

国六标准落地实施，沸石分子筛市场放量

——万润股份（002643）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年09月11日

投资要点：

- **公司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，经营业绩稳健：**公司自成立以来一直专注于化学合成技术的研发与产业化应用，科研团队实力强大。为实现多元化发展、在国际上立足，公司在从事显示材料、环保材料以及大健康产业三个板块的基础上，持续拓展新的业务、扩充现有产品产能，提升公司核心竞争力。公司经营业绩稳健，在与海外客户稳定合作的同时积极开拓国内市场，2020年上半年公司营收为12.47亿元，同比仅下滑3.60%，可见疫情对公司业绩影响有限。
- **公司是国内显示材料行业龙头企业，平板显示技术国产替代化进程加速背景下，公司市场占有率有望进一步提升：**公司最初从事液晶单体和中间体材料的生产、研发和销售，凭借成熟的生产技术和稳定的产品质量，公司同时向MERCK、JNC以及DIC三家企业长期供应液晶材料，公司液晶单体销量在全球的市场份额已超15%。公司也是我国较早布局OLED产业的企业之一，由公司与子公司九目化学和三月科技分工从事OLED成品材料、升华前单体材料和中间体材料的生产、研发和销售。经过十余年的发展，公司在OLED产业领域也已具备了强劲实力。随着全球FPD产能逐渐向大陆地区转移，未来公司在液晶显示材料和OLED材料领域的市场占有率有望进一步提升。
- **国六标准“史上最严”，沸石分子筛市场空间广阔，公司持续扩充沸石产能：**2020年7月1日，国六尾气排放标准正式落地实施，各项污染物排放限值大幅趋严，对机动车尾气处理系统提出了极高的要求。沸石分子筛SCR是国六阶段最佳的柴油发动机NO_x处理催化剂，预计到2025年，我国沸石分子筛需求量将达到近1.77万吨，市场规模约53亿元。公司是国内唯一一家生产汽车尾气净化用沸石材料的本土企业，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。为满足市场对沸石分子筛不断增长的需求，公司近年在持续扩充沸石产能，目前公司沸石产品年总产能为5850吨，预计到2021年，公司沸石年产能将上涨至12850吨。

基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	中节能（山东）投资发展有限公司 /20.54%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	909.13
流通股A股（百万股）	894.38
收盘价（元）	17.95
总市值（亿元）	163.19
流通A股市值（亿元）	160.54

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年09月11日

相关研究

分析师：黄侃
执业证书编号：S0270520070001
电话：18818400628
邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	28.70	30.09	33.25	36.82
增长比率(%)	9.06%	4.84%	10.50%	10.74%
净利润(亿元)	5.07	6.00	6.65	7.68
增长比率(%)	14.00%	18.31%	10.89%	15.47%
每股收益(元)	0.56	0.66	0.73	0.84
市盈率(倍)	32.21	27.22	24.55	21.26

数据来源：万联证券研究所

- **为实现多元化发展，公司积极拓展大健康产业链：**公司子公司万润药业从事原料药和医药中间体的生产研发和销售。万润药业建有科研质检分析中心，科研实力强大，现已成功开发十几项原料药及相关固体制剂。2020年1月，万润药业成为了国内首家通过诺氟沙星胶囊仿制药质量和疗效一致性评价的企业。为丰富公司大健康产业的产品结构，公司2016年收购了MP公司，进入生命科学以及体外诊断领域。这使公司在大健康产业方向上迈出了重要的一步，有效地促进了公司多元化发展。未来公司将继续壮大公司的医药产品线，实现大健康产业的快速发展。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2020-2022年营业收入分别为30.09/33.25/36.82亿元，EPS分别为0.66/0.73/0.84，P/E分别为27.22/24.55/21.26。首次覆盖，给与“增持”评级。
- **风险因素：**海外疫情严重，影响公司海外订单；国六标准执行不及预期，沸石需求增长不及预期；显示材料行业竞争加剧。

万联证券

目录

1、公司简介	5
1.1 公司背景及股权结构	5
1.2 公司主营业务概述	6
1.3 公司财务状况分析	8
2、多年从事显示材料产业，稳坐行业领先地位	10
2.1 LCD 和 OLED 面板市场前景广阔，国产替代化加速	10
2.2 上游显示材料市场规模持续增长，公司是显示材料产业领先企业	13
2.2.1 公司国内液晶材料龙头企业，与国际混晶巨头企业长期合作	13
2.2.2 OLED 面板市场迅速扩充，公司 OLED 材料市场占有率有望提升	15
3、国六标准升级落地，沸石分子筛市场需求放量	16
3.1 我国机动车尾气污染严重，柴油车是污染防治的重中之重	16
3.2 国六标准落地实施，堪称“史上最严”	18
3.3 沸石分子筛迎来发展机遇，尾气用市场需求量将超万吨	19
3.4 与庄信万丰长期合作，公司沸石分子筛产能持续扩充	22
4、积极拓展大健康产业，促进公司多元化发展	24
4.1 子公司万润药业开拓医药市场多年，产品获一致性评价	24
4.2 收购 MP 公司，涉足生命科学与体外诊断领域	25
5、公司市场估值分析	25
6、盈利预测及假设	26
7、风险提示	27
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构	6
图表 3：公司业务框架	7
图表 4：公司主营业务收入（亿元）	7
图表 5：2020H1 公司营收占比	7
图表 6：公司分地区营收规模（亿元）	8
图表 7：公司营业收入及其增速（亿元）	9
图表 8：公司归母净利润及其增速（亿元）	9
图表 9：公司销售费用率和管理费用率	9
图表 10：公司毛利率及净利率变化	9
图表 11：公司研发团队情况	10
图表 12：公司研发费用及其占收入占比	10
图表 13：平板显示技术细分	10
图表 14：LCD 与 OLED 特性对比	11
图表 15：全球液晶面板营收及出货量（亿美元）	12
图表 16：大尺寸液晶面板出货量分布类型	12
图表 17：各国 OLED 产能分布	12
图表 18：2020 年 4 月全球 LCD 面板出货面积分布情况	12
图表 19：LCD 面板成本结构	13
图表 20：LCD 产业结构及公司液晶产品价值链	14
图表 21：OLED 面板成本结构	15
图表 22：全球 AMOLED 材料营收（百万美元）	15
图表 23：OLED 面板结构	16

图表 24: OLED 产业链	16
图表 25: 机动车污染物排放量分担率 (2018 年)	17
图表 26: 不同燃料类型汽车的污染物排放分担率 (2018 年)	17
图表 27: 汽车保有量构成 (2018 年)	17
图表 28: 柴油车污染物排放分担率 (2018 年)	17
图表 29: 全国新生产机动车排放标准实施进度	18
图表 30: 国六标准实施时间	18
图表 31: 轻型汽车国五国六排放标准对比	19
图表 32: 重型柴油车 (压燃式发动机) 国五国六排放标准对比	19
图表 33: 国六标准柴油车尾气处理系统	19
图表 34: 国六标准柴油车/汽油车尾气处理系统	20
图表 35: 催化器结构示意图	20
图表 36: 沸石分子筛应用领域及用途	21
图表 37: 我国沸石分子筛市场规模预测	22
图表 38: 全球汽车尾气催化剂格局	22
图表 39: 公司沸石系列项目进展	23
图表 40: 公司沸石系列产能走势	24
图表 41: 可比公司估值情况	25
图表 42: 公司未来 3 年营收预测	26

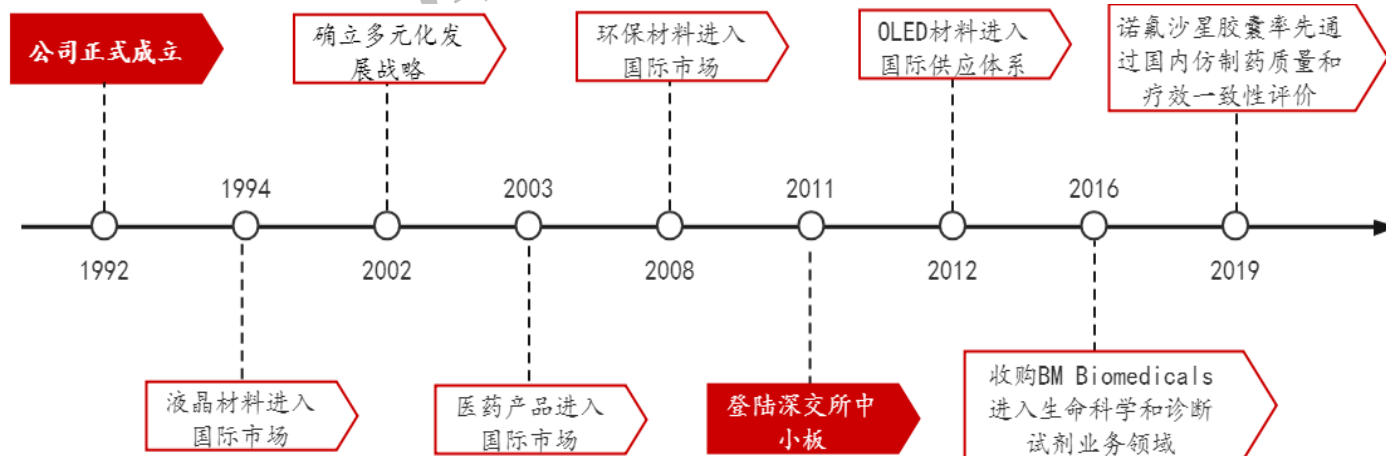
1、公司简介

1.1 公司背景及股权结构

万润股份前身是烟台开发区精细化工公司,创立于1992年,主要从事液晶材料的生产、研发和销售。1995年,公司成立烟台万润精细化工有限责任公司,并于2008年完成股份制改造,2011年成功登陆深交所中小板挂牌上市(股票代码:002643)。2012年,公司改变了以液晶为主、专项化学用品为辅的局面,将业务拓展到了医药材料、OLED材料和器件、环保材料等领域。2015年,公司更名为中节能万润股份有限公司。同年公司成立了全资子公司万润美国有限责任公司,并于2016年完成收购MP Biomedicals,进入了生命科学和诊断试剂业务领域。

公司自成立以来,一直专注于化学合成技术的研发与产业化应用,依托于强大的研发团队和自主创新能力,公司年均开发产品百余种,现拥有超过5000种化合物的生产技术,其中1900余种产品已投入市场,获得国内外发明专利286项。现阶段,公司主要涉足信息材料产业、环保材料产业和大健康产业三大领域,并建立了以化学合成技术的研发与产业化应用为主导的产品创新平台。其中,信息材料产业方面,公司是全球领先的高端液晶单体材料和中间体材料供应商;环保材料产业方面,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;大健康产业方面,公司全资子公司万润药业于2020年1月成为了国内首家通过诺氟沙星胶囊仿制药质量和疗效一致性评价的企业。

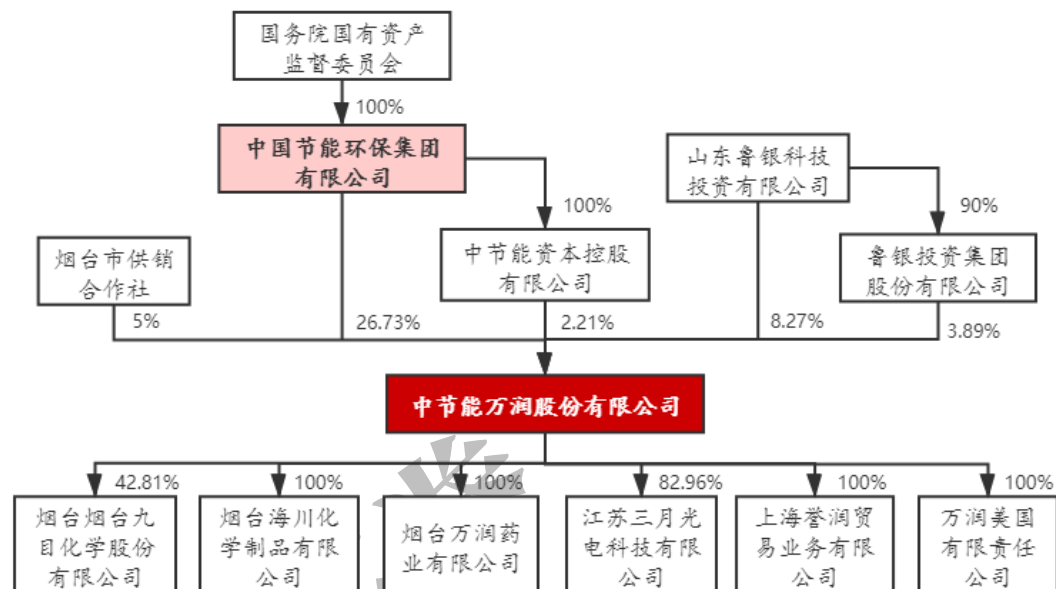
图表 1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

公司的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会全资持有的子公司中国节能环保集团有限公司(以下简称“中国节能”)。中国节能直接持有公司26.73%的股份,另外,中国节能全资子公司中节能资本控股有限公司持有公司2.21%股份,即公司实际控制人中国节能的总持股比例为28.94%。据公司2019年年报显示,公司纳入合并财务报表的子公司共有七家,包括烟台万润药业有限公司、烟台海川化学制品有限公司、上海誉润贸易有限公司以及万润美国有限责任公司(Valiant USA, LLC)四家全资子公司和Valiant USA, LLC收购的MP Biomedicals, LLC(以下简称“MP公司”),另外还有烟台九牧化学股份有限公司和江苏三月科技科技有限公司两家非全资子公司。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司年报、万联证券研究所

1.2 公司主营业务概述

公司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。在信息材料产业、环保材料产业两板块，公司采取的经营模式主要为定制生产模式，而在大健康产业方面公司的主要经营模式为市场导向与定制相结合的生产模式。

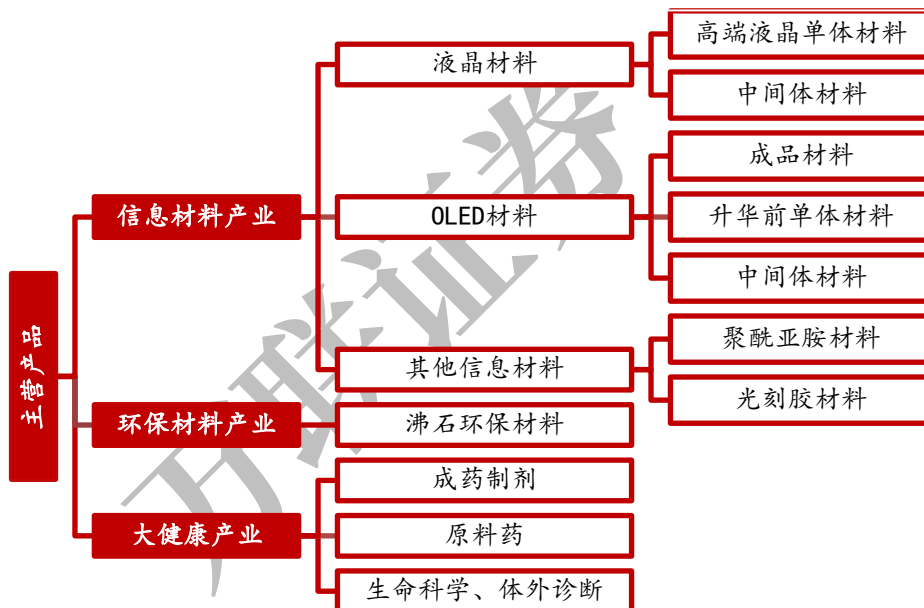
信息材料产业：公司从成立之初便开始从事显示材料产业。现阶段公司显示材料主要包括液晶材料和OLED材料两类。其中，液晶材料可细分为高端液晶单体材料和中间体材料两类，公司是液晶显示材料领域的全球领先企业，同时向国际三大主要混合液晶生产商Merck、JNC和DIC长期供应TFT液晶材料，公司也是国内主要的液晶单体、液晶中间体供应商之一。在稳固现有行业地位的同时，公司仍在不断加大生产研发力度，拓宽公司液晶材料市场的占有率。另一方面，公司在OLED材料兴起之初便开始布局OLED产业链，投入了大量资金用于相关技术研发和人才培养，目前公司是OLED成品材料、升华前单体材料和中间体材料供应商，在国内位处领先地位。除此之外，公司还在积极布局聚酰亚胺材料和光刻胶单体材料领域，目前仍处于拓展初期，公司仍在持续加大技术研发、工艺优化和人才培养等方面的投入，以期提升在聚酰亚胺材料和光刻胶单体材料的市场占有率。

环保材料产业：环保材料方面，公司研发了多种主要应用于高标准尾气排放领域的新型尾气净化用沸石环保材料。同时该系列产品也可应用于燃气、燃煤、燃油装置废气治理及其它多种领域，现生产技术已属于国际领先水平。近年，随着下游市场不断增长的产品需求，公司环保材料产业处于快速发展阶段，沸石系列环保材料项目陆续建设并投产。2018年，公司启动了7000吨沸石系列环保材料建设项目；“沸石系列环保材料二期扩建项目”的最后一个车间也已于2019年完成建设准备投入试生产。未来公司将不断巩固在高端车用沸石环保材料领域技术和生产能力等方面的全球领先地位。

大健康产业：公司开拓医药市场、储备医药技术多年，先后涉足医药中间体、成药制

剂、原料药等多个领域。随着“健康中国”上升为国家战略，公司大健康产业迎来新的发展契机。2016年，公司完成了对在生命科学和体外诊断领域具有多年的行业经验和丰富的技术储备的MP公司的收购工作，正式进入生命科学和体外诊断领域，也标志着公司在大健康产业方向上迈出了重要的一步，进一步夯实了公司的国际化战略。2020年1月，公司全资子公司万润药业成为国内首家通过诺氟沙星胶囊仿制药质量和疗效一致性评价的企业。未来公司计划将继续依托化学合成领域的技术和经验积累，在不断提高医药方面技术能力与水平的同时，建设全球一流的、完善的CDMO服务模式，并积极与国际知名医药企业开展基于CDMO模式的原料药项目。

图表 3：公司业务框架

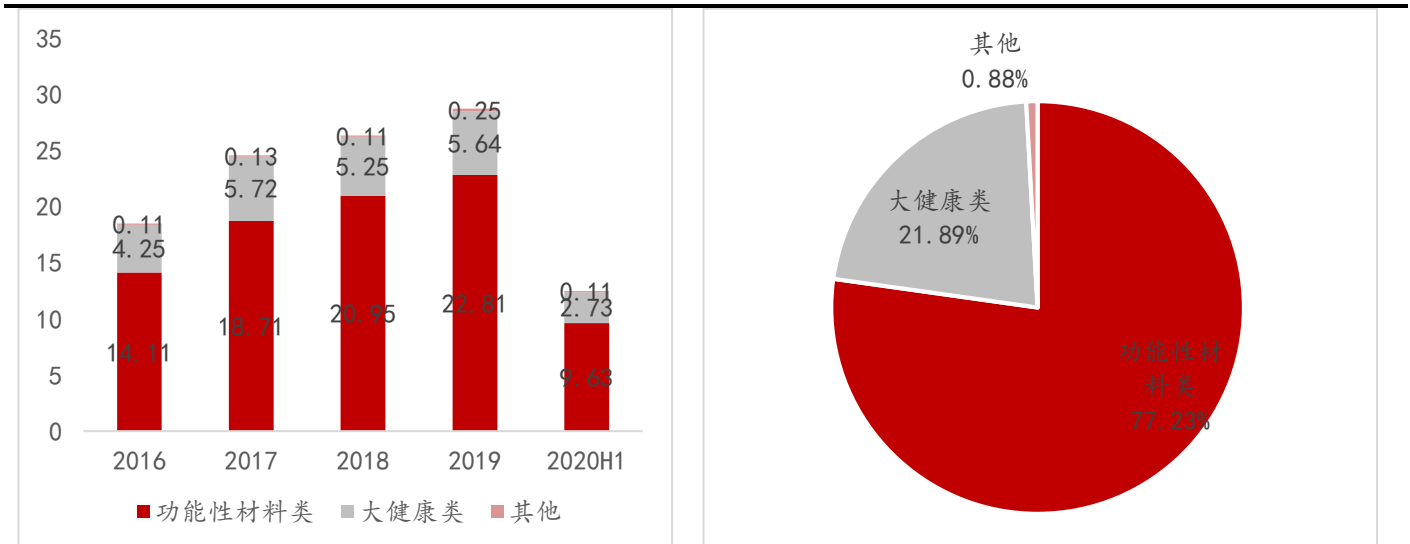


资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司信息材料产业和环保材料产业两领域的产品均属于功能性材料，是公司的主要收入来源，近年始终保持较好的增长态势。2016-2019年，公司功能性材料类产品CAGR为17.36%，其中，2019年公司功能性材料营收为22.81亿元，占公司总营收的79.48%。随着公司在大健康产业方面的多元化发展，近年公司大健康板块业绩也正以稳定增速成长中，2016-2019年大健康类产品营收CAGR约9.89%，2019年大健康类产品营收为5.64亿元，占公司总营业收入的19.65%。2020年以来，新冠疫情驱使市场对大健康类产品的关注度及需求量提升，H1公司大健康板块营收比例提升至21.89%，营业收入约为2.73亿元。H1功能性材料板块营收为9.63亿元，占公司总营收的77.23%。

图表 4：公司主营业务收入（亿元）

图表 5：2020H1 公司营收占比

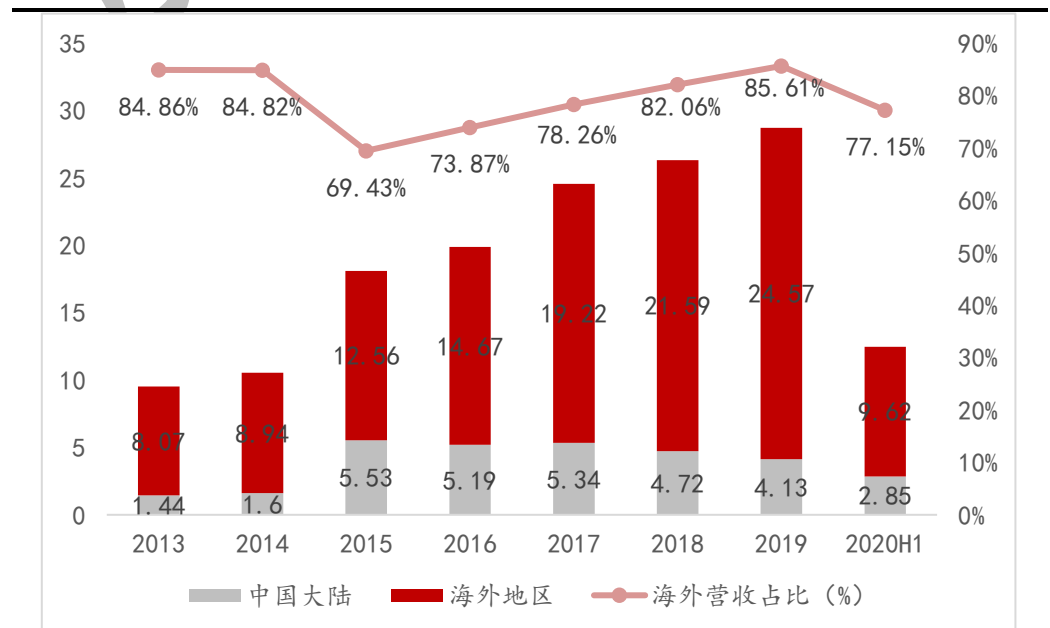


资料来源: WIND、万联证券研究所

资料来源: WIND、万联证券研究所

公司三大领域的产品均从事出口贸易业务,海外业务占比较高且近年持续增长。2016-2019年,公司海外营收CAGR为18.76%,2019年公司海外营业收入达到24.57亿元,占公司总营业收入的85.61%。2020年上半年,受新冠疫情影响,公司海外业务占比有所削弱,同期公司加大力度开拓国内业务,H1国内业务总营收占比提升至22.85%,一定程度上缓解了海外疫情对公司业务的打击程度。

图表 6: 公司分地区营收规模 (亿元)



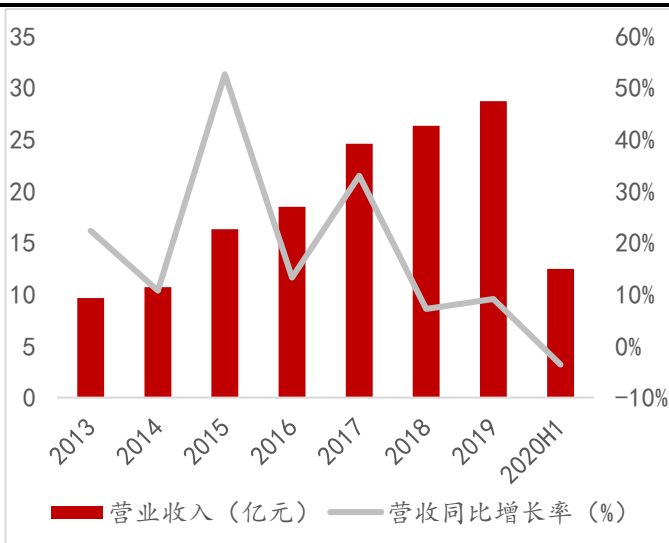
资料来源: WIND、万联证券研究所

1.3 公司财务状况分析

公司经营业绩稳健,营业收入持续增长,疫情对公司业绩影响有限。公司三大业务板块近年均表现良好,业绩稳步提升。2019年公司营业收入为28.70亿元,同比增长率为9.06%,实现归属于母公司所有者净利润5.07亿元,同比增长14.00%。2020H1公司实现营业收入12.47亿元,受疫情影响小幅同比下滑3.60%,归母净利润为2.16亿元,同

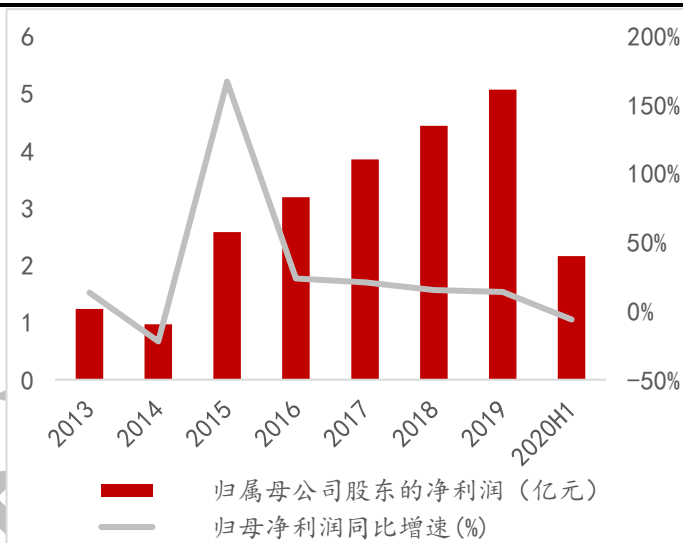
比下跌6.22%。可见尽管公司出口业务占比较重，但海外疫情爆发对公司业绩影响有限，海外订单并未出现大量取消的情况，公司2020年上半年业绩符合预期。

图表 7：公司营业收入及其增速（亿元）



资料来源：WIND、万联证券研究所

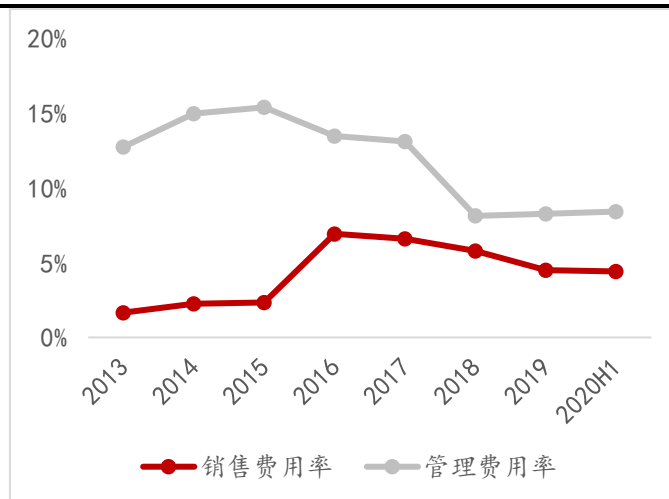
图表 8：公司归母净利润及其增速（亿元）



资料来源：WIND、万联证券研究所

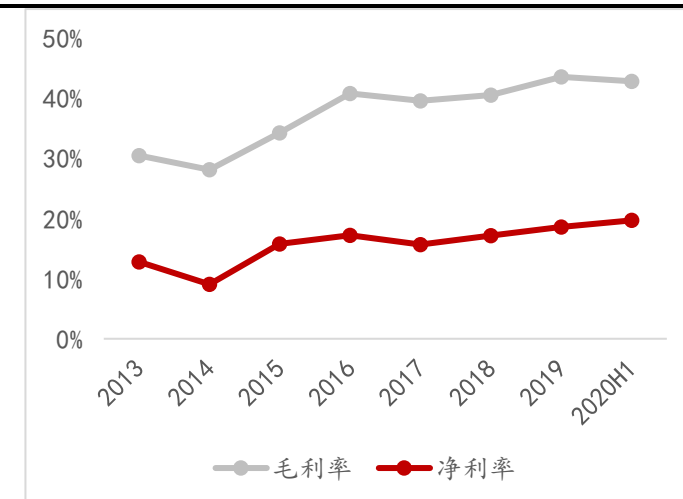
公司盈利能力逐年提升，费用率管控有力稳中有降。公司各板块收益良好，近年盈利能力不断上升，毛利率和净利率均有增长。且公司在费用方面管控效果良好，销售费用率和管理费用率均稳中有降。2020H1公司销售费用率和管理费用率分别为4.41%和8.42%，毛利率和净利率分别为42.89%和19.71%。

图表 9：公司销售费用率和管理费用率



资料来源：WIND、万联证券研究所

图表 10：公司毛利率及净利率变化

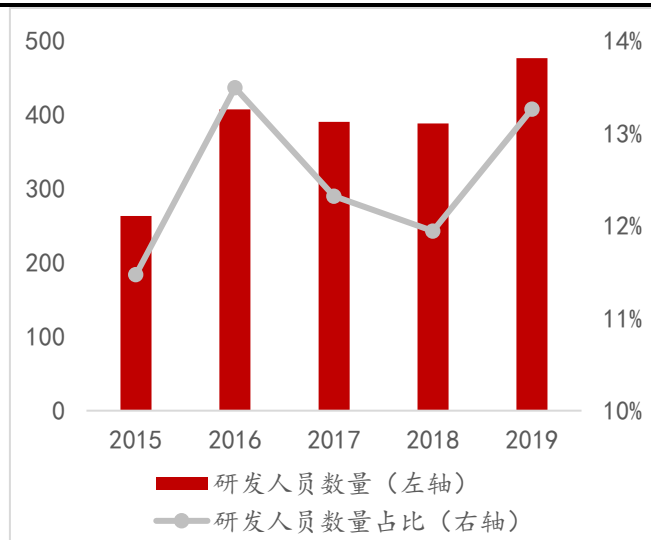


资料来源：WIND、万联证券研究所

公司始终注重技术研发，科研团队实力雄厚。公司自成立以来，一直专注于技术研发和产业化应用，拥有强大的研发团队和较强的自主创新能力。公司与北京大学、波兰国防大学、中科院、大连理工大学等国内外院校建立了紧密的技术合作关系。此外，公司还在国家人事部的批准下建立了博士后科研工作站。为调动科研人员的积极性，提升科研工作的质量，公司还针对科研工作的特点建立了各种激励机制和鼓励措施。

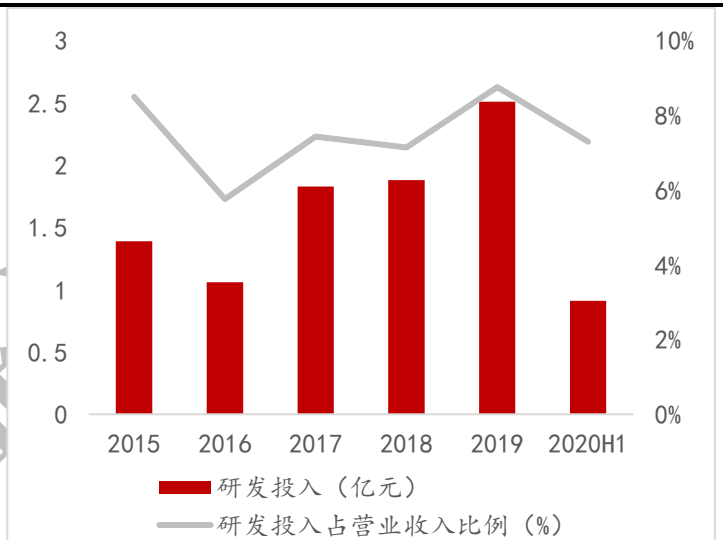
现公司是国家高新技术企业，年均开发产品数量超百种，投入市场的产品超1900种，获得国内外发明专利三百余项。为巩固现有领域优势地位、丰富产品种类、提升公司核心竞争力，公司仍在持续加强三大产业的研发投入。2019年，公司共有研发人员476人，占公司员工总数的13.26%，在研发方面的总投入达到2.51亿元，研发费用率约为8.76%。2020H1公司研发费用为0.91亿元，研发费用率为7.30%。

图表 11：公司研发团队情况



资料来源：WIND、万联证券研究所

图表 12：公司研发费用及其占收入占比



资料来源：WIND、万联证券研究所

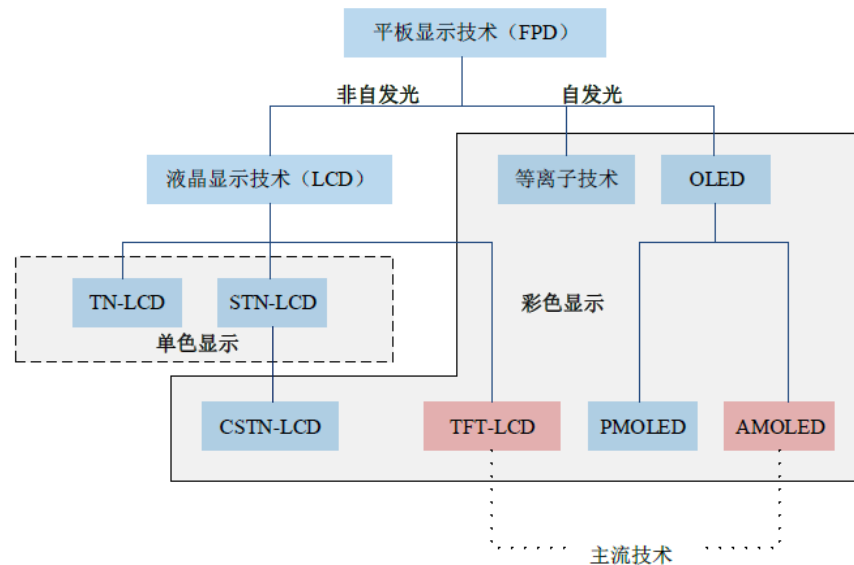
2、多年从事显示材料产业，稳坐行业领先地位

公司自成立之初便开始从事显示材料产业，从主流的液晶材料，到后起之秀OLED材料，再到近期大热的聚酰亚胺（PI）材料和光刻胶材料。公司现已在显示材料产业深耕近三十年，是业内知名企业，同时公司也在不断进行新产品的研发、涉足更多领域，稳固公司在业内的地位的同时扩大公司在显示材料行业的市场占有率。

2.1 LCD和OLED面板市场前景广阔，国产替代化加速

显示技术是现代信息产业的关键组成部分，市场规模排名仅次于IC的电子零部件，电视、电脑、手机以及智能手表等设备均与显示技术密不可分。经过显示材料的不断发展，现阶段平板显示技术（FPD）成为了核心显示技术，目前主流的FPD技术是液晶显示技术（LCD）和有机发光二极管显示技术（OLED）两类。其中，液晶显示技术于2000年左右发展完善，目前是全球最主流的显示技术；OLED技术于2010年前后兴起，早起主要应用于小尺寸显示器件，后期随着技术的进步，逐渐应用于电视等大尺寸显示器件，现阶段应用较多的OLED技术是主动驱动式OLED即AMOLED。根据HIS统计数据显示，2019年，全球FPD市场规模约为1078亿美元，其中TFT-LCD面板市场规模约为820亿美元，占比约76%，OLED面板市场规模约为252亿美元，占比约23%。

图表 13：平板显示技术细分



资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

作为现阶段最主流的显示技术，TFT-LCD面板具有工作电压低、功耗小、分辨率高、抗干扰性好等优点，且其技术已发展的十分成熟，因此极具成本优势，在电视、电脑、平板电脑、手机、智能手表等领域均有广泛应用。与LCD相比，新一代的AMOLED面板具有响应速度快、耐受能力强、更轻薄等优势，且能够实现柔性显示和透明显示，更适用于5G时代下的各种应用场景，因此AMOLED面板正逐渐取代LCD面板的地位。但短时间内，由于AMOLED面板的技术成熟度不及LCD，良品率相对较低，因此并不具有成本优势，市场还仅集中在手机、智能手表等中小尺寸的显示面板领域，在电视、电脑等大尺寸显示面板中应用相对较少。

图表 14：LCD 与 OLED 特性对比

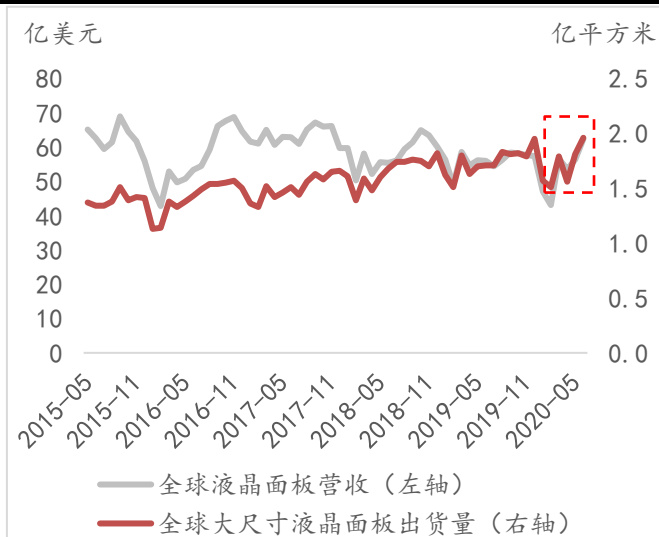
特性	TFT-LCD	AMOLED
柔性显示	不可能	可能
透明显示	可能	可能，且更易实现
响应速度	1ms	20 μs
视角	170	180
色彩饱和度	60%-90%	110%
工作温度	-20~70℃	-40~85℃
对比度	1500:1	200万:1
发光方式	被动发光	固态自发光
厚薄	2.0mm	<1.5mm
耐撞击性	承受能力较差	承受能力强

资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

TFT-LCD显示技术发展完备，具有价格优势，因此在电脑、电视等大尺寸屏幕领域仍处于主导地位，且在5G时代4K/8K超高清技术的发展推动下，全球LCD面板市场将持续向大尺寸方向发展，并在一段时间内占据主导地位。从出货量走势可以看出，近年大尺寸液晶面板出货量整体呈上涨趋势，受疫情影响，全球多地采取封闭隔离措施，拉动了市场对平板电脑、笔记本电脑等大尺寸电子产品的需求，带动大尺寸面板出货

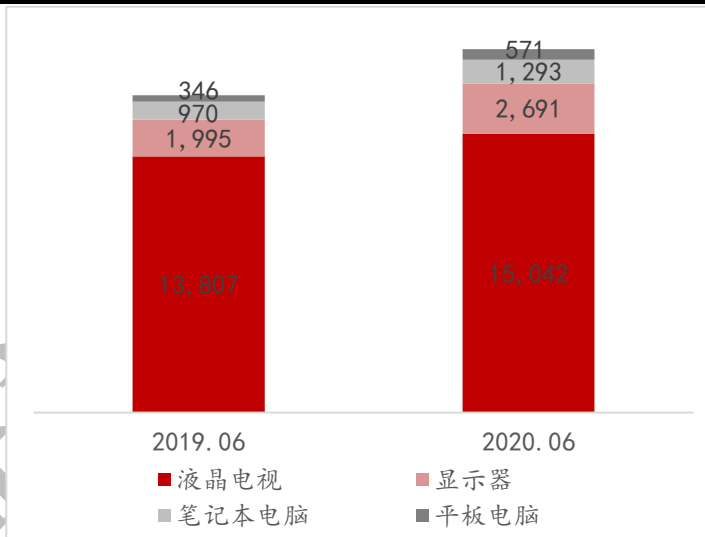
量从2月起至今明显上涨，6月全球大尺寸液晶面板出货量约1.96亿平方米，其中应用于显示器、笔记本电脑和平板电脑的大尺寸液晶面板出货量较去年同期分别上涨了34.89%、33.30%和65.03%。

图表 15：全球液晶面板营收及出货量（亿美元）



资料来源：WIND、万联证券研究所

图表 16：大尺寸液晶面板出货量分布类型



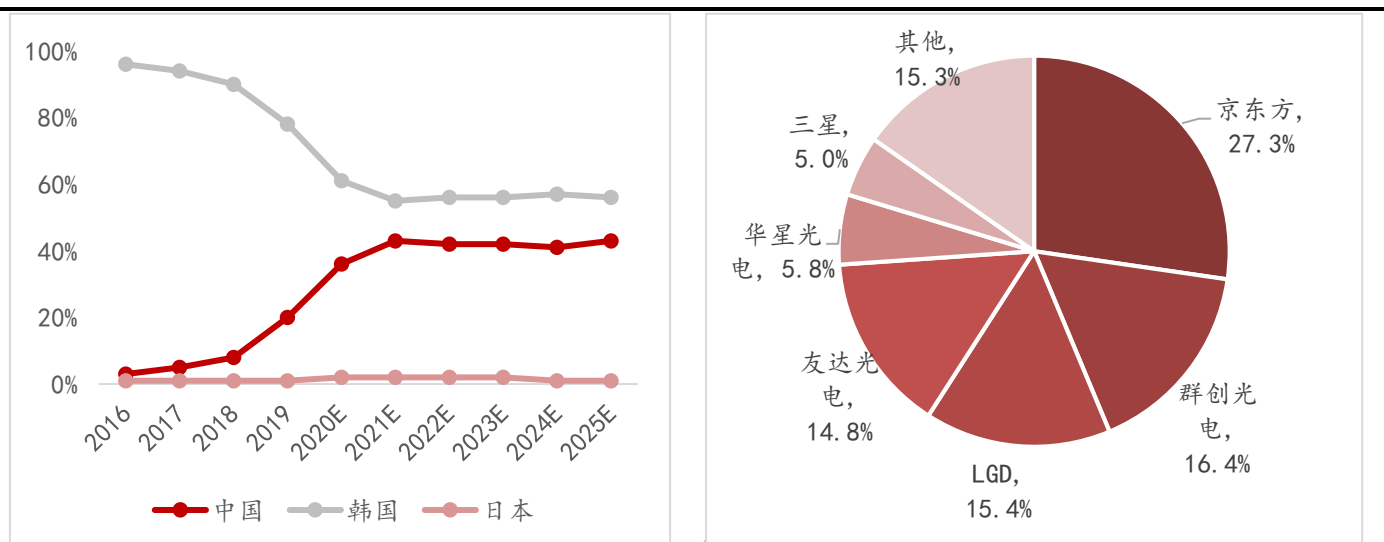
资料来源：WIND、万联证券研究所

综上，在5G技术和4K/8K超高清技术的推动下，TFT-LCD面板将继续向大尺寸方向发展并占据主导地位；AMOLED面板的渗透率也将随着技术的成熟发展、良品率的攀升以及生产成本的下降而不断攀升，并应用于更多领域。二者将在一段时间内呈良好的共生发展状态。根据HIS预测，2019到2023年，AMOLED显示面板出货面积将从808万平方米增长至1731万平方米；TFT-LCD显示面板的出货面积则将从2019年的2.23亿平方米增长至2023年的2.49亿平方米。

近年我国大陆地区显示技术发展迅速，FPD产能逐渐从韩国和台湾地区转移至大陆地区，京东方等国内FPD生产企业已在业内占据主导地位。2020年4月，京东方以27.3%的LCD面板总出货面积占比首次跃居全球第一。在OLED面板产能方面，我国企业也正迅速崛起，预计到2021年，43%的OLED产能将来自我国。HIS曾预测到2023年，我国FPD产量将占据全球总产能的62%，成为世界顶级FPD生产国。

图表 17：各国 OLED 产能分布

图表 18：2020 年 4 月全球 LCD 面板出货面积分布情况



资料来源: DSCC, 万联证券研究所

资料来源: Omdia, 万联证券研究所

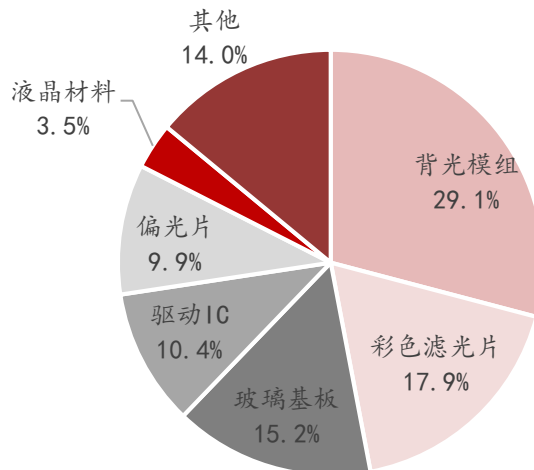
2.2 上游显示材料市场规模持续增长，公司是显示材料产业领先企业

2019年，全球OLED终端材料实现了约66.98%的增长，市场规模达到10.82亿美元，另外TFT混合液晶市场规模也在2019年达到了779吨。在未来一段时间内，FPD产业的发展将带动上游显示材料市场规模继续上涨，而随着FPD产能逐渐向国内转移，国内生产显示材料的企业有望迎来更多机会。

2.2.1 公司国内液晶材料龙头企业，与国际混晶巨头企业长期合作

液晶材料在LCD面板的成本结构中仅占3.5%，但却起着至关重要的作用。液晶面板对快速响应、工作温度、稳定性等性能要求较高，液晶材料的质量直接影响液晶面板的质量，产品质量不稳定很有可能会对下游企业造成巨大的损失。因此，液晶材料成本占比虽低，生产过程中却有着高标准、严要求。混合液晶生产企业和显示面板生产企业均偏好技术成熟稳定的前端材料生产企业，上下游合作供货关系一经建立便长期稳定。混晶生产企业通常自己生产部分液晶单体，其余前端材料则外包给专业生产液晶材料的企业。为实现专业分工、优化管理，全球主要混晶企业正逐步将液晶材料上游外包比例加大。这一趋势为我国液晶材料产业带来了发展机会，我国现已是全球液晶单体和中间体的主要供应国，在全球液晶材料产业链中占据重要的地位。

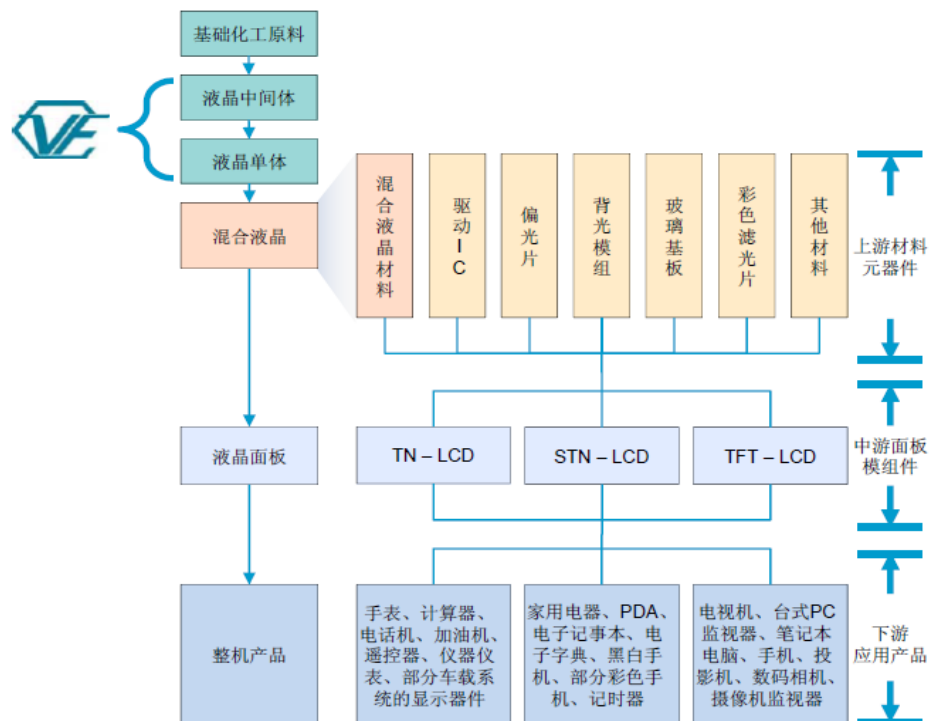
图表 19: LCD 面板成本结构



资料来源: DisplaySearch, 万联证券研究所

公司自成立之初开始从事液晶材料产业,主要生产液晶前端材料液晶单体和中间体材料。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。

图表 20: LCD 产业结构及公司液晶产品价值链



资料来源: 公司招股说明书, 万联证券研究所

公司始终坚持面向国际市场的经营战略。同时凭借成熟的生产技术和稳定的产品质量,公司同时向几乎垄断全球液晶产能的德国MERCK公司、日本JNC以及日本DIC三家企业长期供应液晶材料,早在2010年,公司液晶单体销量在全球的市场份额已超15%。

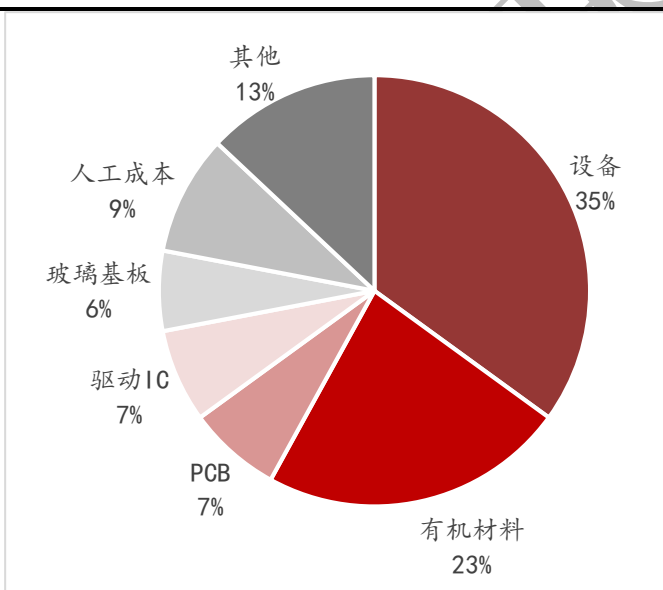
公司现已是液晶材料的全球领先企业，在稳固行业领先地位的同时，公司依然在不断研发新产品、改进工艺、提升产品质量，扩大液晶材料领域的市场占有率。在如今液晶面板和液晶材料国产替代化加速的背景下，公司在海内外的影响力有望进一步提升。

2.2.2 OLED面板市场迅速扩充，公司OLED材料市场占有率有望提升

4G/5G时代，AMOLED面板能够很好的适应多元化的市场终端应用，市场规模正快速扩充。2014-2019年，AMOLED面板出货面积已从122.78万平方米增长至了465.08万平方米，CAGR高达39.11%，预计到2021年，AMOLED面板在智能手机中的渗透率将达到33.4%。同时，AMOLED面板在智能手表、VR设备等可穿戴智能设备领域的应用规模也将不断扩大。

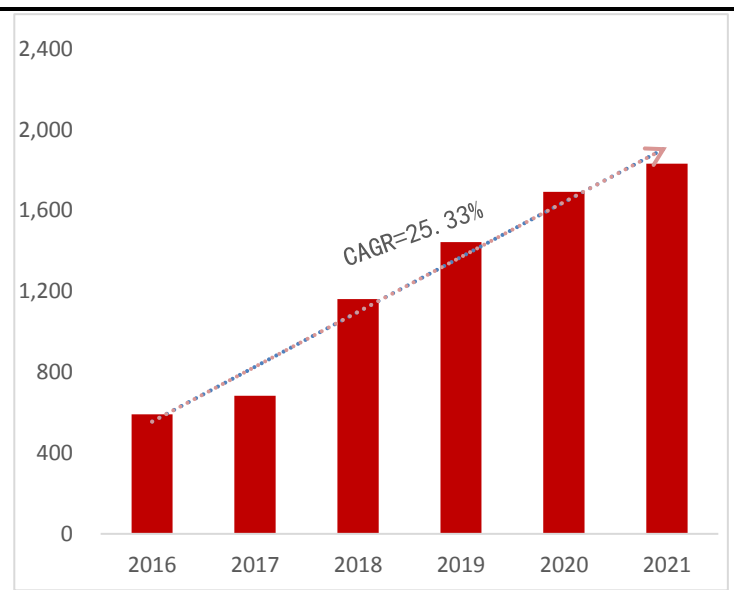
在OLED面板的成本结构中，有机材料成本约占23%。OLED面板的市场空间的扩充也为上游OLED终端材料市场带来了增长动力。2016年全球AMOLED材料的营收为5.92亿美元。预计到2021年，全球AMOLED材料的营收规模有望超过18亿美元，CAGR约为25.33%。

图表 21：OLED 面板成本结构



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

图表 22：全球 AMOLED 材料营收（百万美元）



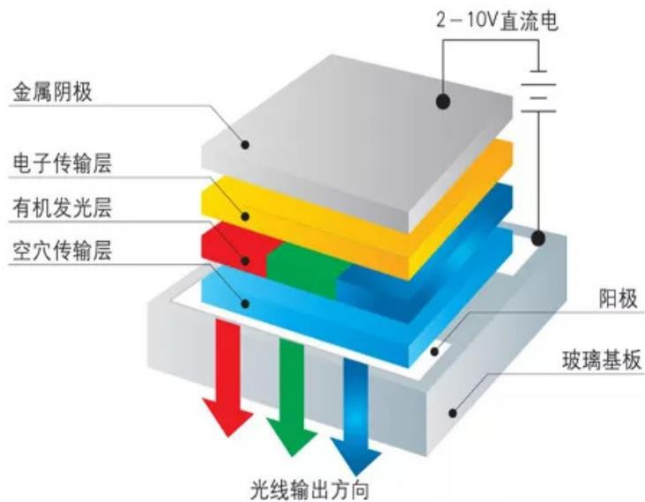
资料来源：iFinD，万联证券研究所

目前我国OLED面板产能仅次于韩国，且在全球范围内的市场占有率正逐步提升，这也为我国OLED上游有机材料生产企业带来了增长机会。在OLED材料产业链中，首先由化工原材料合成中间体材料，再进一步加工合成为升华前单体材料，最后进行物理升华处理形成OLED终端材料。OLED终端材料技术壁垒较高，目前主要掌握在日本、韩国和德国的几家头部企业，我国企业生产的OLED材料则主要为升华前单体材料和中间体材料。

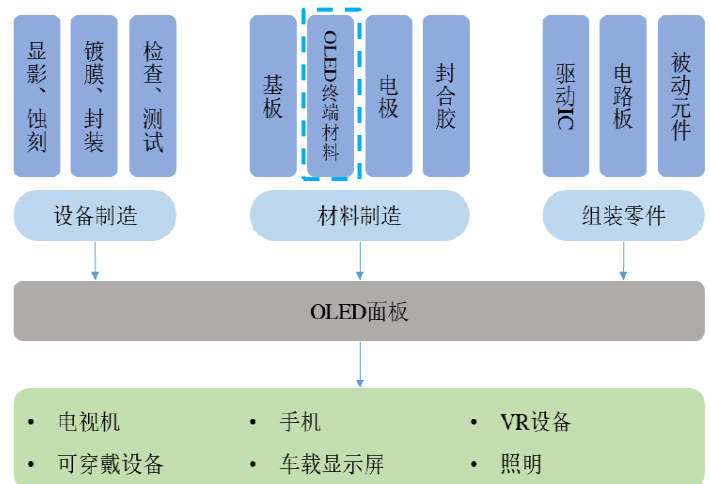
公司是我国较早布局OLED产业的企业之一，产品包括OLED成品材料、升华前单体材料和中间体材料。即公司所生产的OLED材料位处OLED产业链中终端材料及其上游，是OLED面板的重要环节。为布局OLED材料产业链，公司在技术研发和人才培养方面投入了大量资金，除母公司万润股份自身生产OLED单体和中间体材料外，公

司另有九目化学和三月科技两家子公司从事OLED材料的生产和研发。

图表 23: OLED 面板结构



图表 24: OLED 产业链



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

九目化学主要从事中间体和粗单体的生产和研发，是国内领先的OLED升华前材料生产企业，获得了下游多家龙头厂商的认可。2018年，九目化学成功引入了烟台坤益、露笑集团和高辉科技三家企业作为战略投资者，帮助九目化学带来更多社会资源、提升产品的市场规模，同时解决九目化学的资金需求，增强自身抗风险能力。2020H1九目化学实现营收2.01亿元,同比增长62.10%。

三月科技则主要从事下游OLED终端传输材料和发光材料的生产和研发，是国内首家拥有自主知识产权并量产的OLED材料公司。公司多年坚持科技创新并开发自有知识产权材料，现已掌握了新材料分子结构设计、理化特性表征、器件制作及性能验证的核心技术和能力，在光学匹配层（CPL）材料和TADF绿光单主体方向获得突破性进展，性能已经达到商业化应用水平，已有部分成品材料在下游厂商进行放量验证。公司现计划为三月科技引入投资者对其增资扩股，以解决三月科技的资金需求，扩大其经营规模，为三月科技引入更多社会资源和资本，助力其发展的同时加快自身做大做强的步伐。

公司与子公司各有侧重、分工明确，未来公司也将带领子公司继续坚持自主研发、加强产业化投入，不断完善OLED材料产业，进一步提升公司在OLED材料领域的影响力和竞争力，获取更多市场份额。除显示材料外，公司也在积极布局PI材料、PR单体、锂电池添加剂以及其他电子化学品领域，目前正处于业务拓展期，未来公司将持续在技术研发、工艺优化、人才培养等方面进行投入，实现多元化发展。

3、国六标准升级落地，沸石分子筛市场需求放量

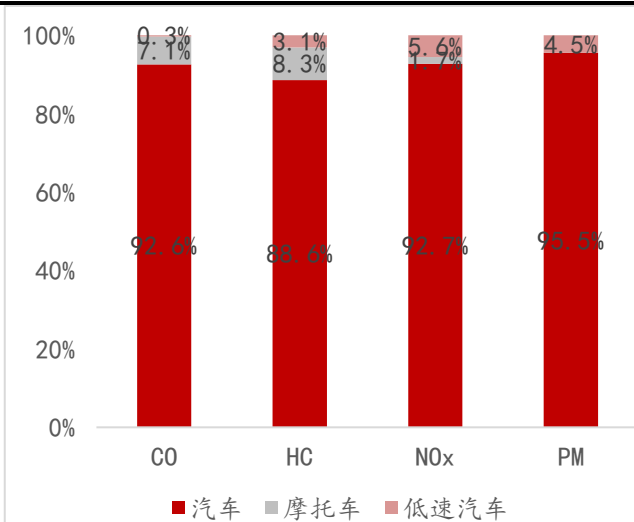
3.1 我国机动车尾气污染严重，柴油车是污染防治的重中之重

汽车尾气中含有上百种化合物，其中污染物有固体悬浮微粒（PM）、一氧化碳（CO）、二氧化碳（CO₂）、碳氢化合物（THC）、氮氧化合物（NO_x）、铅及硫氧化合物等。一辆轿车在一年内排出的有害废气比自身重量大三倍之多。在车辆较少的情况下，大

气的自净能力能够化解汽车尾气中的污染物。然而如今汽车数量急剧增加，已给大气环境带来了巨大的压力，也为人类生存带来了严峻的挑战。部分城市常年出现的雾霾天气、海平面上升、冰川融化等都是强有力的证明。

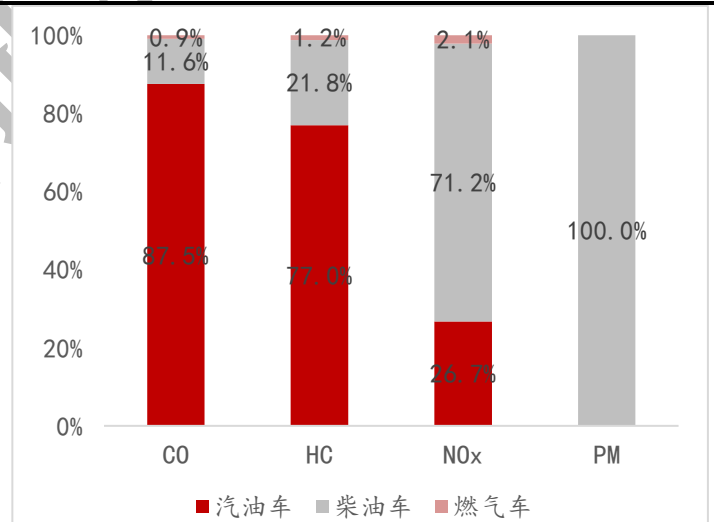
我国是全球机动车产销第一大国，机动车尾气污染是我国大气污染的重要来源。根据生态环境部发布的《中国移动源环境管理年报(2019)》显示，2018年我国机动车保有量达到3.27亿辆，全国四项污染物排放总量初步核算为4065.3万吨。汽车在机动车中占主导地位，2018年我国汽车保有量为2.31亿辆，是大气污染排放的主要贡献者，排放的CO和THC分别占比92.6%和88.6%，NO_x和PM排放分担率也均超过了90%。按燃料分类，柴油车NO_x和PM排放量较高，贡献率分别为71.2%和100%，而汽油车CO和HC排放量则较高，贡献率分别为87.5%和77.0%。值得注意的是，柴油车保有量仅占汽车总保有量的9.1%，却排放了60%的NO_x和84.6%的PM，是机动车污染防治的重中之重。

图表 25：机动车污染物排放量分担率（2018 年）



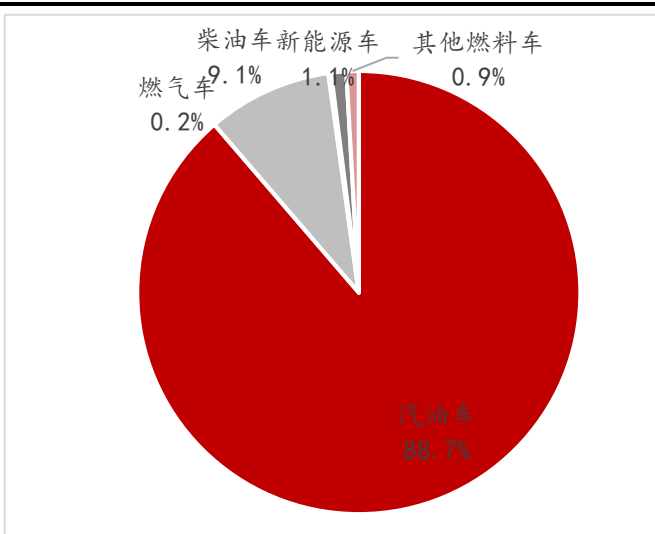
资料来源：生态环境部，万联证券研究所

图表 26：不同燃料类型汽车的污染物排放分担率（2018 年）



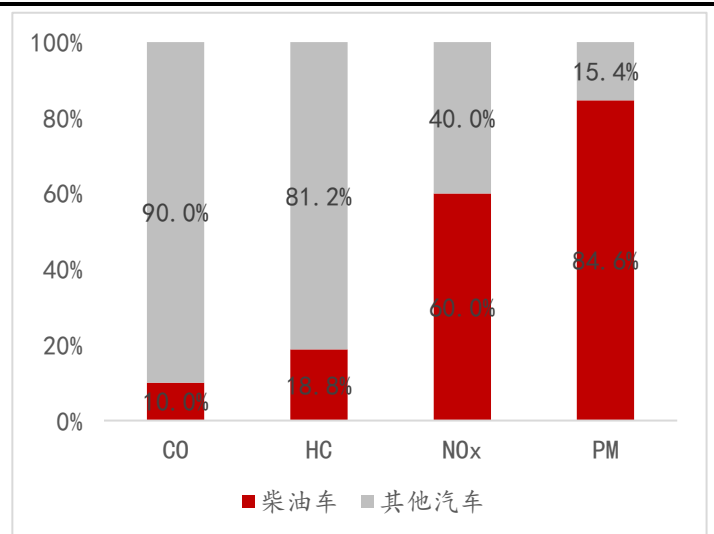
资料来源：生态环境部，万联证券研究所

图表 27：汽车保有量构成（2018 年）



资料来源：生态环境部，万联证券研究所

图表 28：柴油车污染物排放分担率（2018 年）



资料来源：生态环境部，万联证券研究所

3.2 国六标准落地实施，堪称“史上最严”

欧美等国家早在上世纪便开始制定汽车尾气排放标准，我国汽车工业发展较晚，尾气排放标准出台时间也相对较晚。2000年，我国参考欧洲标准发布了“国一”排放标准，并逐渐升级标准，现已发展到“国六”阶段。

图表 29：全国新生产机动车排放标准实施进度

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				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
摩托车	两轮和轻便摩托车	无控制要求	国 I				国 II				国 III				国 III				国 III				国 VI
	三轮摩托车	无控制要求	国 I				国 II				国 III				国 III				国 III				国 VI
三轮汽车		无控制要求				国 I				国 II				国 II				国 II					
低速货车		无控制要求				国 I				国 II				国 II				国 II				无此类车	

资料来源：《中国移动源环境管理年报（2019）》，万联证券研究所

生态环境部等部门分别于2016年12月和2018年6月发布了国家污染物排放标准《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》和《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》。“国六”标准将分a、b两阶段执行，2020年7月1日，所有轻型汽车和重型柴油车城市车辆已开始实施国六a标准。到2023年7月1日，所有轻型车辆和重型柴油车将全面实施真正的国六标准，即国六b阶段排放标准。

图表 30：国六标准实施时间

标准阶段	车辆类型		实施时间
6a阶段	重型柴油车	燃气车辆	2019年7月1日
		城市车辆	2020年7月1日
		所有车辆	2021年7月1日
	轻型汽车	所有车辆	2020年7月1日
6b阶段	重型柴油车	燃气车辆	2021年7月1日
		所有车辆	2023年7月1日
	轻型汽车	所有车辆	2023年7月1日

资料来源：生态环境部，万联证券研究所

与前期实行的国五阶段排放标准相比，国六标准的排放限值有所提高，管控范围也更加全面。与国六对标的是2014年起已实行的、最严格排放标准之一的欧六标准，国六标准要求与欧六标准相近，在PM、NOx等指标限值方面国六要求更加严格，因此国六标准也被认为是目前全球最严的排放标准之一。

- 国六b阶段大幅加严了轻型汽车污染物排放限值，CO和THC排放量限值均减少

了50%；非甲烷总烃（NMHC）排放量限值降低了49%；NO_x和PM排放量限值分别降低了42%和33%，另外国六标准增设了颗粒物个数（PN）和N₂O排放限值。

- 在重型柴油车方面，相比于国五标准，国六标准不仅加严了污染物排放限值要求，在发动机测试标准方面也有升级。国五发动机测试采用的是欧洲稳态循环（ESC）和欧洲瞬态循环（ETC），这种测试循环在发动机达到理想工作状态后才进行循环检测，不能反应车辆实际运行情况。国六标准采用了符合车辆实际行驶情况的发动机测试工况——全球统一重型发动机瞬态测试工况（WHTC）和稳态测试工况（WHSC）。
- 国六标准另外新增了整车实际道路测试方法和限值要求（PEMS）和瞬时污染物浓度限值指标，规定95%有效数据点NO_x浓度不超过500ppm；提出了强化车载诊断系统（OBD）要求、细化NO_x控制系统要求以及增加远程排放管理车载终端技术要求。

图表 31：轻型汽车国五国六排放标准对比

车型	排放标准	CO/ (mg/km)	THC/ (mg/km)	NMHC/ (mg/km)	NO _x / (mg/km)	N ₂ O/ (mg/km)	PM/ (mg/km)	PN/ (个/km)
轻型汽车	国五	1000	100	68	60	—	4.5	—
	国六a	700	100	68	60	20	4.5	6×10 ¹¹
	国六b	500	50	35	35	20	3.0	6×10 ¹¹

资料来源：生态环境部，万联证券研究所

图表 32：重型柴油车（压燃式发动机）国五国六排放标准对比

排放标准	工况	CO (mg/kWh)	THC (mg/kWh)	NMHC (mg/kWh)	CH ₄ (mg/kWh)	NO _x (mg/kWh)	NH ₃ (ppm)	PM (mg/kWh)	PN (个/kWh)
国五	ESC	1500	460	—	—	2000	—	20	—
	ETC	4000	—	550	1100	2000	—	30	—
国六	WHSC	1500	130	—	—	400	10	10	8×10 ¹¹
	WHTC	4000	160	—	—	460	10	10	6×10 ¹¹

资料来源：生态环境部，万联证券研究所

3.3 沸石分子筛迎来发展机遇，尾气用市场需求量将超万吨

国五、国六阶段治理汽车尾气污染物排放问题的主要方法是在尾气排出发动机之后、排入大气之前进行净化处理，即加装尾气净化处理系统。目前主要的尾气处理技术包括EGR（废气再循环系统）、SCR（柴油选择性催化还原器）、DPF（柴油机颗粒捕集器）、DOC（柴油机氧化型催化器）、POC（颗粒氧化型催化器）、TWC（汽油机三元催化器）、ASC（氨泄漏催化器）以及GPF（汽油机颗粒捕集器）等。由于国六阶段的排放标准大幅加严，尾气处理技术也需要相应升级。汽油车在国六阶段主要采用TWC+GPF处理技术，柴油车则主要采用DOC+DPF+SCR+ASC处理技术。

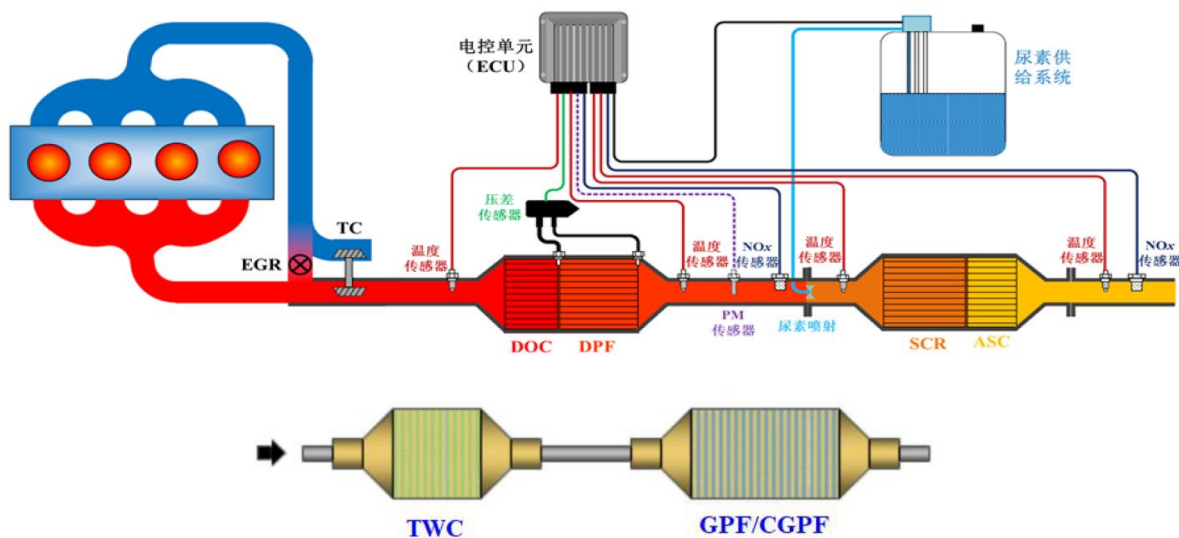
图表 33：国六标准柴油车尾气处理系统

适用车型	技术装置名称	处理对象	简介
汽油车	三元催化器（Three Way Catalyst，简称TWC）	CO、HC、NO _x	通过氧化还原反应同时将尾气中的CO、HC、NO _x 转化为H ₂ O、CO ₂ 和N ₂ ，催化剂中大都含有

			铂、钯、铑等贵金属或稀有元素
	汽油机颗粒捕集器 (Gasoline Particulate Filter, 简称 GPF)	PM、PN	通过交替封堵蜂窝状多孔陶瓷过滤体, 排气流被迫从孔道壁面通过, 颗粒物分别经过扩散、拦截、重力和惯性四种方式被捕集过滤
柴油车	柴油氧化催化器 (Diesel Oxidation Catalyst, 简称 DOC)	CO、HC	将柴油燃烧后的排放物CO和HC进行氧化反应, 生成CO ₂ 和H ₂ O, 主要用于控制CO和HC的排放, 常与SCR联用
	选择性催化还原器 (Selective Catalytic Reduction, 简称SCR)	NO _x	在催化剂的作用下尿素有选择性地与尾气中的NO _x 反应生成无污染的N ₂ 和H ₂ O
	柴油机颗粒捕集器 (Diesel Particulate Filter, 简称 DPF)	PM、PN	通过交替封堵蜂窝状多孔陶瓷过滤体, 排气流被迫从孔道壁面通过, 颗粒物分别经过扩散、拦截、重力和惯性四种方式被捕集过滤
	氨泄漏催化器 (Ammonia Slip Catalyst, 简称ASC)	NH ₃	氧化尿素还原NO _x 过程中泄漏出来的NH ₃ , 使其变为N ₂

资料来源: 奥福环保招股说明书, 万联证券研究所

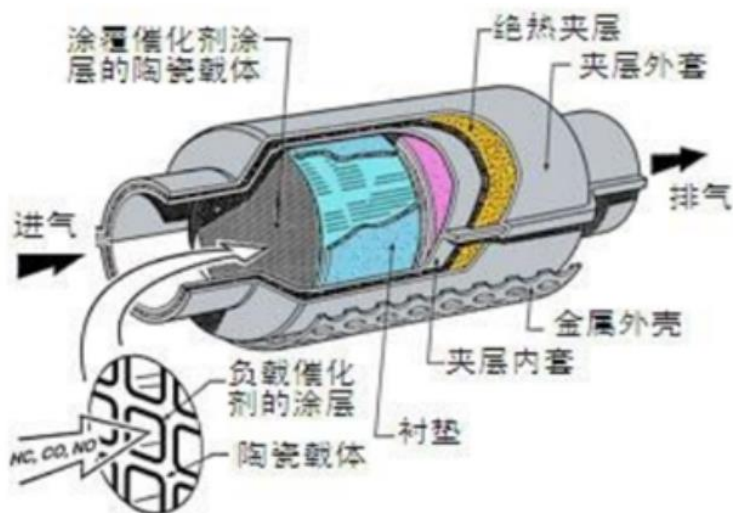
图表 34: 国六标准柴油车/汽油车尾气处理系统



资料来源: 奥福环保招股说明书, 万联证券研究所

在尾气处理系统中, 催化器是尾气处理系统的核心部件, 由催化剂、助剂、催化剂载体以及涂层等构成。催化剂是催化器中最重要的成分, 包括贵金属和非贵金属两类; 助剂用于提高催化剂的活性, 通常为稀土金属氧化物和碱金属氧化物; 催化剂载体为催化剂提供有效的比表面积及适宜的孔隙结构; 涂层则能够提高载体的机械强度和比表面积, 提高催化剂效率。

图表 35: 催化器结构示意图



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

柴油车在我国汽车保有量中仅占少部分，但大气中大部分NO_x排放却来自柴油车。因此对柴油车的尾气排放治理不容忽视。国六阶段柴油车NO_x排放量限值降低了近80%，SCR能够使NO_x转化成无污染的N₂和H₂O，是处理柴油机尾气中NO_x的主流技术路线。SCR所使用的催化剂主要有分子筛催化剂和钒催化剂两类，钒催化剂整体转化率较低且热稳定性差，而分子筛催化剂转化率可达到90%以上且热稳定性良好，在高温下仍能保持较高的活性，因此国六阶段分子筛SCR将成为柴油机NO_x尾气处理的主流选择。

沸石分子筛是一种无机晶体材料，是结晶铝硅酸盐金属盐的水合物。因具有规整的孔道结构、较强的酸性和高的水热稳定性而广泛应用于催化、吸附和离子交换等领域中。沸石分子筛作为催化剂或催化剂载体时，催化反应的进行受到沸石分子筛晶孔大小的控制。晶孔和孔道的大小和形状都可以对催化反应起着选择性作用。基于这一特点，沸石分子筛成为了尾气处理等领域的重要应用。

图表 36：沸石分子筛应用领域及用途

应用领域	实际用途
车用尾气处理领域	欧六标准的推进提升对ZB沸石的需求，我国重型车国六标准的实施也扩大对沸石的需求
燃煤、燃油、燃气等烟道气脱硝领域	燃煤锅炉、各种工业锅炉等装置排放的氮氧化物污染环境，烟道气脱硝领域现以钒钛催化剂为主，沸石催化剂无污染、性能稳定、高温区转化效率高，具有广阔的市场空间
挥发性有机物处理	挥发性有机废气是大气的主要污染物之一，沸石环保材料阻燃性好，可耐高温，使用疏水性高硅分子筛可用作吸附剂吸附有机废气
炼油催化领域	部分具有特殊结构的沸石材料具有催化裂化、加氢裂化、加氢精制、加氢异构化催化活性和对直链烷烃的吸附能力，有较强的抗硫、氮中毒能力，因此被添加到炼油催化剂中实现原油高效转化和清洁利用。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

国六阶段，沸石分子筛SCR取代了钒催化剂SCR成为主流选择，沸石分子筛的市场需求将随SCR在柴油车中的普及率提升而逐步打开。据智研咨询统计数据显示，2019年

我国柴油车总产量为287万辆，其中轻型柴油车产量为11万辆、重型柴油车产量为276万辆，2015-2019年轻柴年均复合增长率为-5.9%，重柴复合增长率为4.0%。保守预计2020年我国柴油车产量约为298万辆，其中生产轻柴11万辆、重柴287万辆；2025年国内柴油车产量约为357万辆，其中轻柴8万辆、重柴349万辆。

轻柴的平均排放量在3.5L左右、重柴的平均排放量在15L左右，SCR催化剂载体的体积平均为尾气排量的2.5倍，假设SCR催化剂所需要的沸石用量为150g/L，则轻柴的平均沸石用量约为1.3kg/辆、重柴的平均沸石用量约为5.6kg/辆。以沸石分子筛市场均价为30万元/吨计算，预计2020年我国沸石分子筛总需求量约为7800吨，市场规模为23.4亿元；到2025年，我国沸石分子筛总需求量将达到1.77万吨，市场规模约为53亿元。

图表 37：我国沸石分子筛市场规模预测

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
沸石分子筛SCR普及率	50%	60%	70%	80%	90%	90%
轻柴产量（万辆）	11	10.4	9.8	9.3	8.7	8.2
轻柴沸石分子筛需求量（kg/辆）	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
轻柴沸石分子筛需求量（吨）	71.5	81.1	89.2	96.7	101.8	95.9
重柴产量（万辆）	276	289.8	304.3	319.5	335.5	348.9
重柴沸石分子筛需求量（kg/辆）	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
重柴沸石分子筛需求量（吨）	7728.0	9737.3	11928.6	14313.6	16909.2	17584.6
沸石分子筛总需求量（吨）	7799.5	9818.4	12017.8	14410.3	17011.0	17680.5
沸石分子筛市场规模（亿元）	23.4	29.5	36.1	43.2	51.0	53.0

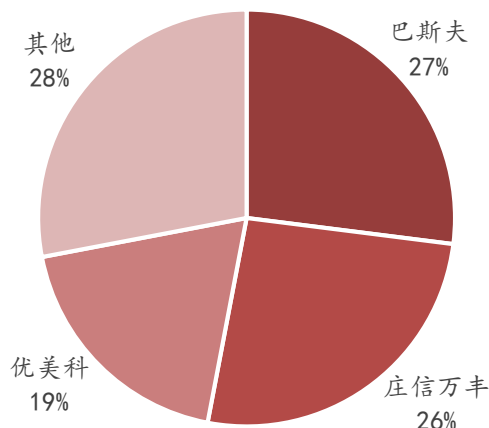
资料来源：万联证券研究所测算

3.4 与庄信万丰长期合作，公司沸石分子筛产能持续扩充

在工业化快速发展的背景下，我国环境污染问题日趋严峻，节能环保成为市场主流热点，严峻的节能减排形式为我国节能环保产业带来了巨大的发展潜力。公司于2012年完善了未来发展规划，计划在确保TFT单体液晶材料在全国乃至全球领先的同时，大力发展原料药及中间体、环保材料、OLED材料及器件、特种化学品等领域的业务，同时进一步开展环保应用领域产品的开拓工作。

目前全球汽车尾气催化剂市场份额由德国巴斯夫、英国庄信万丰和比利时优科美三家公司占据了约72%，其中庄信万丰占有的全球汽车尾气催化剂市场份额约为27%，另外在柴油车汽车尾气催化剂市场方面，庄信万丰更是占据了60%的市场份额。目前庄信万丰的业务已遍布英国、美国、欧洲、亚洲等近30个国家和地区。在中国大陆地区，庄信万丰也成立了多家子公司从事汽车尾气催化剂、贵金属以及贵金属催化剂的生产和销售。2018年，庄信万丰投资1.17亿美元在张家港成立子公司开展符合国六、欧六及以上标准的尾气催化剂项目以满足我国对于尾气催化剂的需求增长。预计到2023年张家港将成为庄信万丰在亚洲最大的生产基地，庄信万丰在中国的销量将破百亿。

图表 38：全球汽车尾气催化剂格局



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

公司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。庄信万丰的沸石分子筛以外购为主，由于沸石产品技术壁垒较高、研发周期长，因此下游客户一经与上游沸石生产企业达成合作关系，便不会轻易更换供应商，双方合作关系通常是长期稳定的。2012年起，公司与庄信万丰达成合作关系。双方合作至今，公司已成为庄信万丰的第一大沸石分子筛供应商。

2013年公司披露称已成功研发出V-1沸石分子筛产品，并于2013年6月投产，年产能850吨。到2015年，公司V-1项目850吨年产能已达到满负荷状态，公司2015年沸石材料营业收入达到5.4亿元，毛利率约34.5%。同年公司公告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”，该项目分阶段展开，首个车间于2016年6月投产，产能为1500吨/年；另一产能约为1000吨/年的车间于2017年7月末投入使用；2019年末，公司二期扩建项目最后一个车间已完成建设准备投入试生产，年产能约2500吨。为满足下游市场需求，2018年，公司启动了沸石系列环保材料建设项目，该项目计划新增7000吨产能/年，其中4000吨/年的产能为ZB系列沸石，3000吨/年的产能为MA系列沸石；项目计划投资12.78亿元，截至2019年底已投入5.4亿元。该项目计划于2021年投产，目前公司沸石产品年总产能为5850吨，届时沸石年产能将上涨至12850吨。

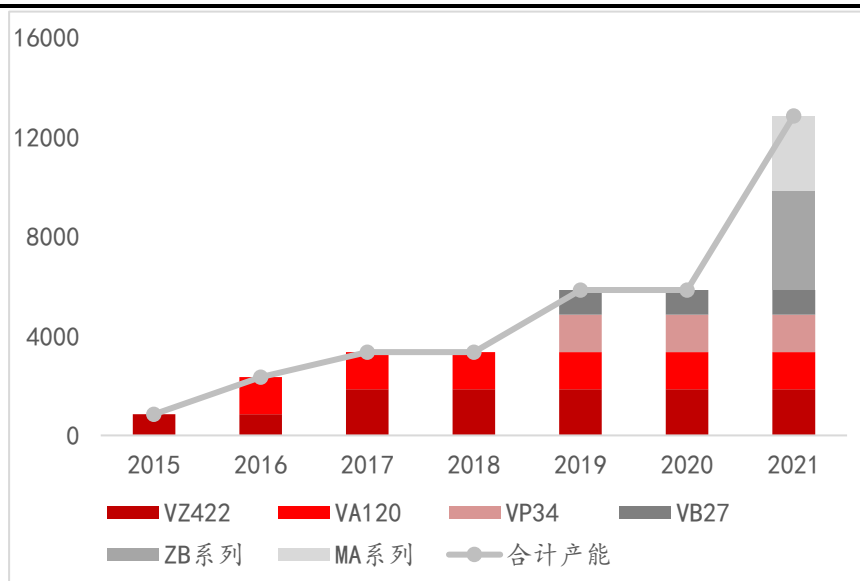
图表 39：公司沸石系列项目进展

时间	项目名称	产品型号	产能 (吨/年)	适用范围	投产时间
2012年	年产850吨V-1产品项目	V-1 (VZ422)	850	欧 VI 标准重型柴油车尾气处理	2013年
2015年	沸石系列环保材料二期扩建项目	VA120	1500	欧 VI 及以上柴油车尾气处理	2016年
		VZ422	1000	欧 VI 标准重型柴油车尾气处理	2017年
		VP34	1500	欧 V 标准柴油车尾气处理、MTO (甲醇制乙烯)	2019年
		VB27	1000	国 V 标准柴油车尾气处理、石油炼制	2019年
2018年	7,000吨沸石系列环保材料建设项目	ZB系列	4000	欧 VI、国 VI 及同级别或以上标准柴油车尾气处理	2021年
		MA系列	3000	烟道气脱硝、挥发性有机物治理、炼	2021年

油催化等工业领域（面向国内）

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 40：公司沸石系列产能走势



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司作为国内唯一一家生产汽车尾气净化用沸石材料的本土企业，技术优势领先且拥有稳定的下游客户。随着沸石系列环保材料项目的陆续建设并投产，公司将成为在技术和销量方面均处于世界前列的环保材料生产商，未来公司将不断巩固在高端车用沸石环保材料领域技术和生产能力等方面的全球领先地位。

4、积极拓展大健康产业，促进公司多元化发展

4.1 子公司万润药业开拓医药市场多年，产品获一致性评价

公司于2012年成立了子公司烟台万润药业有限公司（以下简称“万润药业”），主要从事原料药和医药中间体的生产研发和销售。万润药业建有科研质检分析中心，配备多种先进仪器，专业从事产品研发与申报工作，科研实力强大，成立至今万润药业坚持以市场为导向、仿制为基础，同时不断拓展创新药物研究领域的发展战略，研发范围包括原料药、医药中间体、口服固体制剂等，现已成功开发十几项原料药及相关固体制剂。

万润药业现共有原料药合成车间、中药提取车间、口服固体制剂车间以及保健食品车间共四间生产车间。

- 原料药合成车间现有符合GMP生产要求的百公斤级生产线3条，公斤级和克级生产线各一条，可满足不同批量产品的生产需要。另建有洁净度为D级的洁净区四个，满足产品精制、烘干、包装在洁净环境下的需要，原料药年生产能力可达100吨。
- 口服固体制剂车间具备片剂、硬胶囊剂、颗粒剂以及干混悬剂的生产线，口服固体制剂年生产能力达片剂3亿片，硬胶囊剂3亿粒，颗粒剂和干混悬剂各8000万袋，口服固体制剂车间已通过现行新版GMP认证，可接受口服固体制剂品种的委托

生产。

- 保健食品车间选用了国内知名厂家的制药设备，自动化程度高，控制精确。保健食品车间已通过保健食品GMP认证，年生产能力达片剂1亿片、硬胶囊剂1亿粒、颗粒剂5000万袋。
- 中药提取车间具备水提和醇提两种生产线。车间内设有不同吨位提取罐，同时配备双效浓缩、单效浓缩、球形浓缩、真空干燥、微波干燥以及粉碎机等国内先进设备。

万润药业现已取得了药品GMP证书、保健食品GMP证书以及盐酸特比萘芬GMP证书等多项资质。2020年1月，万润药业成为了国内首家通过诺氟沙星胶囊仿制药质量和疗效一致性评价的企业。这一成就将成为公司后期扩大市场份额、提升产品竞争力的有效推动力。为提升医药产品的产能，公司现正在建设万润工业园一期项目，待项目投产，将形成年产3155吨原料药的生产能力。公司也计划在未来不断提高医药方面的技术能力与水平，依托化学合成领域的技术和经验积累，积极与国际知名医药企业开展基于CDMO模式的原料药项目，为建设成为全球一流的、提供完善的CDMO服务的生产基地奠定基础。

4.2 收购MP公司，涉足生命科学与体外诊断领域

近年随着全球人口总量不断增长、人口老龄化问题的日益凸显以及人们健康意识的不断增强，社会健康支出大幅提升。加之我国将健康中国上升为国家战略并出台了一系列支持股利政策，大健康产业迎来了新的发展契机。为丰富公司大健康产业的产品结构并与国际接轨，公司于2016年收购了美国MP公司，正式进入生命科学以及体外诊断领域。MP公司在生命科学和体外诊断领域具有多年的行业经验和丰富的技术储备，在全球多个国家和地区均设有子公司，经营业务遍布全球。收购MP公司后，公司在大健康产业方向上迈出了重要的一步，有效地促进了公司多元化发展，进一步提升了公司的核心竞争力，为公司的国际化战略夯实了基础，为公司三大业务板块的并行发展起到了有效的推动作用。未来公司也将继续采用自主研发、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。

5、公司市场估值分析

公司主营业务涉及显示材料、环保材料（国六标准概念）以及大健康产业三个板块，我们在A股中选取了分别涉及三个板块共8个标的。可以发现，显示材料板块公司的均值PE为49.82，环保材料板块公司的均值PE为74.94，大健康产业板块的均值PE为91.37，而目前万润股份PE为33.14，低于三个板块均值。

图表 41：可比公司估值情况

所属板块	股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	2019EPS	PE (TTM)
显示材料产业	688300.SH	瑞联新材	45.84	1.13	55.72
	688181.SH	八亿时空	60.04	1.52	43.74
	300429.SZ	强力新材	82.96	0.29	68.72
	300481.SZ	濮阳惠成	51.21	0.57	31.10
		均值			49.82
环保材料产业	300285.SZ	国瓷材料	381.87	0.52	74.76

	688021.SH	奥福环保	45.22	0.85	75.12
		均值			74.94
大健康产业	688166.SH	博瑞医药	211.56	0.30	147.48
	600196.SH	复星医药	1124.35	1.30	35.25
		均值			91.37
	002643.SZ	万润股份	163.19	0.56	33.14

资料来源: wind、万联证券研究所

6、盈利预测及假设

我们对公司2020-2022年主营业务收入假设如下

功能性材料产业: 公司过去几年功能性材料产业营收增长稳定。但根据2020年半年报,受疫情影响,公司信息材料产业2020H1营收同比下跌7.42%。考虑到疫情对公司海外订单影响有限,且目前国内疫情好转,公司正积极开拓国内市场,因此预计下半年公司信息材料产业板块业绩能够进一步好转,但2020年公司信息材料产业板块整体业绩增速可能较往年有所下滑。2021-2022年,随海外订单恢复、国内业务扩张以及公司沸石分子筛的扩产,信息材料产业板块营收将加速增长。预计2020-2022年公司信息材料产业营收增速为4.42%/10.61%/11.14%。

大健康产业: 2020年上半年新冠疫情爆发,健康产业受到更广泛的关注,公司大健康产业发展提速,因此我们认为2020年公司健康产业板块营收增速将大幅增长,2021-2022年增速将逐步放缓。预计2020-2022年该部分增速分别为11.18%/10.06%/9.05%。

图表 42: 公司未来 3 年营收预测

(单位: 亿)				
	2019	2020E	2021E	2022E
货币类型	CNY			
功能性材料产业				
营业收入	22.81	23.82	26.35	29.29
营收增速	8.84%	4.42%	10.61%	11.14%
毛利率(%)	43.20%	42.34%	44.45%	45.34%
毛利	9.85	10.08	11.71	13.28
大健康产业				
营业收入	5.64	6.27	6.90	7.53
营收增速	7.45%	11.18%	10.06%	9.05%
毛利率(%)	46.43%	46.89%	46.01%	46.10%
毛利	2.62	2.94	3.18	3.47
总计				
营业收入	28.45	30.09	33.25	36.82
同比增长	8.55%	4.75%	10.03%	10.55%
毛利	12.47	13.02	14.89	16.75
同比增长	16.76%	4.45%	14.31%	12.50%

资料来源: WIND, 万联证券研究所

基于公司在行业内的地位、各产业链布局和对未来行业景气度判断,预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 30.09/33.25/36.82 亿元, EPS 分别为 0.66/0.73/0.84, P/E 分别为 27.22/24.55/21.26。首次覆盖, 给与“增持”评级。

7、风险提示

- 1. 海外疫情严重, 影响公司海外订单:** 公司营业收入大部分来源于海外业务营收, 且公司海外客户主要为日本、德国、英国等国家。目前海外疫情严重, 公司 2020 年下半年海外订单量很可能受影响。
- 2. 国六标准执行不及预期, 沸石需求增长不及预期:** 我国国六排放标准落地实施时间较短, 若执行力度不如预期, 则沸石分子筛的需求增速可能会相应放慢, 公司扩充的沸石产能存在消化困难的可能。
- 3. 显示材料行业竞争加剧:** 我国显示材料实力愈发强劲, 从事显示材料行业的企业众多, 行业竞争加剧。

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,543	2,540	2,433	2,662	营业收入	2,870	3,009	3,325	3,682
货币资金	704	269	373	553	营业成本	1,619	1,723	1,848	2,021
应收票据及应收账款	401	421	465	515	营业税金及附加	19	28	29	32
其他应收款	19	23	25	27	销售费用	129	158	169	186
预付账款	22	21	22	25	管理费用	237	244	271	300
存货	1,178	1,505	1,291	1,271	研发费用	219	217	245	271
其他流动资产	217	302	257	272	财务费用	-14	6	2	-7
非流动资产	3,365	4,043	4,630	5,249	资产减值损失	-76	0	0	0
长期股权投资	22	22	22	22	公允价值变动收益	0	50	0	0
固定资产	1,419	1,645	1,748	1,863	投资净收益	8	11	12	13
在建工程	910	1,291	1,711	2,145	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	250	321	385	456	营业利润	612	709	789	911
其他长期资产	764	763	763	763	营业外收入	1	0	0	0
资产总计	5,908	6,583	7,063	7,912	营业外支出	1	0	0	0
流动负债	841	893	679	726	利润总额	612	709	789	911
短期借款	200	300	0	0	所得税	78	85	94	110
应付票据及应付账款	392	353	413	433	净利润	534	624	695	801
预收账款	32	19	23	27	少数股东损益	27	24	30	33
其他流动负债	217	222	242	266	归属母公司净利润	507	600	665	768
非流动负债	53	53	53	53	EBITDA	885	944	1,018	1,137
长期借款	4	4	4	4	EPS（元）	0.56	0.66	0.73	0.84
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	49	49	49	49	主要财务比率				
负债合计	894	946	731	778	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	909	909	909	909	成长能力				
资本公积	2,079	2,079	2,079	2,079	营业收入	9.1%	4.8%	10.5%	10.7%
留存收益	1,764	2,363	3,028	3,796	营业利润	21.9%	15.8%	11.3%	15.5%
归属母公司股东权益	4,819	5,418	6,083	6,851	归属于母公司净利润	14.0%	18.3%	10.9%	15.5%
少数股东权益	195	219	249	283	获利能力				
负债和股东权益	5,908	6,583	7,063	7,912	毛利率	43.6%	42.7%	44.4%	45.1%
					净利率	18.6%	20.7%	20.9%	21.8%
					ROE	10.5%	11.1%	10.9%	11.2%
					ROIC	10.8%	9.5%	10.6%	10.7%
					偿债能力				
					资产负债率	15.1%	14.4%	10.4%	9.8%
					净负债比率	-9.9%	0.6%	-5.8%	-7.7%
					流动比率	3.02	2.84	3.59	3.67
					速动比率	1.60	1.14	1.65	1.88
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.46	0.47	0.47
					应收账款周转率	7.16	7.16	7.16	7.16
					存货周转率	1.37	1.15	1.43	1.59
					每股指标（元）				
					每股收益	0.56	0.66	0.73	0.84
					每股经营现金流	0.83	0.55	1.33	1.18
					每股净资产	5.30	5.96	6.69	7.54
					估值比率				
					P/E	32.21	27.22	24.55	21.26
					P/B	3.39	3.01	2.68	2.38
					EV/EBITDA	15.05	17.33	15.67	13.87
现金流量表					单位：百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	757	498	1,212	1,071					
净利润	534	624	695	801					

资料来源：万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场