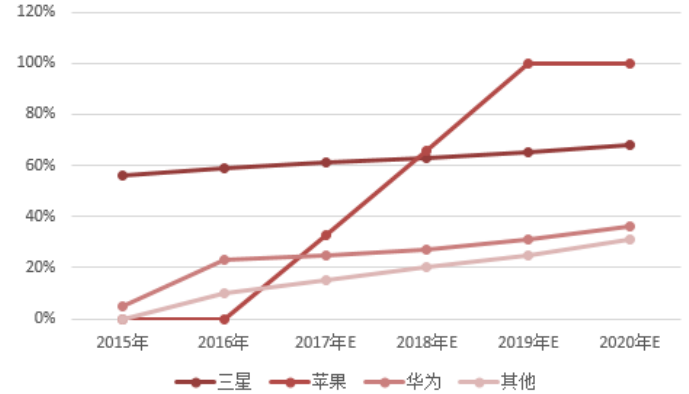
智能手机出货量保持快速增长, AMOLED 型号手机占据比例大幅提升。据统计, 2015 年和 2016 年的全球智能手机出货量分别为 14.3 亿部和 14.7 亿部。2016 年, 三星和苹果两大巨头的出货量数据均出现了下降, 认为三星 Note7 接连爆炸事件在一定程度上影响了三星在 2016 年的销售表现, 而 iPhone7 相对于此前数代 iPhone 的表现只能算差强人意, 与此同时其他品牌手机硬件的紧追造成了 iPhone7 优势的削弱。在三星重整旗鼓的同时, iPhone10 周年的到来使 2017 年即将亮相的 iPhone8 受到万众瞩目, 预测, 2017 年智能手机总体出货量情况将有所改善, 认为在智能手机全球大型市场趋于饱和的情况下, 其出货量将以个位数增速增长, 到 2020 年有望 18 亿部。经过计算, 认为至 2020 年全球智能手机用 AMOLED 面板出货量将有望突破 9.5 亿只, 复合增长率约为 38%。

图 30: 全球智能手机总体出货量及预测



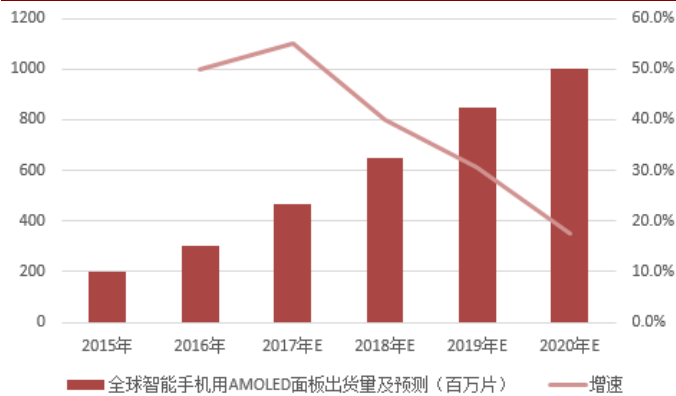
资料来源: 公开资料整理、招商证券

图 31: 全球主要品牌智能手机 AMOLED 型号占比及预测



资料来源: 公开资料整理、招商证券

图 32: 全球智能手机用 AMOLED 面板出货量及预测



资料来源: 手机中国、招商证券

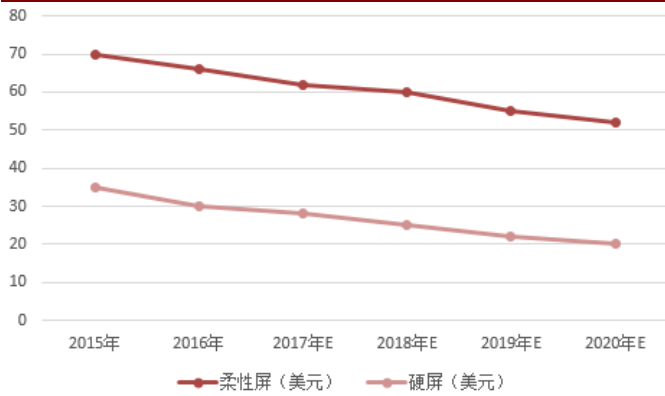
图 33: AMOLED 手机市场拐点来临, 将迎来高速发展



资料来源: 手机中国、招商证券

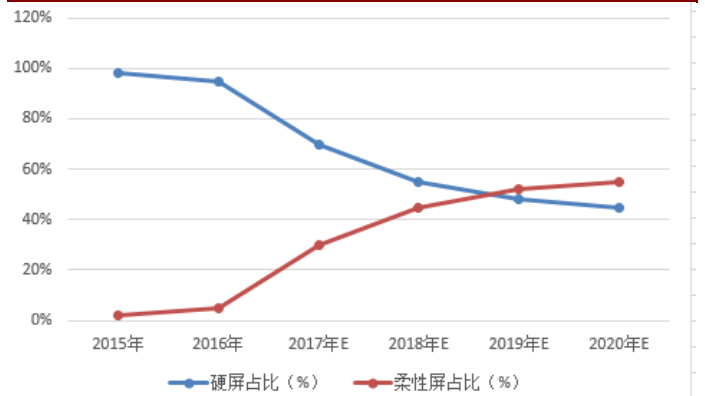
OLED 量产成本将会持续下降, 同时柔性屏比例逐渐增加。据预测, 智能手机用 AMOLED 面板的单价在未来几年将会持续下降, 而其中又分为硬屏和柔性屏。OLED 的特点之一就是可以利用柔性基板柔性显示, 三星已有包括 GalaxyS6edge 在内的多款手机采用了双曲面屏设计。三星在日前的 2017 年度股东大会材料中明确指出将扩大柔性产品的出货量, 此外, 在 2016 年, 华为、小米、vivo 等多个出货量排名靠前的国产品牌启用双曲面屏设计, 认为柔性显示将成为一个新的趋势, 其占比将持续提升, 随着曲面屏到可弯曲屏的转变, 将有望超过传统硬屏。基于对以上数据及预测的计算, 认为到 2020 年全球智能手机用 AMOLED 的市场规模将有望超越 300 亿美元, 复合增长率达到 38%, 其中柔性屏由于占比提升且售价更高, 市场规模将超越硬屏突破 250 亿美元。

图 34: 智能手机 AMOLED 面板单价及预测



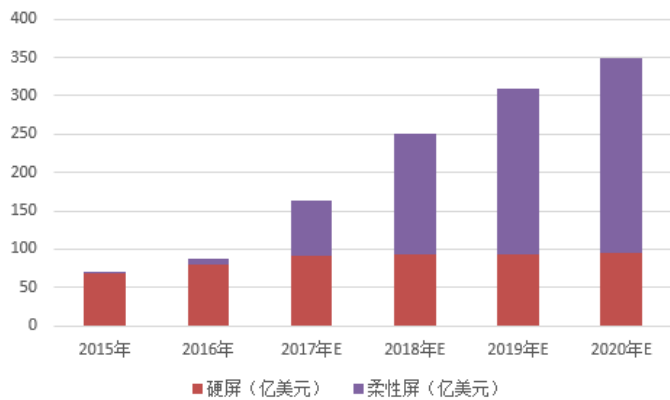
资料来源: OFweek 显示网、招商证券

图 35: 智能手机 AMOLED 面板柔性屏占比预测



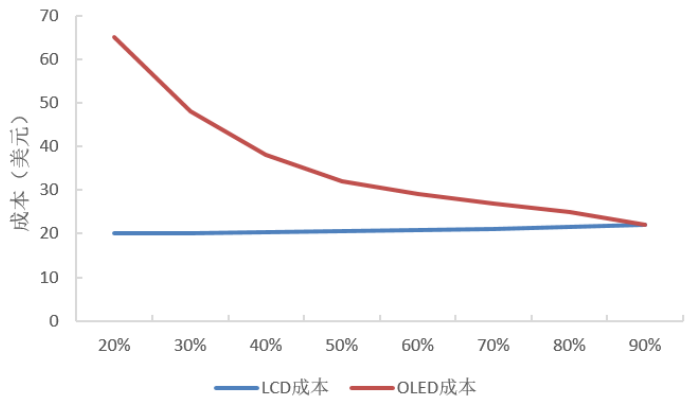
资料来源: OFweek 显示网、招商证券

图 36: 智能手机用 AMOLED 全球市场规模



资料来源: OFweek 显示网、招商证券

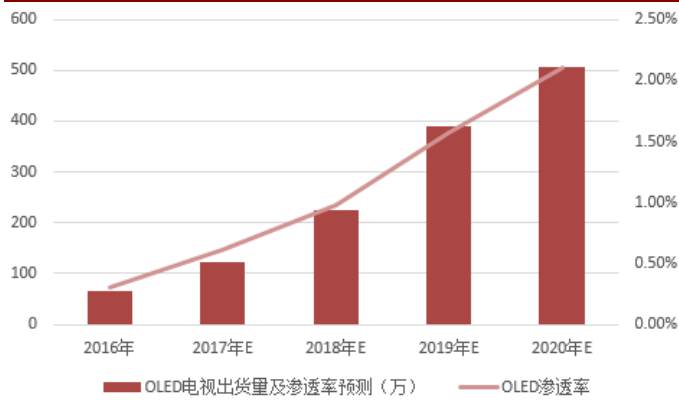
图 37: OLED 和 LCD 在不同良品率下的成本对比



资料来源: OFweek 显示网、招商证券

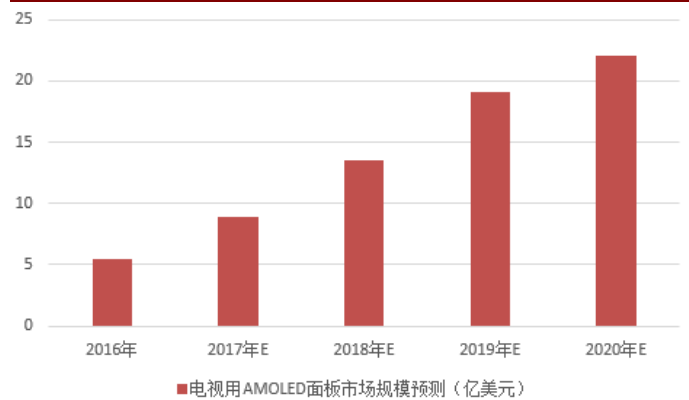
随着 OLED 成本的下降, OLED 面板和电视市场规模有望大幅增长。数据显示,全球 2016 年 OLED 电视出货量约为 65 万台,仅占全球电视出货量的 0.3%,对应的销售额为 17 亿美元,占整体销售额的 2.0%;同时预计到 2020 年 OLED 电视的全球出货量将有望达到 520 万台,占全球电视出货量的 2.1%,对应的出货额有望达到 64 亿美元,占整体销售额的 7.4%。其中,16-19 年的年增长率有望维持在 70%以上,而基于电视整体成本和价格的下降,出货额年增长率有望维持在 40%以上。据预计, OLED 电视面板市场规模在 2021 年将达到 70 亿美金,其对应的出货量为 1650 片,利用上述对 OLED 电视出货量及面板与电视售价关系,认为到 2020 年, OLED 电视用 AMOLED 面板市场规模将达到 20 亿美元以上,复合增长率在 39%左右。

图 38: OLED 电视出货量及渗透率预测 (万)



资料来源: 中国 OLED 网、招商证券

图 39: 电视用 AMOLED 面板市场规模预测



资料来源: 中国 OLED 网、招商证券

随着技术日渐成熟，OLED 新型终端市场将呈现爆发式增长。根据 JuniperResearch，全球 VR 头戴装置市场在 2016 年销售量约达 300 万台，2020 年销售量可望增加到 3,000 万台。OLED 解决了液晶屏容易导致拖影和模糊现象的问题，其更快的反应速度可以最大程度地降低视觉暂留效应并减少动态模糊，同时比 LCD 具备更佳的色彩表现力和更薄的厚度，因此被认为是目前最适合应用在虚拟显示头盔装置中的显示器材。从行业龙头的动态来看，16 年 VR 行业三大厂商都将推出消费级产品 OculusRift、HTCVive 和 SonyPSVR，其中 OculusRift 和 HTCVive 使用的都是三星的 OLED 屏幕，有两块显示屏，SonyPSVR 采用的是自家生产的单块 OLED 屏幕，标志着未来 OLED 将成为 VR 显示器材的标配。因此 VR 市场的快速增长也将成为 OLED 需求增量的重要拉动因素。

根据 IHS 的数据统计，2015 年智能手表显示面板出货量预计将比去年增长 250%，创纪录地达到 3400 万片。而其中两款热门产品 AppleWatch 和 SamsungGear 均采用了 AMOLED 面板。预计 2015 年 AppleWatch 的面板出货量将占 AMOLED 智能手表面板出货量的 84%，占全部智能手表面板出货量的 49%。高端智能手机新趋势，AMOLED 将成标配。

图 40: 智能手表



资料来源: 百度图片、招商证券

图 41: VR 虚拟现实



资料来源: 百度图片、招商证券

目前，OLED 面板产能主要集中在韩国、日本和台湾，我国厂商也开始布局 OLED 生产线建设。当前 OLED 面板生产企业主要集中在东亚（韩、日、台等），其中韩国厂商处于垄断地位。三星占据全球 AMOLED 供应量近 9 成。然而随着其他厂商开始积极布局该产业，OLED 屏幕产能将会大量投放，寡头格局将会逐渐被打破。LGD 将发展重心放在电视面板的开发上，在大尺寸 AMOLED 领域寻求突破，日本 JDI 目前也已经开始建设 6 代 OLED 面板生产线，预计将于 2018 年量产。国内京东方、华星光电、国显光电、和辉光电等厂商纷纷推出 OLED 面板生产线建设计划，其中京东方发展最快，其最新型 6 代生产线预计在 2018 年投产。2017 年下半年开始国内产能将进入快速释放期，2018 年中国 OLED 面板企业占全球份额有望达到 20%。

表 8: 韩国、日本、台湾厂商产能建设与规划

地区	厂商	世代	用途	月产能 (k)	量产时间	地区产能
韩国	SDC	5.5	中小	36	2012Q3	265
		4.5	中小	27	2013	
		6	中小	50	2016	
		8	中小、中大	30	2017Q1	
		6	中小	45	2018Q1	
	LGD	8.5	大	34	2014	
		4.5	中小	14	2016Q1	
6		中小	7.5	2017H1		
日本	JDI	4	中小	10	2017Q3	32
		6	中小	30	2018Q1	
	JOLED 夏普		中 中小			
台湾	友达	3.5	中小	7		<10
		4.5	中小	45 (含 LCD)		
	群创		中小			

资料来源：中商情报网、招商证券

表 9: 中国大陆厂商产能建设与规划

厂商	世代	用途	月产能 (k)	量产时间	地区产能
京东方	5.5	中小	54	2014	331
	6	中小	24 (硬)	2017Q3	
	6	中小	24 (柔)	2018	
	6	中小	48 (柔)	2019	
华星光电	6	中小	45	2018	
和辉光电	4.5	中小	20	2014Q4	
	6	中小	30	2019Q1	
微信诺	5.5	中小	15	2015Q4	
	5.5	中小	40	2016Q3	
	6	中小	30	2018Q2	
天马	5.5	中小	15	2016Q1	
	5.5	中小	15	2017H2	
	6	中小	25	2018	
信利	4.5	中小	30 (含柔)	2016Q4	

资料来源：中商情报网、招商证券

外资企业垄断 OLED 终端材料市场。OLED 材料的生产流程中，首先由化学原料合成 OLED 中间体，中间体合成升华前材料（单体），再进行升华提纯，形成 OLED 终端材料。终端材料可以直接应用于 OLED 面板的制作，主要供应给下游面板生产商。有机发光材料是整个 OLED 产业链中技术壁垒最高的领域，目前被外资企业垄断。其中日韩系厂商约占 80% 的小分子材料市场份额，高分子发光材料的供应商主要有英国的 CDT，德国的 Covion、西门子，美国的杜邦、陶氏化学、飞利浦，日本的住友（SumitomoChemical）等，主要以欧美厂商为主。

国内厂商主攻 OLED 中间体，深度受益于产业爆发。我国材料厂商目前主要生产 OLED 材料的中间体和单体粗品，销往欧、美、日、韩等地的企业，这些企业进一步合成或升华成单体。我国作为全球主要的中间体及单体粗品供应国，部分企业已经进入三星、LG 等龙头企业的核心供应链。

表 10: OLED 中间体和升华前材料主要供应商

序号	公司	主要产品	主要客户
1	西安瑞联新材料股份有限公司	OLED 中间体和升华前材料	UDC 等
2	烟台九目化学制品有限公司	OLED 中间体	DOOSAN、LG 化学、DOW 等
3	北京阿格蕾雅科技股份有限公司	OLED 升华材料兼顾 OLED 中间体	国内 OLED 面板企业及 Merck
4	濮阳惠成电子材料股份有限公司	OLED 中间体	韩国贸易商
5	吉林奥来德光电股份有限公司	OLED 升华材料兼顾 OLED 中间体	CS-ESOLAR 及国内 OLED 面板企业

资料来源：瑞联新材公开转让说明书、招商证券

表 11: OLED 终端材料主要供应商

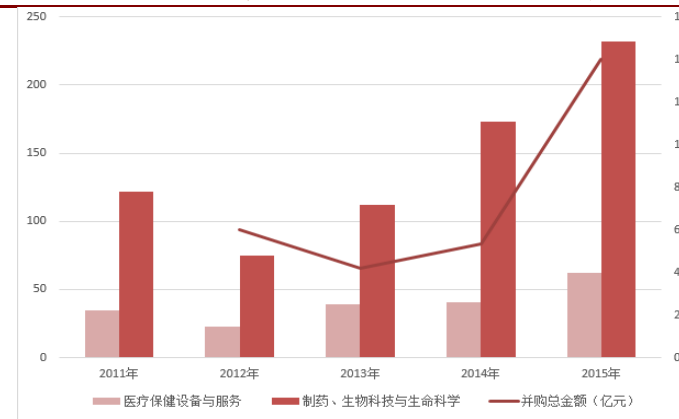
序号	公司	主要产品	所在地区
1	DSNL	传输材料、发光材料、其他	韩国
2	DOOSAN	传输材料、发光材料、其他	韩国
3	SDI	传输材料、发光材料、其他	韩国
4	DOW	传输材料、发光材料、其他	韩国
5	LG 化学	传输材料、发光材料、其他	韩国
6	Merck	传输材料、发光材料、其他	德国
7	出光兴产	传输材料、发光材料、其他	日本
8	UDC	发光材料、其他	美国

资料来源：瑞联新材公开转让说明书、招商证券

4、生命科学和体外诊断发展空间广阔

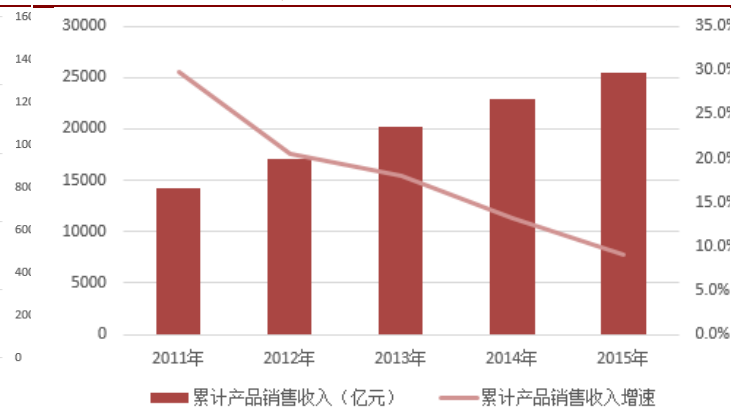
药品行业步入并购洗牌时代，生命科学面临机遇点。从 2013 年到 2015 年，并购案例年年攀升，大批企业整合重组。中国药品市场总规模，2015 年为 1.4 万亿，同比增长 7.6%，预计 2016 年增速将持续放缓至 7.3%。与此同时，医药制造业实现的产品销售收入，2015 年达 25537.1 亿元，同比增长 9.10%，2011 到 2015 年，医药制造业销售规模的复合增长率约为 11.95%，并将在未来 5-10 年将保持 10%-12% 的年复合增速增长，预计 2020 年我国医药流通产值将达到 22000 亿元左右。医药制造业销售空间大，为重组洗牌后的大型企业的市场拓展提供新机会。

图 42: 2011-2015 年医药生物行业的企业并购情况



资料来源: 招商证券

图 43: 2011-2015 年医药制造业收入和增长情况

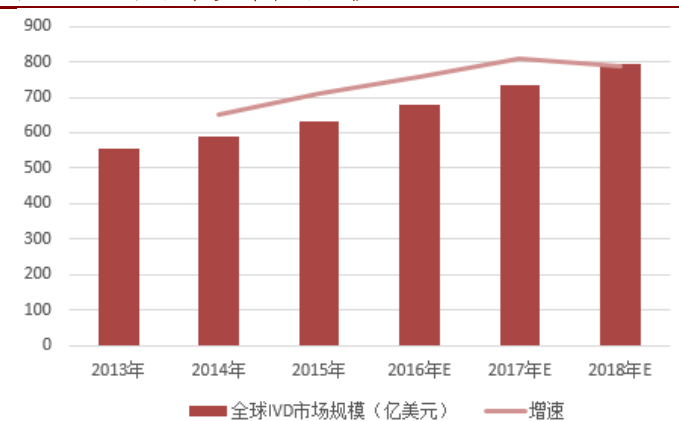


资料来源: 招商证券

体外诊断产品又称为 IVD (In-VitroDiagnostics) 产品, 指在人体之外通过对人体的血液等组织及分泌物进行检测获取临床诊断信息的产品和服务。目前临床诊断信息的三分之二左右来自体外诊断, 但在诊断方面的支出却只占医疗总支出的约 1%。体外诊断已经成为人类预防、诊断、治疗疾病日益重要的组成部分。

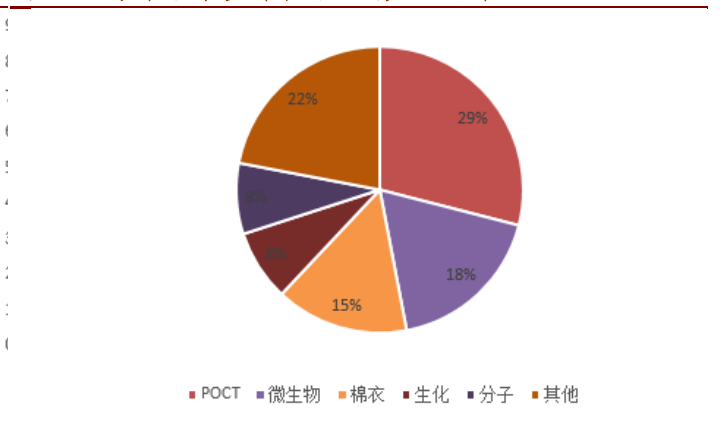
全球体外诊断市场保持快速增长。随着人口老龄化、保险覆盖率及支出不断增加、收入增长等因素的驱动, 体外诊断试剂产业已成为当今世界上最活跃、发展最快的行业之一, 在疾病预防、诊断和愈后的判断、治疗药物的筛选检测、健康状况的评价以及遗传性预测等领域正发挥着愈来愈大的作用。根据报告显示, 2013 年全球 IVD 市场规模为 554 亿美元; 到 20218 年, 全球 IVD 市场将达 793 亿美元, 年复合增长率为 6.9%。

图 44: 全球体外诊断市场规模 (亿美元)



资料来源: 中商情报网、招商证券

图 45: 海外体外诊断市场不同产品分布

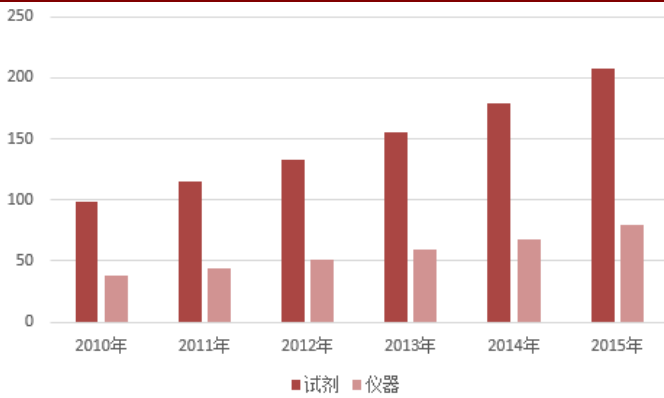


资料来源: 中商情报网、招商证券

我国的 IVD 市场起步晚, 但成长速度较快, 市场空间巨大。2008-2012 年, 中国体外诊断市场规模增速显著高于全球平均水平, 年复合增长率将保持在 16%左右。据统计测算, 2015 年我国体外诊断市场规模约为 287 亿元 (其中诊断仪器市场为 79 亿, 诊断试剂为 208 亿), 与国际 IVD 市场总量相比, 国内市场份额所占比重较低, 目前才占全球 IVD 总消费市场 7%左右, 且人均年消费金额仅为 2 美元左右, 与发达经济体约 30 美元的人均年消费金额相比差距仍较大, IVD 行业在国内依然有很大的增长空间。重要的是, 在国内 IVD 市场中, 进口仪器和试剂占据了 50%以上份额, 尤其是全封闭检测系统在三甲等医疗机构中更是占据主要地位, 未来进口替代空间巨大。我们保守认

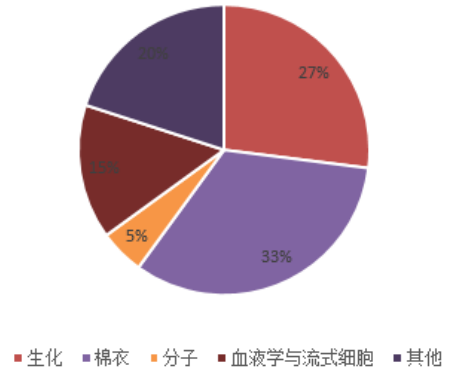
为未来 5 年内，IVD 行业在国内依旧能保持 15%以上的较快增速

图 46: 中国体外诊断市场规模 (亿元)



资料来源: 中商情报网、招商证券

图 47: 国内体外诊断市场不同产品分布



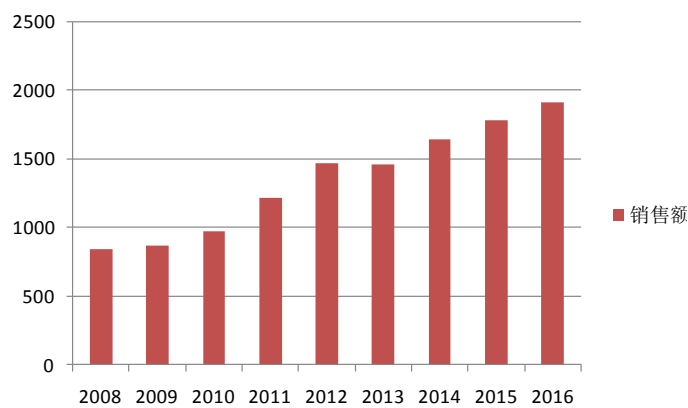
资料来源: 中商情报网、招商证券

三、公司竞争力分析

1、公司沸石类环保材料陆续投产，业务高速增长

公司是全球第一汽车尾气净化催化剂生产商的核心合作伙伴。庄信万丰是全球第一汽车尾气净化催化剂生产商，而公司是其核心客户之一。公司研发的多种新型沸石环保材料，可应用于现欧 VI、欧 V、国 V 柴油车尾气处理及 MTO 和石油炼制催化剂等领域，亦可广泛应用于多种领域的废气治理，生产技术属于国际领先水平。庄信万丰作为国际催化剂巨头，催化剂业务覆盖面十分广阔，对沸石材料需求旺盛。

图 48: 庄信万丰汽车尾气处理技术业务收入情况(百万英镑)



资料来源：庄信万丰年报、招商证券

沸石系列环保材料二期扩建项目陆续投产，前景广阔。公司 850 吨 V-1 沸石产品生产线全部满产，毛利率约 40%。2014 年，公司募资投建 5000 吨沸石环保材料二期项目，目前部分车间已经完工。二期首个车间 16 年 5 月已经投产，产能为 1500 吨/年，第二个车间也已经试生产，2019 年将全部达产。公司将突破产能瓶颈，加上下游市场本身将会持续增长，公司有望成为在技术和销量均处于世界前列的环保材料生产商，前景非常广阔。

表 12: 沸石系列环保材料二期扩建项目

序号	坐落	产品名称	年产能	主要领域
1	A 车间	VZ422 沸石	1000 吨	欧 VI 标准重型柴油车尾气处理
2	B 车间	VA120 沸石	1500 吨	欧 VI 及以上标准柴油车尾气处理（主要应用于乘用车）
3	C 车间	VP34 沸石	1500 吨	MTO 催化反应，欧 V 标准柴油车尾气处理
		VB27 沸石	1000 吨	石油炼制催化剂，国 V 标准柴油车尾气处理
4	环保研发工程中心			沸石系列环保材料的小试开发、中试验证、材料测试等预留部分空间开发环保催化剂

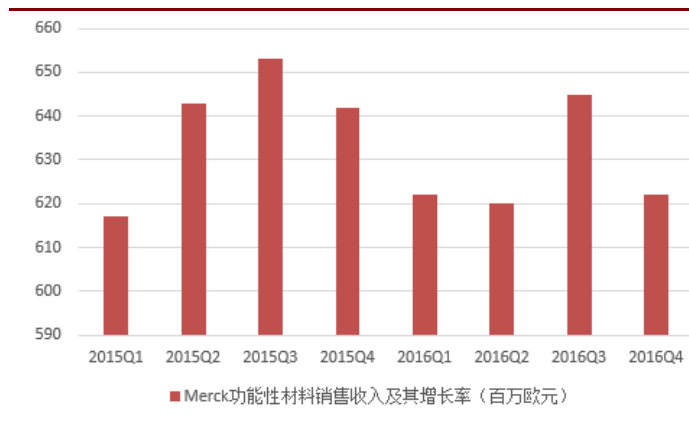
资料来源：公司公告、招商证券

2、公司信息材料保持多年市场领先地位

公司是国内唯一同时向全球混合液晶的三大寡头公司供货的厂商。生产混合液晶的必须材料是液晶单体和液晶中间体，客户对外部采购的液晶单体和液晶中间体的质量和批次稳定性、供货可靠性要求较高，需要对供应商进行长期考察才能最终确定合作关系。公司 2000 年成为 Merck 和 Chisso 的液晶中间体供应商，2005 年成为三大巨头的液晶单体重要供应商，销量占全球市场份额 15% 以上。公司与上述客户有多年业务合作关系，彼此信任度高，为稳定的核心客户，拥有很大的竞争优势。

公司拥有液晶单体产能约 150 吨/年，液晶中间体产能约 450 吨/年。随着 2016 年去库存的结束，下游液晶面板销售价格和销售收入都开始有所复苏，下游产业的回暖将有效带动液晶单体和液晶中间体销售业绩的增长。同时，万润股份的大部分液晶材料主要销往海外市场，有较强的国际竞争力，在全球液晶面板产业增速放缓的趋势下，液晶巨头加大了对液晶单体的对外采购比例。未来 Merck 公司新建产能将全部采用万润股份的液晶单体和中间体，这将进一步带动公司业务的发展。

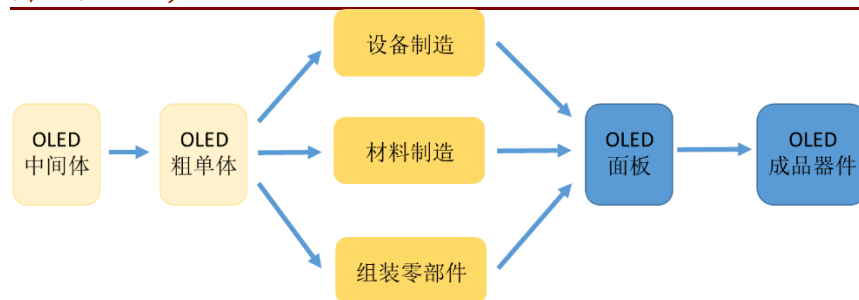
图 49: Merck 功能性材料销售收入



资料来源：招商证券

拥有完整 OLED 产业链，显示器市场更新换代之际将深度受益。公司在 OLED 材料兴起之时就开始布局 OLED 材料产业链，目前公司及全资子公司烟台九目化学制品有限公司以生产 OLED 中间体为主，控股子公司江苏三月光电子科技有限公司负责 OLED 成品和器件的研发和销售，形成了完整的产业链。OLED 产业链下游面板产能爆发，将极大推动上游市场的发展，其中有机发光材料技术壁垒最高，而目前国内只有两家 OLED 有机材料生产商，公司将率先受益。

图 50: OLED 产业链

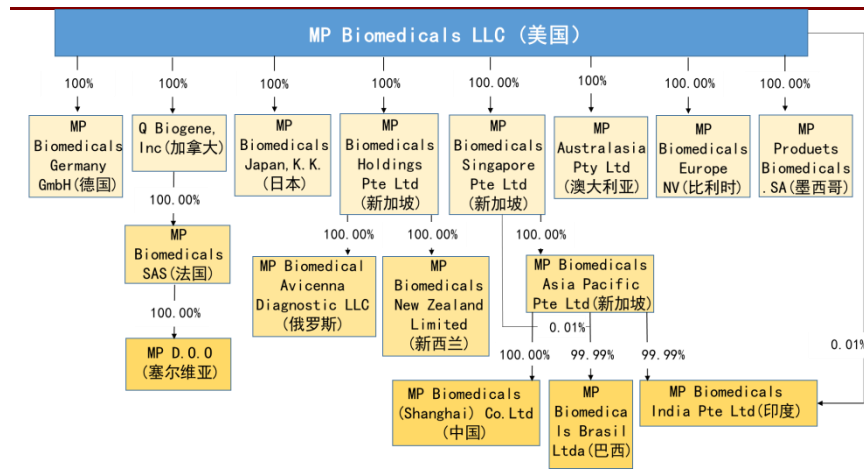


资料来源：招商证券

3、并购 MP 公司，布局全球医药和体外诊断市场

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。MP 公司以美国圣安娜 (Santa Ana) 本部为中心，并在美洲、欧洲、亚洲、澳洲等地设有 16 家子公司，经营业务遍布美国 and 全球其他国家。公司目前生产和销售的产品多达 5 万种以上，是世界上能够全方位提供生命科学、体外诊断产品的少数几家公司之一。其生命科学业务收入占总收入的 60% 以上，体外诊断业务收入占总收入的近 40% 左右。表 16：MP 公司及下属公司经营业务

图 51：MP 公司股权结构



资料来源：wind、招商证券

表 13：MP 公司及下属公司经营业务

区域	公司名称	经营业务	公司性质
北美区 North America P&L	MPBiomedicalsLLC-USA	生命科学、诊断试剂生产、销售	生产和销售
	QBiogene,Inc	无经营业务	管理型公司
	MPBiomedicalsBrasilLtda	生命科学以及诊断试剂在拉丁美洲的分销	销售公司
	MPProductsBio.SA	停业	
欧洲区 Europe P&L	MPBiomedicalsGermanyGmbH	吸收剂的免疫及临床化学制造及配送，感染诊断装置的制造及配送	生产和销售
	MPBiomedicalsSARL	生命科学和诊断类产品在欧洲，中东和非洲地区的供应、仓储和装配、销售	销售公司
	MPBADiagnosticsLLC(Russia)	HIV 诊断试剂生产、销售	生产和销售
	MPBioD.O.O.(Serbia)	生命科学、诊断试剂销售	销售公司
	MPBiomedicalsEuropeNV	无经营业务、停业	
亚太区 Asia Pacific	MPBiomedicalsSingaporePteLtd.	无经营业务	管理型公司
	MPBiomedicalsAsiaPacificPteLtd.	诊断试剂生产、销售	生产和销售

敬请阅读末页的重要说明

P&L	MPBiomedicalsJapan.K.K	化学类相关产品的进口、装配以及销售	销售公司
	MPBiomedicalsAustralasia PtyLtd.	生命科学以及诊断试剂在澳洲的分销	销售公司
	MPBiomedicalsHoldingsPte Ltd	无经营业务	管理型公司
	MPBiomedicalsNewZealand	牛血清衍生生物产品的研发、以及生物制药业和牛血清衍生生物产品的生产和销售	生产和销售
	MPBiomedicalsIndiaPrivate Limited	MP 产品在印度的供应、仓储和装配、销售	销售公司
	MPBiomedicals(Shanghai) Co.,Ltd.	MP 产品在中国的供应、仓储和装配、销售	销售公司

资料来源：公司公告、招商证券

强大的研发创新实力使公司具备核心竞争力。为了加强公司的技术创新实力，实现公司战略规划，公司在显示材料、环保材料、医药产品、其他功能性材料四个板块加大产品的研发投入，加强自主知识产权的创造与运用，掌握行业领先技术，增强公司竞争力，使公司成为具有技术领先和核心竞争优势的科技型创新企业。2015 年公司获得发明专利达 20 余项，研发人员数量、研发投入占比也处于较高水平，足以体现公司强大的研发实力。

表 14: 公司的研发投入

	2015	2014	变动比例
研发人员数量	263	239	10.04%
研发人员数量占比	11.47%	12.40%	-0.93%
研发投入金额/元	138580730.43	95960274.38	44.41%
研发投入占营业收入	8.50%	8.98%	-0.48%

资料来源：公司公告、招商证券

四、盈利预测与投资建议

1、一季报业绩良好，全年值得期待

2016 年分季度看，公司业绩呈现前高后低的走势，主要由于默克受奥运影响提前备货，致使公司 2016 年下半年液晶销售量受到影响。不过 2017 年这个影响因素已经基本消除。

公司 2017 年 1 季报业绩表现良好，全年业绩值得期待。2017 年第一季度公司实现营业收入 6.12 亿元，同比增长 44.72%；实现利润总额 1.19 亿元，同比增长 12.26%；归属于上市公司股东净利润 9948.82 万元，同比增长 10.96%；归母扣非后净利润 9887.02 万元，同比增长 10.83%；实现每股收益 0.27 元，实现每股净资产 10.49 元。同时，公司对 2017 年 1-6 月经营业绩预计，归属于上市公司股东的净利润为 2.04-2.59 亿元，同比增长 10%-40%，去年同期归属于上市公司股东净利润为 1.85 亿元。

环保材料业务保持稳健增长。公司是全球领先的汽车尾气净化催化生产商的合作伙伴，研究、开发、量产了多种新型尾气净化用沸石环保材料，该系列产品的生产技术属于国

际领先水平。公司环保材料产能不断加大，2013 年公司 V-1 沸石产能 850 吨/年正式投产，2014 年公司投资建设二期 5000 吨沸石环保材料，其首个车间产能约 1500 吨/年于 2016 年投入使用。我们发现该系列产品近三年产能正在以翻倍级规模增长。依托于全球汽车尾气标准日益严格，公司顺应行业趋势，逐步释放产品产能，有效确保该板块业务营收与盈利稳健增长。

OLED 材料业务有望成为公司新的利润增长点。2017 年 OLED 市场有望在销量和应用上实现快速突破，无论是传统的显示设备厂商，还是未来具有无限潜力的可穿戴智能设备，对于 OLED 屏幕的需求将保持快速增长，预计 2019 年全球 OLED 市场规模接近 300 亿美元。公司在国内 OLED 材料的研发和生产方面绝对领先，未来中长期公司将会大力发展 OLED 材料业务，随着下游 OLED 技术应用范围的扩大，该业务将有望成为公司新的利润增长点。

2、维持公司“强烈推荐-A”的投资评级

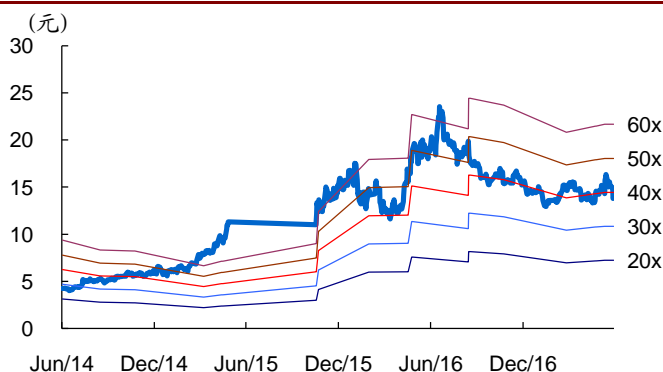
表 15: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1847	2560	2919	3341
功能性材料	1411	2060	2369	2741
大健康类	150	425	500	550
收入增长率	13.26%	38.59%	14.02%	14.46%
功能性材料	-7.70%	46.06%	14.99%	15.71%
大健康类	360.10%	17.56%	10.00%	9.09%
毛利率	40.83%	37.54%	37.57%	37.93%
功能性材料	40.48%	39.36%	39.33%	39.66%
大健康类	41.07%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告、招商证券

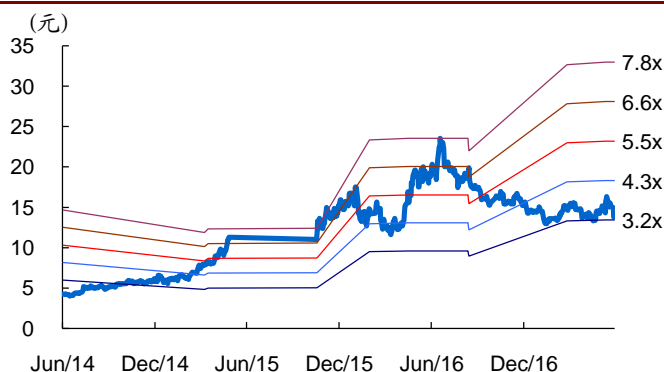
我们在 2017 年 2 月份报告，上调公司评级至“强烈推荐-A”，主要认为公司业绩将会出现实质好转，盈利提升主要来自于信息材料产业订单的恢复以及环保材料销量的增长，一季报发布的盈利数据初步印证我们判断。2016 年权益分配方案为以 3.64 亿总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 3.5 元（含税），同时以资本公积-股本溢价部分向全体股东每 10 股转增 15 股，合计转增股本 5.45 亿股，并于 2017 年 5 月 15 日实施完毕，因此报告期内，公司股本发生变化，除权后根据我们的假设，预计公司 2017-2019 年每股收益 0.51 元、0.58 元和 0.67 元，PE 分别为 27 倍、24 倍和 20 倍。维持“强烈推荐-A”的投资评级。

图 59: 万润股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 60: 万润股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1834	1937	2319	2698	3157
现金	696	497	325	424	562
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	223	308	427	486	557
其它应收款	6	22	31	36	41
存货	390	697	965	1100	1252
其他	519	412	572	652	746
非流动资产	1185	2363	2437	2500	2554
长期股权投资	27	23	23	23	23
固定资产	971	1147	1234	1308	1372
无形资产	91	112	101	91	81
其他	96	1082	1080	1079	1078
资产总计	3019	4300	4756	5198	5711
流动负债	404	395	514	567	628
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	319	260	380	433	493
预收账款	0	2	3	3	3
其他	85	133	131	131	131
长期负债	15	48	48	48	48
长期借款	0	10	10	10	10
其他	15	38	38	38	38
负债合计	420	442	562	615	675
股本	340	364	909	909	909
资本公积金	1630	2645	2099	2099	2099
留存收益	622	841	1178	1566	2019
少数股东权益	8	8	8	8	8
归属于母公司所有者权益	2591	3850	4187	4574	5028
负债及权益合计	3019	4300	4756	5198	5711

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	367	153	187	470	526
净利润	258	319	464	527	611
折旧摊销	103	160	175	186	195
财务费用	(22)	23	(3)	(2)	(3)
投资收益	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)
营运资金变动	33	(326)	(449)	(233)	(270)
其它	11	(7)	16	9	10
投资活动现金流	(880)	(1169)	(250)	(250)	(250)
资本支出	(357)	(444)	(250)	(250)	(250)
其他投资	(523)	(725)	0	0	0
筹资活动现金流	926	870	(110)	(120)	(138)
借款变动	(102)	(86)	(2)	0	0
普通股增加	64	24	545	0	0
资本公积增加	953	1015	(545)	0	0
股利分配	(61)	(102)	(127)	(139)	(158)
其他	70	20	19	19	20
现金净增加额	412	(146)	(173)	99	138

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1631	1847	2560	2919	3341
营业成本	1072	1093	1599	1822	2074
营业税金及附加	14	19	23	26	30
营业费用	38	128	141	161	184
管理费用	251	249	282	321	368
财务费用	(50)	(2)	(3)	(2)	(3)
资产减值损失	29	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	17	17	17	17	17
营业利润	294	361	535	608	706
营业外收入	6	11	4	4	4
营业外支出	2	3	1	1	1
利润总额	298	368	538	611	709
所得税	40	50	73	84	98
净利润	258	319	464	527	611
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	258	319	464	527	611
EPS (元)	0.76	0.88	0.51	0.58	0.67

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	53%	13%	39%	14%	14%
营业利润	194%	23%	48%	14%	16%
净利润	167%	24%	46%	14%	16%
获利能力					
毛利率	34.3%	40.8%	37.5%	37.6%	37.9%
净利率	15.8%	17.2%	18.1%	18.1%	18.3%
ROE	10.0%	8.3%	11.1%	11.5%	12.2%
ROIC	8.0%	8.0%	10.9%	11.3%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	13.9%	10.3%	11.8%	11.8%	11.8%
净负债比率	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	4.5	4.9	4.5	4.8	5.0
速动比率	3.6	3.1	2.6	2.8	3.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	3.2	2.0	1.9	1.8	1.8
应收帐款周转率	7.9	7.0	7.0	6.4	6.4
应付帐款周转率	4.6	3.8	5.0	4.5	4.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.76	0.88	0.51	0.58	0.67
每股经营现金	1.08	0.42	0.21	0.52	0.58
每股净资产	7.62	10.59	4.61	5.03	5.53
每股股利	0.30	0.35	0.15	0.17	0.00
估值比率					
PE	18.4	15.9	27.3	24.0	20.7
PB	1.8	1.3	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	38.6	25.7	18.5	16.6	14.6

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：招商证券基础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。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，化工学士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

实习生**赵晨曦**对本文做出重要贡献。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

由此，行业基本面向好，行业指数跟随基准指数

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。