

万润股份 (002643.SZ)

OLED 成品材料突破在即，环保材料迎来高增长

公司概况: 公司是全球主要的高端 TFT 液晶单体材料生产商之一，是全球液晶三大寡头的长期合作伙伴。经过 20 多年的发展，立足技术创新已经逐步形成了现有的信息材料（TFT 液晶材料及 OLED 显示材料）、沸石环保材料以及大健康产业三大业务板块。

布局 OLED 升华材料，打造 OLED 材料全产业链: 公司现已成为国内少数几家规模量产并已进入全球 OLED 材料供应链的公司，根据 19 年中报公司现已有自主知识产权的 OLED 成品材料在下游厂商继续放量验证，有望成为国内第一家具有自主知识产权的 OLED 成品材料供应商。公司旗下九目化学在 OLED 材料研发和生产方面已在行业处于领先地位，主要从事升华前材料研究，引入战投后有望继续扩大市场份额。三月光电主要致力于升华后材料，包括传输材料和发光材料的研发，已在光学匹配层（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。

国六新标准推出，充分受益沸石市场增量需求: 目前沸石在汽车尾气处理方面的需求主要集中在北美及欧洲，总需求量超过 1.2 万吨，在国六标准出台之前国内沸石需求很少，因此排放标准的提升有望带来沸石分子筛的新增需求。我们按照 18 年国内柴油车数量计算，预计国内沸石分子筛的总需求量约 1 万吨左右。公司现已成为全球汽车尾气处理龙头庄信万丰主要供应商。除了汽车尾气处理外，沸石分子筛在烟道气脱销、VOCs 处理、炼油催化等领域也具有广阔的市场空间，产能逐步释放下业绩有望快速增长。

投资建议: 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.24/6.85/8.64 亿元，同比分别增长 18.0%/30.6%/26.2%，折合 EPS 分别为 0.58/0.75/0.95 元，对应三年 PE 分别为 23.0/17.6/13.9，首次覆盖，给予买入评级投资评级。

风险提示: OLED 市场竞争加剧、沸石需求增速不及预期、汇率风险。

| 财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2,456 | 2,632 | 2,977 | 4,002 | 5,226 |
| 增长率 yoy (%) | 33.0 | 7.1 | 13.1 | 34.4 | 30.6 |
| 归母净利润 (百万元) | 385 | 444 | 524 | 685 | 864 |
| 增长率 yoy (%) | 20.9 | 15.4 | 18.0 | 30.6 | 26.2 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.42 | 0.49 | 0.58 | 0.75 | 0.95 |
| 净资产收益率 (%) | 9.5 | 9.8 | 10.6 | 12.7 | 14.3 |
| P/E (倍) | 31.2 | 27.1 | 23.0 | 17.6 | 13.9 |
| P/B (倍) | 3.0 | 2.7 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |

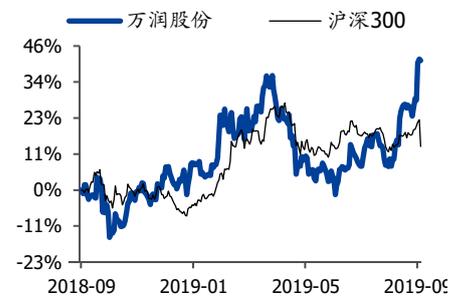
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

| | |
|----------------|-----------|
| 行业 | 化学制品 |
| 最新收盘价 | 13.20 |
| 总市值(百万元) | 12,000.56 |
| 总股本(百万股) | 909.13 |
| 其中自由流通股(%) | 100.00 |
| 30 日日均成交量(百万股) | 8.16 |

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号: S0680518030010

邮箱: luoyating@gszq.com



内容目录

| | |
|---|----|
| 1.公司概况 | 5 |
| 1.1. 立足于技术发展，三大业务齐头并进 | 5 |
| 1.2. 三大产业布局逐步落地，营收利润创新高 | 6 |
| 1.3. 国资控股，资金充足并具有广阔的发展平台 | 8 |
| 2.显示材料：TFT 液晶龙头进军 OLED 市场 | 10 |
| 2.1. TFT 液晶材料 | 10 |
| 2.1.1 液晶材料行业龙头，有望维持稳定增长 | 10 |
| 2.1.2 显示屏大尺寸化趋势，液晶材料市场需求增加 | 12 |
| 2.1.2 面板产业逐步向国内转移，液晶材料需求还将持续增加 | 12 |
| 2.2 OLED 材料 | 13 |
| 2.2.1 布局 OLED 升华材料，打造 OLED 材料全产业链 | 13 |
| 2.1.2. OLED 电视渗透率提升是拉动上游材料的关键因素 | 16 |
| 3.环保材料：国六高标准沸石产能快速提升，成为公司业绩稳定增长主要贡献来源之一 | 16 |
| 4.大健康产业：收购美国 MP 公司，布局大健康产品 | 21 |
| 4.1. 老年化加剧刺激大健康产业市场需求 | 21 |
| 4.2. 收购美国 MP，万润大健康产业逐渐占领市场 | 22 |
| 5.盈利预测及投资建议 | 23 |
| 5.1. 盈利预期预测关键假设 | 23 |
| 5.2. 投资建议 | 24 |
| 6.风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图表 1: 公司发展历程 | 5 |
| 图表 2: 公司主要产品及产能 | 6 |
| 图表 3: 公司近几年营业收入情况 | 6 |
| 图表 4: 公司近几年归母净利润情况 | 6 |
| 图表 5: 公司毛利率及净利率情况 | 7 |
| 图表 6: 公司三项费用率情况 | 7 |
| 图表 7: 公司及竞争对手专利授权数量 (个) | 7 |
| 图表 8: 公司与竞争对手研发费用比较 | 7 |
| 图表 9: 公司部分授权专利 | 8 |
| 图表 10: 公司股权结构 | 8 |
| 图表 11: 公司前十大股东情况 (2019 年中报) | 9 |
| 图表 12: TFT-LCD 上游原材料成本构成情况 | 10 |
| 图表 13: TFT 液晶材料产业链 | 11 |
| 图表 14: 全球 TFT 混合液晶材料主要生产商 | 11 |
| 图表 15: 全球平均电视屏幕尺寸 (英寸) | 12 |
| 图表 16: 国内 TFT 液晶材料需求 (万吨) | 12 |
| 图表 17: 全世界大尺寸 TFT-LCD 产能和需求变化 | 12 |
| 图表 18: 全球液晶面板产能分布 | 13 |
| 图表 19: 传统液晶材料与 OLED 材料性能对比 | 13 |
| 图表 20: 全球 OLED 产值规模 | 14 |
| 图表 21: 全球 OLED 材料市场规模 (亿元) | 14 |

| | |
|--|----|
| 图表 22: 全球有机发光材料市占率..... | 14 |
| 图表 23: 红光材料市占率..... | 15 |
| 图表 24: 绿光材料市占率..... | 15 |
| 图表 25: 蓝光材料市占率..... | 15 |
| 图表 26: 公司及主要竞争对手产品布局及客户情况..... | 15 |
| 图表 27: 全球 OLED 终端产品出货量 (亿件)..... | 16 |
| 图表 28: 全球不同显示材料显示屏手机出货量..... | 16 |
| 图表 29: 国六标准下柴油车尾气处理技术路线..... | 16 |
| 图表 30: 沸石分子筛的应用..... | 17 |
| 图表 31: 全球分子筛吸附材料下游需求结构..... | 17 |
| 图表 32: 我国汽车保有量变化趋势 (万辆)..... | 17 |
| 图表 33: 2018 年按燃料类型划分的汽车保有量构成..... | 17 |
| 图表 34: 不同燃料类型汽车的污染物排放量分担率..... | 18 |
| 图表 35: 2018 年按排放标准阶段划分的汽车保有量构成..... | 18 |
| 图表 36: 国六与国五各污染物排放标准对比..... | 19 |
| 图表 37: 按排放标准阶段划分的柴油车保有量构成..... | 19 |
| 图表 38: 商用柴油车数量..... | 19 |
| 图表 39: 乘用柴油车数量..... | 19 |
| 图表 40: 中国汽车尾气催化剂市场格局..... | 20 |
| 图表 41: 万润沸石系列投产计划..... | 21 |
| 图表 42: 我国 65 岁以上人口占比情况..... | 22 |
| 图表 43: 近年我国医疗行业融资状况..... | 22 |
| 图表 44: 我国大健康产业规模增长预测..... | 22 |
| 图表 45: 万润全国独家产品..... | 23 |
| 图表 46: 万润大健康业务营业收入及毛利..... | 23 |
| 图表 47: 公司各业务收入及毛利率情况 (百万元)..... | 24 |
| 图表 48: 公司与可比公司估值比较 (其余公司盈利预测取自 Wind 一致预期)..... | 24 |

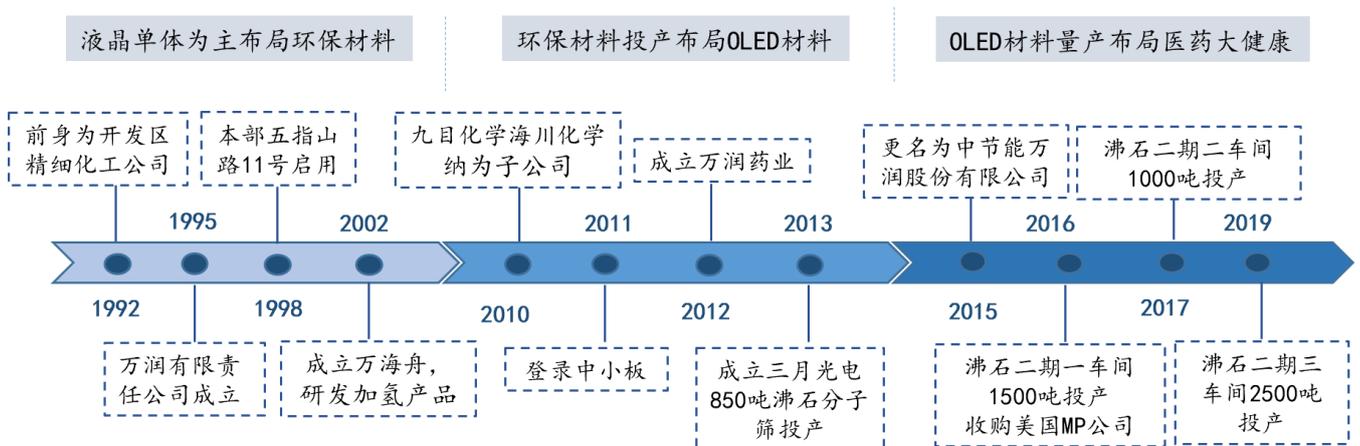
1. 公司概况

1.1. 立足于技术发展，三大业务齐头并进

公司前身为烟台开发区精细化工公司，成立于1992年，于2011年于中小板上市。公司成立初期主要致力于液晶材料的研发、生产和销售，经过20多年的发展，已经逐步形成了现有的信息材料（TFT液晶材料及OLED显示材料）、沸石环保材料以及大健康产业三大业务板块：

- 1992-1995年：前身为烟台开发区精细化工公司，主要生产并出口高端TFT液晶单体及中间体。
- 1995-2002年：2002年公司与日本DIC、烟台万华氯碱成立了合资公司万海舟，开始研发加氢产品。
- 2002年-2010年：2010年将九目化学和海川化学纳为旗下全资子公司，主要产品包括OLED单体与OLED中间体。
- 2010年-至今：2012年成立第三家全资子公司烟台万润药业，主要从事医药产品的研发、生产和销售。2013年成立控股子公司江苏三月光电科技，主攻OLED器件市场，2015年扩张海外市场，成立第五家全资子公司万润美国。2016年收购全球跨国企业MP生物医疗公司，在生命科学和体外诊断领域多元化布局大健康产业。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司网站，国盛证券研究所

图表 2: 公司主要产品及产能

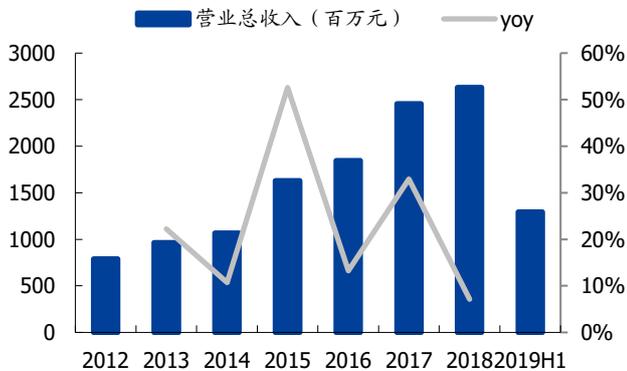
| 类别 | 产品 | 产能 (吨) | 产能规划 | 所在子公司 | 地址 |
|-------|-----------|--------|-----------|-------|----|
| 信息材料 | 液晶单体 | 150 | | 母公司 | 烟台 |
| | 液晶中间体 | 450 | | 母公司 | 烟台 |
| | OLED 中间体 | | | 九目化学 | 烟台 |
| | OLED 单体 | | | 九目化学 | 烟台 |
| | OLED 成品 | | | 三月光电 | 无锡 |
| 环保材料 | 沸石分子筛 | 3350 | 2500+7000 | 母公司 | 烟台 |
| 大健康产业 | 医药中间体/原料药 | 100 | | 万润药业 | 烟台 |
| | 生命科学/体外诊断 | | | MP 公司 | 美国 |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2. 三大产业布局逐步落地, 营收利润创新高

近几年公司营业收入和净利润持续提升, 2019H1 实现营业收入 12.93 亿元, 同比增长 1.18%, 实现归母净利润 2.31 亿元, 同比增加 19.63%, 公司营业收入和利润逐渐上升并且增速趋于平稳, 投入的 OLED 材料和沸石生产线逐渐落地, 成为公司业绩稳定上升的助推器, 加速布局环保材料和大健康领域绽放出新的业绩增长点。

图表 3: 公司近几年营业收入情况



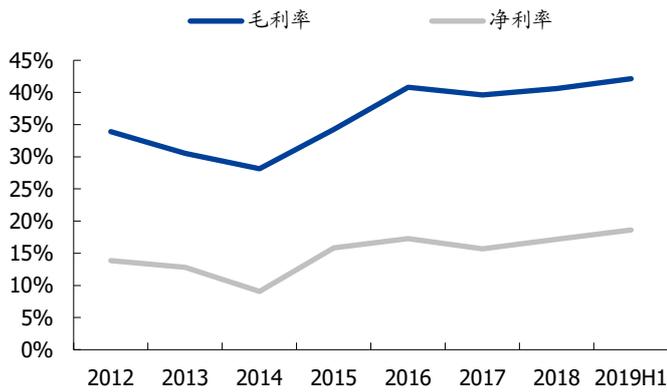
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司近几年归母净利润情况



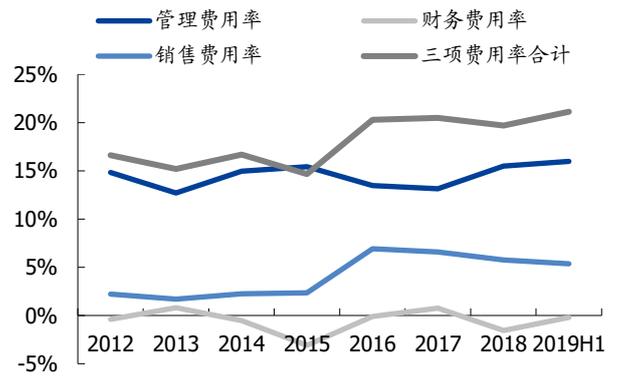
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

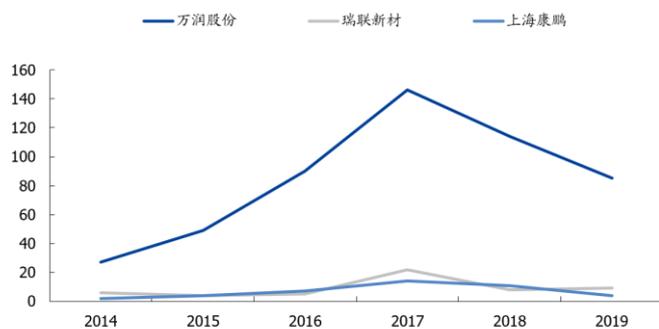
图表 6: 公司三项费用率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

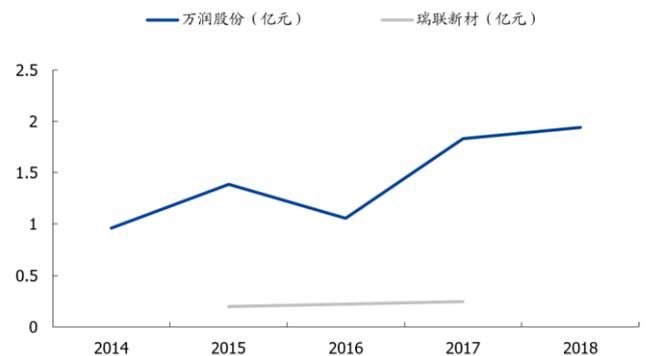
研发费用及产出高于同行业企业: 公司 2018 年研发投入 1.94 亿元, 专利数 114 个, 远高于同行业企业。研发人员数量 388 个, 研发人员占比 11.94%。公司总专利数已达到 566 个, 在 A 股所有化工上市公司中专利数目位居前列。从已有专利看主要专利储备为 OLED 材料, 尤其是发光材料的技术储备。现有具有 OLED 知识产权的 OLED 材料正在下游厂商进行放量验证, 未来有望批量供应。公司在生产技术上具备超低温反应技术、无水无氧操作技术、乙硼烷还原技术、单体提纯技术, 在国内处于领先水平, 产品质量得到下游默克、JNC、DIC 等客户的认可。

图表 7: 公司及竞争对手专利授权数量 (个)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 公司与竞争对手研发费用比较



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

OLED 材料研发主要集中在三月科技, 三月科技成立于 2013 年 1 月, 专注开发 TADF 材料, 以及相关的 HT/ET 材料、HB 材料。公司围绕 TADF 材料方向共申请发明专利近 200 篇, 已申请发明专利 416 多篇, 已授权 42 篇, 并且已有 2 支自主研发材料进入客户量产线。三月科技主要核心竞争力就在于 OLED 材料的升华提纯和 QC 及器件验证方面的积累。三月科技在光学匹配层 (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。

三月科技研发团队技术负责人李崇博士, 2003 年毕业于 Japan Yamagata University Kido Kenji Research Center, 师从于 OLED 研究第一人的日本山形大学紫绶勋章获得者城户淳二 (Junji Kido) 教授。

图表 9: 公司部分授权专利

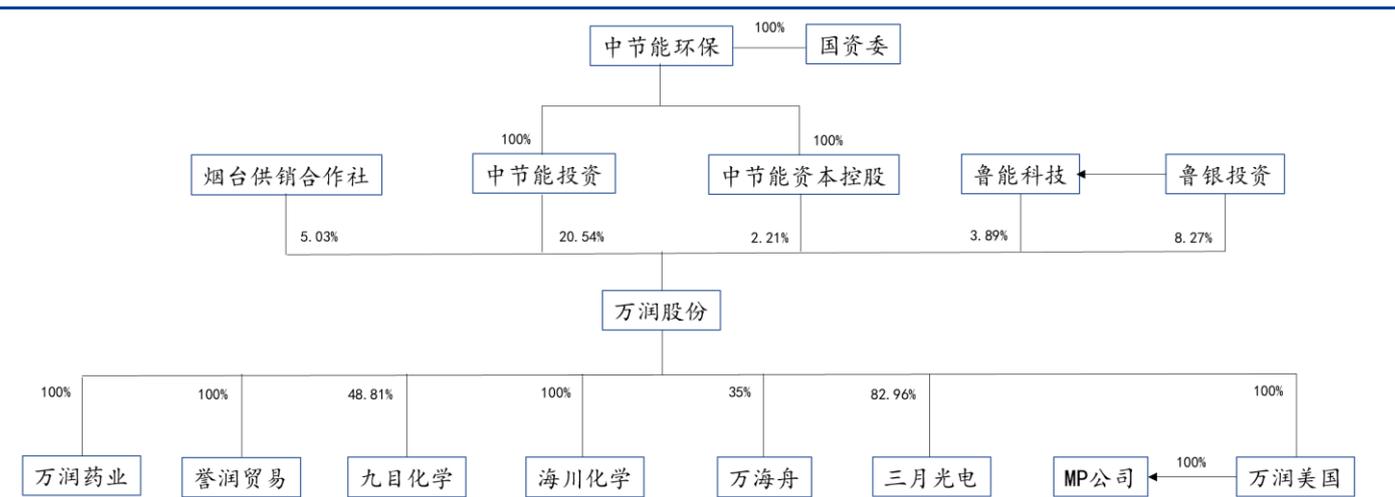
| 专利号 | 授权时间 | 专利名称 |
|--------------|-----------|--------------------------------|
| CN110105360A | 2019/8/9 | 一种蓝光 OLED 材料及其应用 |
| CN106800533B | 2019/6/28 | 一种蒽醌类有机电致发光材料及其制备方法和应用 |
| CN107068911B | 2019/5/14 | 一种含有蒽酮类化合物的有机电致发光器件及其应用 |
| CN109705162A | 2019/5/3 | 一种以双苯并膦吡啶取代三嗪环为核心的有机电致发光材料及其应用 |
| CN106883145B | 2019/4/2 | 一种螺环空穴传输材料及其制备方法和应用 |
| CN106800525B | 2019/4/2 | 一种茈基蒽醌类有机电致发光材料及其制备方法和应用 |
| CN107188829B | 2019/2/22 | 一种以全氟代亚苯基为核心的 OLED 光电材料及其应用 |

资料来源: 国家专利局, 国盛证券研究所

1.3. 国资控股, 资金充足并具有广阔的发展平台

公司实际控制人是中节能环保集团, 实际持股比例为 28.94%。公司采用“央企民营”的管理模式。

图表 10: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司前十大股东情况 (2019 年中报)

| 排名 | 股东名称 | 持股数量(股) | 占总股本比例(%) |
|----|----------------------------------|-------------|-----------|
| 1 | 中节能(山东)投资发展有限公司 | 186,770,000 | 20.54 |
| 2 | 鲁银投资集团股份有限公司 | 75,197,750 | 8.27 |
| 3 | 中国节能环保集团有限公司 | 56,202,343 | 6.18 |
| 4 | 烟台市供销合作社 | 45,754,250 | 5.03 |
| 5 | 招商银行股份有限公司-兴全轻资产投资混合型证券投资基金(LOF) | 38,242,564 | 4.21 |
| 6 | 山东鲁银科技投资有限公司 | 35,360,000 | 3.89 |
| 7 | 中节能资本控股有限公司 | 20,085,066 | 2.21 |
| 8 | 全国社保基金四一三组合 | 13,980,000 | 1.54 |
| 9 | 招商银行股份有限公司-富国天合稳健优选混合型证券投资基金 | 13,175,627 | 1.45 |
| 10 | 王忠立 | 9,994,965 | 1.10 |
| | 合 计 | 494,762,565 | 54.42 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司下设五家全资子公司: 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%。

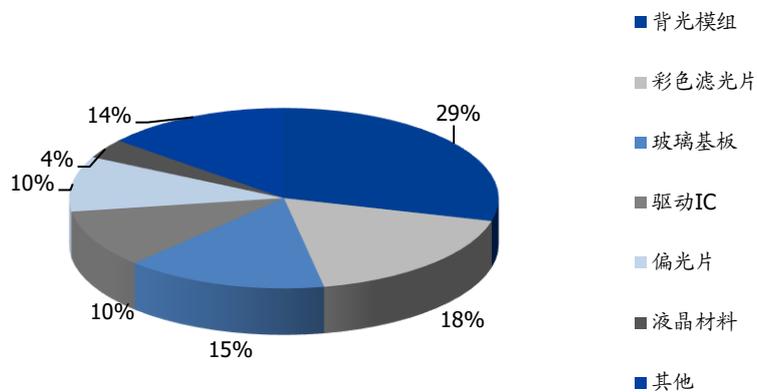
2.显示材料：TFT 液晶龙头进军 OLED 市场

2.1. TFT 液晶材料

2.1.1 液晶材料行业龙头，有望维持稳定增长

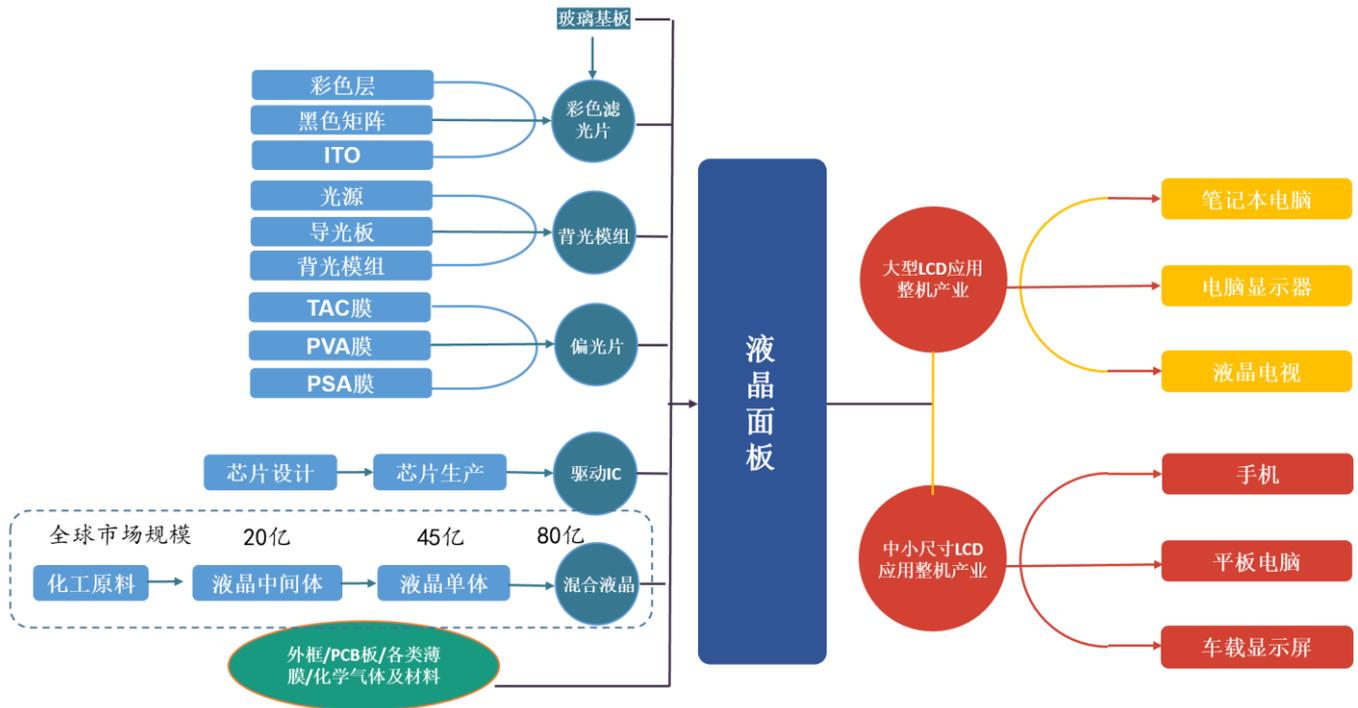
中国已经成为全球液晶单体及中间体的主要供应国：液晶材料是生产液晶显示（LCD）面板的核心材料之一，占 LCD 面板成本的 4%左右，分为液晶中间体、单体和成品液晶（混晶）。为了满足 LCD 对低电压驱动、响应速度快和工作温度范围广等使用要求，液晶材料配方中常需混合 10~20 种不同的液晶单体，任何一种液晶单体不能直接用于显示。

图表 12: TFT-LCD 上游原材料成本构成情况



资料来源：八亿液晶网，国盛证券研究所

图表 13: TFT 液晶材料产业链

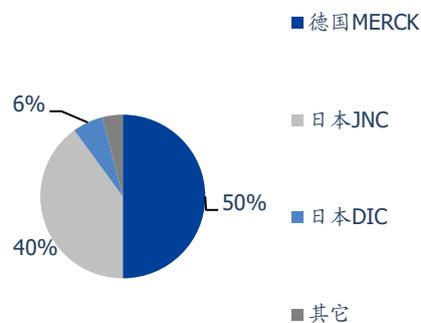


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

为了实现专业分工、优化管理, 全球主要 TFT 混晶企业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, 为我国的液晶材料行业发展创造了发展空间, 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。未来随着液晶材料上游需求的持续增长及国际间专业分工的深化, 国内液晶材料行业发展前景广阔。

公司在液晶材料行业处于领先地位, 生产的液晶单体和液晶中间体主要用于 TFT 混合液晶, 占 TFT 液晶材料国际市场份额超过 15%。万润每年 TFT 液晶材料产能超过 400 吨, 是国内液晶单体、液晶中间体供应商的龙头企业。国际上能生产 TFT 混合液晶的主要是德国的 Merck、日本的 JNC 和 DIC, 上述三家公司的销售额占全球市场 95%以上, 公司已成为上述客户的长期合作伙伴。

图表 14: 全球 TFT 混合液晶材料主要生产商

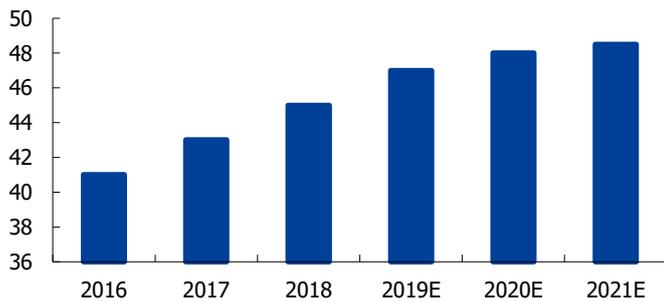


资料来源: Ofweek, 国盛证券研究所

2.1.2 显示屏大尺寸化趋势，液晶材料市场需求增加

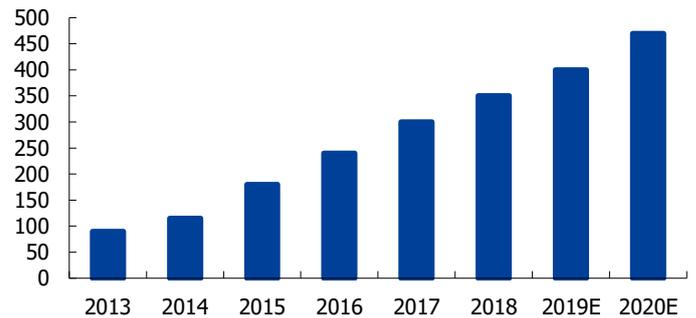
全球液晶电视平均尺寸不断增大，从2013年的39英寸增加至2017年的42.8英寸，预计到2021年将达到约48.5英寸。电视显示屏大尺寸化发展趋势明显，大尺寸TFT-LCD面板作为电视的首选材料，全球需求以年均6.3%的速度持续增长。2018年国内TFT液晶材料需求约350万吨，结合国内各大面板厂产线的投产情况及后续投资计划估算，2019年国内需求约400万吨，2020年需求将达到470万吨以上。逐步增加的下游需求趋势成为万润TFT液晶材料的稳定增长点。

图表 15: 全球平均电视屏幕尺寸 (英寸)



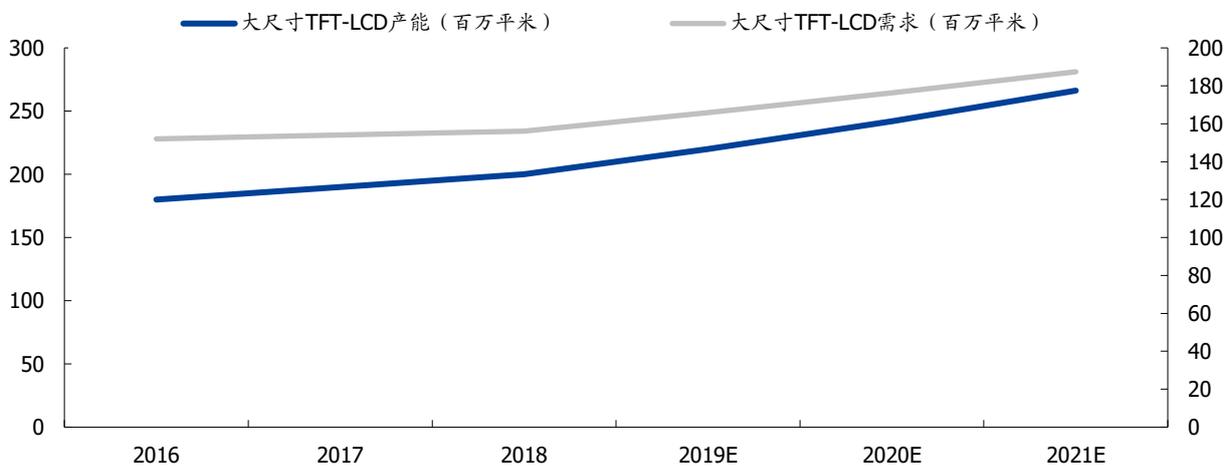
资料来源: 中华液晶网, 国盛证券研究所

图表 16: 国内 TFT 液晶材料需求 (万吨)



资料来源: 东西智库, 国盛证券研究所

图表 17: 全世界大尺寸 TFT-LCD 产能和需求变化

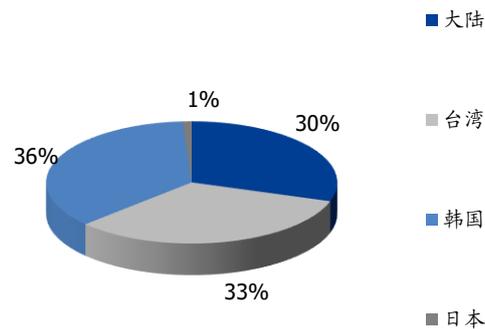


资料来源: Digitimes, 国盛证券研究所

2.1.2 面板产业逐步向国内转移，液晶材料需求还将持续增加

全球平板显示产业集中在韩国、台湾地区、日本和中国大陆，受大屏手机、电视尺寸、车载显示及公共显示的拉动，近几年全球新型显示产业维持持续增长态势。在下游市场高速增长的需求拉动和国家相关产业政策的支持下，国内显示面板及材料迎来了快速的发展，以京东方、华星光电、天马、龙腾光电、中电熊猫等为代表的一批面板生产企业的崛起，带动了大陆平板显示产业链的高速发展，面板产业不断向国内转移的趋势明显，有望带动液晶材料需求持续增长。

图表 18: 全球液晶面板产能分布



资料来源: 前瞻经济学人, 国盛证券研究所

2.2 OLED 材料

2.2.1 布局 OLED 升华材料, 打造 OLED 材料全产业链

OLED 是一种利用多层有机薄膜结构产生电致发光的器件, 它的制作过程相对简易, 而且只需要低的驱动电压, 这些特征使得 OLED 在满足平面显示器的应用上显得异常突出。OLED 材料制作的显示屏比传统 LCD 显示屏更轻薄、对比度高、功耗低、响应快、清晰度高、柔性好、发光效率高, 能更加满足消费者对显示技术的新需求。

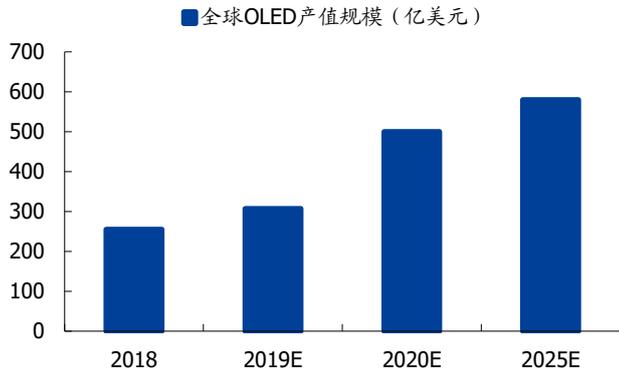
图表 19: 传统液晶材料与 OLED 材料性能对比

| 显示技术 | LCD | OLED |
|-------------------------|--------------|--------------|
| 原理 | 背光+彩色滤光片 | 自发光 |
| 发光效率 | 低 | 中 |
| 亮度 (cd/m ²) | >3000 | >500 |
| 对比度 | 中 | 高 |
| 相应时间 | ms | μs |
| 功耗 | 中 | 中 |
| 运行温度 | -20° C-80° C | -30° C-70° C |
| 灵活性 | 低 | 高 |
| 寿命 | 长 | 中 |

资料来源: 智通财经, 国盛证券研究所

根据前瞻产业研究院数据, 2018 年全球 OLED 整体市场规模达到 255 亿美元, 预计到 2019 年有望突破 300 亿美元, 到 2020 年和 2025 年分别达到 500 亿和 580 亿美元。OLED 材料属于 OLED 产业链上游环节, 伴随着 OLED 的发展近年来也呈现了快速增长的态势, 到 2018 年全球 OLED 材料的市场规模已经达到 91.1 亿元。

图表 20: 全球 OLED 产值规模



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

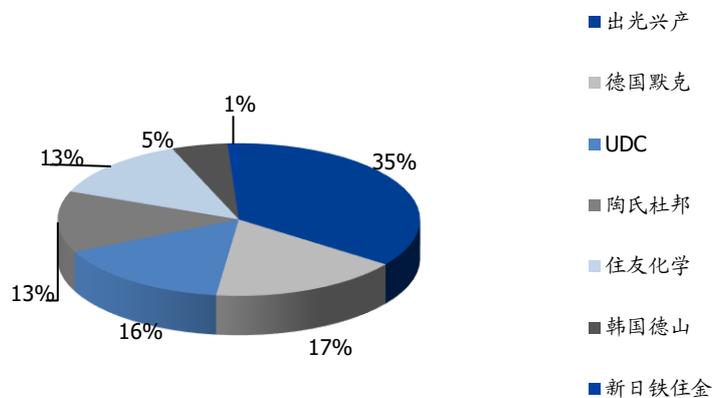
图表 21: 全球 OLED 材料市场规模 (亿元)



资料来源: 赛瑞研究, 国盛证券研究所

OLED 材料主要包括发光材料和基础材料两部分, 合计占 OLED 屏幕物料成本的约 30%。发光材料是 OLED 面板的核心组成部分, 主要包括红光、绿光、蓝光等。OLED 基础材料主要包括电子传输层 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, 其中有机发光层材料和传输层材料为 OLED 的关键材料。从上游材料的制作过程来看, 首先由材料厂商将化工原料合成制成 OLED 中间体, 再进一步合成成升华前材料, 将其销售给 OLED 终端材料厂商, 由 OLED 终端厂商进行升华处理后最终形成 OLED 终端材料用于 OLED 面板的生产。

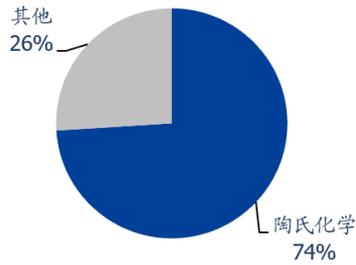
图表 22: 全球有机发光材料市占率



资料来源: 新材料在线, 国盛证券研究所

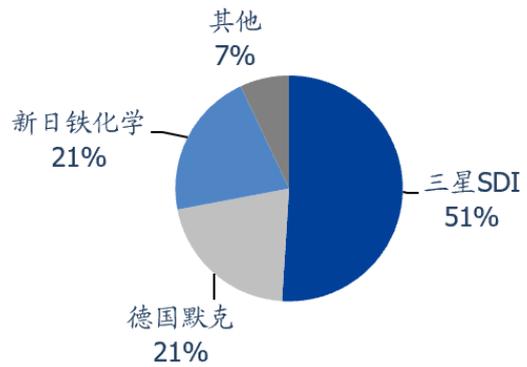
目前 OLED 终端材料的生产主要还集中在韩国、日本、德国及美国厂商手中, 其中荧光材料专利被出光兴产、默克、LG、陶氏、德山、斗山等海外公司拥有, 小分子磷光 OLED 材料和 TADF 材料主要由美国 UDC 公司拥有。国内企业目前在专利方面还存在较大差距, 多以仿制和技术含量较低的单体和中间体产品为主。

图表 23: 红光材料市占率



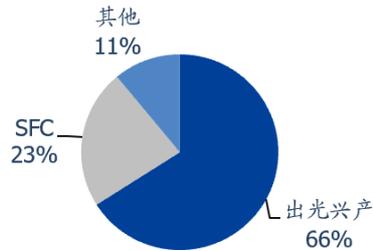
资料来源: CSCC, 国盛证券研究所

图表 24: 绿光材料市占率



资料来源: CSCC, 国盛证券研究所

图表 25: 蓝光材料市占率



资料来源: CSCC, 国盛证券研究所

在我国 OLED 有机材料企业中, 万润股份、西安瑞联等都已实现规模量产并进入全球 OLED 材料供应链。公司旗下九目化学在 OLED 材料研发和生产方面已在行业处于领先地位, 主要从事升华前材料研究, 引入战投后有望继续扩大市场份额。三月光电主要致力于升华后材料, 包括传输材料和发光材料的研发, 已在光学匹配层 (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。

图表 26: 公司及主要竞争对手产品布局及客户情况

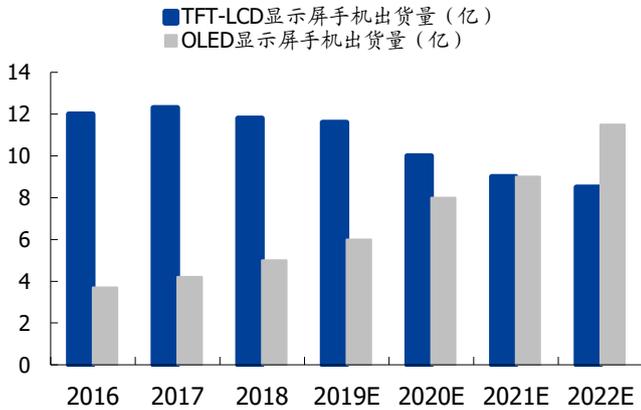
| 公司 | 产品 | 下游客户 |
|-------|--------------|----------|
| 万润股份 | OLED 中间体、粗单体 | Merk、JNC |
| 瑞联新材 | OLED 中间体、粗单体 | Merk、JNC |
| 濮阳惠成 | OLED 中间体 | 瑞联等 |
| 吉林奥莱德 | OLED 中间体、粗单体 | |
| 阿格蕾雅 | OLED 中间体 | |
| 莱特光电 | OLED 单体 | 京东方 |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.1.2. OLED 电视渗透率提升是拉动上游材料的关键因素

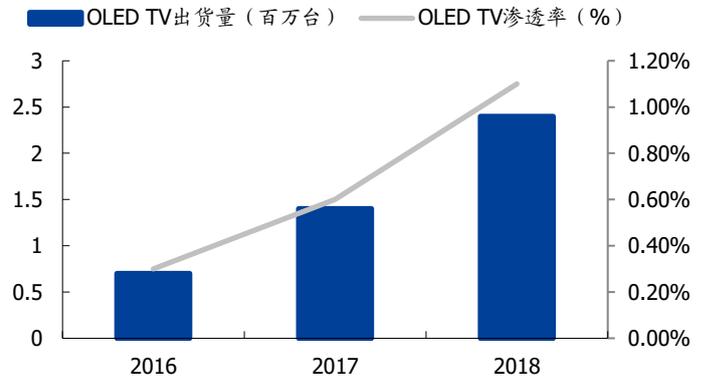
奥维睿沃(AVC Revo)《全球 TV 品牌出货月度数据报告》指出, 2018 年全球 OLED 电视出货 240 万台, 同比增长 69.4%, 全球 OLED TV 渗透率 1.1%; 品牌液晶电视出货量 2.18 亿台, OLED 在大尺寸显示屏渗透率的提升, 有望拉动上游材料的快速增长。

图表 27: 全球 OLED 终端产品出货量 (亿件)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 28: 全球不同显示材料显示屏手机出货量



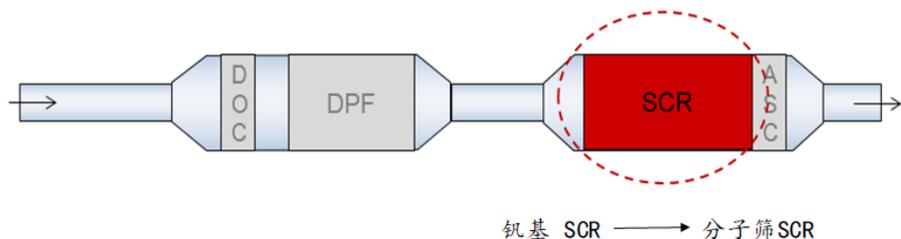
资料来源: 巨世, 国盛证券研究所

3. 环保材料: 国六高标准沸石产能快速提升, 成为公司业绩稳定增长主要贡献来源之一

公司生产的环保材料主要分为环保催化材料、MTO 石化催化材料以及纳米材料三类, 可应用于汽车尾气处理、电厂尾气处理、石油裂解催化、环保涂料等领域。

沸石分子筛指具有分子筛作用的天然及人工合成的晶态硅铝酸盐, 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。

图表 29: 国六标准下柴油车尾气处理技术路线



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

全球分子筛主要应用于炼油、空气分离、石化、制冷剂、天然气等。其中沸石分子筛可用于干燥净化、吸附分离、催化剂等领域。我国近年来经济发展速度较快, 分子筛作为

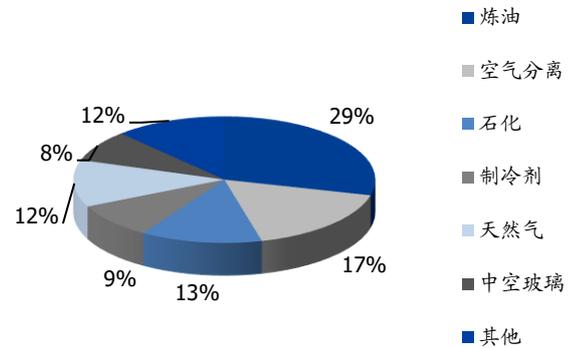
汽车尾气处理及是石油精细化工的重要吸附剂及催化剂品，得到市场青睐，发展速度飞快，技术水平迅速提升，成为全球最为重要的分子筛生产国及需求国之一。

图表 30: 沸石分子筛的应用

| 类别 | 具体应用 |
|---------|---|
| 干燥及净化领域 | 脱水、净化空气中的污染物 |
| 吸附分离领域 | 混合二甲苯的分离、N ₂ /O ₂ 的分离、提高汽油辛烷值 |
| 催化领域 | 催化剂 |

资料来源: Chemical Book, 国盛证券研究所

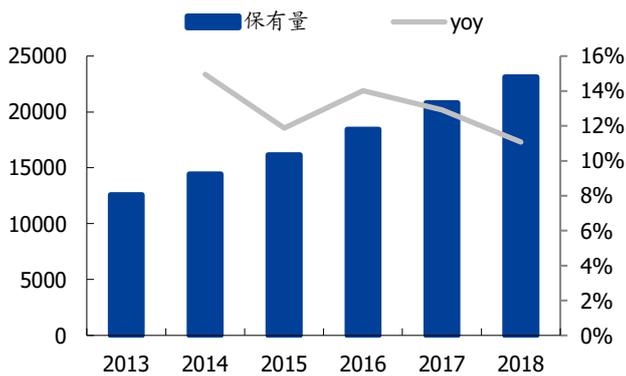
图表 31: 全球分子筛吸附材料下游需求结构



资料来源: 中国产业研究院, 国盛证券研究所

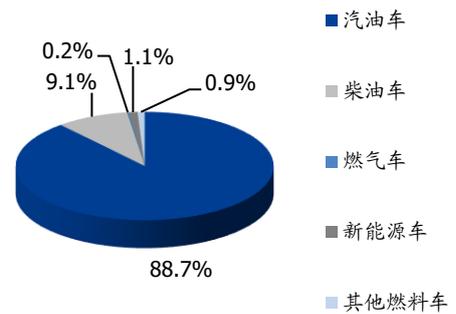
1) 汽车尾气处理领域: 汽车尾气是城市大气污染最主要的来源之一，目前治理手段主要包括机内净化技术、机外净化及使用清洁能源替代等三类途径，根据国内外经验，采用尾气催化剂是效率最高的方案。近年来中国汽车保有量快速增长，2018年全国汽车保有量达到 23121.8 万辆，同比增长 11.1%。与汽油车相比，柴油车的燃烧效率高、燃油能耗低，排放的一氧化碳、温室效应气体显著降低，具有良好的经济优势及环保优势，然而截至 2018 年我国柴油车的占比仅有 9.1%，由于认知观念、油品质量及政策等因素，柴油车在乘用车中占比更低，仅有 0.4% 左右，远低于欧洲市场水平。

图表 32: 我国汽车保有量变化趋势 (万辆)



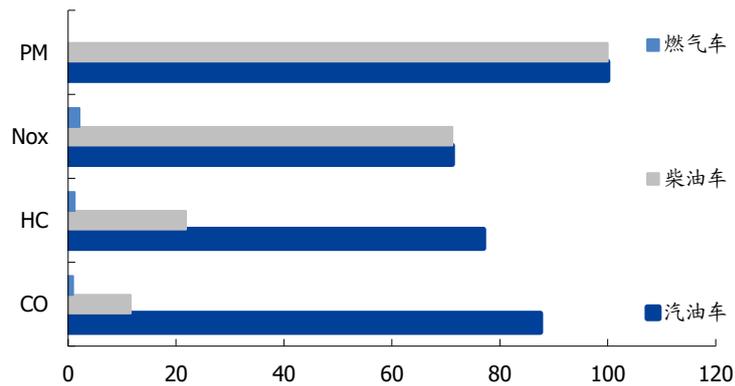
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 2018 年按燃料类型划分的汽车保有量构成



资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

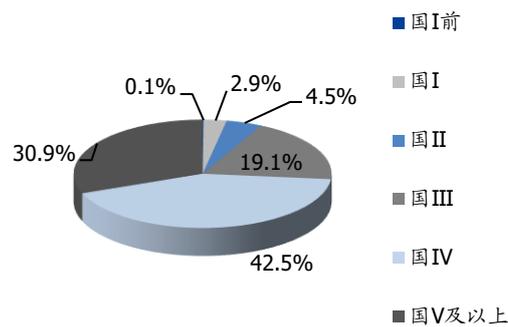
图表 34: 不同燃料类型汽车的污染物排放量分担率



资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

根据环保部近期发布的《中国移动源环境管理年报(2019)》,截至2018年底,我国汽车保有量中符合国V及以上排放标准的汽车30.9%,随着未来国家强制性的排放标准升级及环保要求的持续收紧,适用于更高标准的汽车尾气处理材料将拥有巨大的市场。

图表 35: 2018 年按排放标准阶段划分的汽车保有量构成



资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

为了贯彻环境保护相关法律,减少并防止汽车排气对环境的污染,保护生态环境和人体健康,环保部、国家质检总局分别于2016年12月23日和2018年6月22日发布分别针对轻型车和重型车的“国六标准”。目前国家将“国六标准”分为“国六a”和“国六b”两个阶段,并计划分别于2020年和2023年在全国统一实施。相比较于国五标准,国六标准对排放物一氧化碳、氮氧化物、碳氢化物要求将更加严格,并且新增加了对一氧化二氮排放的限制。

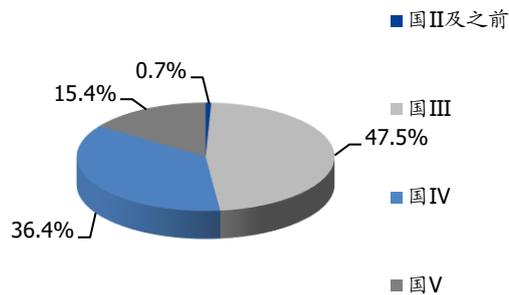
图表 36: 国六与国五各污染物排放标准对比

| 标准 | CO | THC | NMHC | NOx | N2O | PM |
|---------|------|------|-------|-------|------|--------|
| 国五标准 | 1.00 | 0.10 | 0.068 | 0.06 | — | 0.0045 |
| 国六 a 标准 | 0.70 | 0.10 | 0.068 | 0.06 | 0.02 | 0.0045 |
| 国六 b 标准 | 0.50 | 0.05 | 0.035 | 0.035 | 0.02 | 0.003 |

资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

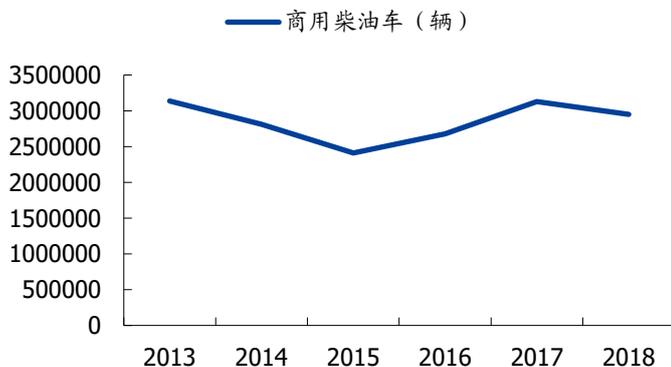
目前沸石需求主要集中在北美及欧洲, 总需求量超过 1.2 万吨, 在国六标准出台之前国内沸石需求很少, 因此排放标准的提升有望带来沸石分子筛的新增需求。按照 18 国内柴油车数量计算, 我们预计国内沸石分子筛的总需求量约 1 万吨左右。

图表 37: 按排放标准阶段划分的柴油车保有量构成



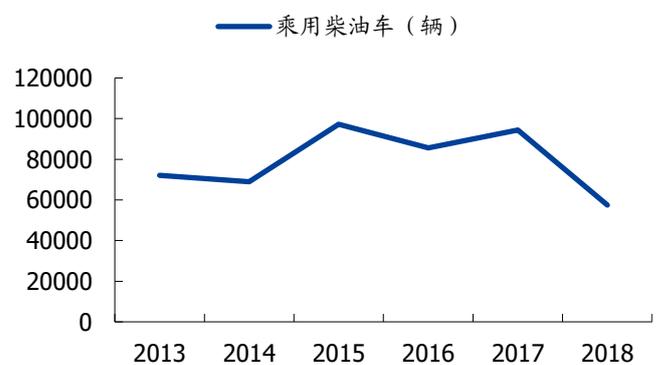
资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

图表 38: 商用柴油车数量



资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

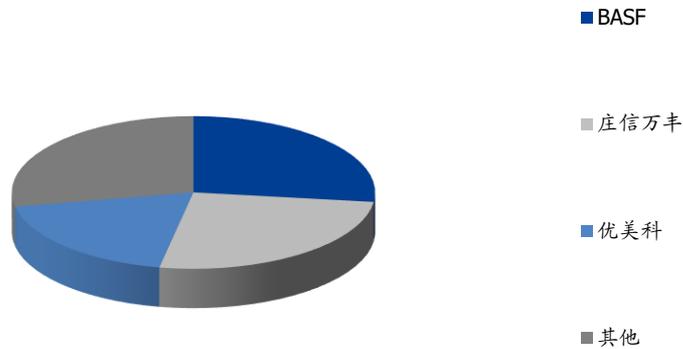
图表 39: 乘用柴油车数量



资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

绑定庄信万丰，产能逐步释放下公司业绩有望快速增长：由于技术壁垒较高，全球汽车尾气催化剂市场呈现高端垄断的市场格局，主要由英国的庄信万丰、德国巴斯夫及比利时优美科等少数几家企业垄断，并且以上三家企业均已在国内建厂，占据国内汽车尾气催化剂 70%以上市场份额。公司已成为庄信万丰的主要供应商，有望受益于汽车尾气催化全球市场的快速增长。

图表 40: 中国汽车尾气催化剂市场格局



资料来源：中研网，国盛证券研究所

2) 燃煤、燃油、燃气等烟道气脱硝领域：由于燃煤锅炉和各种工业锅炉等装置所排放的氮氧化物(NOx)，污染环境、危害人类健康，目前氮氧化物作为污染源引起了人们的高度关注，国家相关部门已经加强了氮氧化物排放标准并出台了相应的强制性脱硝政策。目前燃煤、燃油、燃气等烟道气脱硝领域以钒钛系催化剂为主，沸石环保材料催化剂相较于传统的钒钛系催化剂，其具有无污染、性能稳定、高温区转化效率高等优势。随着国家对氮氧化物排放标准的加强，沸石催化剂在烟道气脱硝领域还将迎来巨大的市场空间。

3) 挥发性有机物处理领域：挥发性有机废气(VOCs)是常见的大气污染物之一，对环境质量、动植物生长以及人类健康都有危害。它在常温下以蒸汽形式隐于空气中，已成为仅次于PM2.5和PM10之后的大气首要污染物之一。吸附浓缩是目前应用最广泛且最为节能环保的VOCs处理方案。吸附剂主要有活性炭、活性炭纤维和沸石环保材料三种。相比于目前使用较为广泛的吸附剂活性炭，沸石环保材料阻燃性好，可耐受高温，作为吸附剂使用的疏水性高硅分子筛，在相对湿度RH>60%的废气工况下依然有良好的吸附性能，易于解吸，可循环使用且更加环保，市场空间广阔。

4) 炼油催化领域：石油炼制除常减压、焦化等少数几个过程外，80%以上的过程为催化反应过程，催化剂技术成为实现原油高效转化和清洁利用的关键核心技术，是炼油技术进步最活跃的领域之一。炼油催化剂包括用于流化催化裂化(FCC)、加氢处理(HPC)、烷基化、重整和其他应用的催化剂。部分具有特殊结构的沸石材料具有很高的催化裂化、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，并具有良好的抗硫、氮中毒能力，因此被广泛应用于炼油催化剂中。沸石催化剂无毒无害的特性及其相关绿色工艺适应环保发展趋势，将获得越来越广泛的应用。

万润的沸石系列环保材料产能逐步提升：公司于12年使用超募资金1.36亿元建设850吨V-1项目，于13年投产，2015年非公开发行建设沸石二期扩建项目中首个1500吨/年的车间已于2016年达产，另外产能1000吨/年的新车间也于2017三季度达产，根据公告二期第三个车间2000吨正在建设过程中，计划于2019年12月底前达到预定可使用状态，届时公司沸石总产能将达到5850吨。公司近期公告预计新建4000吨ZB沸石系列用于提供欧六排放标准以上的柴油尾气治理。其次是3000吨MA沸石系列，该系列主要针对于炼

油催化、挥发有机物处理以及烟道气脱硝领域。新建的两个项目已经处于在建阶段，预计明年开始陆续释放并在 2021 年下半年完全投产。随着沸石产能的逐步释放，公司将成为在技术和销量均处于世界前列的高端沸石系列环保材料生产商。

图表 41: 万润沸石系列投产计划

| 项目 | 产能(吨) | 进度 |
|---------------|-------|---|
| 沸石一期 | 850 | 13 年投产 |
| 沸石系列二期 1、2 车间 | 2500 | 已投产 |
| 沸石系列二期 3 车间 | 2500 | 预计将于 19 年下半年投产 预计其中 2000 吨将于 2020 年上半年投产，另外 2000 吨将于 2020 年下半年投产 |
| 沸石 ZB 系列 | 4000 | 产 |
| 沸石 MA 系列 | 3000 | 预计 2021 年底前投产 |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

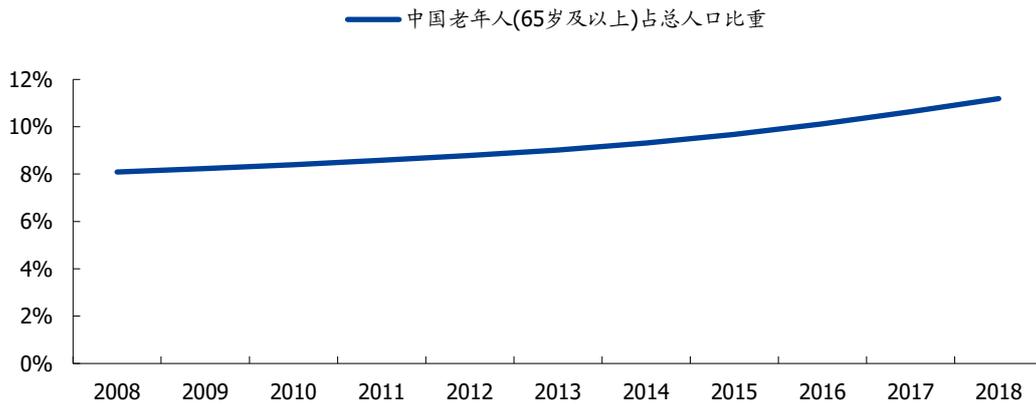
4. 大健康产业: 收购美国 MP 公司, 布局大健康产品

公司医疗材料业务主要通过子公司万润药业和 MP 公司布局。2012 年成立万润药业, 万润药业具有成熟的原料药及药物中间体生产能力, 具有口服固体制剂、保健食品、中药提取三大车间。现有原药生产能力 100 吨。

4.1. 老年化加剧刺激大健康产业市场需求

2010 年至 2040 年将是我国人口老龄化高速增长期, 预计到 2027 年我国老年人总数将超过 3 亿人, 2044 年将达到 4 亿人。在未来的近半个世纪中, 我国老年人口将一直呈迅速增长的发展趋势, 截至 2018 年我国 65 岁及以上老人数量已达到 1.67 亿人, 占总人口的比重达到 11.9%。人口老龄化加速, 长期利好医药板块。从老年人慢性疾病患病率来看, 老年人的患病率高达 64.5%, 而且多数疾病疗程长, 预后差, 费用大; 从老年人药品消费比例来看, 老年人的药品消费占据药品市场消费的 50% 以上。因此, 老龄化进程的加速势必带动药品的需求。

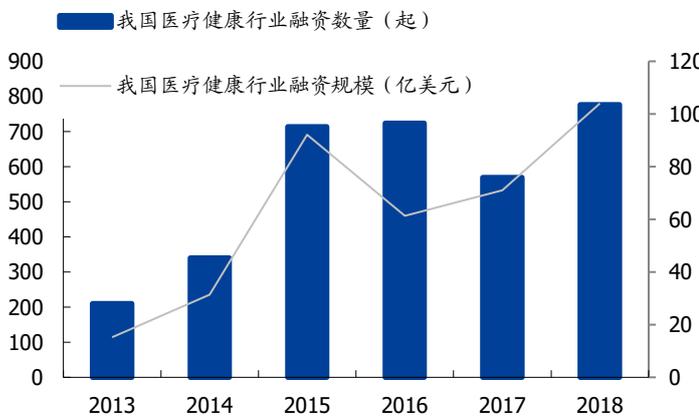
图表 42: 我国 65 岁以上人口占比情况



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

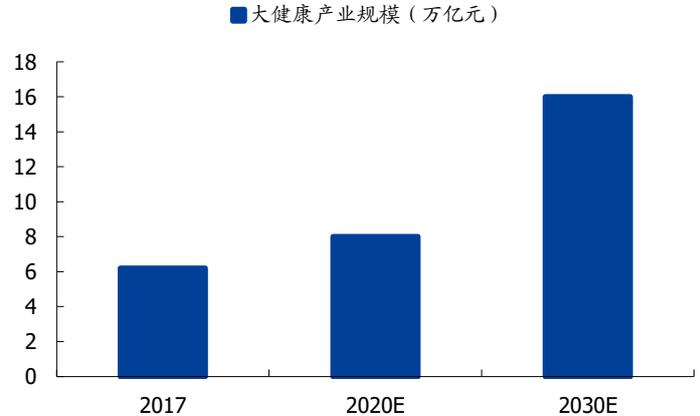
2016年10月25日, 中共中央、国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》, 这是我国建国以来首次在国家层面提出的健康领域中长期战略规划。国内企业亦在积极跟进创新药布局, 资本助力是重要表现。2014年以来国内新药领域发生融资300多起, 涉及金额约320亿元, 平均单笔融资金额接近亿元。我国大健康产业规模在2017年已达到6.2万亿元, 并预计将在2030年达到16万亿元。作为我国未来发展的重点之一, 中国大健康产业市场的需求和发展是一片待开拓的新领域。

图表 43: 近年我国医疗行业融资状况



资料来源: 智研, 国盛证券研究所

图表 44: 我国大健康产业规模增长预测



资料来源: 前瞻经济学人, 国盛证券研究所

4.2. 收购美国 MP, 万润大健康产业逐渐占领市场

万润股份于2016年3月以约9.4亿元现金完成对美国MP公司100%股权的收购, 正式进入生命科学和体外诊断领域, 进一步提升了公司的核心竞争力。MP公司总部位于加利福尼亚州圣安娜, 目前生产和销售产品超过5.5万种, 具有全球性的分销网络, 其体外诊断业务在中国、欧洲、韩国、新加坡等国家有十多个分支机构。

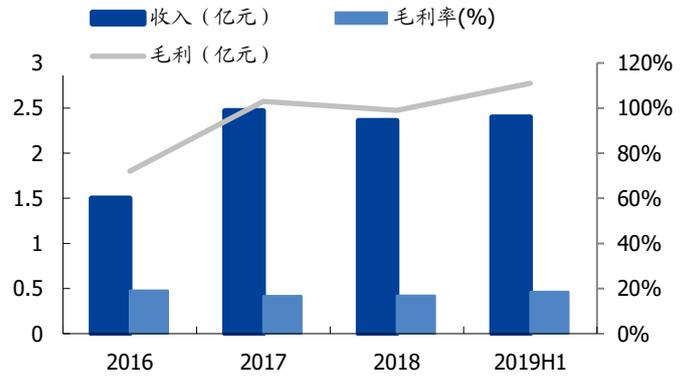
根据中商情报网数据, 全球体外诊断市场规模由2013年的554亿美元增长到2018年的793亿美元, 年复合增长率为7.44%。收购MP公司, 不仅能够使万润股份涉足行业应

用前景及市场空间广阔的业务领域，有效拓展万润股份的市场空间；同时，MP 公司的分支机构与营销网络遍布全球，能够为万润股份提供全球性的业务平台，有效提升万润股份产品的市场覆盖率。MP 公司先进的医疗产品生产技术也给万润提供了布局国内医药市场的条件。完成收购后，万润大健康业务在 2016 年收入为 4.20 亿元，相比于 2015 年同比增加了 466.67%。并且在 2017 年毛利润逐步增加到了 1.35 亿元。截至目前，公司已有九种医药产品取得国家食品药品监督管理局下发的药品批准文号，其中全国独家两种，原料药一种，还有多种医药产品的批准文号正在进行申请。

图表 45: 万润全国独家产品



图表 46: 万润大健康业务营业收入及毛利



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预期预测关键假设

1、营业收入: 我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 29.77、40.02、52.26 亿元，分别同比增长 13.1%、34.4%、30.6%，具体分业务来看：

- 1) 显示材料: 公司 LCD 液晶材料收入稳定。子公司九目化学计划投入约 6 个亿扩产 OLED 成品材料生产线，将在未来陆续释放。
- 2) 环保材料: 沸石二期剩余 2500 吨产能预计将于 2019 下半年按预期释放，7000 吨新投产计划预计 2020 年开始陆续释放。
- 3) 大健康业务: MP 公司业绩文额定，万润工业园一期医药扩产加认证，一期投资 6.3 亿左右，建设加上认证预计 2021 年底之前完成。

2、毛利率: 我们预计公司 2019~2021 综合年毛利率为 40.4%、40.1%、40.2%。

图表 47: 公司各业务收入及毛利率情况 (百万元)

| | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|---------|---------|---------|
| 功能性材料类 | 2405.96 | 3403.31 | 4598.00 |
| 增长率 | 14.82% | 41.45% | 35.10% |
| 毛利率 | 38.66% | 38.71% | 39.16% |
| 大健康类 | 551.25 | 578.81 | 607.75 |
| 增长率 | 4.94% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 48.00% | 48.00% | 48.00% |
| 其他业务收入 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 增长率 | 81.34% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 45.00% | 45.00% | 45.00% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2. 投资建议

相对估值法: 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.24/6.85/8.64 亿元, 同比分别增长 18.0%/30.6%/26.2%, 折合 EPS 分别为 0.58/0.75/0.95 元, 对应三年 PE 分别为 23.0/17.6/13.9, 与同类型新材料公司相比存在一定低估, 首次覆盖, 给予买入评级投资评级。

图表 48: 公司与可比公司估值比较 (其余公司盈利预测取自 Wind 一致预期)

| 股票代码 | 股票名称 | EPS (元) | | | PE | | | 收盘价 元/股 |
|-----------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| | | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 002643.sz | 万润股份 | 0.57 | 0.75 | 0.95 | 23.23 | 17.65 | 13.94 | 13.2 |
| 300481.sz | 濮阳惠成 | 0.58 | 0.75 | 0.94 | 26.50 | 20.49 | 16.35 | 15.4 |
| 300054.sz | 鼎龙股份 | 0.36 | 0.44 | 0.55 | 28.64 | 23.43 | 18.75 | 10.3 |
| 300285.sz | 国瓷材料 | 0.59 | 0.72 | 0.87 | 39.07 | 32.01 | 26.49 | 23.1 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6. 风险提示

原材料大幅波动影响: 如果原材料价格大幅波动, 可能会对公司盈利能力造成一定影响。

沸石需求增速不及预期: 欧洲燃油车产销量不及预期以及国内国六排放政策推行延迟可能会影响沸石需求。

汇率波动的风险: 海外收入占公司总收入的比例约 82%, 外销出口主要以美元结算, 因此人民币汇率的大幅波动可能将会对公司经营产生一定的影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com