2020 年 9 月 30 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(元) 22.8 元

万润股份（002643.SZ） Buy 买入

静待 OLED 材料及沸石放量，未来成长可期

公司基本资讯

產業別	化工
A 股价(2020/9/28)	17.84
深证成指(2020/9/28)	12760.93
股價 12 個月高/低	21.16/11.79
總發行股數(百萬)	909.13
A 股數(百萬)	894.38
A 市值(億元)	159.56
主要股東	中国节能环保集团有限公司(26.73%)
每股淨值(元)	5.35
股價/賬面淨值	3.34

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-9.8	-3.7	38.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
20200421	14.69	买入
20200817	16.66	买入

产品组合

功能性材料	80.16%
大健康产业	19.84%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.5%
一般法人	33.8%

股价相对大盘走势



结论与建议：

公司主营业务包括信息材料产业、环保材料产业以及大健康产业三大领域，其中信息材料、环保材料隶属于功能性材料。公司成立至今，依托自身领先的研发优势以及科技创新能力，内生外延，形成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。当前公司进入新一轮资本开支，在建及规划项目涵盖公司三大业务，随着新增项目落地，公司未来业绩有望持续增长，看好公司发展前景，维持“买入”评级。

- **自主可控，信息材料发展空间大：**信息材料主要包括液晶材料及 OLED 材料，当前液晶材料占比大，增长稳定，而 OLED 材料发展迅速、空间大，相应子公司九目化学 19 年实现净利润 0.6 亿元，同比增 159%，20 年上半年实现净利润 0.59 亿元，同比增长 171%。 4K/8K 超高清技术发展、屏幕大尺寸化保障 LCD 发展空间，公司高端液晶单体、中间体材料全球领先，随着市占率提高，液晶材料有望稳增长。当前国内 OLED 材料对外依赖度高，公司则是 OLED 材料国内龙头企业，除升华前材料、中间体材料外，公司向下游高毛利 OLED 成品材料发展，现已有 OLED 成品材料通过下游厂商的验证，静待放量。在自主可控的大背景下，叠加国内 OLED 面板产能全球占比逐年攀升，公司 OLED 材料有望保持高增长。此外，公司积极布局电子化学品领域的聚酰亚胺材料、光刻胶单体材料，进一步丰富公司信息材料产业产品线，为未来发展积蓄动能。

- **“国六”标准实施，环保材料成长确定性强：**“国六”标准实施，为满足车辆尾气排放标准，原有 SCR 装置（选择性催化还原器）将由钒基催化剂替换为沸石分子筛。随着沸石分子筛的渗透率提高，预计到 2025 年国内沸石分子筛总需求量将达到 1.8 万吨，市场规模超 60 亿元。公司深度绑定全球催化剂龙头庄信万丰，为其提供半数以上沸石分子筛，庄信万丰在全球柴油车尾气催化剂市占率超 50%，“国六”标准将为公司沸石业务带动确定性增长。当前公司沸石产能为 5850 吨，其中约有 2500 吨产能正处于试生产阶段，另有在建产能 7000 吨，其中 4000 吨为尾气处理用沸石 ,3000 吨为烟道气处理用沸石 ,新增产能预计 20 年起逐步投产，近年公司新增沸石产能释放恰逢其时，有望带动公司业绩持续增长。

- **三大业务并驾齐驱，看好公司未来发展：**沸石材料除 7000 吨沸石在建项目外，远期还规划有 15000 吨产能，用于烟道气脱销等。在信息材料方面，子公司九目化学计划投资 20 亿元，分两期建设以 OLED 材料为主的电化学品，其中一期 120 吨/年，二期同类产品产能扩至 300 吨/年。在大健康产业方面，公司计划投资 6.3 亿元，建设万润工业园一期项目，涉及医药中间体及原料药共 3155 吨/年，建成后预计可贡献利润 1.5 亿元。公司三大业务板块齐发展，凭借自身研发及创新优势，不断丰富产品种类，放大产品产能，释放成长空间，看好公司未来发展前景。

- **盈利预测：**我们预计公司 20/21/22 年实现净利润 5.3/6.9/8.2 亿元，yoy+4.8%/+30.7%/+18.7%，折合 EPS 为 0.58/0.76/0.91 元，目前股价对应的 PE 为 31/23/20 倍。看好公司业绩持续增长，维持“买入”评级。

- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、在建项目进度不及预期。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	444	507	531	694	823
同比增减	%	15.37%	14.00%	4.75%	30.67%	18.67%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.49	0.56	0.58	0.76	0.91
同比增减	%	15.37%	14.00%	4.75%	30.67%	18.67%
A 股市盈率(P/E)	X	36.49	32.01	30.56	23.39	19.71
股利 (DPS)	RMB 元	0.18	0.20	0.23	0.29	0.34
股息率 (Yield)	%	1.01%	1.14%	1.29%	1.63%	1.91%

一、公司是国内精细化工行业龙头

1、公司概况

公司前身可追溯到 1992 年烟台开发精细化工公司，1995 年由万利达公司和工业公司共同出资设立烟台万润精细化工有限责任公司，随后相继成立烟台万海舟化工有限公司提供加氢产品、收购烟台九目化学制品有限公司和烟台海川化学制品有限公司 100%，进一步扩大精细化学品研发、生产及销售能力。公司 2008 年改制成为股份有限公司，于 2011 年 12 月顺利在深交所挂牌上市。上市后，2012 年公司出资设立烟台万润药业有限公司，依托自身有机合成技术，从事药品、医药中间体等研发、生产及销售业务。2013 年公司设立控股子公司江苏三月光电科技有限公司，从事有机发光材料、有机发光照明及显示技术的研发、生产及销售，其中以 OLED 上游材料为主。2015 年公司更名为中节能万润股份有限公司，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三百余项。

图 1.公司发展历程时间表

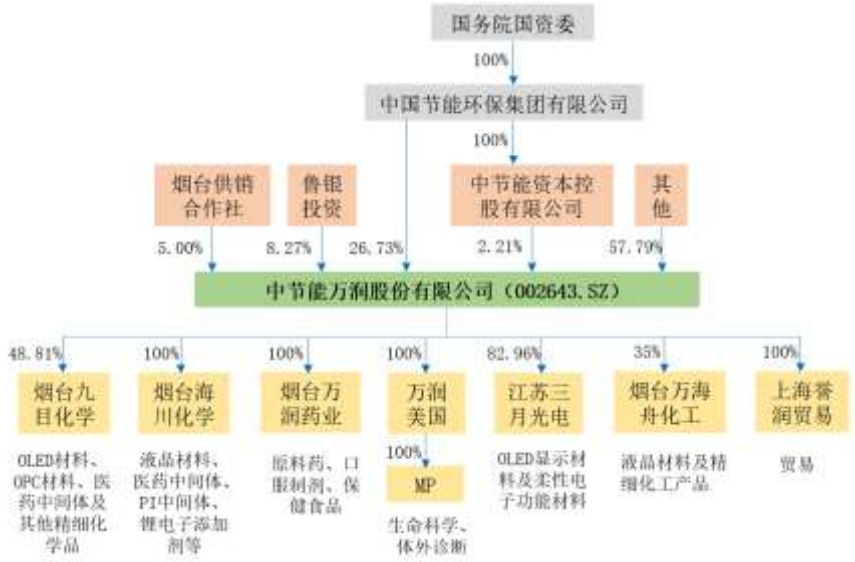


资料源 ：公司公告、群益金鼎证券整理

2、公司股权结构

万润股份实际控制人为中国节能环保集团公司，中国节能是目前国资委监管的唯一一家主业为节能减排、环境保护的中央企业，其直接和间接持有上市公司 2.63 亿股，占公司总股本的 28.94%。公司通过内生外延的方式不断发展壮大，扩大自身规模与业务经营范围，目前拥有全资子公司 5 家，其中间接持股 1 家，合资子公司 2 家，联营企业 1 家。

图 2.公司股权结构



资料源 ：公司公告、群益金鼎证券整理

3、公司主要业务介绍

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，其中公司在信息材料产业、环保材料产业领域的产品均为功能性材料。信息材料以显示材料为主，分为液晶材料及OLED材料，公司目前拥有液晶中间体产能450吨/年，液晶单体150产能/年，成为液晶显示材料领域全球领先企业，高端液晶市占率超15%。公司OLED材料供应日韩产业链，覆盖全球80%的OLED成品材料供应商，在该领域国内领先，同时部分OLED成品材料已通过下游厂商验证，等待放量。环保材料方面，公司研究并生产多种新型尾气净化用沸石环保材料，主要应用于高标准尾气排放领域，该系列产品的生产技术属于国际领先水平，目前拥有产能5850吨，其中2500吨正处于试生产阶段。此外，公司借助化学合成的技术、经验积累，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。

表 1.公司主要产能情况

类别	产品	经营主体	产能（吨/年）	客户	备注
信息材料	液晶中间体	母公司	450	德国Merck、日本DIC、日本JNC	高端液晶全球市占率15%
	液晶单体	母公司	150		
	OLED中间体	九目化学	具备量产能力	供应日韩产业链，覆盖全球80%的OLED成品材料供应商	
	OLED单体	九目化学			
	OLED成品及器件	三月光电			OLED成品材料通过下游厂商验证，等待放量
环保材料	沸石分子筛	母公司	5850	庄信万丰	
大健康产业	医药中间体、原药等	万润药业	430		
	生命科学、体外诊断	MP公司			

资料源 ：公司公告、群益金鼎证券整理

3、公司盈利状况及营收结构

公司上市以来，营业收入、净利润规模逐年扩大，营业收入由2011年的8.2亿元，增长至2019年28.7亿元，年复合增长率17%，净利润则是由1.20亿元增长至5.07亿元，年复合增长高达20%。2020年上半年公司营业收入及净利润罕见出现双双同比下滑现象，其中上半年实现营收12.47亿元，同比下滑3.6%，归母净利润2.16亿元，同比下滑6.2%，而二季度实

现营收5.78亿元，环比下滑13.5%，同比下滑8.4%，归母净利润0.92亿元，环比下滑25.8%，同比下滑28.8%，是上市以来单季业绩首次出现同比下滑。从公司境内、境外营收来源来看，公司境外收入占比维持在80%以上，而二季度境外疫情爆发，导致海外需求不佳，上半年境外实现营收9.62亿元，同比下滑16.0%，导致公司上半年业绩出现下滑。目前随着海外客户逐渐复工复产，积压需求有望在下半年释放，整体趋势向好，公司二季度业绩或将是底部业绩。

图 3.上市以来营业收入、归母净利润及相应增速



图 4.公司境内外营收情况及境外营收占比



资料源：公司公告、群益金鼎证券整理 （注：2015 年净利润增速为 167%）

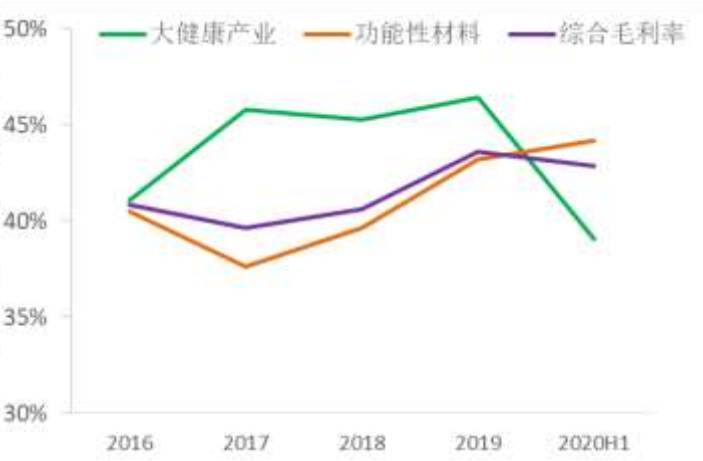
公司信息材料产业和环保材料产业隶属于功能性材料，是公司主要营业收入来源，其中2019年功能性材料营业收入为22.81亿元，占公司总营业收入的79.5%，2016-2019年间功能性材料营收复合增速达17.4%，保持较快增长趋势。2016年MP并表之后，大健康成为公司另一重要收入来源。2016-2019年间大健康产业复合增速达到9.9%，其中2019年大健康产业实现营收5.64亿元，营收占比为19.7%。2020年上半年受新冠疫情影响，公司大健康板块需求增加，大健康产业营收占比提升到21.9%，而功能性材料占比下滑至77.2%。

图 5.公司营业结构



资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 6.大健康产业和功能性材料近年毛利率情况



资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

2016-2019年，公司毛利率整体呈稳步上升趋势，2019年公司综合毛利率为43.60%，较2016年提升提升2.77个百分点，一方面九目化学OLED材料毛利率持续改善，另一方面随着沸石产能扩大，带来规模化效应。大健康产业盈利相对稳定，毛利率维持在45%左右，2020上半受疫情影响，相应低毛利产品营收规模扩大，导致上半年毛利率较2019年全年有所下滑。功能新材料毛利率逐年改善，2020上半年毛利率提升至44.16%，主要系功能性材料中

OLED材料毛利率大幅改善，九目化学上半年毛利率环比2019年全年提升9.54个百分点至34.68%，带动净利率也有所提升，其中九目化学上半年净利率为29.59%，同比提升11.93个百分点，环比2019年全年净利率提升7.46个百分点，受此影响，2020年上半年公司综合毛利率提高0.75个百分点至42.89%。

图 7.公司期间费用率及盈利能力情况



资料源：Choice、群益金鼎证券整理

图 8.公司期间费用率及盈利能力情况



资料源：Choice、群益金鼎证券整理

近几年公司毛利率稳健向上，同时期间费用率平稳运行，公司净利率维持在17%左右。公司净资产收益率（ROE）加权平均保持在10.5%，盈利能力十分稳健。从研发费用及研发费用率可以清晰看到，公司近年持续加大研发力度，2019年公司全年研发费用为2.19亿元，研发费用率为7.64%，处于国内化工行业前列。截至2019 年12 月，公司拥有近400项专利，专利涉及液晶取向剂、多种有机电致发光材料制备及应用、PDLC 显示器和阅读器等多种产品。长期的研发投入及行业经验积累，公司在显示材料技术上持续行业领先，同时公司还不断研发环保材料及医药产品，领先的研发优势以及科技创新能力是公司核心竞争能力的来源。

4 、公司未来新增产能

梳理公司在建及规划项目，公司已进入新一轮的资本开支，助力公司不断内生增长。在建及规划项目涵盖公司主要三大块业务。沸石环保材料方面，2018年启动“沸石系列环保材料建设项目”，项目拟投资12.78亿元，新增4000吨ZB系列沸石主要为满足庄信万丰在中国及欧洲的扩产计划，新增3000吨MA系列沸石面向国内环保、炼油催化等需求。另外，公司远期还规划有10000吨烟道气脱硝催化剂用沸石分子筛，为公司环保材料领域多产品线的复合发展奠定基础，为未来沸石业务发展打开成长空间。显示材料方面，以OLED上游材料为主，子公司九目化学计划投资20亿元，分两期建设“烟台九目化学搬迁扩产项目”，该项目已于2019年6月第一次环评公示。在医药中间体及原料药方面，拟投资6.3亿元建设“工业园一期项目”，建设医药中间体及原料药总产能3155吨，公司预计将于2021年之前完成项目建设及产品认证。

表 2.公司在建工程及规划项目

产品类别	项目	产品	产能（吨）	状态	应用
沸石环保材料	沸石系列环保材料建设项目	ZB系列沸石	4000	2018年启动，预计2021投产	欧VI及以上标准的柴油车尾气排放治理
		MA系列沸石	3000		烟道气脱硝领域、炼油催化及挥发性有机物处理
	生产基地三期	沸石-负载产品	5000	规划中	脱硫脱硝
		烟道气脱硝催化剂	10000	规划中	烟道气脱硝
OLED材料	九目化学搬迁扩产一期（二期）	咔唑并咔唑类电致发光材料	40（100）	2019年6月第一次环评公示	制备电致发光器件发光层、空穴传输层等
		喹啉类光电化学品材料	10（25）		作为发光层材料用于电致发光器件
		磺酸酯类材料	10（25）		制作稳定的空穴传输层
		硼酸类光电化学品材料	20（50）		小分子蓝光材料
		医药中间体材料	20（50）		
		芳胺类材料	20（50）		空穴传输层
医药中间体及原料药	工业园一期	TM35（二甲基哌啶季铵碱）	3000	预计2021年之前完成项目建设及产品认证	空病毒类
		西洛他唑	15		间歇性跛行治疗药物
		阿齐沙坦	20		抗高血压药
		洛索洛芬钠	50		非甾体抗炎药
		普仑司特	30		新型抗哮喘药
		TFPK（3.4-二氯三氟乙酰基苯）	40		原料药中间体

资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

从在建工程上看，公司 2012 年、2016 及 2018、2019 均有明显的投资建设，2012 年公司投资建设“V-1 沸石项目”，2015 年投建“沸石系列环保材料二期扩建项目”致 2016 年在建工程同比大增 477%。2018 年在建工程 3.3 亿元，同比增 191%、2019 年在建工程 9.1 亿元，主要是“沸石系列环保材料建设项目”、“环保材料建设项目”投入所致。随着“九目化学搬迁扩产项目”、“工业园一期项目”的展开，公司在建工程预期还将进一步放大。公司在投建节奏较之前明显放快，且建设规模更大，公司把握行业机遇、适时扩大生产规模，中长期成长方向、增长趋势明确。尽管公司进入大规模扩张阶段，但公司资产负债率名明显低于行业中值水平，截止 2020 年上半年公司在手货币资金 8.93 亿元，交易性金融资产 2.71 亿元，在手资金充裕，加上未来每年持续经营的净利润及相关折旧摊销费用，足以覆盖未来建设资金需求。

图 9.公司累计在建工程及同比变化情况 （百万元）



资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 10.公司资产负债率与行业比较



资料源：Choice、群益金鼎证券整理

二、显示材料

1、显示面板介绍

目前平板显示技术（FPD）的主流技术分为非自发光TFT-LCD技术和自发光的OLED技术。TFT-LCD发展早，技术成熟，产品良率高，具备成本优势，叠加本身有工作电压低、功耗小、分辨率高、抗干扰性好、应用范围广等一系列优点，一直为近年显示产业的主流产品，被广泛应于笔记本电脑、桌面显示器、电视、移动通信设备等领域。OLED全称为“有机发光二极管”，初期主要用于显示或照明领域，由于制造费用高、良率低，导致OLED面板价格昂贵，日常电子消费品需求小。由于两种主流面板光源技术、显色技术具有根本性差别，导致上游终端材料大相径庭，从而导致两种面板性能差异较大，其中OLED面板性能更为优越,且应用场景更为广阔。

图 11.平板显示技术归类

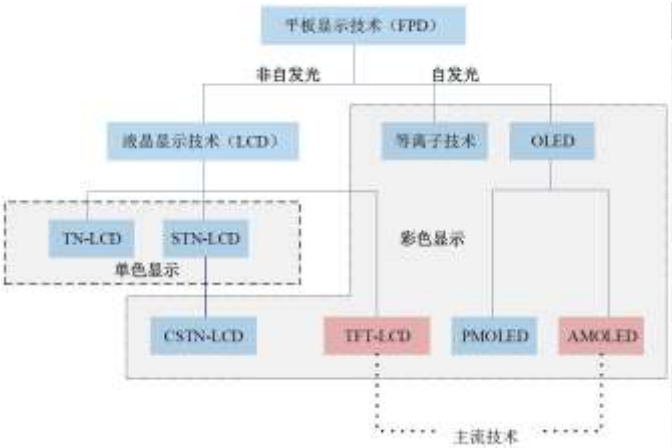


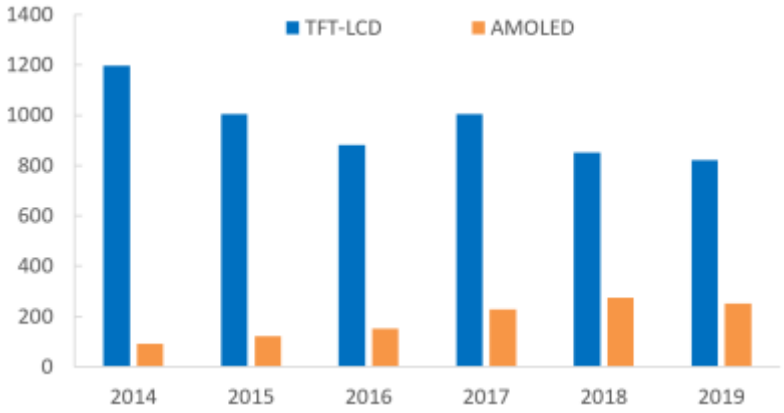
表 3. TFT-LCD、OLED 面板特性对比

序号	特性	TFT-LCD	OLED
1	柔性显示	不可能	可能
2	透明显示	可能	可能，更易实现
3	响应速度	1ms	20μs
4	视角	170	180
5	色彩饱和度	60-90%	110%
6	工作温度	-20℃-70℃	-40℃-85℃
7	对比度	1500:1	200万:1
8	发光方式	被动发光（需背光）	固态自放光
9	厚薄	2.0mm	＜1.5mm
10	耐撞击	承受能力差	承受能力强

资料源：瑞联新材招股说明书，群益金鼎证券整理

OLED面板自发光原理使得其在构造上相对简单，在重量、厚度上相对TFT-LCD 面板更轻、更薄，且OLED 的材料特性使得其可以实现柔性显示和透明显示。因此，在小尺寸、终端产品对价格敏感性差的智能手机市场，以及一些新兴应用领域如可穿戴电子设备（VR设备，智能手表等）上，OLED 面板正逐渐取代TFT-LCD 面板成为设备制造商的新选择，导致OLED面板在小尺寸屏幕上发展迅猛。但TFT-LCD面板具备先发优势，因其产能规模大、成本较低、技术相对成熟、稳定性高等优势，仍有望在较长时间内占据显示面板市场的主要份额，尤其是电视面板等大尺寸面板市场。OLED 作为新型显示技术，发展迅速、潜力大，代表新的应用方向，但受限于蒸镀技术、良品率爬坡等原因，短时间内OLED 材料的市场仍将集中在中小尺寸屏幕产品。根据IHS 的统计数据，2019 年全球平板显示市场规模约为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 12.TFT-LCD、OLED 面板市场规模（亿元）



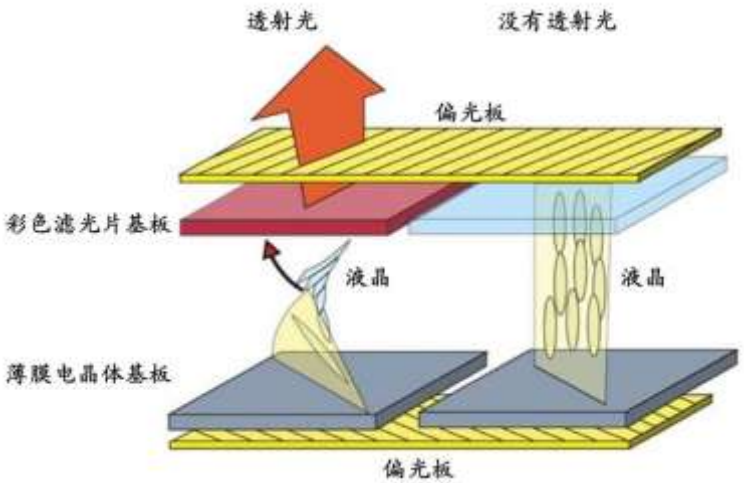
资料源：HIS，群益金鼎证券整理

2、液晶材料

（1）公司是混晶上游材料主要供应商

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

图 13.TFT-LCD 面板工作原理



资料源：IHS，群益金鼎证券整理

混合液晶是 LCD 面板上游核心材料之一，混合液晶制造过程是技术高度密集型的行业，其中主要环节有三步，第一步有基础化工原料合成制备成液晶中间体，第二步再由液晶中间体通过化学合成生产普通级别的液晶单体，最后一步是将电子级别的液晶单体以不同比例混合在一起达到均匀稳定的液晶形态，形成混合液晶。

图 14.LCD 产业链示意图



资料源：公开资料，群益金鼎证券整理

受到专利保护因素的影响，全球 TFT 混晶市场基本由德国 Merck、日本 JNC 以及日本 DIC 三家企业高度寡头垄断，三者市场份额超 80%。对于上游液晶单体材料、中间体材料三家企业均对外有不同程度的采购需求，其中 JNC 和 DIC 对外采购比例较高，而 Merck 外购部分基本源于万润股份。万润股份是全球液晶显示材料领域领先企业，尤其在高端液晶材料方面，公司是唯一同时向全球三大液晶巨头——德国 Merck、日本 NC、日本 DIC 供应液晶单体的厂商，并与之达成长期稳定的供应关系，其中在高端的 TFT 液晶材料（液晶单体）方面，产品销量占国际市场份额的 15%以上。

表 4.2018 年全球混晶市场格局

企业	混晶市场份额	单晶外购比例	外部供应商
Merck	55%	20%	万润股份、永太科技、瑞联新材
JNC	20%	90%	万润股份、瑞联新材、上海康鹏、第三化成株式会社
DIC	8%	100%	万润股份、相互薬工株式会社
其他	17%	60%	180
合计	100%	47%	110%

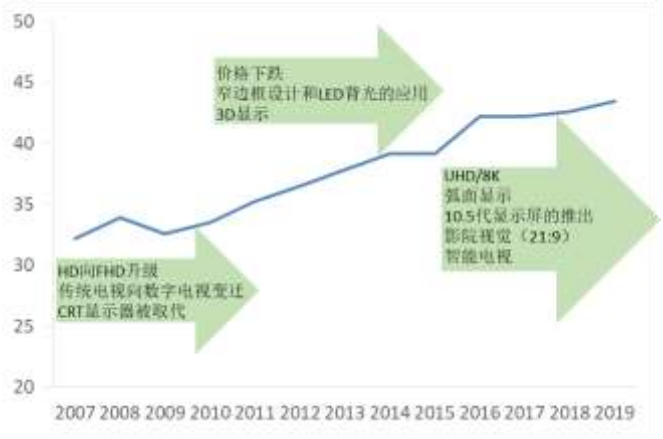
资料源：公司公告，群益金鼎证券整理

（2）大尺寸化、超高清显示是TFT-LCD未来主要增长动力

1）LCD 电视屏幕持续大尺寸化发展

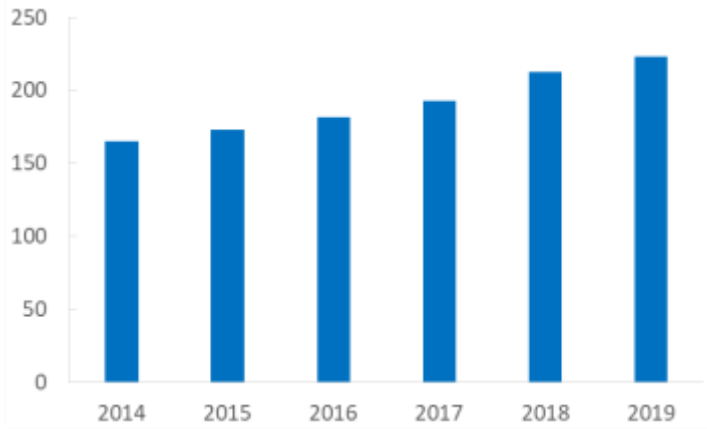
TFT-LCD面板下游第一大领域为LCD电视，在整个液晶面板市场中占比超60%，因此LCD电视出货量基本决定液晶面板需求趋势。从2007到2019年点LCD电视尺寸演变来看，显示屏尺寸呈现出每年递增1英寸，到2019年LCD电视尺寸已达到43.5英寸，预计未来显示屏尺寸仍将延续大尺寸发展趋势。电视屏幕尺寸的不断增长，带动TFT-LCD 显示面板出货面积的增长。2014 年TFT-LCD 显示面板的出货面积为1.66 亿平方米，2019 年增至2.23 亿平方米，年均复合增长率约6.07%。

图 15.LCD 电视平均尺寸逐年放大



资料源：IHS、群益金鼎证券整理

图 16.TFT-LCD 面板出货面积（百万平方米）



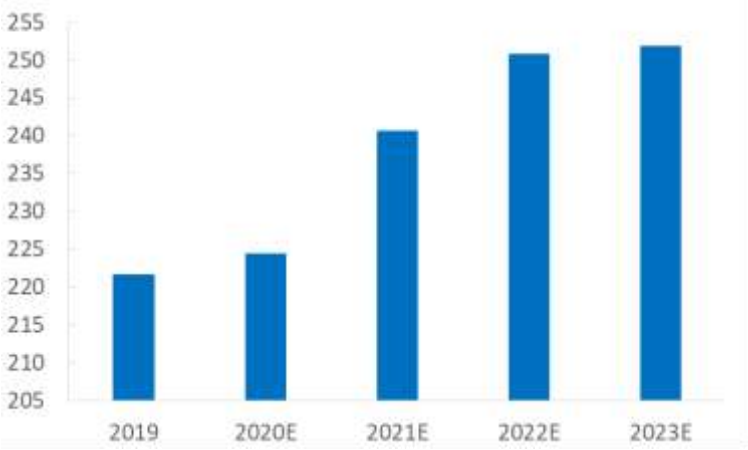
资料源：IHS、群益金鼎证券整理

2）5G 技术支撑超高清化发展

屏幕尺寸向大尺寸发展，显示清晰度则向超高清方向发展，尤其在通信技术升级的背景下，5G技术的应用推广将促进4K/8K超高清技术的快速发展。2019年3月，工信部等发布《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，提出“探索5G应用于超高清视频传

输，实现超高清视频业务与5G 的协同发展”。 随着5G技术的逐步成熟及应用，支撑LCD面板超高清化发展需求，从而带动TFT-LCD 面板需求的不断增长。据IHS预测，2019-2023年间TFT-LCD面板的出货面积预计将从2.23亿平方米增至2.49亿平方米，年复合增速增幅2.8%。

图 17.TFT-LCD 面板出货面预测积（百万平方米）

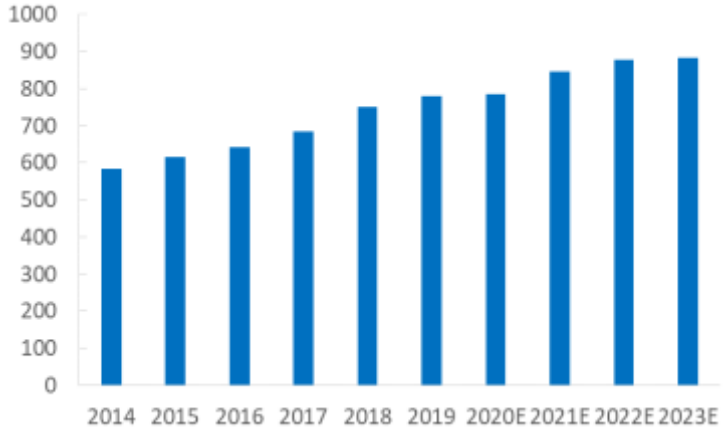


资料源：IHS、群益金鼎证券整理

（3）液晶材料需求维持稳增长

液晶材料决定TFT-LCD面板的显示效果，是液晶面板的核心上游材料，TFT-LCD面板出货面积持续增长势必会带动混晶需求同步增长，数种单体液晶通过物理混配过程后产出混合液晶，单体液晶的市场变化趋势与混晶的趋势基本保持一致。每平方米的液晶显示面板需要4.5g混合液晶材料，液晶面板的有效显示面积大致为80%。根据IHS Markit数据，2019年全球LCD面板出货面积为2.16亿平方米，测算2019年全球混合液晶材料的需求量约为778吨，到2023年混晶市场规模将达到900吨，维持稳定增长。

图 18.TFT 混合液晶市场规模（吨）



资料源：IHS、群益金鼎证券整理

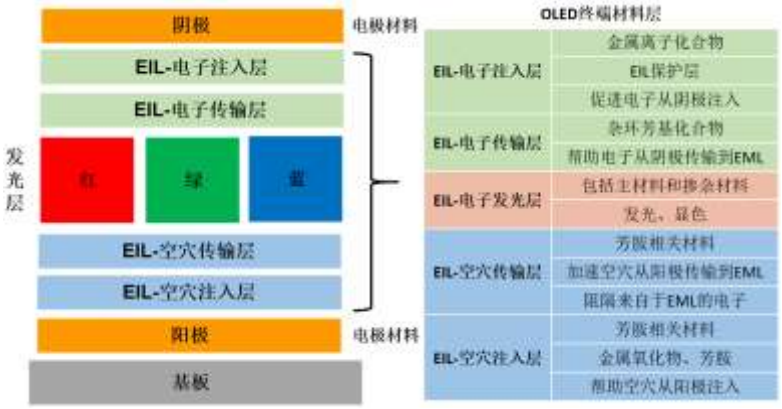
3、OLED 材料

（1）公司是国内 OLED 上游材料领军企业

OLED（OrganicLight-Emitting Diode），有机发光二极管，是一种通过有机材料模仿半导体PN结构的电致发光器件，其具有更轻薄、更具柔韧性、耐低温、视野范围更广、响应速度更快、功耗低、宽温度特性、低驱动电压以及能实现高分别率显示等优点，是近十年

来显示领域最具前景的显示技术。OLED在电场的作用下，阳极产生的空穴和阴极产生的电子就会发生移动，分别向空穴传输层和电子传输层注入，迁移到发光层。当二者在发光层相遇时，产生能量激子，从而激发发光分子最终产生可见光。因此，OLED终端材料包含发光材料和通用层材料，其中发光材料包括红、绿、蓝三色主体材料和客体材料，通用材料包括电子注入层、电子传输层、空穴传输层、空穴注入层等，发光层材料为OLED终端材料的核心部分。

图 19.OLED 结构图及组成



资料源：瑞联新材招股书、群益金鼎证券整理

OLED终端材料通常包括OLED中间体、升华前单体粗品材料以及升华后OLED成品单体材料。在OLED终端材料制造过程中，首先由上游企业将基础化工原料有机合成为中间体，再进一步加工为升华前材料，受OLED终端材料技术及专利壁垒影响，国内企业绝大多数只生产到升华前材料，再将其销售给终端材料，由终端材料生产企业进行升华处理，形成OLED终端成品材料。从各个生产环节的毛利率来看，产业链高盈利部分主要掌握在终端材料生产企业手中。

图 20.OLED 产业链示意图及各环节毛利率大致情况

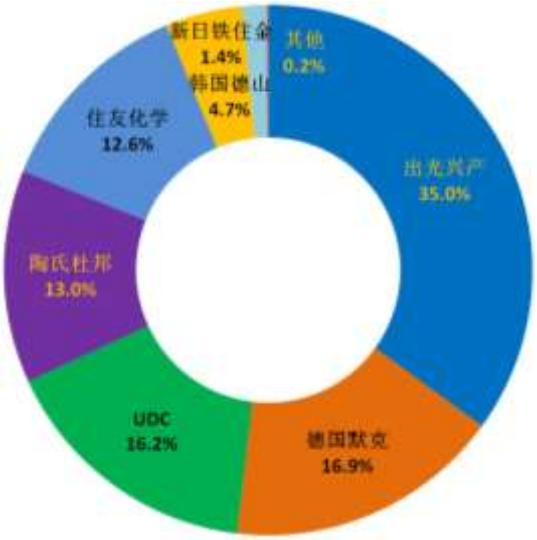


资料源：新材料在线、群益金鼎证券整理

目前终端成品材料技术主要被海外企业垄断，包括日本出光兴产、德国默克、美国UDC、陶氏杜邦等，CR5市场占有率超九成，而在核心三色材料方面，主要市场份额由韩国、日本、德国及美国占有。国内OLED材料总体上处于起步阶段，目前在产业链中主要参与OLED中间体及升华前材料生产，包括万润股份、濮阳惠城、瑞联新材、吉林奥来德、阿格蕾雅等。

图 21. OLED 材料市场格局

表 5.三色发光材料市场格局



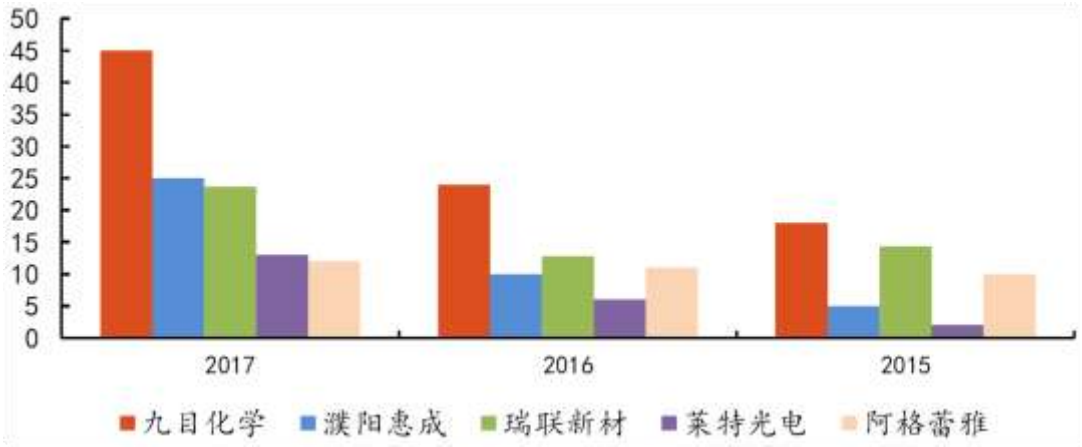
资料源：CSCC、群益金鼎证券整理

企业	红光材料市占率	绿光材料市占率	蓝光材料市占率
陶氏化学	74%		
三星SDI		51%	
德国默克		21%	
新日铁化学		21%	
出光兴产			66%
SFC			23%
其他	26%	7%	11%

资料源：CSCC、群益金鼎证券整理

万润股份控股子公司九目化学是国内OLED材料龙头企业，公司早在OLED材料兴起之时就开始布局OLED材料产业链，在技术研发、人才培养方面投入大量的资金，为可能出现的显示材料产业升级做好准备。经过多年发展，已经成长为OLED材料领军企业，主要客户有DOOSAN、LG化学、DOW等。2017年国内OLED材料头部企业万润股份、濮阳惠成和联瑞新材出货量分别为45吨、25吨、24吨，公司市场占比达到38%。

图 22.国内主要 OLED 材料企业出货量情况（吨）



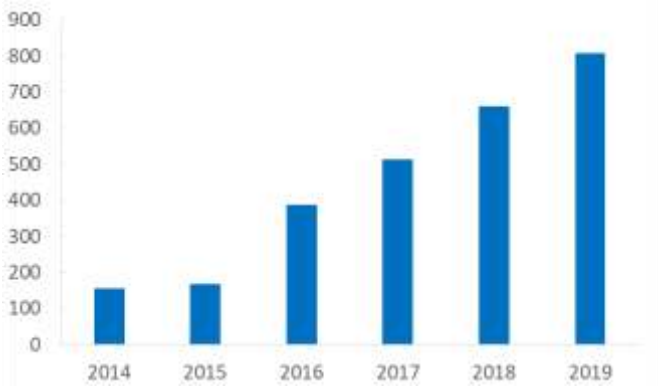
数据来源：群智咨询,群益金鼎证券整理　注：数据包括中间体、单体和升华材料

（2）手机是 OLED 面板主要增长来源

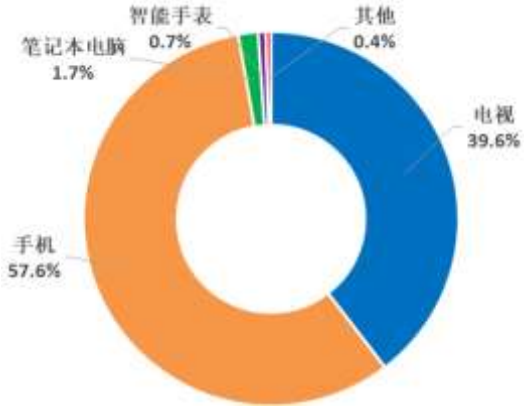
OLED显示作为新型显示技术，各项性能特性优越，近年来随着工艺技术逐渐成熟 OLED 显示的商业化应用趋势开始逐步体现，市场规模快速增长。AMOLED面板的出货面积由2014 年的155万平方米增长至2019 年的808万平方米，期间复合增速高达39.1%，其中2019年手机OLED 面板的出货面积465万平方米，同比增长28.9%，电视OLED 面板的出货面积320万平方米，同比增长13.9%。从OLED面板下游终端应用结构来看，手机和电视二者占比超95%，其中以手机需求为主。整体来说，手机OLED面板增速高，占比大，是OLED面板增长主要来源。

图 23.AMOLED 面板出货面积（万平方米）

图 24.2019 年 AMOLED 终端应用结构



资料源：IHS、群益金鼎证券整理



资料源：IHS、群益金鼎证券整理

（2）多因素推动 OLED 面板快速增长

1）渗透率提升，手机端 OLED 面板保持快增长

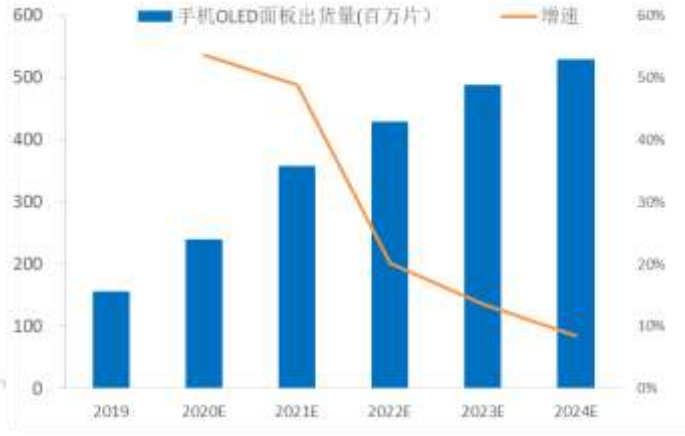
2010年三星凭借面板和手机整机一体化的产业链优势，率先在其旗舰产品Galaxy S 上使用了AMOLED屏幕，打开AMOLED 显示在手机终端的应用市场，后期三星继续发挥AMOLED 显示的柔性显示特性，巩固AMOLED 显示在手机终端市场的地位。2017年苹果推出其首款OLED手机iPhone X，加速AMOLED显示在手机终端的应用，随后华为、OPPO、小米等国产手机品牌纷纷推出各自的OLED 机型，AMOLED 面板在手机端的出货面积持续增长。据DSCC估算2018年手机OLED屏幕渗透率为28%，2021年有望超过50%。随着手机OLED屏幕渗透率逐年提高，全球手机AMOLED 面板的出货面积由2014年的123万平方米，快速增长至2019年465万平方米，年复合增速达30.5%。同时，Omdia预计到2024年手机OLED面板出货量将达到530百万片，2019-2024年期间复合增速为27.6%。

图 25. OLED 屏幕在手机中的渗透率



资料源：DSCC、群益金鼎证券整理

图 26. 手机 OLED 面板出货量（百万片）及增速

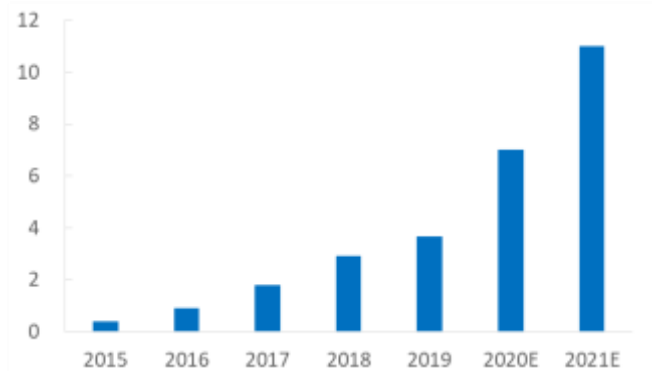


资料源：Omdia、群益金鼎证券整理

2）良率提升，OLED 对 LCD 电视形成替代之势

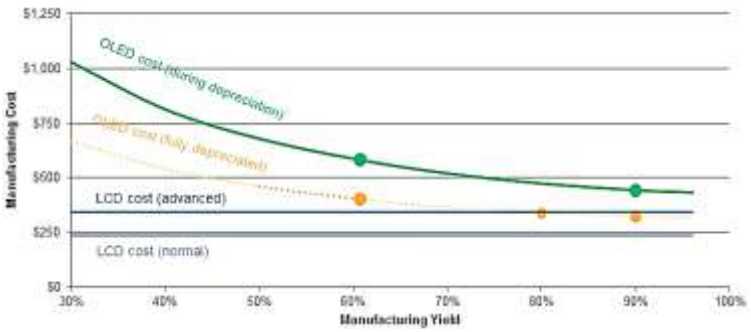
电视是OLED显示的另一个主要终端应用市场，但受限于良品率爬坡、价格偏高、产能不足等原因，OLED 显示技术在电视等大尺寸屏幕产品上短时间内难以实现对TFT-LCD显示技术的取代。但随着三星、LG 及国内主要面板厂商的持续投入，高世代产线实现规模化生产、大尺寸OLED 面板良品率不断爬升，目前大尺寸OLED面板良率能达到90%左右。OLED显示面板在电视端的渗透率呈上升趋势，带动OLED 显示面板在电视端出货面积的持续增长。2015年至2019年全球电视端OLED面板的出货量由39万片上升至366万片，年复合增速达74.4%。到2021年这一数字将达到1100万片，继续保持高速增长。

图 27.电视 OLED 面板出货量及预测（百万片）



资料源：LG Display、群益金鼎证券整理

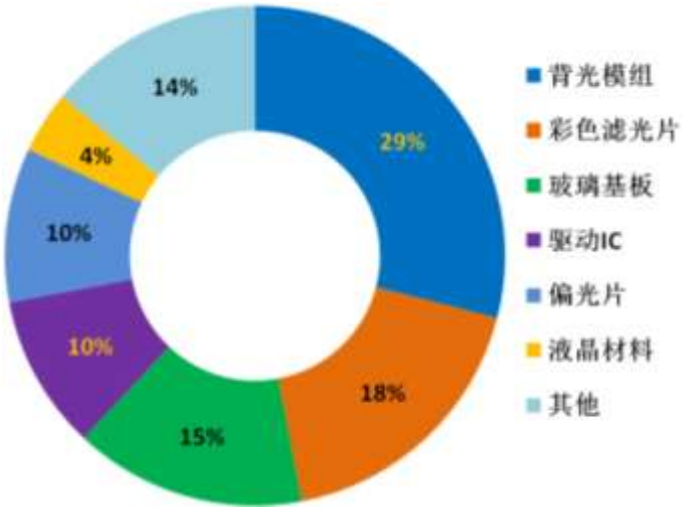
图 28.良率及折旧与 OLED 成本关系曲线



资料源：IHS、群益金鼎证券整理

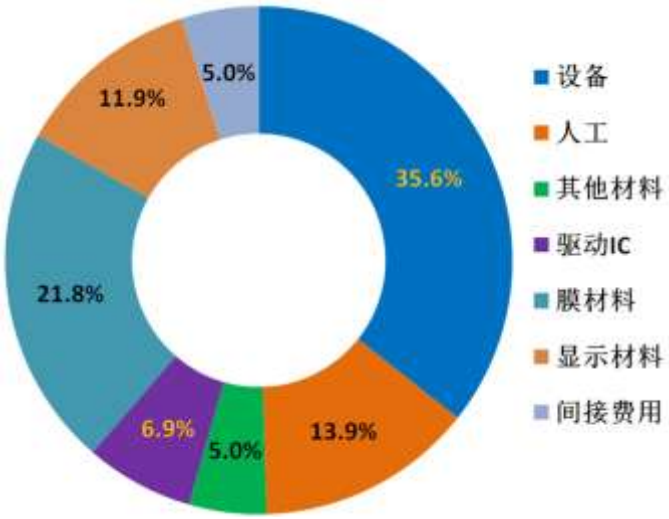
值得注意的是，由于OLED 面板与TFT-LCD面板的结构不同，原液晶面板中的滤光片、偏光片、背光源和液晶被OLED 终端材料层所取代，因此在整个面板制造中，OLED 材料成本占比远远大于液晶材料成本占比。OLED材料成本占OLED 面板材料成本的比重约30%，而液晶材料成本占液晶面板材料成本的比重一般仅为3%-5%。因此在OLED替代LCD过程中，OLED终端材料增长速度更快。

图29.TFT-LCD面板成本构成



数据来源：八亿液晶网，群益金鼎证券整理

图30.OLED面板成本构成



数据来源：八亿液晶网，群益金鼎证券整理

3）5G 技术的发展将促进 OLED 市场的持续增长

2019年2月，华为和三星相继发布柔性OLED 折叠手机，折叠手机由于其便携性、复合功能性，有望逐步实现手机、平板等多种产品的功能整合，在5G 应用场景下为柔性OLED带来新的终端需求增长。同时，智能手表、VR 设备等智能可穿戴领域，OLED 凭借其柔性显示、低功耗等特点成为最佳选择。根据IHS 的预计，2023年AMOLED 显示面板在智能手表领域的市场规模将达到约12.3亿美元，新兴市场的需求增长将带动AMOLED 显示面板市场规模的不断增长。2019 年至2023年，AMOLED显示面板的整体出货面积预计将从808万平方米增至1731万平方米，复合增速达到21%。

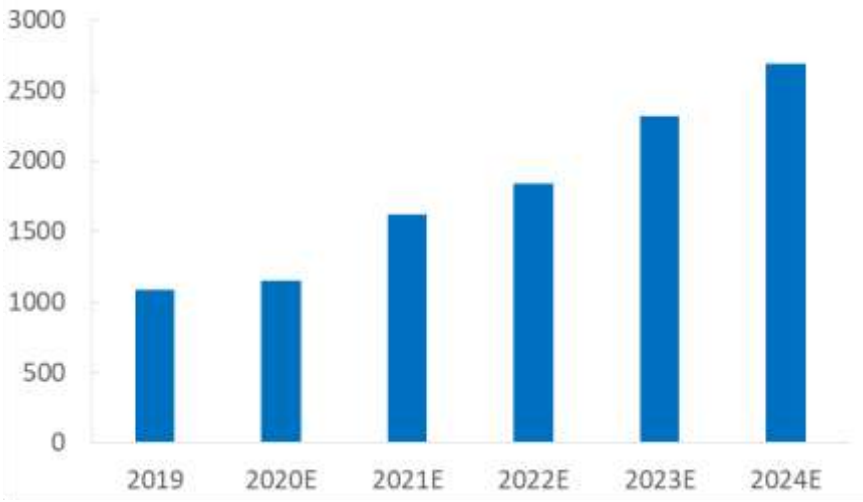
图 31. AMOLED 面板出货面积预测及增速



资料源：IHS、群益金鼎证券整理

下游OLED面板市场规模的增长，带动上游OLED材料需求相应增加。考虑到OLED 终端材料市场目前处于充分竞争阶段，尚无某一家企业能够占据显著高的市场份额。同时，OLED 终端材料品种也较多，且技术迭代更新速率较快，但随着OLED 材料市场应用量的不断增长，其产品价格偏弱运行。据DSCC预测，到2024年全球OLED终端材料市场将达到27亿美元，2019-2024年间复合增速为20%。

图 32. OLED 终端材料市场规模（百万美元）



资料源：DSCC、群益金鼎证券整理

5）产能转移+自主可控，国产 OLED 材料受益

与集成电路产业类似，面板产业也同样经历从日本转移到韩国和中国台湾，再转移到大陆的发展路径。据IHS数据，2017年大陆面板产能面积约1亿平方米，超过韩国成为全球第一。同时据DSCC统计，2017年中国大陆、韩国、中国台湾的FPD产能占比分别为35%、29%和29%，其中OLED面板产能全球占比为5.3%，预计到2023大陆这一占比将提高至38%。产能向大陆转移，使得国内OLED材料生产商占据地理优势、成本优势，而OLED材料对外依赖度高，为避免再次发生类似华为“卡脖子”事件，下游生产商更倾向于选择可自主的国产供应商。

公司OLED升华前材料、中间体将受益于国产替代，公司OLED成品材料则更具发展潜力。OLED成品材料毛利率远高于中间体、粗单体，但主流技术被国外公司所掌握，并对其进行专利保护，公司部分具有自主知识产权的OLED成品材料已经通过下游厂商的验证，静待放量。随着OLED成品材料的放量，公司OLED材料业务有望大幅增长，同时公司有望打破国外巨头对OLED材料的封锁，成为国内第一家具有自主知识产权的材料供应商。

图 33. OLED 终端材料市场规模（百万美元）



资料源：DSCC、群益金鼎证券整理

九目化学与三月科技是公司OLED 材料板块重要子公司。2017年初公司拟对九目化学引入战略投资者，后因与意向投资者的谈判未能在评估有效期内完成而终止。2018年5月公司再次引入战略投资者，成功引入烟台坤益液晶显示材料有限公司、露笑集团有限公司、高辉(天津)科技有限公司三家投资者，分别持股25.53%、13.31%、12.35%，公司持股比例由100%降至48.81%，公司仍为九目化学的控股股东。2020年上半年九目化学实现营业收入2.01亿元，同比增62%，净利润0.59亿元，同比增171%，盈利能力持续高速增长。从近年营收及净利润来看，九目化学营业收入逐年扩大，且呈现增长提速，净利润增速更是明显快于营收增速，已成国产替代趋势。

三月科技上半年实现营业收入559万元，同比增长1.4%，亏损601万元，三月科技终端专利材料尚处于下游面板企业认证阶段，目前尚未实现盈利。2020年6月三月科技完成股份制改造，拟通过增资扩股方式引入外部投资者，增资完成后，万润股份持股比例不低于52.79%，仍为控股股东，意向投资人应在OLED显示领域或柔性显示领域与三月科技产生良好的协同效应，解决三月科技资金需求，扩大其经营规模，提升其盈利能力，力争将三月科技打造成业内领先的自主知识产权电子化学材料平台企业。九目化学与三月光电齐头并进，借助资本运作，奠定发展基础，将充分受益于国产替代，同时带动公司未来快速发展。

三、环保材料：沸石分子筛

1.沸石介绍

1932年由McBain提出“分子筛”概念，指可以在分子水平上筛分物质的多空材料。沸石是天然性的分子筛材料，是分子筛材料的一种，但沸石最具有代表性，因此广义分子筛通常指沸石分子筛。沸石分子筛是一种无机晶体材料，是结晶铝硅酸金属盐的水合物。因具有规整的孔道结构、较强的酸性和高的水热稳定性，而广泛用于有机化工、石油化工、

煤化工行业，起到催化、吸附和离子交换等作用。沸石分子筛拥有均一的晶孔结构、酸催化活性，对催化反应有选择性的作用，这一特性使得沸石分子筛作为催化新材料在车用尾气处理、烟道气脱硝、 挥发性有机物处理和炼油催化等各个领域有着广阔的用途。

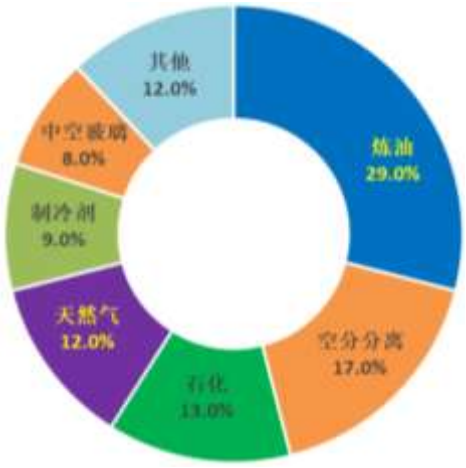
表 6.沸石分子筛应用领域及作用

应用领域	实际用途	作用
车用尾气处理领域	欧六标准的推进提升对ZB沸石的需求，柴油车国六标准的实施也扩大对沸石的需求	催化还原
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。	催化还原
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	物理吸附
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。	催化反应

资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

从前期沸石分子筛下游需求来看，下游需求较为分散，其中炼油和石化占比需求合计为42%，空分分离占比为17%，因车用尾气处理领域在国六标准实施之前无明显需求，占比较小。随着国六标准全面实施，车用尾气处理领域沸石分子筛需求将大幅提升，成为沸石分子筛需求增长的主动力。

图 34.2018 年沸石分子筛下游需求结构



资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

2. 国六标准实施，车辆沸石需求从无到有

生态环境部等部门分别于2016年12月和2018年6月发布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。后期对轻型汽车（总质量不超过3.5吨）国六排放标准颗粒物数量限值生产过渡期截止时间由2020年7月1日前调整为2021年1月1日前。实际上在2019年7月1日北京、上海、重庆等16地提前执行国六标准。

表 7. 我国机动车排放标准进程

类别	国VI标准阶段	车辆类型	实施时间
轻型汽油车	6a	所有车辆	2021年1月1日（调整后）
	6b	所有车辆	2023年7月1日
重型柴油车	6a	城市车辆	2020年7月1日
		所有车辆	2021年7月1日
	6b	所有车辆	2023年7月1日

数据来源：生态环境部，群益金鼎证券整理

相对国四、国五标准，国六标准尾气中的各类污染物排放限值大幅削减，其中重型柴油车中的氮氧化合物降幅最为明显，国四到国五下降43%，国五到国六下降77%，可见氮氧化合物是标准升级的重要参考指标。沸石分子筛能催化还原氮氧化合物，使其反应生成氮气及水，国六标准对氮氧化合物排放限值要求严格，为沸石分子筛带来需求动力。

表 8. 标准轻型汽车尾气污染物排放限值

污染物	国 IV	国 V	国 VI a	国 IV b
NOx（mg/km）	80	60	60	35
PM（mg/km）	25	4.5	4.5	3.0
CO（mg/km）	1000	1000	700	500
HC（mg/km）	100	100	100	50
PN（个/KWh）	-	-	$6.0*10^{11}$	$6.0*10^{11}$

资料源：生态环境部、群益金鼎证券整理

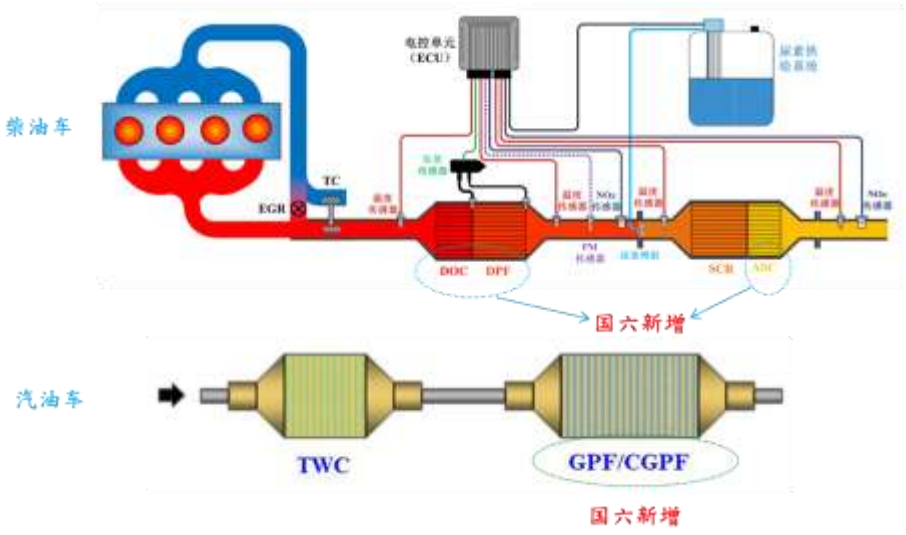
表 9. 标准重型柴油车尾气污染物排放限值

污染物	国 IV	国 V	国 VI
NOx（mg/KWh）	3500	2000	460
PM（mg/KWh）	30	30	10
PN（个/KWh）	-	-	$6.0*10^{11}$

资料源：生态环境部、群益金鼎证券整理

为解决车辆尾气污染物排放达标问题，需要汽油车及柴油车在尾气排出发动机之后、排入大气之前加装尾气净化处理装置。汽油车在原有 TWCC(汽油机三元催化器)的基础上加装 GPF（汽油机颗粒捕集器），柴油车则是在 SCR（柴油选择性催化还原器）基础上加装 DPF（柴油机颗粒捕集器）、DOC（柴油机氧化型催化器）及 ASC（氨泄漏催化器）。

图 35. 国六标准致车辆尾气装置明显增加



数据来源：奥福环保招股说明书，群益金鼎证券整理

国V标准中已有SCR装置，但是国V阶段柴油车SCR催化器使用钒基催化剂，汽油车TWC催化器使用γ-Al2O3涂层材料，无沸石分子筛需求。国六标准实施后，汽油车TWC和GPF催化剂仍延用γ-Al2O3涂层材料，无沸石分子筛增量需求。柴油车对NOx的排放要求更严格，对催化剂要求更高。目前SCR催化剂中主要为钒基催化剂及分子筛催化剂，对

比两种催化剂性能可发现，分子筛催化剂催化效率更高，性能更为稳定，除此之外钒基催化剂容易对环境产生二次污染，因此 SCR装置中将由钒基催化剂替换为效率高、更为环保的沸石分子筛催化剂，此外ASC装置新增沸石分子筛需求。综上所述，国六标准的实施，沸石分子筛从无到有，需求增长动力来源于柴油车尾气处理装置。

表 10. 国 V 与国 VI 处理装置材料对比

尾气排放标准	汽油车		柴油车			
	TWC	GPF	SCR	ASC	DOC	DPF
国V	氧化铝	/	钒基	/	/	/
国VI	氧化铝	氧化铝	沸石分子筛	沸石分子筛	氧化铝	氧化铝

资料源：生态环境部、群益金鼎证券整理

表 11. 钒基催化剂与分子筛性能对比

SCR 种类	硫敏感度	热稳定性	转化率	耐久性
钒催化剂	敏感度低	500℃以上容易失活	较低	高
铜/沸石分子筛	15ppm 以上活性降低	800℃以上活性很强	90%以上	较高
铁/沸石分子筛				高

资料源：《汽车尾气净化处理技术》、群益金鼎证券整理

国六标准实施后，沸石分子筛SCR取代钒催化剂SCR成为主流选择，但沸石分子筛的替代普及率需逐步提升，另外考虑到2019年7月1日16地已提前实施国六标准，占到车辆销量七成，给予2019年20%的普及率。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年轻型柴油车年均复合增长率为-5.9%，重型柴油车复合增长率为4.0%。2019-2025年间按此复合增速测算各年轻、重型柴油车产量，预计到2025年轻型柴油车产量为8.1万辆、重型柴油车产量为349.2万辆。

一般而言，轻型柴油车的平均排放量在3.5L左右、重型柴油车的平均排放量在15L左右，催化剂载体的体积平均为尾气排量的2.5倍，假设催化剂所需要的沸石用量为150g/L，则轻型柴油车的平均沸石用量约为1.31kg/辆、重型柴油车的平均沸石用量约为5.63kg/辆。以沸石分子筛市场均价为35万元/吨计算，预计2020年我国沸石分子筛总需求量约为8141吨，市场规模为28.5亿元，到2025年，我国沸石分子筛总需求量将达到1.8万吨，市场规模约为62.2亿元，市场规模年均复合增速达17%。

表 12. 国内车用沸石分子筛市场规模测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
SCR沸石分子筛普及率	20%	50%	60%	70%	80%	90%	90%
轻型柴油车（万辆）	11	10.5	9.9	9.4	9.0	8.5	8.1
轻型柴油车单车需求量（Kg）	1.31	1.31	1.31	1.31	1.31	1.31	1.31
轻型柴油车沸石需求量（吨）	28.9	68.6	78.2	86.6	94.1	100.5	95.5
重型柴油车（万辆）	276	287.0	298.5	310.5	322.9	335.8	349.2
重型柴油车单车需求量（Kg）	5.63	5.63	5.63	5.63	5.63	5.63	5.63
重型柴油车沸石需求量（吨）	3105.0	8073.0	10075.1	12224.5	14529.6	16999.7	17679.7
沸石分子筛需求总计（吨）	3133.9	8141.6	10153.3	12311.1	14623.7	17100.2	17775.2
沸石分子筛单价（万元/吨）	35	35	35	35	35	35	35
沸石分子筛市场规模（亿元）	11.0	28.5	35.5	43.1	51.2	59.9	62.2

数据来源：群益金鼎证券整理

3.炼化及烟道气炼油催化、固定源排放控制领域沸石应用需求广阔

除了汽车尾气处理领域之外，沸石分子筛广泛应用于石油化工、煤化工催化剂及固定源污染物排放处理催化剂，而在环保政策日益严苛的背景下，沸石分子筛在车辆尾气处理领域外同样需求旺盛，以石油化工为例。

对二甲苯（PX）是聚酯工业的重要原料，主要用于生产对苯二甲酸（PTA），进一步生产聚酯（PET），被广泛应用于纤维、胶片、薄膜、树脂和饮料等食用品包装的生产，

因此PX是芳烃产业链重要的基础化工原料。2018年国内PX产能为1383万吨，对外依存度为61%，对外高依存度亟待解决。一方面为解决PX对外依存度居高不下的问题，另一方面聚酯工业向以中国为代表的亚洲国家转移，导致国内近年间PX产能大幅增加，其中2019年国内PX产能为2053万吨，同比增加48.5%，预计到2022年PX产能将达到4170万吨，2018-2022年年均复合增速高达31.8%。PX产能能快速增长，PX产业链催化裂化（FCC）、催化加氢、异构化、烷基化等工艺需求增加，从而来动对应沸石分子筛需求增加。据了解，国内炼油领域沸石分子筛需求量预计约10万吨，仅FCC环节需求量预计接近5万吨。

图 36.近几年国内 PX 产能情况及增速（万吨）



资料源：中国产业信息网、群益金鼎证券整理

在烟道气脱硝领域，目前电厂、焦化厂等常用的烟道气脱硝催化剂为钒基SCR催化剂，清洗后反复利用，寿命约3年左右。存在工作温度低，催化剂易失活、中毒，低温环境催化效率低等问题。随着大气污染物排放标准日益趋严，该领域的钒基催化剂为环保效率更高的分子筛基催化剂替代也是大势所趋。国内烟道气脱硝领域催化剂年需求量预计超过20万吨，未来沸石分子筛替代空间广阔。

在煤制烯烃催化领域，分子筛是甲醇制烯烃（MTO、MTP）过程中常用的催化剂，其中应用最为广泛的是SAPO-34分子筛。根据煤化工网数据，2018年我国煤(甲醇)制烯烃总产能达到1302万吨/年，按照1吨烯烃产品催化剂消耗量1Kg计算，则目前国内煤制烯烃领域对沸石分子筛的需求量为1.3万吨左右。

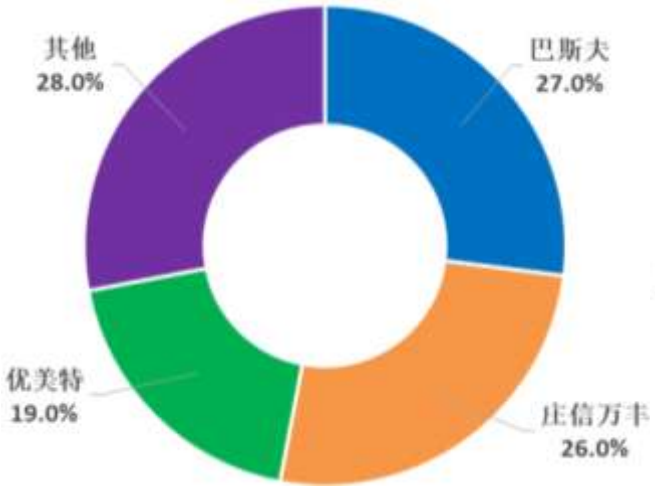
最后在挥发性有机物（VOCs）治理领域，活性炭、沸石是目前常见的VOCs吸附材料，国内活性炭应用较多，发达国家分子筛转轮吸附应用较多。若国内全部替代为沸石分子筛吸附，预计将新增需求1万吨左右。

4.深度绑定庄信万丰

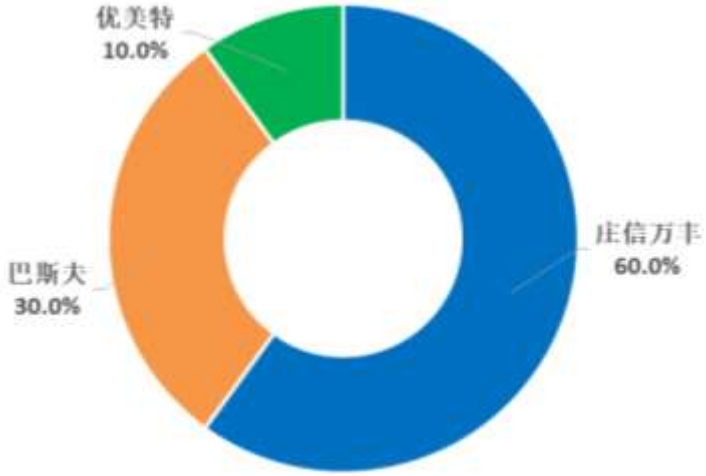
庄信万丰是全球尾气催化剂龙头企业，其中庄信万丰在柴油车尾气催化市场占比高达60%。从汽油车、柴油车尾气催化剂市场格局来看，尾气催化市场寡头垄断格局明显，从而确保庄信万丰尾气催化剂稳步增长。巴斯夫的沸石大部分自产，而庄信万丰和优美科基本都外购，其中庄信万丰的的欧六及同级别标准的沸石主要来自万润股份和日本东曹，且万润的市场份额持续提高，目前供应占比超50%。

图 37. 全球汽油车尾气催化剂市场格局

图 38. 全球柴油车尾气催化剂市场格局



资料源：中国产业信息网、群益金鼎证券整理



资料源：中国产业信息网、群益金鼎证券整理

2018 年庄信万丰投资 1.17 亿美元在张家港成立子公司，新建符合国六、欧六及以上标准的尾气催化剂项目，产能达 600 万件，足以覆盖公司沸石材料产量。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。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，大概率是最大受益对象。

四、盈利预测与估值

1. 关键假设和盈利预测

公司功能性材料方面细分来看，沸石材料产能释放、国六拉动将会是业绩增长主要动力，OLED材料则是受益于行业快增长，以及成品材料验证放量，也将保持高增长，液晶材料业务产销较为平稳。结合公司项目进度，新增产能的释放预期，同时还考虑到海外疫情影响，假设2020-20222年功能材料板块增速在0%、31.9%、21.5%，毛利率则是考虑沸石规模化效应以及OLED材料盈利水平较高，整体毛利率逐年微增，分别为44%、45%、45%。

公司在大健康产业上业务比较稳定，营业增速及毛利率均变化不大，假设公司大健康产业增速与国内GDP增速相似，假设2020-20222年大健康产业营业增速为10%、8%、8%，毛利率分别为45%、45%、45%。

假设2020-2022年国家在信息材料和医药材料方面政策没有重大变化，公司税率基本稳定在16.5%左右。

表13.公司主营业务盈利预测

		2019A	2020E	2021E	2022E
功能性材料	营业收入（百万元）	2281	2281	3007	3655
	增速	8.8%	0.0%	31.9%	21.5%
	毛利率	43.2%	44.0%	45.0%	45.0%
大健康产业	营业收入（百万元）	564	621	671	724
	增速	7.5%	10.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	46.4%	45.0%	45.0%	45.0%

资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

2. 可比估值

采用相对估值，将万润股份PE 与可比公司进行比较。我们选取瑞联新材、八亿时空、

濮阳惠成、飞凯材料、国瓷材料及奥福环保作为可比公司，主要因这些公司与公司主营业务均与万润股份主营业务相关。目前可比公司20、21、22年的平均PE分别45倍、33倍和26倍，而公司当前股价对应20-22 年PE 水平分别为32倍、24倍和21倍，均低于行业平均水平。公司19年PB为3.5，低于行业平均值5.5。

表 14.可比公司估值

代码	名称	收盘价	市值（亿元）	EPS（元/股）				PE（倍）				PB（倍）
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019
688300.SH	瑞联新材	50.6	43.5	1.13	1.32	1.82	2.35	44.8	38.4	27.8	21.6	4.9
688181.SH	八亿时空	66.2	63.8	1.52	1.78	2.33	2.98	43.6	37.1	28.4	22.2	4.1
300451.SZ	濮阳惠成	15.06	179.5	0.43	0.35	0.48	0.63	35.0	42.6	31.5	23.9	4.3
300398.SZ	飞凯材料	20.99	108.7	0.5	0.55	0.70	0.86	42.0	37.9	29.9	24.3	4.5
300285.SZ	国瓷材料	36.51	351.7	0.52	0.61	0.78	0.95	70.2	60.0	47.0	38.4	9.6
688021.SH	奥福环保	59.09	45.7	0.85	1.06	1.71	2.55	69.5	55.8	34.7	23.2	5.5
	均值		132.17	0.83	0.95	1.30	1.72	50.8	45.3	33.2	25.6	5.5
002643.SZ	万润股份	18.57	168.8	0.56	0.58	0.76	0.91	33.2	31.8	24.3	20.5	3.5

资料源：Choice 一致性预期、群益金鼎证券整理

万润股份及对标公司主营业务均为液晶、OLED 以及汽车尾气催化业务业务。瑞联新材以OLED材料和液晶材料为主，并成功拓展医药中间体CMO/CDMO业务；八亿时空以混晶材料为主，辅助生产液晶单体，将布局OLED材料业务；濮阳惠成以顺酐酸酐衍生物及OLED材料为双轮驱动；飞凯材料以紫外固化材料、屏幕显示材料、半导体材料等电子化学材料和有机合成材料为主营业务；国瓷材料以电子陶瓷粉体材料为主，辅以汽车催化剂业务；奥福环保专注开发蜂窝陶瓷技术，主要应用于汽车尾气催化装置。万润股份主营业务主要包括汽车尾气催化材料、液晶和OLED 材料以及医药材料产业，产品技术成熟，且新建募投项目将扩大公司产能，叠加高技术壁垒优势，未来市场空间较大。结合可比公司估值，并考虑到公司业务与对比标的业务上存在差异，我们给予公司2021年30倍PE，对应目标价22.8元。

五、风险提示

1、新项目投产不及预期； 2、OLED 材料推广不及预期；3、国六推广不及预期

【投資評等說明】

評等	定義
强力買進（Strong Buy）	首次評等潛在上漲空間≥ 35%
買進（Buy）	15%≤首次評等潛在上漲空間<35%
區間操作（Trading Buy）	5%≤首次評等潛在上漲空間<15%
中立（Neutral）	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處于盤整 建議降低持股

附一：合并损益表（合并后）

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2632	2870	2930	3712	4417
经营成本	1563	1619	1644	2050	2438
研发费用	194	219	224	284	337
营业税金及附加	32	19	19	24	29
销售费用	152	129	131	166	198
管理费用	214	237	242	306	364
财务费用	-41	-14	-14	-18	-21
资产减值损失	37	76	78	99	118
投资收益	11	8	9	9	9
营业利润	502	612	634	829	983
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	503	612	634	829	983
所得税	51	78	81	106	125
少数股东损益	7	27	22	29	35
归属于母公司股东权益	444	507	531	694	823

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	646	704	1097	1395	1770
应收账款	507	401	417	429	464
存货	819	1178	1225	1262	1363
流动资产合计	2315	2543	3015	3376	3900
长期股权投资	21	22	24	25	27
固定资产	1493	1419	1354	1399	1482
在建工程	329	910	1092	1146	1089
非流动资产合计	2804	3365	3524	3657	3716
资产总计	5118	5908	6540	7033	7616
流动负债合计	463	841	1047	1078	1110
非流动负债合计	48	53	135	138	140
负债合计	511	894	1182	1216	1250
少数股东权益	172	195	218	247	282
股东权益合计	4607	5014	5358	5817	6366
负债及股东权益合计	5118	5908	6540	7033	7616

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	431	757	871	1045	1149
投资活动产生的现金流量净额	-471	-738	-516	-723	-687
筹资活动产生的现金流量净额	28	27	30	-32	-96
现金及现金等价物净增加额	19	55	392	298	375

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。