



002643.SZ

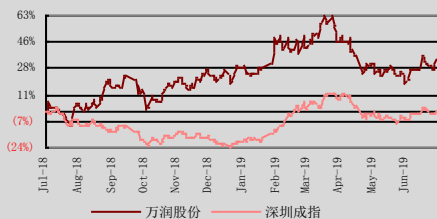
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 10.60

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10.0	15.0	(7.2)	38.8
相对深证成指	(20.3)	9.3	0.2	39.0

发行股数(百万)	909
流通股(%)	97
总市值(人民币百万)	9,637
3个月日均交易额(人民币百万)	61
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中节能(山东)投资发展有限公司	21

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月15日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

鞠龙

(8621)20328513

long.ju@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519060002

万润股份

三大板块并行发展, 环保材料迎来高成长

万润股份主要从事信息材料产业、环保材料产业和大健康产业三个领域产品的研发、生产和销售。公司液晶显示材料业务稳定, OLED 业务稳步推进, 环保材料业务扩产放量, 同时收购 MP 公司, 进军大健康产业, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **受益排放标准升级, 沸石需求持续增长。**随着汽车尾气排放标准升级, 而 SCR 技术是最理想的尾气处理技术, 这将带动尾气催化剂需求上升。公司目前已具备 3,350 吨/年的沸石分子筛产能, 主要应用于高标准尾气排放领域, 是庄信万丰的核心合作伙伴。此外, “沸石系列环保材料二期扩建项目”预计于年底投产。公司拟以自有资金投包括 4,000 吨/年为 ZB 系列沸石和 3,000 吨/年为 MA 系列沸石的项目。环保材料产能的不断释放将助推公司利润快速增长。预计 2019-2020 年公司沸石分子筛营业收入分别为 12.39 亿元、17.20 亿元。
- **液晶材料稳定增长, OLED 渗透率提高打开材料需求空间。**一方面, 电视机的平均尺寸增加, 带动大尺寸面板的出货面积呈现增长的趋势, 从而提升液晶材料需求。面板制造产能逐渐向国内转移, 京东方、华星光电等企业产能持续投产, 这也将提升液晶材料的需求。公司是国内唯一一家同时为三大巨头供货的供应商, 液晶材料业务有望随下游需求增长而不断发展。另一方面, 随着部分手机品牌逐步采用 AMOLED 屏和 OLED 在大尺寸面板上的应用, OLED 显示渗透率有望稳步提升, 材料端需求空间将被打开。公司较早布局 OLED 材料产业链, 子公司烟台九目化学和三月光电已形成一定收入规模并得到国际级 OLED 终端材料厂的认可, 为日韩 OLED 屏厂及原料厂供货。目前公司已有自主知识产权的 OLED 成品材料在下游厂商进行放量验证且进展顺利, 后续发展潜力巨大。

估值

- 公司显示材料平稳推进, 环保沸石产能陆续投放, 大健康领域布局日臻完善。预计 2019-2021 年每股收益分别为 0.58 元、0.70 元、0.83 元, 对应 PE 分别为 18.4 倍、15.1 倍、12.8 倍。首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 汇率风险; 原材料价格波动风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币百万)	2,456	2,632	3,143	3,764	4,150
变动(%)	33	7	19	20	10
净利润(人民币百万)	385	444	524	637	754
全面摊薄每股收益(人民币)	0.424	0.489	0.577	0.700	0.829
变动(%)	20.9	15.4	18.0	21.4	18.5
全面摊薄市盈率(倍)	25.0	21.7	18.4	15.1	12.8
价格/每股现金流量(倍)	15.7	22.4	13.7	22.6	7.7
每股现金流量(人民币)	0.67	0.47	0.77	0.47	1.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.4	13.7	11.4	9.7	7.8
每股股息(人民币)	0.153	0.221	0.231	0.280	0.332
股息率(%)	1.4	2.1	2.2	2.6	3.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

目录

公司概况：三大产业并驾齐驱，打造国际领先企业	5
股权结构：实际控制人为央企，财力雄厚	6
公司财务分析：盈利能力行业领先，业绩稳中向好	7
环保材料：受益国六排放标准实施，沸石材料需求被打开	9
国六标准实施，沸石材料前景广阔	9
全球柴油车市场稳步增长，分子筛催化剂市场空间大	11
携手庄信万丰，巩固行业地位	12
显示材料：液晶材料稳定，OLED 材料为公司注入新活力	15
液晶材料：屏幕大尺寸化，市场需求稳定增长	15
OLED 显示：终端需求空间广阔，OLED 材料有望助力成长	18
大健康产业：收购 MP，前瞻布局体外诊断产业	25
老龄化趋势加剧，体外诊断空间大	26
收购 MP 公司，积极开拓国内市场	27
盈利预测与投资评级	28
主要假设	28
投资建议	28
风险提示	29

图表目录

图表 1.公司核心业务布局.....	5
图表 2.公司核心业务布局.....	6
图表 3.公司营业总收入情况.....	7
图表 4.公司归母净利润情况.....	7
图表 5.公司 2018 年营业收入构成.....	7
图表 6.公司毛利率和净利率.....	7
图表 7.公司大部分收入来自海外.....	8
图表 8.美元兑人民币汇率变化.....	8
图表 9.公司研发支出变化.....	8
图表 10.公司期间费用变化.....	8
图表 11.分子筛和模板剂基本概念.....	9
图表 12.我国柴油车排放限值.....	9
图表 13.国六标准执行计划.....	10
图表 14.全国新生产机动车排放标准实施进度.....	10
图表 15.汽油车和柴油车基本情况.....	10
图表 16.不同尾气处理技术比较.....	11
图表 17.国内柴油货车保有量.....	11
图表 18.国内柴油车（乘用车和商务车）产量.....	11
图表 19.欧洲汽车总销量.....	12
图表 20.欧洲柴油车销量.....	12
图表 21.全球重型柴油车产量预测.....	12
图表 22.分地区重型柴油车产量预测.....	12
图表 23.汽车尾气净化催化剂市场格局.....	13
图表 24.庄信万丰轻型柴油车领域催化剂收入.....	13
图表 25.北美地区轻型柴油车领域催化剂收入.....	13
图表 26.庄信万丰重型柴油车领域催化剂收入.....	14
图表 27.欧洲地区重型柴油车领域催化剂收入.....	14
图表 28.公司显示材料产品简介.....	15
图表 29.国家对显示材料行业的政策支持.....	15
图表 30.LCD 产业链.....	16
图表 31.液晶面板下游需求.....	16
图表 32.全球液晶面板出货面积.....	16

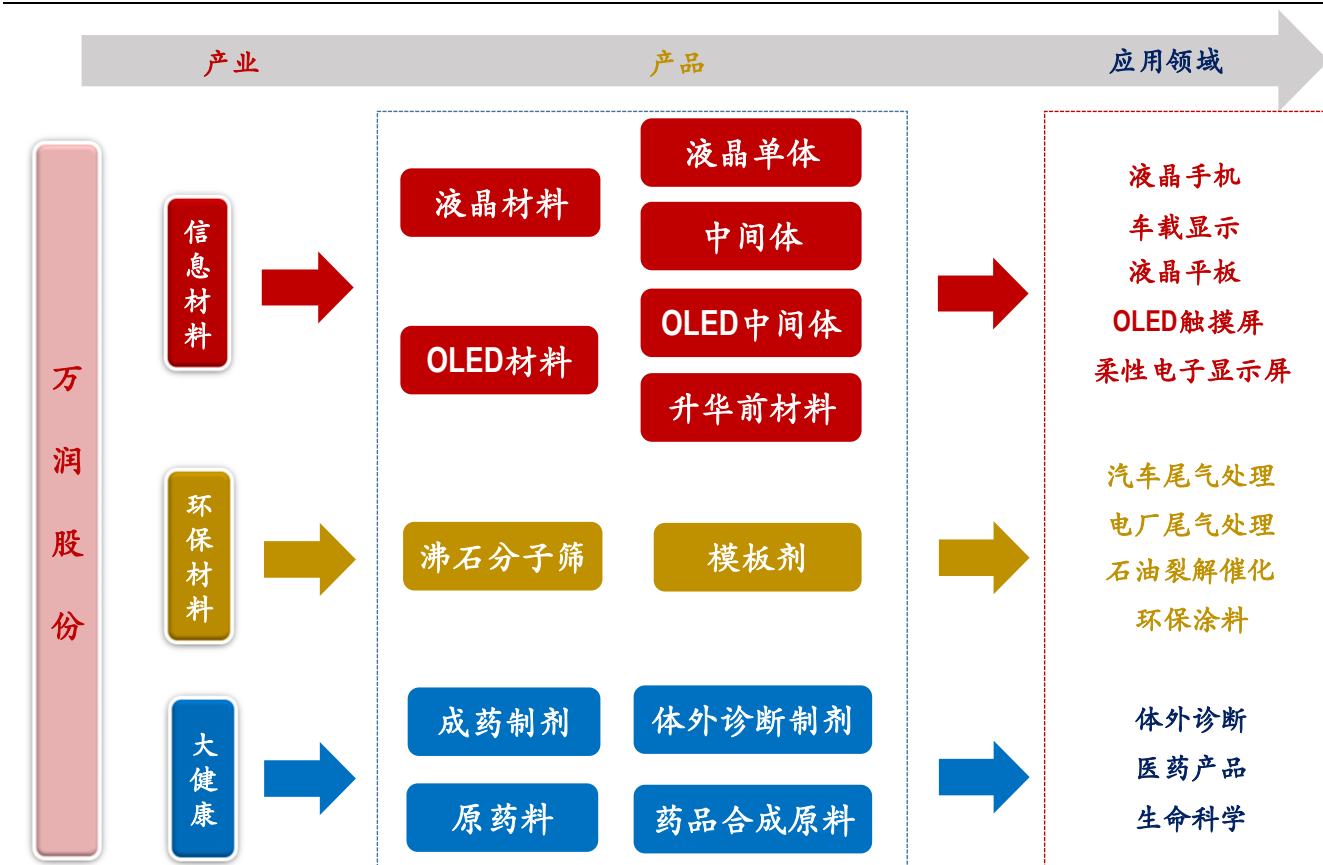


图表 33.液晶电视面板的平均尺寸逐年增加	17
图表 34.我国液晶电视面板出货量	17
图表 35.大陆液晶面板产能占比持续提升	17
图表 36.2018 年全球液晶面板出货量排名	17
图表 37.液晶材料市场份额	18
图表 38.国内液晶材料需求占比	18
图表 39.国内液晶材料主要生产商	18
图表 40.OLED 发展历程	18
图表 41.AMOLED 和 PMOLED 对比	19
图表 42.OLED 产业链	19
图表 43.不同 OLED 器件结构应用	20
图表 44.OLED 终端产品主要是智能手机	20
图表 45.历年全球智能手机出货量	21
图表 46.2018 年分品牌智能手机出货量占比	21
图表 47.OLED 面板出货量及预测值	21
图表 48.OLED 和 LCD 面板渗透率及预测值	21
图表 49.OLED 电视面板出货量	22
图表 50.全球 AR/VR 设备出货量	22
图表 51.OLED 产能主要集中于韩国	22
图表 52.全球 OLED 产能情况	22
图表 53.全球 AMOLED 产线	23
图表 54.全球 AMOLED 新增产线	23
图表 55.OLED 上游材料产业链	23
图表 56.全球 OLED 材料收入规模扩大	24
图表 57.OLED 材料市场占有率	24
图表 58.体外诊断方法分类	25
图表 59.MP 公司业务类型	25
图表 60.2016 年体外诊断市场份额分布	26
图表 61.全球体外诊断市场规模	26
图表 62.体外诊断产品人均年消费额	26
图表 63.我国 60 岁以上人口不断增加	27
图表 64.城镇居民医疗保健支出增速较快	27
图表 65.公司医疗材料板块收入	27
图表 66.销售收入和毛利率预测	28

公司概况：三大产业并驾齐驱，打造国际领先企业

中节能万润股份有限公司成立于 1995 年，于 2011 年在深交所中小企业板上市，实际控制人为中国节能环保有限公司。公司积极进行多元化产业布局，主要从事信息材料产业、环保材料产业和大健康产业三个领域产品的研发、生产和销售，致力于成为国际领先的精细化工企业。

图表1.公司核心业务布局



资料来源：公司公告，中银国际证券

信息材料产业：公司显示材料主要包括高端 TFT 液晶单体材料、中间体材料和 OLED 材料。液晶材料方面，公司是国内 TFT 液晶材料的领先企业，公司高端 TFT 液晶单体销量占全球市场份额 15% 以上，是目前唯一同时向全球三大液晶巨头——德国 Merck、JNC、DIC 供应液晶单体的厂商。OLED 材料方面，公司在 OLED 材料兴起之时就开始布局 OLED 材料产业链，现有产品主要包括 OLED 单体与 OLED 中间体，并已有自主知识产权的成品材料在下游厂商验证。随着 OLED 材料在小尺寸显示领域应用规模的扩大，OLED 材料有望进一步扩大在该领域的市场占有率。

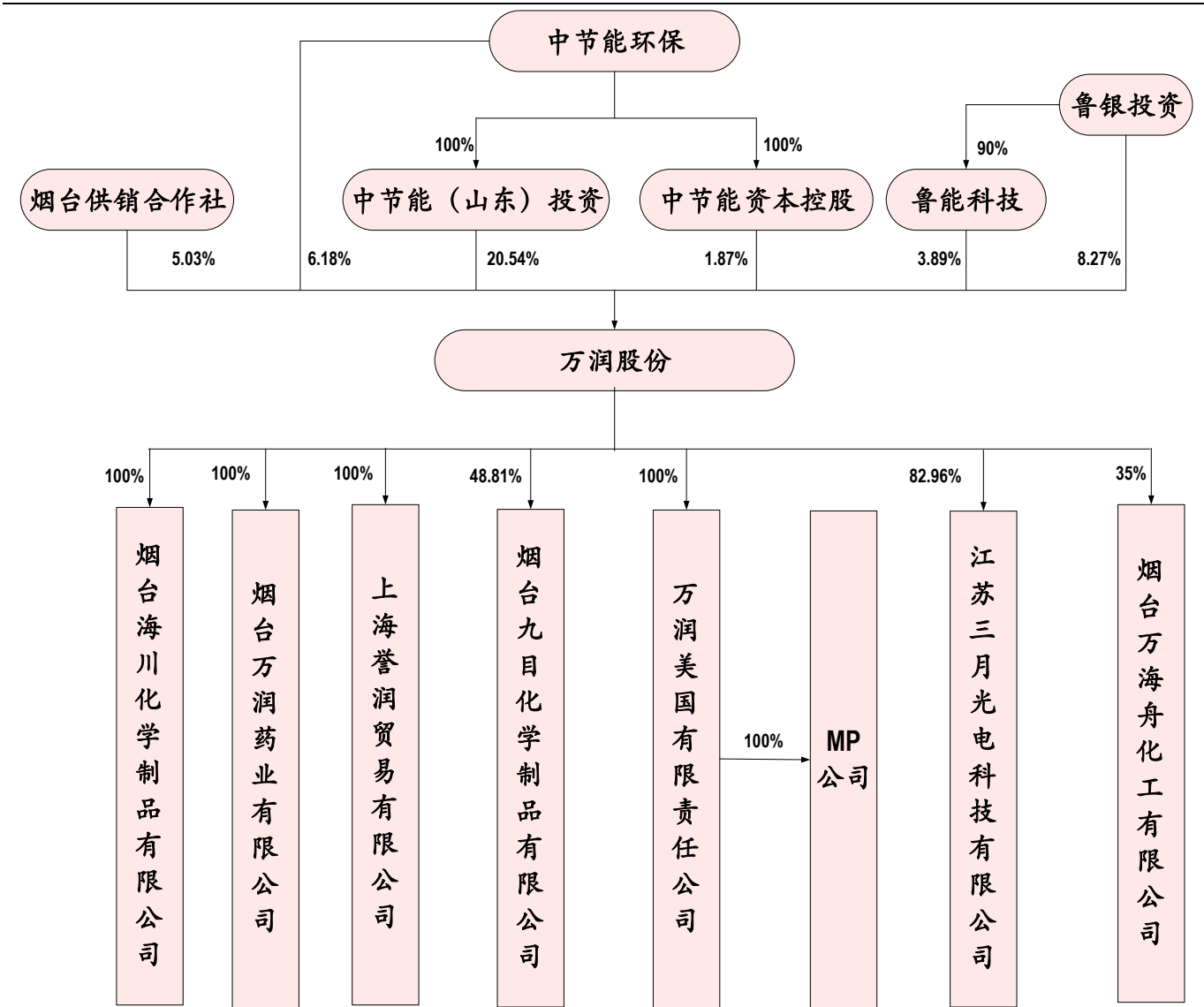
环保材料产业：公司目前是全球领先的汽车尾气净化催化剂生产商庄信万丰的核心合作伙伴，主要产品系列是新型尾气净化用沸石环保材料，应用于高标准尾气排放领域。公司现有沸石分子筛产能 3,350 吨/年。“沸石系列环保材料二期扩建项目”的第三个车间正在建设过程中，计划于 2019 年 12 月底前完成，届时产能达到 5,850 吨/年；此外，公司拟用自有资金建设总产能为 7,000 吨/年（4,000 吨/年为 ZB 系列沸石；3,000 吨/年为 MA 系列沸石）的环保材料，进一步夯实行业龙头地位。

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、生命科学、体外诊断等多个领域。2016 年公司顺利收购 MP 公司，快速拓展大健康产业布局。

股权结构：实际控制人为央企，财力雄厚

根据公司 2019 年一季报数据，公司实际控制人是中节能环保集团，实际持股比例为 28.59%，可以为公司提供大量财力等资源，也方便高端业务拓展。同时，公司市场化程度较高，采用“央企民营”的管理模式。

图表2.公司核心业务布局



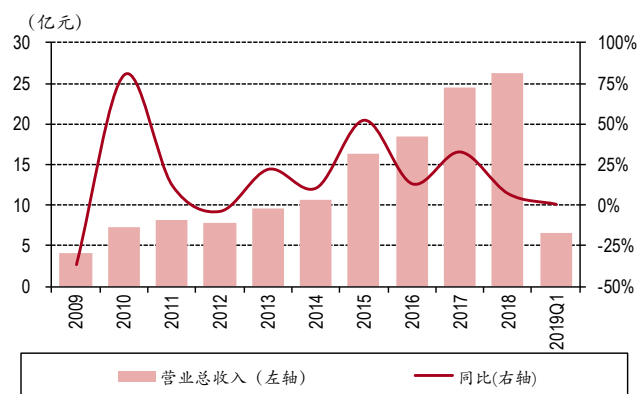
资料来源：公司公告，中银国际证券

公司下设 5 家全资子公司（万润美国、上海誉润贸易、烟台海川化学、万润药业、MP 公司），2 家控股公司（江苏三月光电，持股比例为 82.96%；烟台九目化学，持股比例为 48.81%），1 家联营企业（烟台万海舟化工，持股比例为 35%）。其中，万润美国主要负责公司产品在北美等海外市场的销售，子公司 MP 公司主营生命科学试剂、仪器供应和体外诊断试剂研发、生产和销售；上海誉润贸易从事公司产品及其他货物的贸易和技术服务；烟台海川化学制品有限公司主要产品为聚酰亚胺类单体、锂电池添加剂、医药中间体、液晶中间体等，主要客户来自德国和日本；烟台九目化学制品有限公司主要从事液晶、OLED 中间体及其它化学品的开发与生产；烟台万润药业有限公司从事药品研发生产与进出口贸易业务，主要产品为原料药（盐酸帕洛诺司琼、米诺膦酸、氨甲环酸、瑞舒伐他汀钙等）等；江苏三月光电科技有限公司主要经营有机发光二极管材料、照明灯具、显示器及相关专用设备的研发、生产等。

公司财务分析：盈利能力行业领先，业绩稳中向好

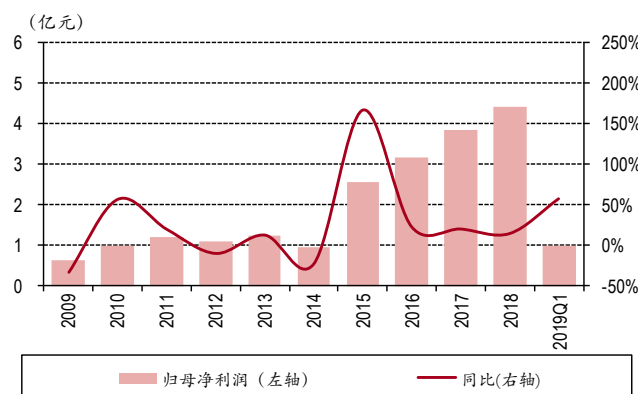
公司发展势头稳健，经营业绩不断改善。2012-2018 年，公司营业收入由 7.90 亿元增长到 26.32 亿元，年复合增长率为 22.21%；归母净利润由 1.09 亿元增长到 4.44 亿元，年复合增长率为 26.37%，源于公司在环保材料收益逐渐增加。2019Q1 公司营业收入为 6.62 亿元，同比增长 0.62%；归母净利润为 1.01 亿元，同比增长 58.09%，继续保持良好的增长态势。根据公告，2019 年上半年预计公司归属于母公司的净利润为 1.93 亿元—2.51 亿元。

图表3.公司营业总收入情况



资料来源：万得，中银国际证券

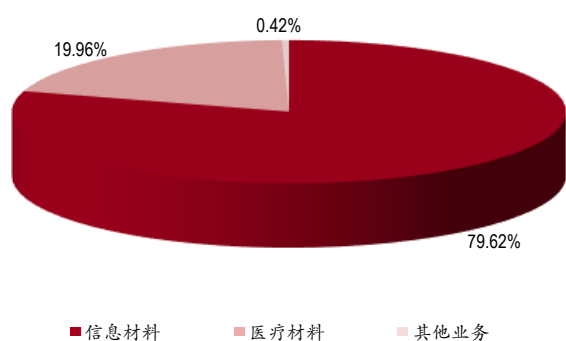
图表4.公司归母净利润情况



资料来源：万得，中银国际证券

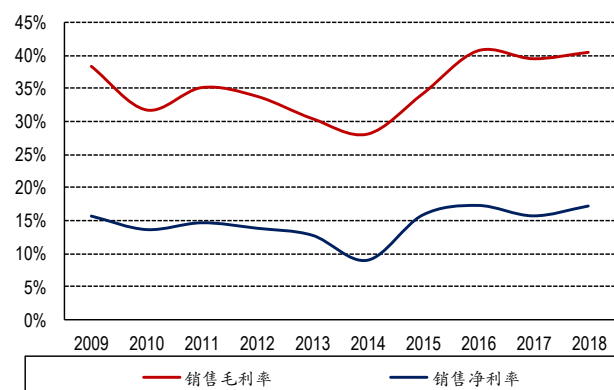
公司盈利能力保持行业领先地位。回溯公司发展历程，2013 年之前公司业务比较单一，大部分收入来源于液晶材料产品，2013 年公司液晶板块收入占比达到 98.65%。随着公司逐渐布局 OLED 材料、环保材料和医疗材料领域，营业收入结构占比发生较大变化。2018 年信息材料收入占比 79.62%，同比提升 3.46 个百分点；医疗材料收入占比为 19.96%。其次，公司布局的材料产品和医药领域均为有很深护城河和行业壁垒，因此总体的毛利率水平较高。

图表5.公司 2018 年营业收入构成



资料来源：万得，中银国际证券

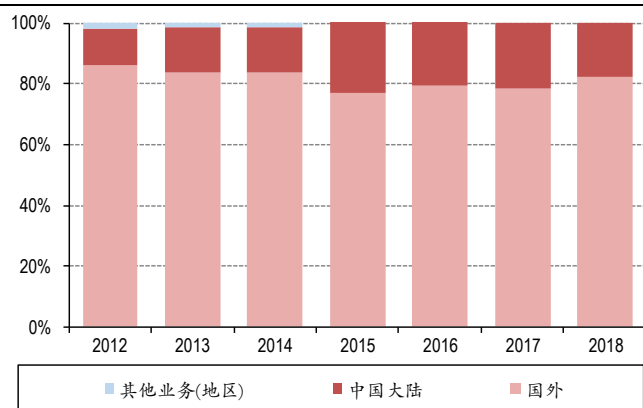
图表6.公司毛利率和净利率



资料来源：百川资讯，中银国际证券

公司主要营业收入来源于国外市场。公司在 2012 年之前营业收入大部分源于国外市场，2011 年以后逐步打开国内市场，2018 年国外收入占比为 82.06%。由于大部分出口产品以美元计价，美元兑人民币的汇率变化会直接影响公司的汇兑损益。2018 年公司财务费用为 -4,060.08 万元，同比大幅下降 316.26%，源于公司汇兑收益的增加。

图表7.公司大部分收入来自海外



资料来源: 万得, 中银国际证券

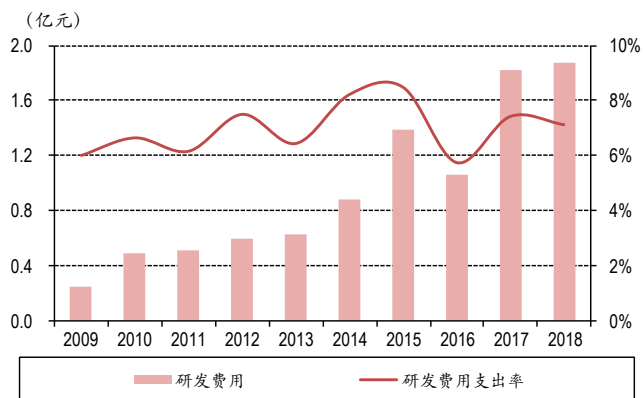
图表8.美元兑人民币汇率变化



资料来源: 百川资讯, 中银国际证券

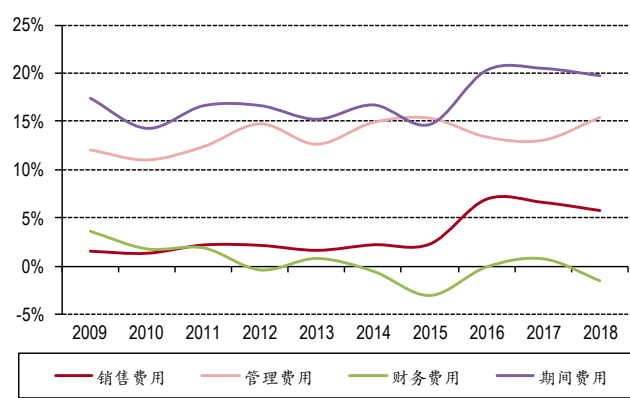
研发支出增加, 期间费用率缓慢上升。公司是国家级高新技术企业, 并承担了国家火炬计划项目, 在信息材料产业、环保材料产业和大健康产业三大产业方面加大研发投入。公司 2016 年销售费用率大幅增加主要是源于 MP 公司纳入合并范围, 而 2017 年销售费用率增加源于运输费用和职工薪酬支出增加; 由于美元兑人民币的汇率的变化, 汇兑损益受到较大影响, 因此公司财务费用变化不定。

图表9.公司研发支出变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表10.公司期间费用变化



资料来源: 百川资讯, 中银国际证券

环保材料：受益国六排放标准实施，沸石材料需求被打开

公司环保材料主要为沸石环保材料和模板剂。沸石分子筛目前主要用于车用尾气净化领域、烟道气脱硝、挥发性有机物（VOCs）处理、炼油催化等领域。公司分子筛产品主要供应庄信万丰，应用于车用尾气净化器的制备；同时部分分子筛模板剂供应日本东曹公司。

图表11.分子筛和模板剂基本概念

类别	定义
分子筛	狭义上讲，分子筛是结晶态的硅酸盐或者硅铝酸盐，由硅氧四面体和铝氧四面体通过氧桥键相连而形成；它只能允许直径比孔径小的分子通过，因此能将混合物按照分子筛大小来区分，称为分子筛。如Y型、SAPO-35、SZZ-13等
模板剂	主要为四级铵盐，为铵离子中的四个氢原子都被烷基取代而生成的化合物。其在分子筛合成过程中对结构形成起到结构模板作用，导致特殊结构的生成。不同的模板剂合成不同结构和类型的分子筛，具有较强专属性，如四乙基氢氧化铵、三甲基金刚烷基氢氧化铵

资料来源：中国知网，中银国际证券

国六标准实施，沸石材料前景广阔

汽车尾气排放标准趋严。国务院于2018年7月3日印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，行动计划中提到要“强化移动源污染防治”和“打好柴油货车污染治理攻坚战”。根据生态环境部《中国机动车环境管理年报（2018）》统计，虽然柴油车只占汽车保有量的9.4%，但其排放的NO_x接近汽车排放总量的70%，PM超过90%，柴油车是汽车NO_x和PM排放的主要贡献者。

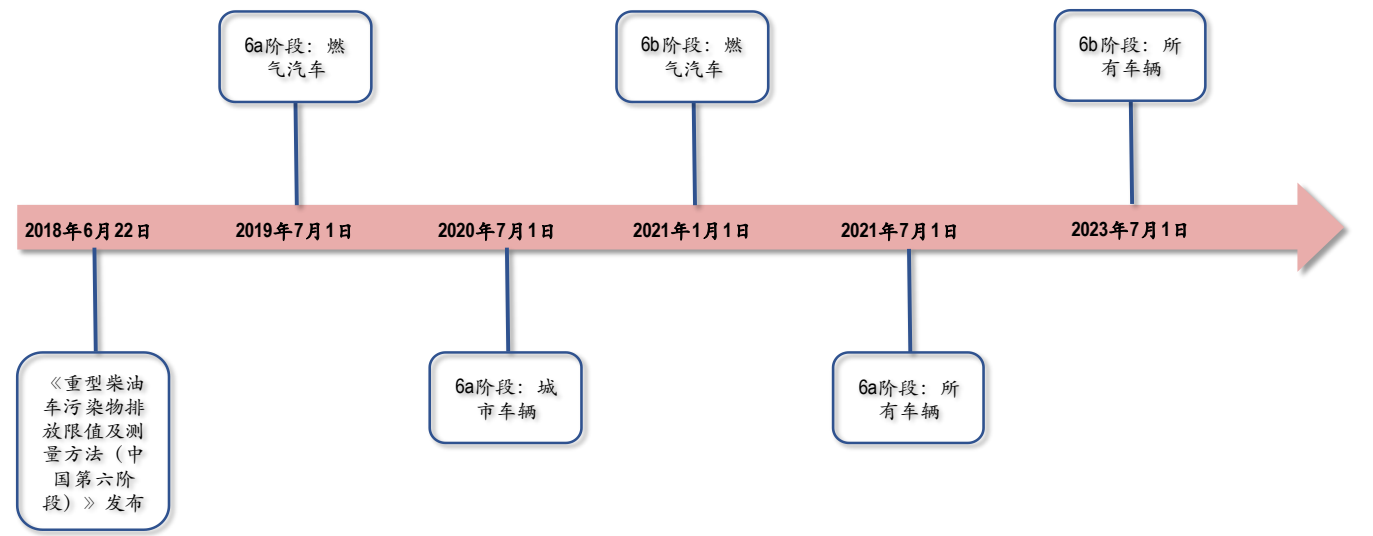
图表12.我国柴油车排放限值

阶段	实施时间	CO(g/kWh)	HC(g/kWh)	NO _x (g/kWh)	PM(g/kWh)
国一	2001, ≤85kW	4.5	1.1	8.0	0.61
	2001, >85kW	4.5	1.1	8.0	0.36
国二	2004	4.0	1.1	7.0	0.15
国三	2008	2.1	0.66	5.0	0.10
国四	2015	1.5	0.46	2.5	0.02
国五	2017	1.5	0.46	2.0	0.02
国六	2019-2023	1.5	0.13	0.4	0.01
危害	无色无臭的有毒气体，与血液中的血红蛋白结合的速度比O ₂ 快250倍，会发生一系列复杂的化学反应，形成光化学烟雾，引起雾霾、光化学烟雾、含有大量的可溶性有机物、重金属酸雨以及破坏臭氧层，导致离子和二氧化硫等，会引起呼吸系统疾病				

资料来源：中国知网，中银国际证券 注明：一氧化碳（CO）、碳氢化合物（HC）、氮氧化物（NO_x）和颗粒物（PM）

国六排放标准时间表落地。根据生态环境部于2018年6月22日发布的《重型柴油车污染物排放限制及测量方法（中国第六阶段）》，规定重型柴油车国六标准分6a和6b两个阶段实施。6a阶段燃气汽车、城市车辆（主要为公交车等）、重型柴油车将分别于2019年7月1日、2020年7月1日、2021年7月1日实施；6b阶段燃气车辆及所有车辆将分别于2021年1月1日和2023年7月1日实施。

图表13.国六标准执行计划



资料来源：生态环境部，中银国际证券

图表14.全国新生产机动车排放标准实施进度

车型 \ 年份		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
轻型汽车	柴油车	无控制要求		国Ⅰ				国Ⅱ			国Ⅲ					国Ⅳ				国Ⅴ		国Ⅵ		
	汽油车	无控制要求		国Ⅰ				国Ⅱ			国Ⅲ			国Ⅳ				国Ⅴ			国Ⅵ			
	气体燃料车	无控制要求		国Ⅰ				国Ⅱ			国Ⅲ			国Ⅳ				国Ⅴ			国Ⅵ			
重型汽车	柴油车	无控制要求			国Ⅰ			国Ⅱ				国Ⅲ				国Ⅳ			国Ⅴ			国Ⅵ		
	汽油车	无控制要求				国Ⅰ		国Ⅱ					国Ⅲ		国Ⅳ									
	气体燃料车	无控制要求			国Ⅰ			国Ⅱ				国Ⅲ		国Ⅳ		国Ⅴ					国Ⅵ			
摩托车	两轮和轻便摩托车	无控制要求					国Ⅰ		国Ⅱ					国Ⅲ						国Ⅳ				
	三轮摩托车	无控制要求				国Ⅰ		国Ⅱ					国Ⅲ					国Ⅳ						
低速汽车	三轮汽车	无控制要求								国Ⅰ		国Ⅱ												
	低速货车	无控制要求								国Ⅰ		国Ⅱ								无此类车				

资料来源：生态环境部，中银国际证券

分子筛需求量主要来自柴油车市场。由于汽油车尾气成分和柴油车尾气成分和发动机原理不同，汽油车尾气净化处理主要是三效催化器，载体为 γ -氧化铝，活性中心为还原态贵金属（铂、铑、钯）。柴油车要采用催化剂的组合才能满足排放要求，对载体的结构和稳定性要求更高。

图表15.汽油车和柴油车基本情况

类别	发动机基本原理	尾气成分	尾气处理方式
汽油车	将汽油喷入进气管同空气混合成为可燃混合气再进入汽缸，经火花塞点火燃烧膨胀作功。人们通常称它为点燃式发动机	主要为 CO、碳氢化合物等，贡献率分别占比 85%、73.5%	主要是用三元催化器（TWC）。催化剂载体主要为 γ -氧化铝；活性中心为还原态贵金属（铂、铑、钯）
柴油车	通过喷油泵将柴油直接喷入发动机气缸。在气缸内经压缩后的空气均匀混合，在高温、高压下自燃。人们把这种发动机通常称之为压燃式发动机	主要为 NO _x 和颗粒物，贡献率分别占比 68.3%、100%	采用催化剂的组合来满足排放要求。国六标准下的柴油车催化体系负载采用分子筛；活性中心为还原态贵金属、铑、钯及氧化物五氧化二钒/三氧化钨/三氧化铈（脱硝过程）

资料来源：中国知网，中银国际证券

选择性催化还原技术 (SCR) 将成为柴油车辆尾气处理主流技术。SCR 催化剂多为沸石催化剂，尿素喷雾高温下分解生成还原剂 NH_3 ， NO_x 在 SCR 催化剂表面与 NH_3 反应生成 N_2 。在国四和国五标准中，由于柴油颗粒捕捉器 (DPF) 在生气达到 650°C 以上，五氧化二钒结构不稳定致使催化剂活性降低，而且可能分解生成对环境有害的钒化合物。分子筛具有比表面积大、选择性好、耐热性好、结构稳定性较强、催化效率高等特点，能够有效满足柴油车尾气催化剂载体的性能要求，因此分子筛将代替钒基催化剂载体。

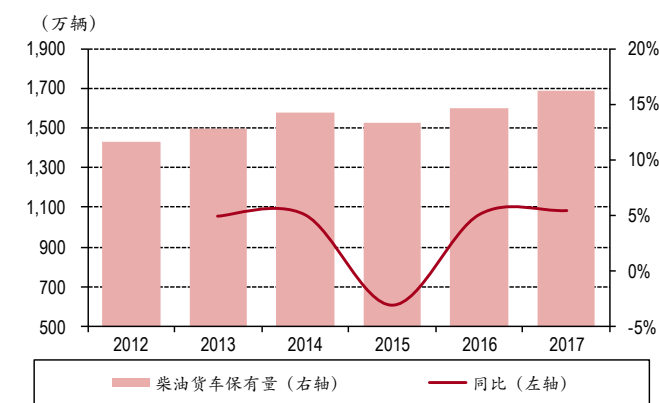
图表16.不同尾气处理技术比较

措施	基本原理	缺点
非选择催化还原 (NSCR)	将还原剂喷入排气管，在催化器的作用下与 NO_x 反应	还原剂容易被氧气消耗
选择性催化还原 (SCR)	与 NSCR 相似，加强了还原剂对 NO_x 的选择性，抑制了还原剂与氧气反应	初装成本较高，控制系统较复杂
NO_x 吸附转化器	先将 NO_x 转换为 NO_2 并储存，再喷入还原剂还原	吸附温度范围比较窄
氧化催化器	氧化 HC 和 CO，间接降低微粒排放	对 NO_x 几乎不起作用
微粒捕集器	过滤下来的颗粒与 NO_2 反应生成 NO 和 CO_2	捕集器再生问题比较大

资料来源：中国知网，中银国际证券

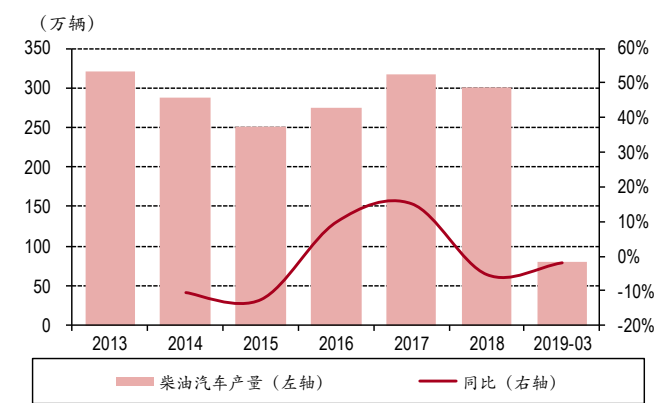
国内柴油车产量稳定，分子筛需求量空间较大。根据工业催化杂志数据，重型柴油卡车所需分子筛为 $4.89\text{kg}/\text{辆}$ ，轻型柴油卡车所需分子筛为 $1.13\text{kg}/\text{辆}$ 。2018 年我国柴油汽车产量为 300.39 万辆，以柴油车分子筛需求量为 $3.01\text{kg}/\text{辆}$ 测算，国内柴油车 SCR 系统沸石分子筛总体需求量达到 **0.90 万吨**。

图表17.国内柴油货车保有量



资料来源：中国汽车工业协会，中银国际证券

图表18.国内柴油车 (乘用车和商务车) 产量

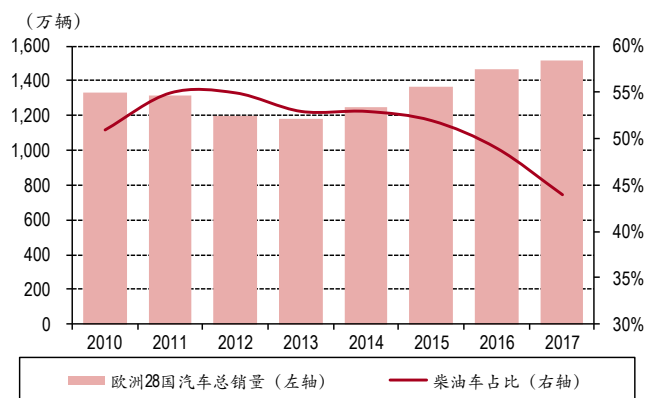


资料来源：中国汽车工业协会，中银国际证券

全球柴油车市场稳步增长，分子筛催化剂市场空间大

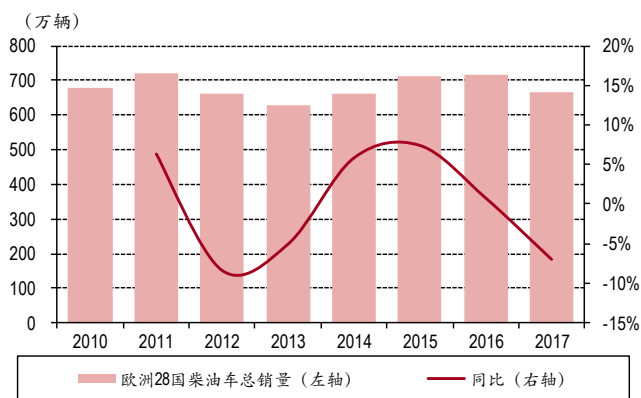
欧洲是全球柴油车的最大消费地区，沸石催化剂市场空间巨大。根据欧洲汽车工业协会数据，2017 年欧洲汽车总销售量为 1,516.14 万辆。由于混动及纯电动车的推广，柴油车占比呈现下降趋势，2017 年整体占比为 44%，销售量为 667.10 万辆，同比下滑 7.04%。据此测算，轻型柴油卡车所需分子筛为 $1.13\text{kg}/\text{辆}$ ，欧洲柴油车的尾气处理装置对分子筛产品需求 **0.75 万吨**。

图表19.欧洲汽车总销量



资料来源：欧洲汽车工业协会，中银国际证券

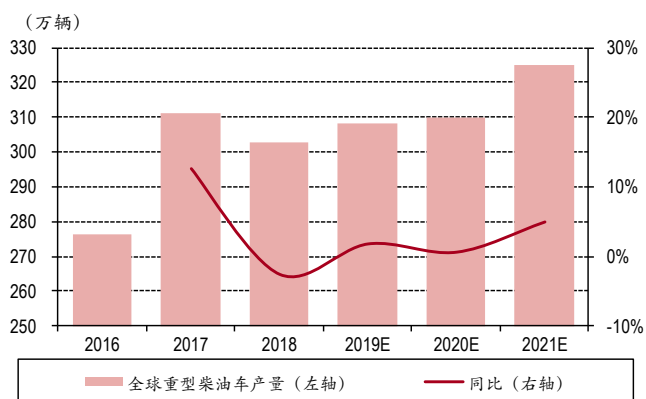
图表20.欧洲柴油车销量



资料来源：欧洲汽车工业协会，中银国际证券

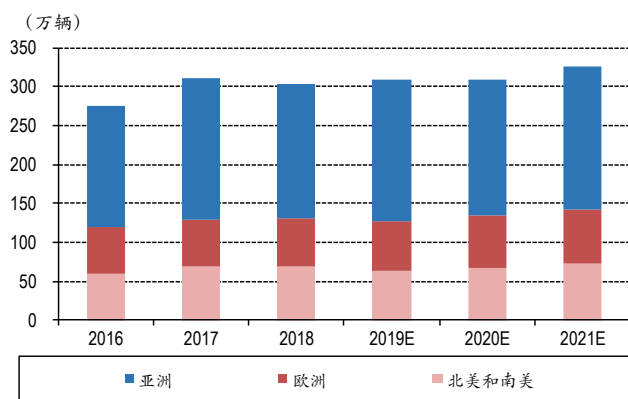
重型柴油车将成为需求重要增长点。根据 LMC 预测，2018-2021 年全球重型柴油车产量将保持年均 2.40% 的增速，2021 年达到 325.1 万辆；从分地区来看，2021 年亚洲、欧洲、北美和南美重型柴油车占比分别为 56.11%、22.59%、21.32%。据此测算，按照每辆重型柴油车使用 4.89kg 分子筛产品，到 2021 年全球分子筛需求量为 1.59 万吨。

图表21.全球重型柴油车产量预测



资料来源：LMCAutomotive，中银国际证券

图表22.分地区重型柴油车产量预测

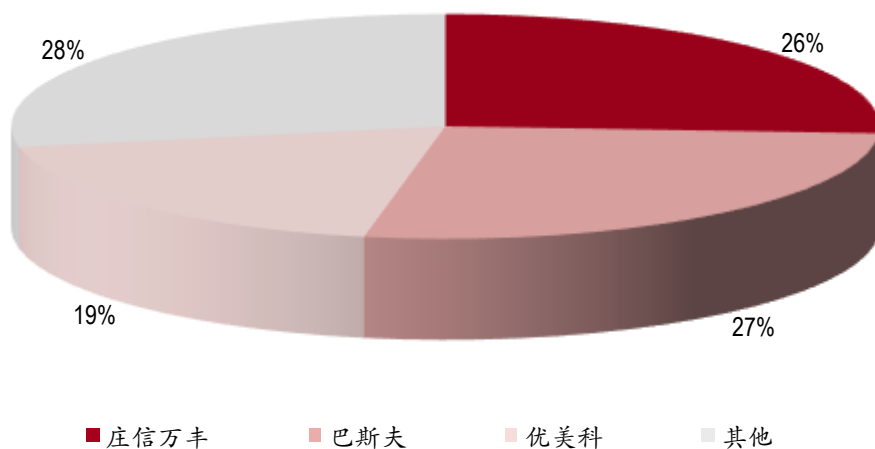


资料来源：LMCAutomotive，中银国际证券

携手庄信万丰，巩固行业地位

全球汽车尾气净化催化剂市场高度垄断。由于技术壁垒较高，汽车尾气净化催化剂市场主要由庄信万丰、巴斯夫、优美科三家公司占据主导地位，合计占市场份额的 72%。

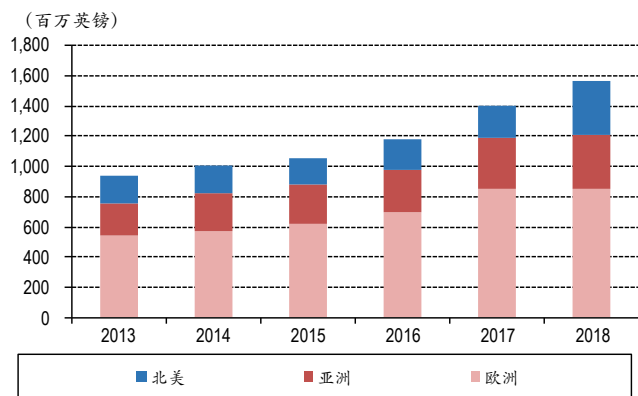
图表23.汽车尾气净化催化剂市场格局



资料来源：中国产业信息网，中银国际证券

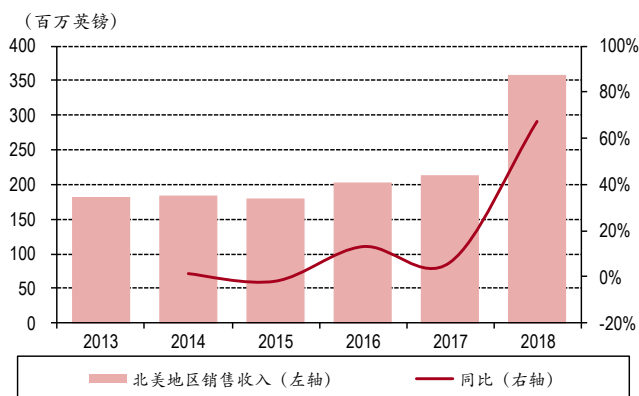
公司作为庄信万丰的核心合作伙伴，可以从庄信万丰财报看出行业发展趋势，进一步印证分子筛未来较大的需求空间。根据近年来庄信万丰财报，公司在轻型柴油车和重型柴油车领域催化剂营业收入增速较快，2018年轻型柴油车领域催化剂收入为15.64亿英镑，同比增长11.71%；从分地区来看，欧洲地区仍然占主导地位，收入占比为54.67%，而北美地区增速较快。

图表24.庄信万丰轻型柴油车领域催化剂收入



资料来源：JohnsonMatthey，中银国际证券

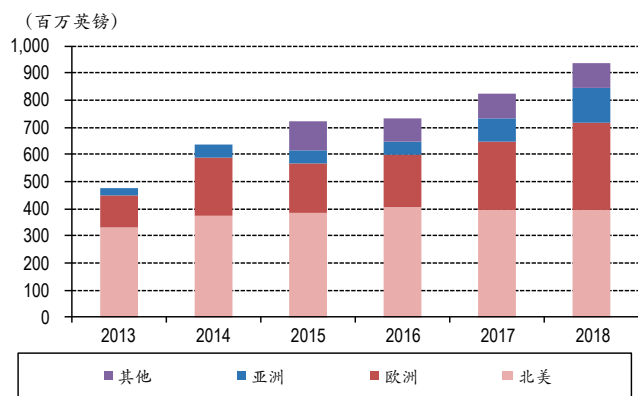
图表25.北美地区轻型柴油车领域催化剂收入



资料来源：JohnsonMatthey，中银国际证券

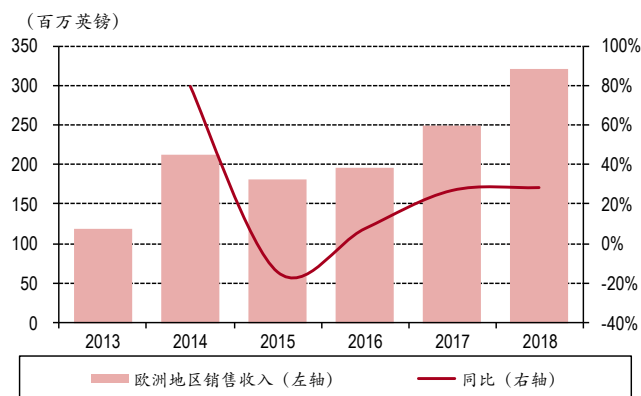
重型柴油车领域也占有重要地位。2018年重型柴油车领域催化剂收入为9.36亿英镑，同比增长13.96%；从分地区来看，北美地区占比较大，收入占比为42.07%，而欧洲地区增速较快，2018年营业收入为3.20亿英镑，同比增长28.51%。随着国六标准时间表落地，中国地区催化剂需求将大幅增长，庄信万丰计划在张家港新建年产能600万件机动车尾气催化剂项目；另一方面，为满足欧洲柴油市场份额的增长，庄信万丰在波兰也进行了扩产。随着分子筛市场需求提升，公司可充分受益于庄信万丰的扩产计划，业绩有望继续增长。

图表26. 庄信万丰重型柴油车领域催化剂收入



资料来源: JohnsonMatthey, 中银国际证券

图表27. 欧洲地区重型柴油车领域催化剂收入



资料来源: JohnsonMatthey, 中银国际证券

公司根据下游需求扩建产能，产能增长较快。公司利用首次公开发行的超募资金建设 850 吨“沸石系列环保材料一期项目”，并于 2013 年顺利投产。2015 年公司通过定增募集到的资金建设“沸石系列环保材料二期项目”已经于 2016 年陆续达产，公司分子筛总产能达到 3,350 吨/年。目前“沸石系列环保材料二期扩建项目”的第三个车间正在建设过程中，计划于 2019 年 12 月底投产，届时公司分子筛产能将达到 5,850 吨/年。公司拟用自有资金用于扩建沸石环保材料生产线，计划生产用于欧六及以上标准的柴油尾气排放治理的 ZB 系列沸石和应用于烟道气脱硝领域、炼油催化及挥发性有机物处理领域等领域的 MA 系列沸石产品，计划产能 7,000 吨/年，其中 ZB 系列沸石计划产能 4,000 吨/年，MA 系列沸石计划产能 3,000 吨/年。根据公司测算，本次项目设计年生产沸石材料 7,000 吨，预计净利润 2.50 亿元/年，约合每吨沸石材料产生净利润 3.57 万元。

显示材料：液晶材料稳定，OLED 材料为公司注入新活力

公司显示材料主要包括高端 TFT 液晶单体材料、中间体材料和 OLED 材料。平板显示技术作为信息产业的重要组成部分已在信息技术的发展过程中发挥了重要作用。按照技术路线来分，平板显示技术可分为自发光与非自发光技术，二者区别主要在于自发光技术无需利用背光模组就能实现显示效果，而非自发光则必须借助外部背光源来实现。目前非自发光技术主要是采用 TFT-LCD 技术，技术成熟，市场广阔；OLED 自发光技术主流是 AMOLED 技术，成长发展迅速，未来前景巨大。

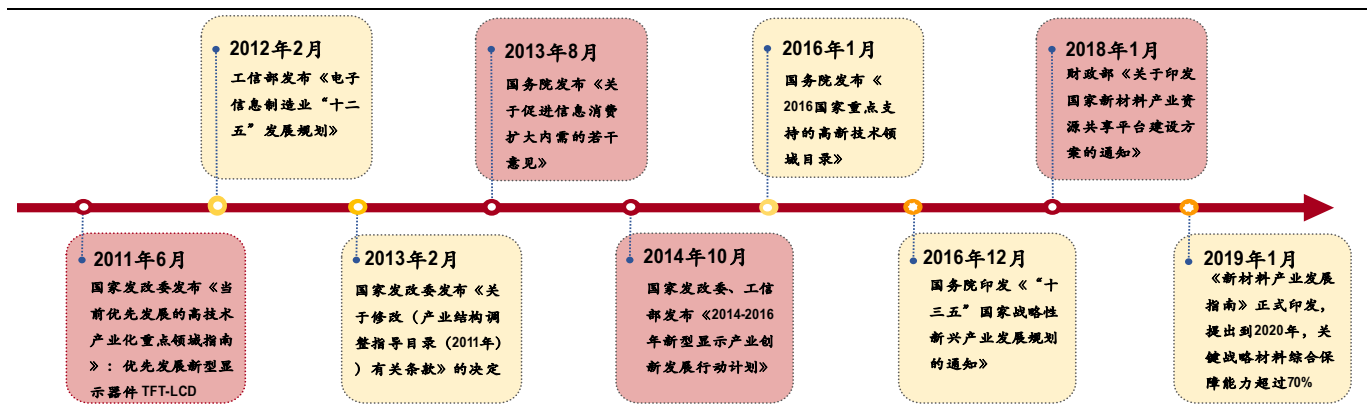
图表28.公司显示材料产品简介

技术分类	产品大类	产品名称	用途
非自发光技术	显示材料	高端 TFT 液晶单体	应用于配置混合液晶，最终应用于液晶电视、液晶显示器、笔记本电脑、手机等领域
自发光技术	OLED 材料	OLED 单体	应用于手机、电视、可穿戴设备、照明等领域

资料来源：公司公告，中银国际证券

国家鼓励发展平板显示行业。由于显示材料在信息化产品的应用空间较为广阔，因此国家加大了对精细化工行业和显示行业的扶持力度，并出台多项鼓励政策。另一方面，显示材料下游行业大多也属于国家鼓励发展行业，反过来也促进了材料行业的发展。

图表29.国家对显示材料行业的政策支持

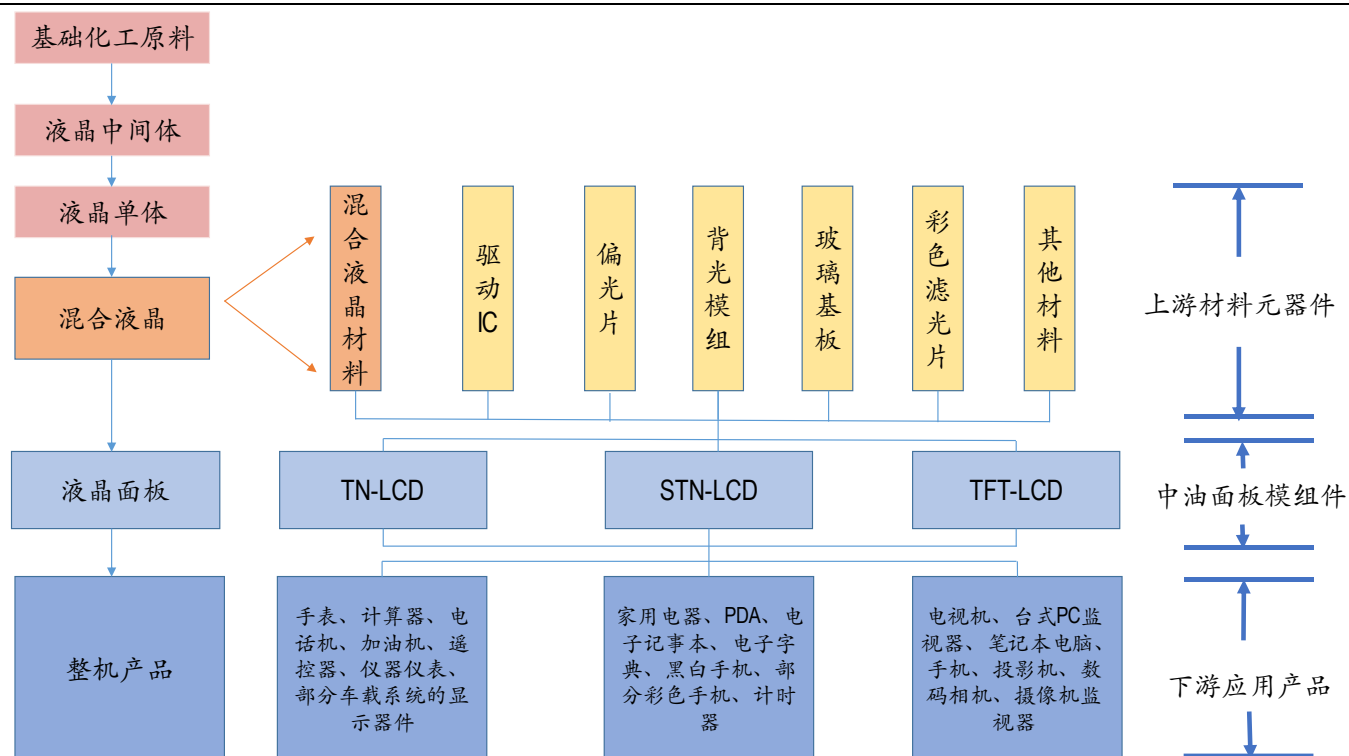


资料来源：政府网站，中银国际证券

液晶材料：屏幕大尺寸化，市场需求稳定增长

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。液晶材料处于产业链前端，其上游为基础化工原料，中游是液晶面板制作，下游是电子部件产品。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和混合液晶配制。在混晶的生产中，对配方的技术和工艺要求高，因此全球混晶材料主要生产企业为德国 Merck、日本 JNC 和 DIC 公司。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。

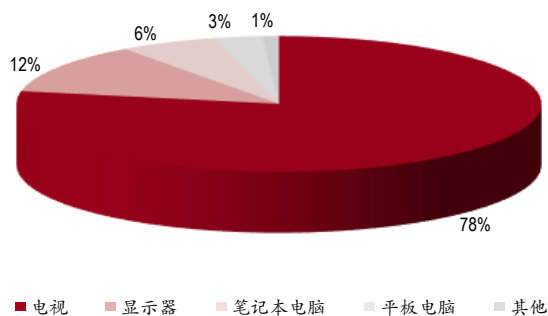
图表30.LCD 产业链



资料来源：瑞联新材招股说明书，中银国际证券

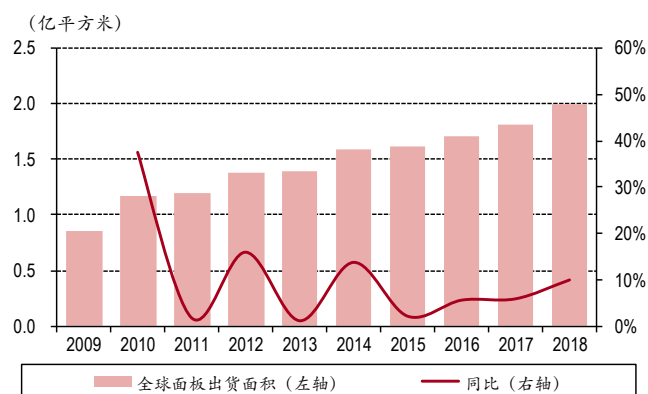
电视大尺寸屏幕趋势不改，面板出货面积继续增长。液晶电视是液晶面板的第一大应用领域，液晶电视占据了液晶面板 78% 的下游市场。液晶面板的出货面积保持稳定增长，从而促进了液晶材料需求量的增长。液晶面板平均尺寸的增加以及出货量的增加，使得全球 LCD 液晶单体需求量稳步上升，这将大幅提升液晶单体材料的需求量。2018 年我国液晶电视面板出货量为 2.89 亿片，同比增长 9.10%；2019 年 1-4 月液晶电视面板出货量为 9,570 万片，同比增长 7.05%。

图表31.液晶面板下游需求



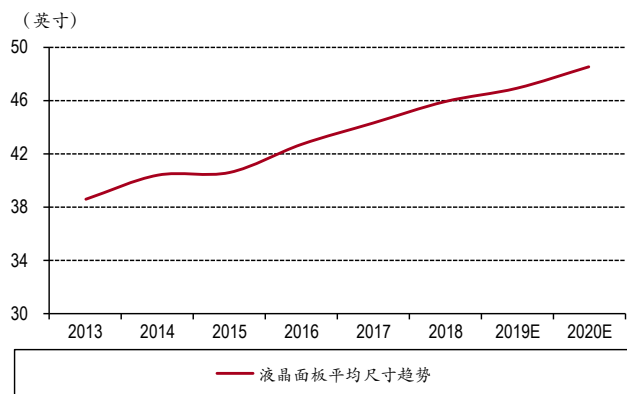
资料来源：Witsview，中银国际证券

图表32.全球液晶面板出货面积



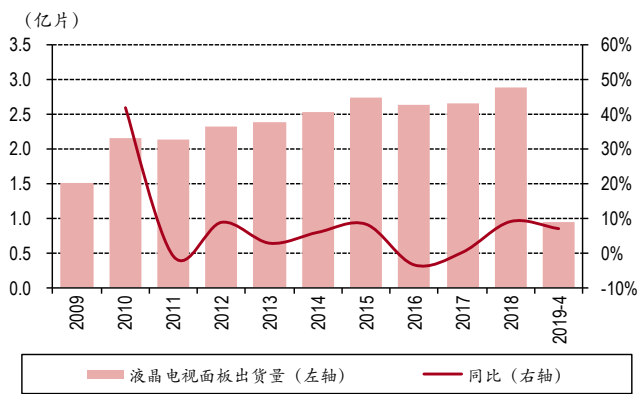
资料来源：Witsview，中银国际证券

图表33.液晶电视面板的平均尺寸逐年增加



资料来源：群智咨询，中银国际证券

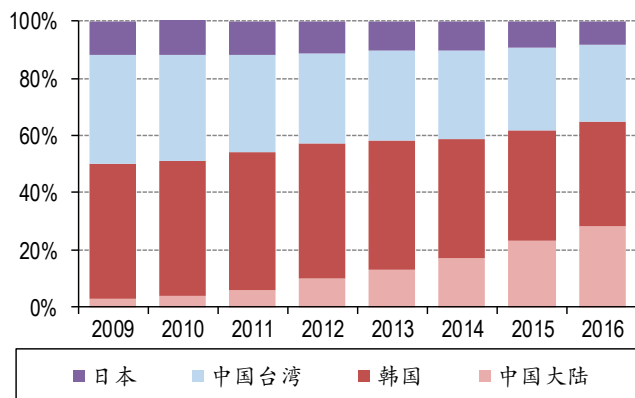
图表34.我国液晶电视面板出货量



资料来源：万得，中银国际证券

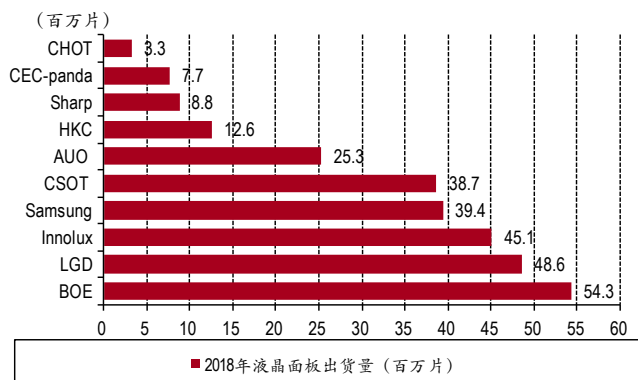
液晶面板制造行业总体产能不断增长，产能向我国大陆地区转移。随着我国京东方、华星光电等面板厂商迅速崛起，面板制造行业逐步打破日韩台厂商的垄断格局。国内液晶面板产能持续提升。随着高世代产能高速增长，低世代产能逐渐被淘汰，我国大陆地区企业不断建成投产超高世代线，我国大陆地区产能占比将持续提升。根据群智咨询发布 2018 年全球液晶电视面板出货量排名，BOE、LGD、群创光电、三星和华星光电销量领先，占据前五名，其中 BOE 出货量位列第一。

图表35.大陆液晶面板产能占比持续提升



资料来源：Witsview，中银国际证券

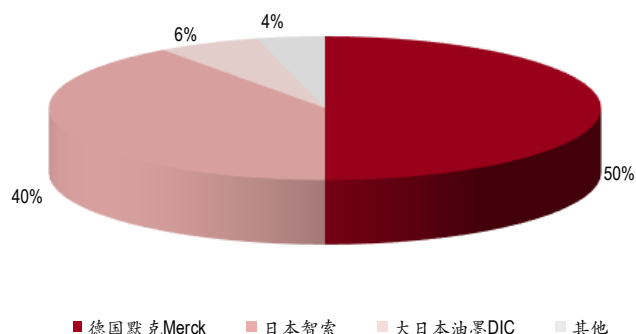
图表36.2018 年全球液晶面板出货量排名



资料来源：群智咨询，中银国际证券

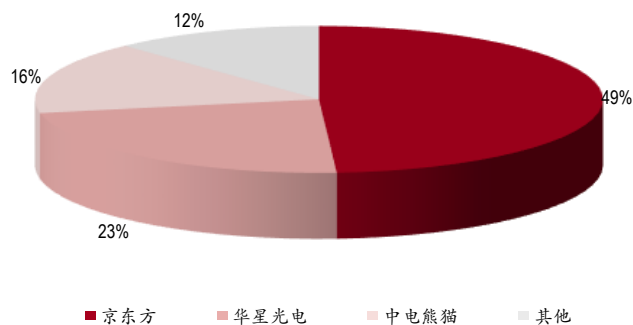
公司是国内液晶单体制造龙头企业，客户粘性明显。混合液晶制造行业具有较高的技术壁垒、客户壁垒，目前 TFT 混合液晶的核心技术和专利主要掌握在德国默克 Merck、日本智索和大日本油墨 DIC 三家企业，中国具备 TFT 液晶生产能力的企业主要是飞凯材料、诚志永华和八亿时空，而国内许多企业都集中于液晶单体、中间体的制造。公司是国内唯一一家同时为三大巨头供货的供应商，2000 年成为默克和智索的液晶中间体供应商，到 2005 年成为三大企业的液晶单体重要供应商。

图表37.液晶材料市场份额



资料来源: Witsview, 中银国际证券

图表38.国内液晶材料需求占比



资料来源: 群智咨询, 中银国际证券

图表39.国内液晶材料主要生产商

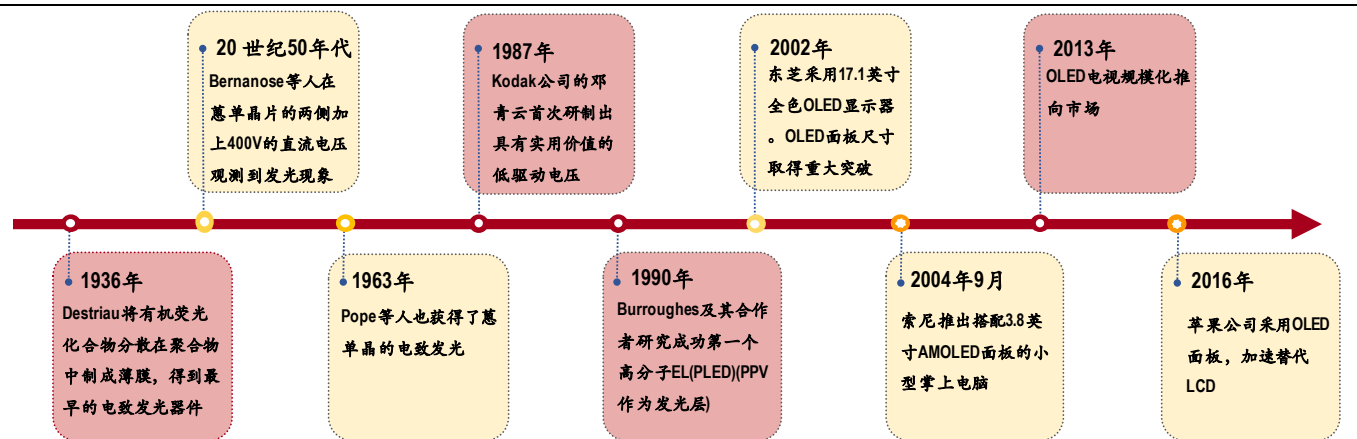
厂家名称	产品种类	产能 (吨)	液晶材料类型	供应对象
万润股份	单体、中间体	130/300	-	默克、智索、DIC
显华化工	单体、中间体	30/30	TN、STN、HTN、TFT	下游 LCD 厂商
瑞联新材	单体、中间体	200	-	默克、JNC、成志永华、江苏和成
永太科技	单体	81	-	默克
成志永华	混合体	50	TN、STN、TFT	下游 LCD 厂商
八亿时空	混合体	18	TN、STN、TFT	下游 LCD 厂商
清华亚王	混合体	25	TN、HTN、TFT	下游 LCD 厂商
迈尔斯通	单体、中间体、混合体	30	TN、STN、TFT	下游 LCD 厂商
和成显示	单体、中间体、混合体	20	TN、STN、TFT	京东方、华星光电

资料来源: 中商情报网, 中银国际证券

OLED 显示: 终端需求空间广阔, OLED 材料有望助力成长

OLED 全称为“有机发光二极管”, 主要用于显示或照明。OLED 发光原理在 1936 年被 Destriau 发现, 当时未引起足够重视。直到 1987 年邓青云博士在实验室制成了第一个多层结构的 OLED 器件后, 学界开始重视并加大研究。1990 年, 英国剑桥大学成功制备高分子 PLED 引起全球企业和科研机构的广泛关注。后续, 东芝、索尼等公司相继将 OLED 应用于掌上电脑等。2016 年苹果公司采用 OLED 面板, 加速替代 LCD。

图表40.OLED 发展历程



资料来源: 瑞联新材招股说明书, 中国知网, 中银国际证券



按照驱动方式不同，OLED 主要分为 PMOLED（被动式或无源驱动）和 AMOLED（主动式或有源驱动）。由于 PMOLED 需要外部电路驱动，并且不适用于大尺寸与高分辨率面板，PMOLED 适于制作小屏幕，如移动电话、掌上型电脑以及 MP3 播放器。AMOLED 阳极层覆盖着一个薄膜晶体管（TFT）阵列，具备较高的刷新率，适用于显示视频。

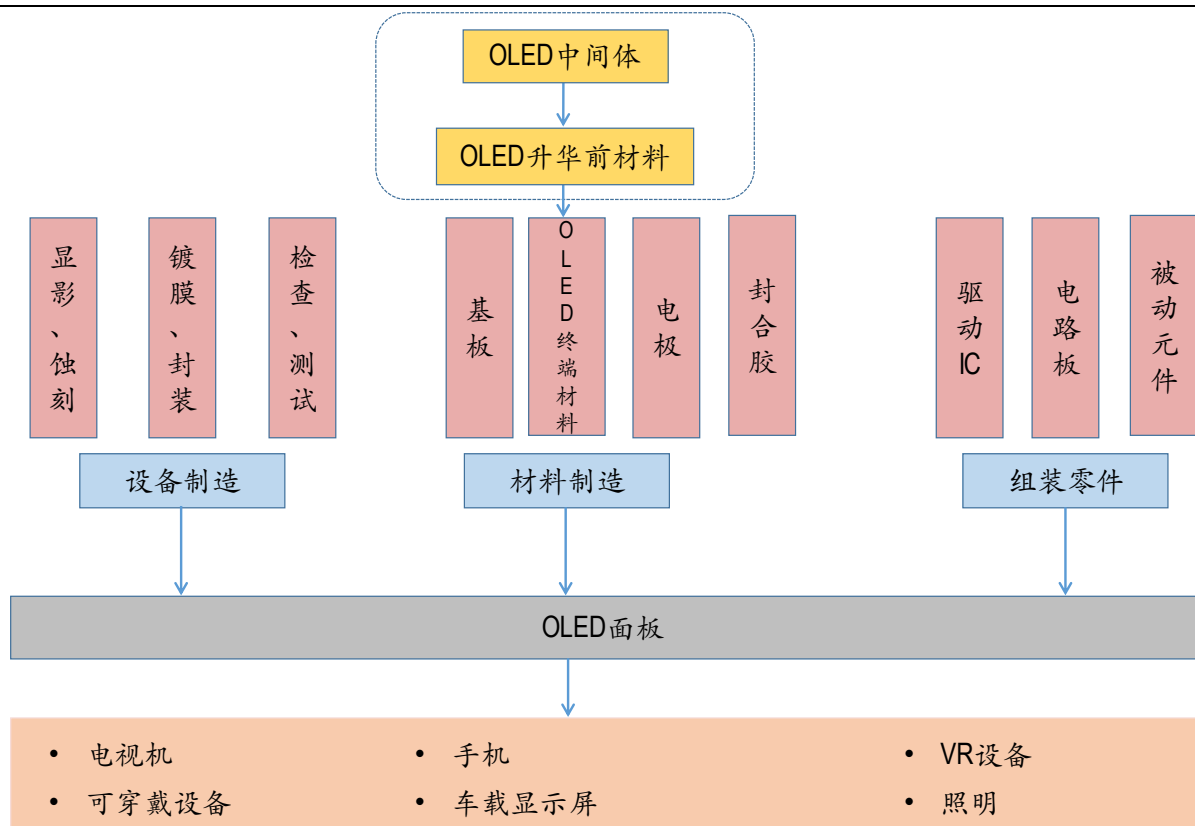
图表41.AMOLED 和 PMOLED 对比

内容	AMOLED	PMOLED
驱动方式	采用独立的薄膜电晶体去控制每个像素，每个像素皆可以单纯地以阴极、阳极构成矩阵状，以扫描方式点亮阵列中连续且独立的驱动发光，可以使用低温多晶硅或者氧化物的 TFT 驱动	每个像素都是操作在短脉冲模式下，为瞬间高亮度发光
结构	结构和制作工艺复杂	结构简单，易于制造
耗电量	驱动电压低，耗电量小	驱动电压高，耗电量大
寿命	寿发光元件寿命长	寿命较短
分辨率	分辨率高	不适用于大尺寸与高分辨率面板

资料来源：中国知网，中银国际证券

OLED 行业上游主要包括：设备制程（显影、蚀刻、镀膜、封装等）、材料制造（OLED 终端材料、基板、电极等）和组装零件（驱动 IC、电路板和被动元件）；中游是 OLED 面板的组装；下游是 OLED 的终端应用，包括手机、电视等领域。OLED 面板在推出伊始价格较为昂贵，应用较为局限。2010 年之后随着其生产工艺的提升，良率提升和成本下降，因此 OLED 屏幕逐渐在手机、可穿戴设备领域应用和推广。万润股份主要产品包括 OLED 单体（OLED 升华前材料）和 OLED 中间体，下游的 OLED 终端材料是 OLED 面板的核心组成部分，决定了 OLED 显示屏的性能表现。

图表42.OLED 产业链



资料来源：瑞联新材招股说明书，中银国际证券

小屏/大屏的 OLED 器件结构不同。在中小尺寸的 OLED 显示器件中，通常采用单色器件并列排布的结构，最终实现显示产品的全彩显示。通常为了节省材料以及设备投资，RGB 三种颜色的器件使用的共同层材料相同；在大尺寸的 OLED 显示器件中，现有量产技术采用组合通常是蓝色荧光材料和红绿色磷光材料，并用叠层的结构来改善蓝色磷光材料寿命短的缺点，同时改善效率低下的问题。

图表43.不同 OLED 器件结构应用

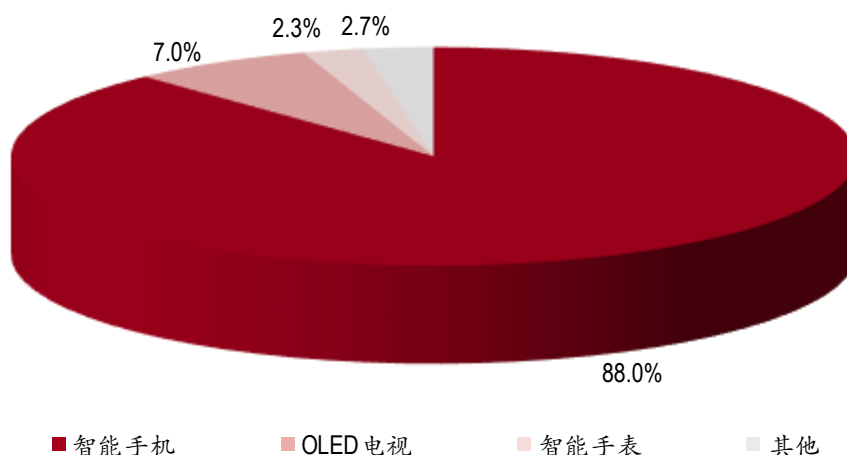


资料来源：中国知网，中银国际证券

OLED 终端需求空间广阔

OLED 显示终端产品主要是智能手机。根据 DDSC 数据，OLED 显示屏幕的终端下游消费产品中，按 2017 年智能手机占比达 88%，电视机占比达 7%。2021 年 OLED 手机面板出货量(包括刚性、柔性和可折叠)将超过 LCD。该机构预计全球 OLED 面板收入将继续以两位数增长率保持增长，到 2022 年 OLED 市场销售将达到 572 亿美元。

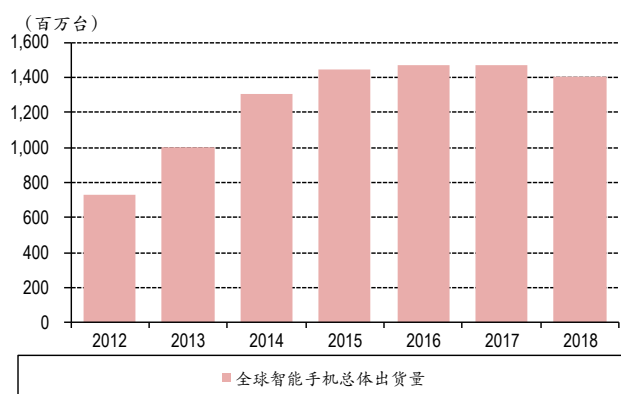
图表44.OLED 终端产品主要是智能手机



资料来源：DDSC，中银国际证券

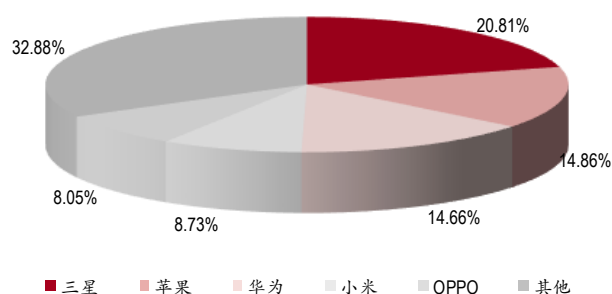
智能手机出货量稳定，国内厂商份额提升。三星在手机 OLED 屏幕的供给端占据垄断地位，根据 2018 年全球智能手机出货量数据，三星、苹果、华为位居前三，分别为 292.3 百万台、208.8 百万台、206 百万台，占总出货量的 50.40%。与 2017 年相比，2018 年智能手机出货量略微下降。全球市场上，三星依旧占据最大市场份额，苹果紧随其后，而华为在 2018 年凭借新品 P20 和 mate20 系列，增长迅速。

图表45. 历年全球智能手机出货量



资料来源: IDC, 中银国际证券

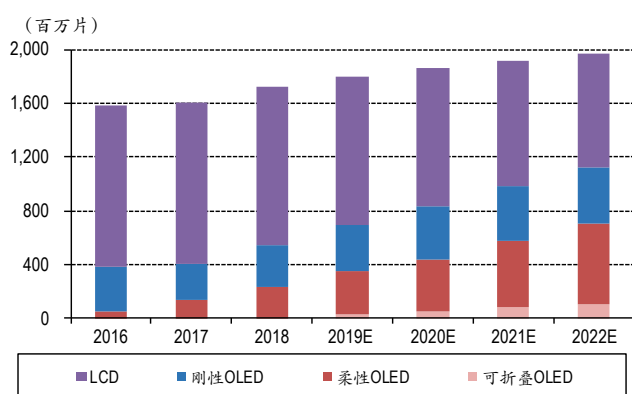
图表46. 2018 年分品牌智能手机出货量占比



资料来源: IDC, 中银国际证券

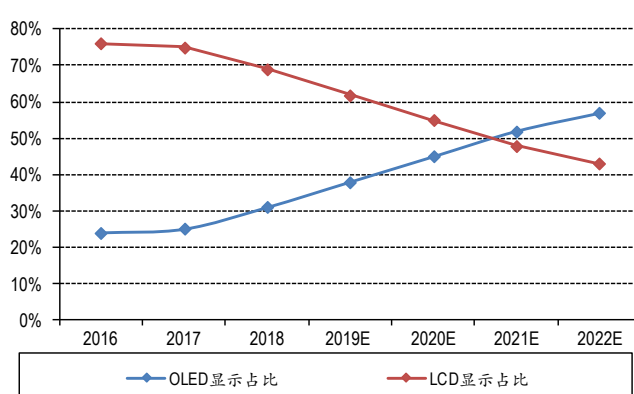
OLED 显示渗透率提升。根据 DSCC 数据, 2018 年 LCD 手机面板出货量为 1,108 百万片, 市占率为 68.50%。随着 OLED 在小屏幕领域的造价成本下降, 各大智能手机生产厂商正逐步利用 OLED 面板来制作电子产品, LCD 的市占率将继续下滑, OLED 市占率将逐步提升。预计到 2021 年 OLED 手机显示渗透率为 52%, 将超过 LCD 显示市占率。

图表47. OLED 面板出货量及预测值



资料来源: DSCC, 中银国际证券

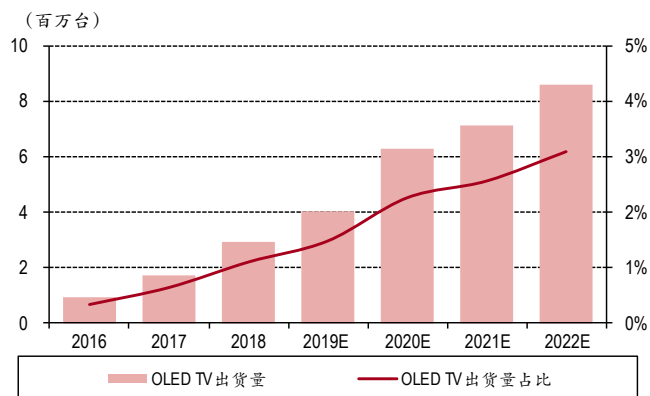
图表48. OLED 和 LCD 面板渗透率及预测值



资料来源: DSCC, 中银国际证券

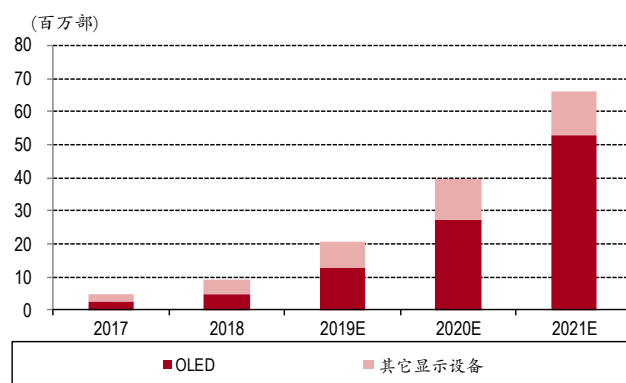
OLED 电视面板和 AR/VR 设备出货量有望显著提升。随着 OLED 的技术进步, OLED 显示屏成本的逐渐下降, OLED 在电视显示屏的使用率会逐渐增多, 从而带动中间体及升华前材料行业迅速发展。根据 IHS 数据统计, 2018 年全球 OLED 电视出货量为 290 万台, 预计到 2022 年 OLED 电视的全球出货量有望达到 860 万台, 年复合增长率有望达到 31.23%。此外, AR/VR 显示设备也有较大的发展空间, 根据 IDC 预计 OLED 用于 AR/VR 显示出货量为 5,270 万部, 占总出货量的 80%。

图表49.OLED 电视面板出货量



资料来源: IHS, 中银国际证券

图表50.全球 AR/VR 设备出货量

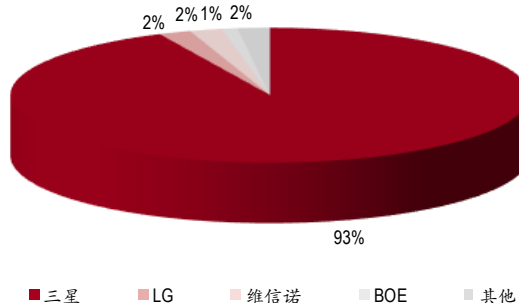


资料来源: DSCC, 中银国际证券

OLED 面板扩产进入高峰期

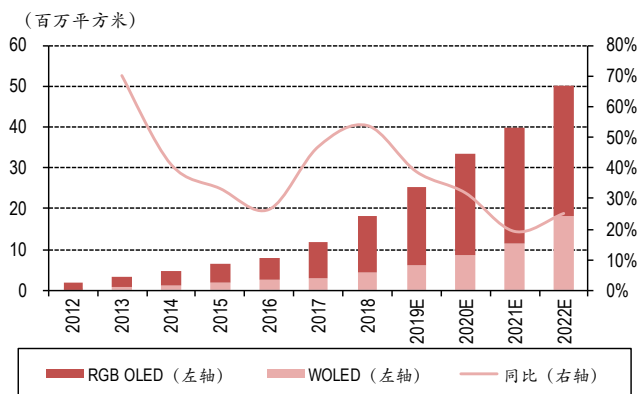
OLED 面板集中度较高, 产能迎来爆发式增长。OLED 面板产能主要集中在韩国, 其中三星显示占比达到 93%。根据 IHS 的统计数据, 2018 年全球 OLED 面板总出货面积为 1,830 万平方米, 同比增速为 53.78%, 其中 RGBOLED 为 1,400 万平方米。预计到 2022 年全球 OLED 面板总出货面积为 5,010 万平方米, 年均复合增速为 28.63%。

图表51.OLED 产能主要集中于韩国



资料来源: IHS, 中银国际证券

图表52.全球 OLED 产能情况



资料来源: IHS, 中银国际证券

图表53.全球 AMOLED 产线

面板厂	地点	世代线	产线	设计产能	量产时间	备注
BOE	B6 鄂尔多斯	G5.5	LTPS/OLED	54K/M	2017.Q1	MaychangetoR&D
	B7 成都	G6	Flexible	48K/M	2017.Q4	
Tianma	武汉	G6	Rigid/Flexible	30K/M	2017.Q4	FlexMPinY18
	厦门	G5.5	Rigid	15K/M	2016.Q3	
维信诺	昆山	G5.5	Rigid	40K/M	2016.Q3	Currentis15K/M
EDO	上海	G4.5	Rigid	20K/M	2014.Q3	Currentis21K/M
Truly	惠州	G4.5	Rigid	30K/M	2016.Q4	
SDC	A1 天安	G4.5	Rigid	60K/M	2013.Q1	
	A2 牙山	G5.5	Rigid/Flexible	180K/M	2013.Q1	Flexis30K/M
	A3 牙山	G6	Flexible	118K/M	2015.Q2	Currentis30K/M
	A4 牙山	G6	Flexible	90~120K/M	2017.Q4	PlanMPinDEC
LGD	E2 龟尾	G4.5	Rigid/Flexible	14K/M	2013.Q1	
	E5 龟尾	G6	Rigid/Flexible	27.5K/M	2017.Q1	Flexis7.5K/M
	E6 坡州	G6	Flexible	15K/M	2017.Q4	
AUO	新加坡	G4.5	Rigid	15K/M	2014.Q2	

资料来源：奥维云网，中银国际证券

国产 OLED 产能发展迅速。随着国内 OLED 技术的进步，京东方成都 6 代柔性 AMOLED 生产线已实现量产，打破了韩国三星的垄断。维信诺、华星光电、天马微电子、和辉光电等国内厂商均推出 OLED 面板生产线建设计划，预计 2019 年后量产。

图表54.全球 AMOLED 新增产线

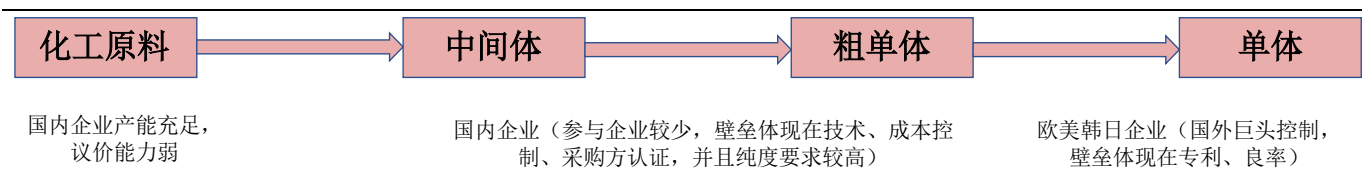
面板厂	地点	世代线	产线	设计产能	量产时间
BOE	B11 绵阳	G6	Flexible	48K/M	2019.Q3
CSOT (华星光电)	T3 武汉	G6	LTPS/AMOLED	30K/M	2019
	T4 武汉	G6	Rigid/Flexible	45K/M	2019.Q4
EDO (和辉光电)	上海	G6	Rigid/Flexible	30K/M	2019.Q1
维信诺	固安	G6	Rigid/Flexible	30K/M	2018.Q4
柔宇科技	深圳	G6	Flexible	45K/M	2018
SDC	A5	G6	Flexible	180~270K/M	2019.Q4
LGD	P6 坡州	G6	Flexible	30K/M	2019.Q4
JDI	白山	G6	Rigid/Flexible	30K/M	2019.Q4
	茂源	G6	Rigid/Flexible	30K/M	2018.Q3
SHARP	Sakai	G4.5	Rigid/Flexible	40K/M	2019.Q1

资料来源：奥维云网，中银国际证券

OLED 材料需求空间大

OLED 材料是 OLED 面板的主要构成部分。OLED 材料又可分为中间体、升华前材料和终端材料，中间体和升华前材料通过一系列后续工序最终成为终端材料。目前全球 OLED 有机材料供应主要由海外厂商供应，我国 OLED 材料企业技术积累薄弱，无核心专利拳头产品，大多以选择中间体和单体粗品。

图表55.OLED 上游材料产业链

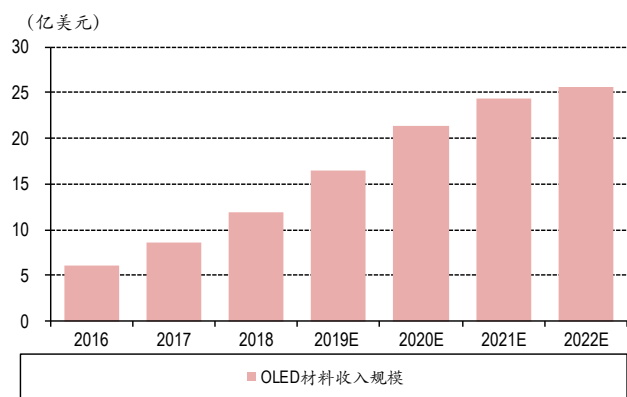


资料来源：中国知网，中银国际证券



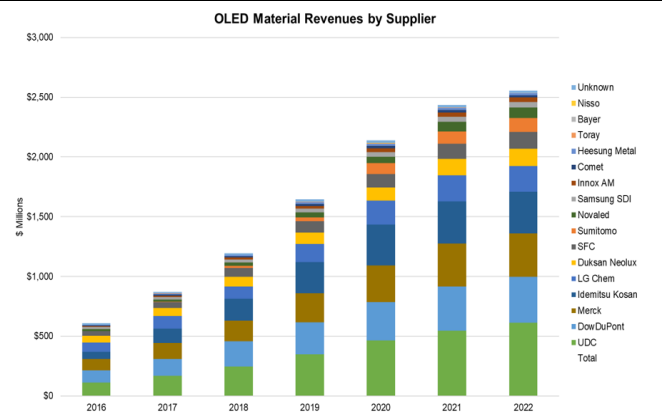
国外企业专利垄断，国内集中于中间体和粗单体制备。有机材料是最为关键的 OLED 材料，包括发光材料及通用材料。发光材料包括红光材料、绿光材料、蓝光材料等；通用材料包括电子传输层 ETL、电子注入层 EIL、空穴注入层 HIL、空穴传输层 HTL、空穴阻挡层 HBL、电子阻挡层 EBL 等。HTL（空穴传输材料）主要由德山、三星 SDI、斗山等外企生产，ETL（电子传输材料）则主要由陶氏、三星 SDI、LG 化学等企业供应。国内厂商主要从事 OLED 中间体和单体粗品生产，供应商主要包括万润股份、西安瑞联、濮阳惠成、北京阿格蕾雅等企业。

图表56.全球 OLED 材料收入规模扩大



资料来源：DSCC，中银国际证券

图表57.OLED 材料市场占有率



资料来源：DSCC，中银国际证券

公司 OLED 材料领域布局较早，已达国内最大规模。子公司烟台九目化学从事批量 OLED 中间体供应，现随着产品技术含量的提高，已逐渐发展到多种功能性高端材料，是国内 OLED 材料领域的领先企业。2013 年公司出资设立三月光电，专注于 OLED 成品材料性能的提升，随着 OLED 材料在小屏幕领域的进一步推广，公司有望进一步提高 OLED 材料的市场占有率。目前，两家子公司已形成一定收入规模并得到国际级 OLED 终端材料厂的认可，为日韩 OLED 屏厂及原料厂供货。公司已有自主知识产权的 OLED 成品材料在下游厂商进行验证且进展顺利，有望助力显示材料业务持续增长。

大健康产业：收购 MP，前瞻布局体外诊断产业

体外诊断是指在人体之外，对人体血液、体液、组织等样本进行检测，从而判断疾病或机体功能的诊断方法，体外诊断试剂和器械在国外统一称为体外诊断医疗器械，简称为 IVD (In-VitroDiagnostics)。作为临床诊疗中最主要的诊断方式，体外诊断为临床诊断提供较多信息，因此，IVD 行业已经成为全球医疗器械行业中最大的细分领域。根据 Allied Market Research 的研究数据，全球老龄化加剧，慢性病、肿瘤等发病率的不断提高，将成为全球 IVD 市场持续发展的推动力，全球 IVD 行业保持 4.79% 的年复合增长速度。

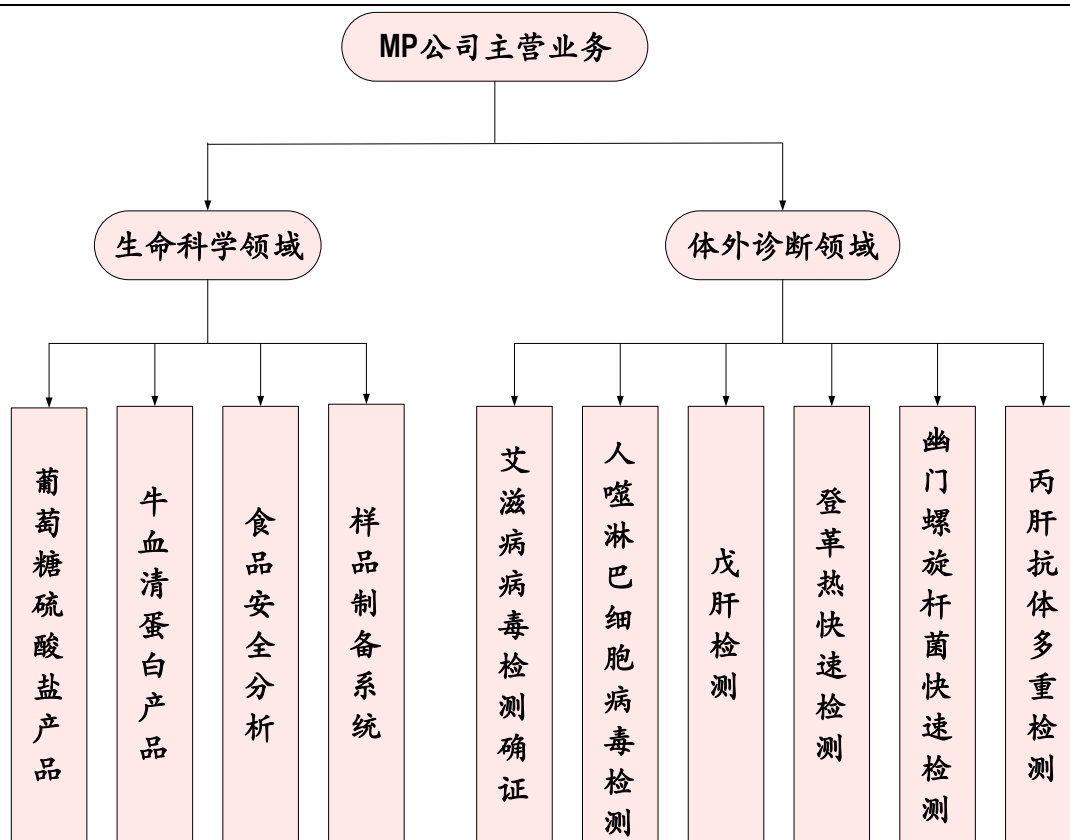
图表58.体外诊断方法分类

类别	诊断基本原理	主要应用领域	主要诊断技术
生化诊断	生物化学反应为主	肾功能、血常规及风湿等	胶乳增强免疫比浊技术、酶循环技术
免疫诊断	抗原抗体的免疫反应	肿瘤及传染性疾病等	酶免疫、胶体金、化学发光、同位素、流式荧光发光
分子诊断	分子生物学技术，以核酸杂交进行核酸序列测定为主	传染病（如流感、肝炎、性病等）、遗传病等	荧光原位杂交（FISH）、聚合酶链式反应（PCR）、基因测序技术、基因芯片技术
POCT	依照不同检测项目使用相应的检测原理	心肌梗死标志物检测、血栓预防与治疗	肌红蛋白测定、凝血酶源时间测定 20%以上

资料来源：中国知网，中银国际证券

公司前期对大健康产业的布局主要针对于开拓医药市场和储备医药技术，2012 年设立全资子公司烟台万润药业，主要产品是医药中间体、成药制剂、原料药。2016 年 3 月 18 日，公司成功收购 MP 公司的 100% 股权，正式进入生命科学和体外诊断领域，拓展大健康产业布局。MP 公司是一家致力于生命科学与体外诊断的全球性企业，具有完备的全球生产、管理与销售体系，拥有全球性制造和分销渠道，经营业务遍布全球各地区。公司主营业务包括生命科学领域和体外诊断领域。体外诊断核心业务包括传染病诊断试剂、快速诊断试剂、免疫诊断试剂及配套仪器。

图表59.MP 公司业务类型

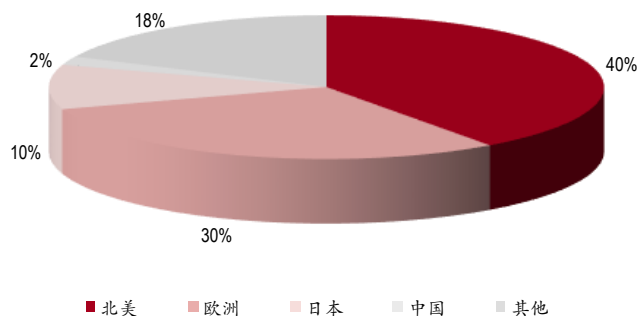


资料来源：公司公告，中银国际证券

老龄化趋势加剧，体外诊断空间大

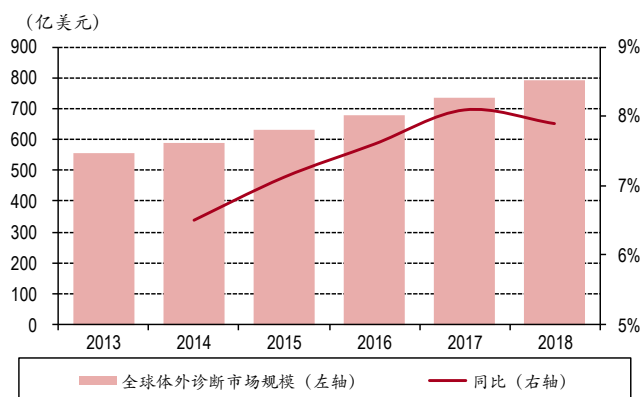
随着经济的快速发展、人口增长、社会老龄化严重、人们对自身健康的逐渐重视，全球医疗需求快速增加。与此同时，体外诊断试剂产业也成为当今发展最快的产业之一，在疾病预防、诊断和药物治疗、健康状况评价等领域发挥巨大作用。根据中商情报网数据，全球体外诊断市场规模由 2013 年的 554 亿美元增长到 2018 年的 793 亿美元，年复合增长率为 7.44%。

图表60.2016 年体外诊断市场份额分布



资料来源：前瞻网，中银国际证券

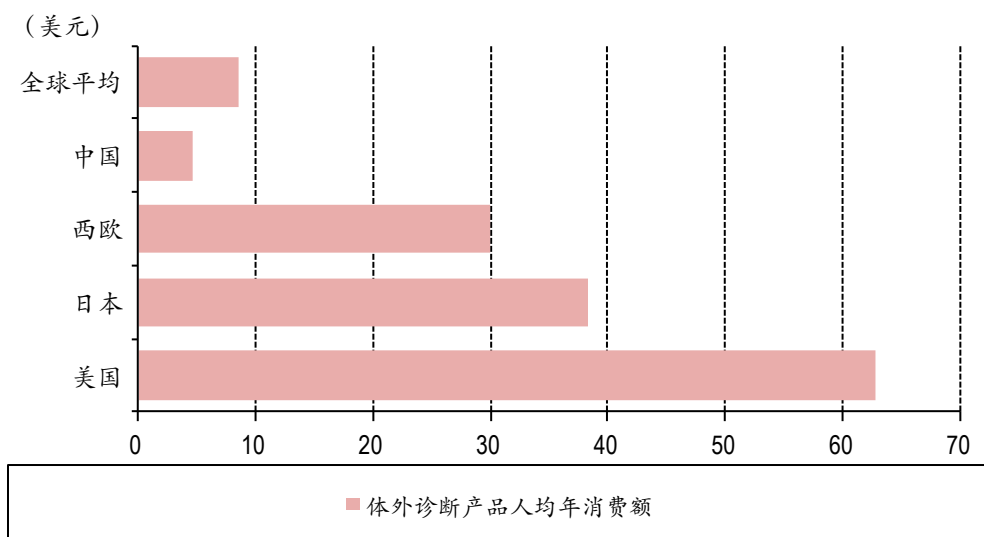
图表61.全球体外诊断市场规模



资料来源：中商情报网，中银国际证券

与发达国家相比，我国体外诊断行业仍处在发展前期。我国人口约占全球的 1/5，但体外诊断市场规模仅为全球的 2%。根据中国产业信息的统计，我国体外诊断产品人均年消费额为 4.6 美元，仅为全球平均消费水平的一半，更是远远低于发达国家的人均水平。

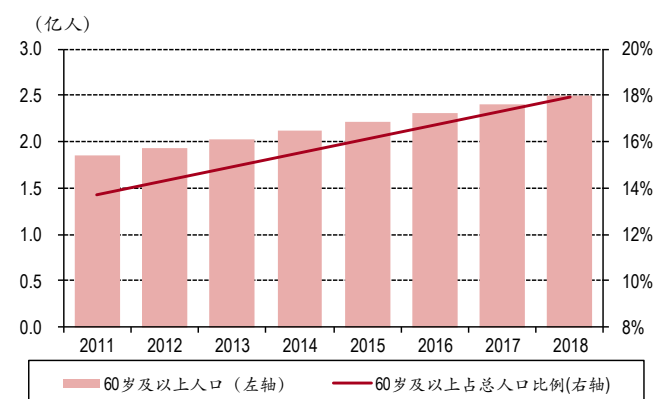
图表62.体外诊断产品人均年消费额



资料来源：中商情报网，中银国际证券

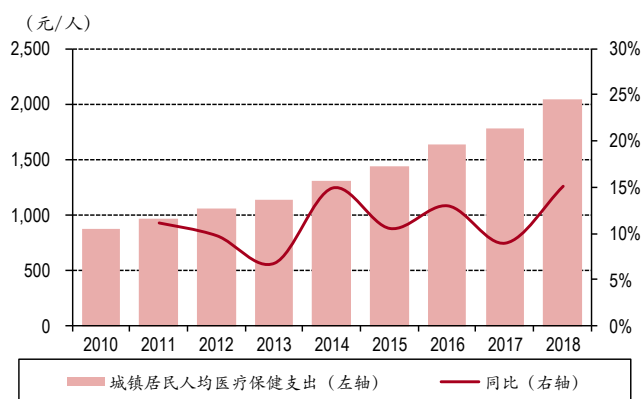
根据国家卫计委数据，2018 年我国 60 岁以上人口为 2.50 亿人，占总人口的 17.90%，老龄化比例同比提升 0.6 个百分点；城镇居民人均医疗保健支出为 2,046.00 元，同比增长 15.11%。伴随我国人口老龄化、以及综合国力的快速提升，政府对医疗卫生领域的投入增长，这都将给上游体外诊断行业带来大量的市场需求，驱动体外诊断产业快速增长。

图表63.我国 60 岁以上人口不断增加



资料来源：国家卫计委，中银国际证券

图表64.城镇居民医疗保健支出增速较快

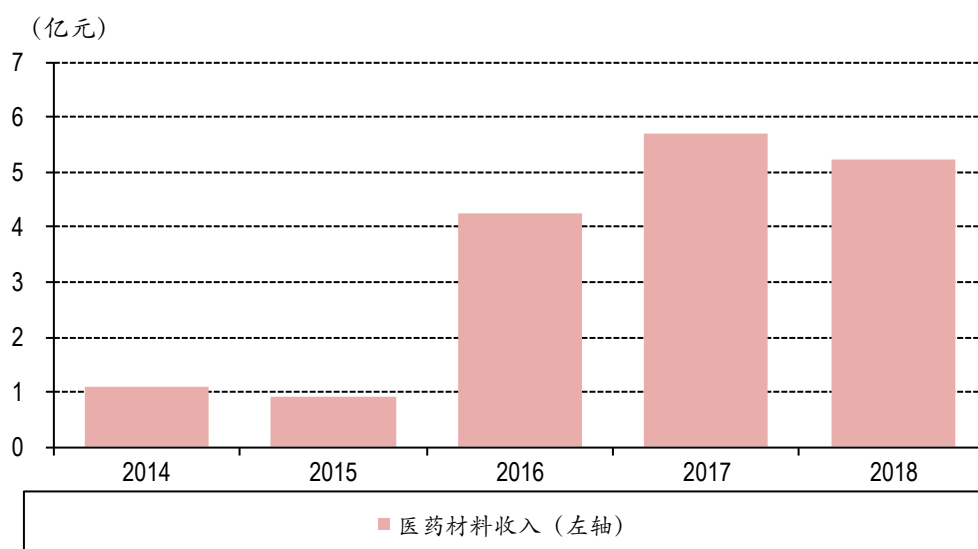


资料来源：国家卫计委，中银国际证券

收购 MP 公司，积极开拓国内市场

MP 公司作为全球化的体外诊断服务公司，处在产品研究与发展阶段。万润股份收购 MP 公司后，其成为万润股份的全资子公司，这将为 MP 公司进入中国市场打下较好的基础。考虑到我国体外诊断市场的很大增长潜力，预计未来 MP 公司的体外诊断业务将迎来持续增长。

图表65.公司医疗材料板块收入



资料来源：公司年报，中银国际证券

盈利预测与投资评级

主要假设

1. 公司 OLED 业务收入增长，同时毛利率有较大提升；

2. 公司分子筛项目进展顺利，销量有较大幅度提升。

预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 31.43 亿元、37.64 亿元、41.50 亿元；同比增速分别为 19.42%、19.77%、10.24%。2019-2021 年归母净利润为 5.24 亿元、6.37 亿元、7.54 亿元；同比增速分别为 17.98%、21.40%、18.46%。

图表66.销售收入和毛利率预测

(人民币, 亿元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	26.32	31.43	37.64	41.50
单体	5.47	5.70	5.77	5.91
液晶中间体	1.46	1.49	1.49	1.52
OLED	2.60	3.00	3.30	3.60
沸石	8.83	12.39	17.20	20.31
模板剂	1.94	2.23	2.71	2.63
医药板块	5.25	5.78	6.24	6.55
其他	0.77	0.84	0.93	0.98
营业总收入增长率(%)	7.14	19.42	19.77	10.24
单体	(4.77)	4.19	1.32	2.30
液晶中间体	3.43	1.93	0.00	2.08
OLED	44.44	15.38	10.00	9.09
沸石	36.08	40.35	38.86	18.06
模板剂	5.06	14.97	21.43	(2.78)
医药板块	(8.21)	10.00	8.00	5.00
其他	(50.56)	10.00	10.00	5.00
综合毛利率(%)	40.60	41.59	41.62	42.35
单体	45.70	43.50	42.24	41.60
液晶中间体	19.44	22.51	22.51	22.51
OLED	25.00	27.00	29.00	31.00
沸石	51.06	47.54	46.43	47.69
模板剂	32.98	33.46	33.46	29.54
医药板块	45.30	44.30	44.30	44.30
其他	38.04	30.00	30.00	30.00

资料来源：公司公告、中银国际证券

投资建议

公司显示材料平稳推进，环保沸石产能陆续投放，大健康领域布局日臻完善。预计 2019-2021 年每股收益分别为 0.58 元、0.70 元、0.83 元，对应 PE 分别为 18.4 倍、15.1 倍、12.8 倍。首次覆盖给予买入评级。



风险提示

- 1、**汇率风险**：公司产品以出口为主，如果未来人民币汇率发生较大波动，将会对公司经营产生一定的影响。
- 2、**原材料价格波动风险**：公司部分原材料在过去几年中有一定幅度的价格波动，该部分原材料价格的稳定性在一定程度上影响公司盈利水平的稳定性。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,456	2,632	3,143	3,764	4,150
销售成本	(1,513)	(1,595)	(1,875)	(2,244)	(2,443)
经营费用	(318)	(378)	(483)	(577)	(593)
息税折旧前利润	626	658	785	944	1,114
折旧及摊销	(185)	(218)	(240)	(266)	(301)
经营利润(息税前利润)	441	440	545	677	813
净利息收入/(费用)	(19)	41	35	27	24
其他收益/(损失)	14	12	16	17	18
税前利润	436	493	596	722	855
所得税	(58)	(51)	(72)	(85)	(101)
少数股东权益	0	7	0	0	0
净利润	385	444	524	637	754
核心净利润	378	448	525	637	754
每股收益(人民币)	0.424	0.489	0.577	0.700	0.829
核心每股收益(人民币)	0.416	0.493	0.577	0.701	0.830
每股股息(人民币)	0.153	0.221	0.231	0.280	0.332
收入增长(%)	33	7	19	20	10
息税前利润增长(%)	29	(0)	24	24	20
息税折旧前利润增长(%)	25	5	19	20	18
每股收益增长(%)	21	15	18	21	18
核心每股收益增长(%)	18	19	17	21	18

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	436	493	596	722	855
折旧与摊销	185	218	240	266	301
净利息费用	19	(41)	(35)	(27)	(24)
运营资本变动	47	(66)	88	(156)	170
税金	(51)	(34)	(72)	(85)	(101)
其他经营现金流	(23)	(139)	(114)	(294)	44
经营活动产生的现金流	612	431	704	426	1,245
购买固定资产净值	53	(4)	430	390	550
投资减少/增加	57	(26)	15	15	15
其他投资现金流	(449)	(441)	(860)	(780)	(1,100)
投资活动产生的现金流	(338)	(471)	(415)	(375)	(535)
净增权益	(139)	(201)	(210)	(255)	(302)
净增债务	(2)	(2)	(6)	36	(38)
支付股息	139	201	210	255	302
其他融资现金流	(128)	30	(224)	(227)	(277)
融资活动产生的现金流	(130)	28	(231)	(191)	(316)
现金变动	144	(12)	58	(140)	394
期初现金	497	627	646	705	565
公司自由现金流	274	(40)	289	51	710
权益自由现金流	291	(83)	248	60	648

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	627	646	705	565	959
应收帐款	394	530	518	696	573
库存	693	819	914	1,186	1,140
其他流动资产	16	15	22	22	26
流动资产总计	1,731	2,011	2,159	2,468	2,698
固定资产	1,521	1,821	1,996	2,117	2,365
无形资产	165	161	175	178	179
其他长期资产	69	83	86	81	88
长期资产总计	1,755	2,065	2,258	2,376	2,633
总资产	4,552	5,118	5,463	5,920	6,384
应付帐款	259	262	330	342	389
短期债务	0	0	0	38	0
其他流动负债	170	201	218	240	244
流动负债总计	429	463	548	620	633
长期借款	8	6	0	0	0
其他长期负债	44	42	43	45	44
股本	909	909	909	909	909
储备	3,158	3,476	3,791	4,173	4,625
股东权益	4,067	4,386	4,700	5,082	5,535
少数股东权益	8	172	172	172	172
总负债及权益	4,552	5,118	5,463	5,920	6,384
每股帐面价值(人民币)	4.47	4.82	5.17	5.59	6.09
每股有形资产(人民币)	4.29	4.65	4.98	5.39	5.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.68)	(0.70)	(0.78)	(0.58)	(1.05)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.5	25.0	25.0	25.1	26.8
息税前利润率(%)	17.9	16.7	17.3	18.0	19.6
税前利润率(%)	17.8	18.7	19.0	19.2	20.6
净利率(%)	15.4	16.5	16.7	16.9	18.2
流动性					
流动比率(倍)	4.0	4.3	3.9	4.0	4.3
利息覆盖率(倍)	23.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.4	2.6	2.3	2.1	2.5
估值					
市盈率(倍)	25.0	21.7	18.4	15.1	12.8
核心业务市盈率(倍)	25.5	21.5	18.4	15.1	12.8
市净率(倍)	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	15.7	22.4	13.7	22.6	7.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.4	13.7	11.4	9.7	7.8
周转率					
存货周转天数	167.8	173.1	168.7	170.8	173.7
应收帐款周转天数	53.8	64.1	60.9	58.9	55.8
应付帐款周转天数	38.6	36.1	34.3	32.6	32.1
回报率					
股息支付率(%)	36.8	46.3	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	9.0	10.3	11.5	13.0	14.2
资产收益率(%)	8.6	8.2	9.1	10.5	11.7
已运用资本收益率(%)	2.3	2.6	2.8	3.1	3.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371