

# 产能快速扩张，OLED 市场空间广阔

## ——濮阳惠成（300481）首次覆盖报告

### 买入（首次）

日期：2021 年 01 月 18 日

#### 投资要点：

- **技术领先、产品齐全，顺酐酸酐衍生物持续放量：**公司目前是国内规模最大、产品线最齐全的顺酐酸酐衍生物生产企业之一，主要产品包括四氢苯酐、六氢苯酐、甲基四氢苯酐、甲基六氢苯酐、纳迪克酸酐、甲基纳迪克酸酐等，主要产品指标行业领先，部分核心产品质量达到进口替代水平。顺酐酸酐衍生物下游包括电气设备绝缘材料、涂料、复合材料等诸多领域，用途广泛，市场前景较好，发展空间较大。通过并购山东清洋，公司产能大幅增加，此外，随着“古雷项目”的逐步落地，顺酐酸酐衍生物有望持续放量。
- **产业规模快速增长，下游需求拉动 OLED 市场不断渗透：**产业规模快速增长，下游需求拉动 OLED 市场不断渗透：由于具有对比度高、厚度薄、视角广、反应速度快、驱动电压较低、使用温度范围广等特点，OLED 是当前主流显示技术市场中发展最快、应用前景最好的技术之一。随着“5G”和“智能时代”等应用场景的不断发展，智能手机、智能手表、VR 等终端产品需求不断增加，OLED 面板市场渗透率逐步提升、市场规模快速增长，为了满足日益增长的下游需求，我国京东方、天马几天和维信诺等公司加速 OLED 生产线建设，目前已建成 AMOLED 生产线 25 条，在建生产线 3 条，计划 2 条，AMOLED 产业规模不断增加，OLED 中间体材料市场空间广阔。
- **并购山东清洋、“古雷项目”助力产能快速增长，引入战投拉开公司发展新篇章：**为了满足快速增长的下游市场需求、增加公司市场规模、巩固顺酐酸酐衍生物行业领先地位，公司实行一系列计划促进产能扩张。2019 年 12 月，公司签订协议拟收购山东清洋 100% 股份，增加甲基四氢苯酐产能 10,000 吨和甲基六氢苯酐产能 5,000 吨；同时，为了进一步释放产能和引领技术升级，公司进一步签署“古雷项目”增加顺酐酸酐衍生物产能 50,000 吨和功能材料中间体产能 3,200 吨；此外，公司发布公告拟通过定向增发引入战略投资者促进企业的进一步升级。“三管齐下”，公司战略结构基本成型，市场发展未来发展可期。

#### 基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	濮阳市奥成化工有限公司/49.5%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	257.06
流通A股(百万股)	255.00
收盘价(元)	20.08
总市值(亿元)	51.62
流通A股市值(亿元)	51.20

#### 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：2021 年 01 月 15 日

#### 相关研究

**分析师：**黄侃  
**执业证书编号：**S0270520070001  
**电话：**02036653064  
**邮箱：**huangkan@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	680	863	994	1,150
增长比率(%)	7.0%	26.9%	15.2%	15.7%
净利润(百万元)	145	181	223	276
增长比率(%)	37.5%	24.7%	23.2%	23.5%
每股收益(元)	0.57	0.70	0.87	1.07
市盈率(倍)	33.6	27.0	21.9	17.7

数据来源：万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 8.63/9.94/11.50 亿元, EPS 分别为 0.70/0.87/1.07, 对应的 P/E 分别为 27.0/21.9/17.7。首次覆盖, 给与“买入”评级。
- **风险因素：**海外疫情严重, 公司国际业务恐受影响、募投项目不及预期、原材料价格波动风险。

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 技术驱动未来，研发能力不断提升.....	6
1.3 主营产品增长较快，业务规模发展迅速.....	7
1.4 公司财务状况分析.....	10
2、全面布局顺酐酸酐衍生物，产能扩充助力业务快速增长.....	12
2.1 下游需求持续增加，顺酐酸酐衍生物市场不断扩大.....	13
2.2 “三管齐下”，顺酐酸酐衍生物产能快速扩张.....	17
2.3 积极布局氢化双酚 A，新型树脂材料未来可期.....	18
3、智能时代引爆终端需求，OLED 材料潜力无穷.....	20
3.1 OLED 优势明显，未来市场空间广阔.....	21
3.2 政策导向，国家支持 OLED 产业快速发展.....	22
3.3 终端需求快速增长，OLED 材料市场可期.....	23
4、公司市场估值分析.....	27
5、盈利预测及假设.....	27
6、风险提示.....	28
图表 1：公司定增前股权结构.....	5
图表 2：公司定增后股权结构.....	5
图表 3：公司员工人数（人）.....	6
图表 4：2019 年公司员工构成.....	6
图表 5：研发支出（百万元；%）.....	7
图表 6：专利申请数目.....	7
图表 7：公司主要产品用途及特点.....	7
图表 8：公司主要产品产能.....	8
图表 9：2015-2019 公司主营业务占比.....	8
图表 10：2019 年主营业务收入构成（万元）.....	8
图表 11：公司国内外收入情况（万元）.....	9
图表 12：公司同行业主要竞争对手情况.....	9
图表 13：公司营业收入及其增速（万元）.....	10
图表 14：公司归母净利润及其增速（万元）.....	10
图表 15：公司毛利率及净利率变化.....	11
图表 16：公司期间费用率情况.....	11
图表 17：公司流动比率及速动比率变化.....	11
图表 18：公司资产负债率变化.....	11
图表 19：濮阳惠成可比公司 ROE 比较.....	12
图表 20：濮阳惠成可比公司营业收入增长率比较.....	12
图表 21：顺酐酸酐衍生物产业链.....	13
图表 22：全球封测行业市场规模预测（十亿美元，%）.....	13
图表 23：中国封测行业市场规模及预测（十亿美元，%）.....	13
图表 24：全球 LED 照明市场规模预测（亿美元，%）.....	14
图表 25：中国封测行业市场规模及预测（十亿美元，%）.....	14
图表 26：2012-2019 年国内全社会用电量（亿千瓦时）.....	15
图表 27：2012-2019 年电力工业投资（亿元）.....	15

图表 28: 中国 PCB 产值变化趋势图 (亿美元)	15
图表 29: 国内涂料行业市场预测 (亿元)	16
图表 30: 中国复合材料制品产量及预测 (万吨)	16
图表 31: 中国 PVC 产量统计及增长情况 (万吨, %)	16
图表 32: 山东清洋营业收入及净利润情况 (万吨, %)	17
图表 33: 古雷项目投资项目 (吨/年)	17
图表 34: 氢化双酚 A 与双酚 A 应用领域对比	18
图表 35: 氢化双酚 A 与双酚 A 特性对比	19
图表 36: 全球氢化双酚 A 产量及预测	19
图表 37: 中国氢化双酚 A 产量 (吨)	19
图表 38: 平板显示技术细分	20
图表 39: 显示技术发展历程	20
图表 40: OLED 屏幕在不同应用领域的突出优势	20
图表 41: TFT-LCD 技术与 AMOLED 技术性能对比	21
图表 42: TFT-LCD 技术与 AMOLED 技术性能对比	22
图表 43: 中国 OLED 重要产业政策汇总	22
图表 44: OLED 面板内部结构图	23
图表 45: OLED 产业链	23
图表 46: AMOLED 产线分布情况	24
图表 47: OLED 与 LCD 市场份额变化图 (%)	25
图表 48: OLED 各国市场份额变化图 (%)	25
图表 49: 中国智能手机出货量 (百万台)	25
图表 50: 中国 5G 手机市场出货量 (万台)	25
图表 51: 中国智能手表销量及预测 (万支)	26
图表 52: 中国 OLED 市场规模及预测 (亿美元)	26
图表 53: 全球 OLED 发光材料市场规模 (亿美元)	26
图表 54: 可比公司估值情况	27
图表 55: 公司未来 3 年营收预测	28

## 1、公司简介

### 1.1 公司背景及股权结构

濮阳惠成电子材料股份有限公司(300481.SZ)于2002年建立,并在2015年挂牌上市,总部设立于历史文化名城河南濮阳。公司曾先后获得“国家火炬计划重点高新技术企业”“国家知识产权优势企业”“河南省创新龙头企业”“国家绿色工厂”等称号,秉持“技术驱动未来的”的信念,深耕研发、坚持持续性的技术研发投入及产品与服务创新规划,拥有河南省科学技术进步一等奖一项、三等奖两项,河南省专利奖一等奖一项,河南省工业和信息化科技成果一等奖四项等多项荣誉。公司凭借其优秀的研发能力逐步成长为国内领先的顺酐酸酐衍生物生产企业,并通过对产品线的优化和延伸,形成以功能材料中间体等新产品为代表的全新利润增长点。

创立数载,以“技术领先,成本优势,产品线持续优化延伸”为理念迅速发展。公司自创立后,2007年业绩突破500万元,三年之后,首次突破“亿元”大关,为了增强研发和占领市场,公司于2011年进行股份制改革并于2015年成功上市。公司发展历程大致可以分为三个阶段:

- **导入期(2003年-2005年):**开始规模化生产四氢苯酐,在产品研发、生产、销售过程中积累经验,并根据客户反馈信息对四氢苯酐产品的生产工艺、技术指标进行优化、改进,逐步形成成熟的生产工艺。
- **成长期(2006年-2008年):**重点发展四氢苯酐、六氢苯酐,同步推进对甲基四氢苯酐和甲基六氢苯酐的研发。通过新产品开发及产品异构化研究丰富了公司顺酐酸酐衍生物产品线,并逐步成为国内产品线最齐全的顺酐酸酐衍生物生产企业之一,为公司后续跨越式发展提供了支撑。
- **成熟期(2009年-至今):**根据顺酐酸酐衍生物下游应用领域新动向,丰富公司高端产品,对已有生产工艺更新改进,根据市场需求发挥自身优势,重点培育市场潜力较大的品种,通过持续创新继续保持快速发展。

**计划引入战略投资者,股权结构稳定。**目前,实际控制人为王中锋和杨瑞娜,合计持有公司46.39%的股份。王中锋先生现任公司董事长兼总经理,濮阳市奥城实业有限公司执行董事,杨瑞娜女士现任河南省科学院化学研究所有限公司电子化学品研究室主任、公司董事。公司2020年7月发布公告称,拟引入深创投集团、深创投转型升级基金、中新睿银、融创岭岳基金和金石转型升级基金等战略投资者,定增后王中锋、杨瑞娜夫妇直接和间接持有公司股份占公司本次发行后总股本的38.25%,仍为公司的实际控制人,股权结构稳定。

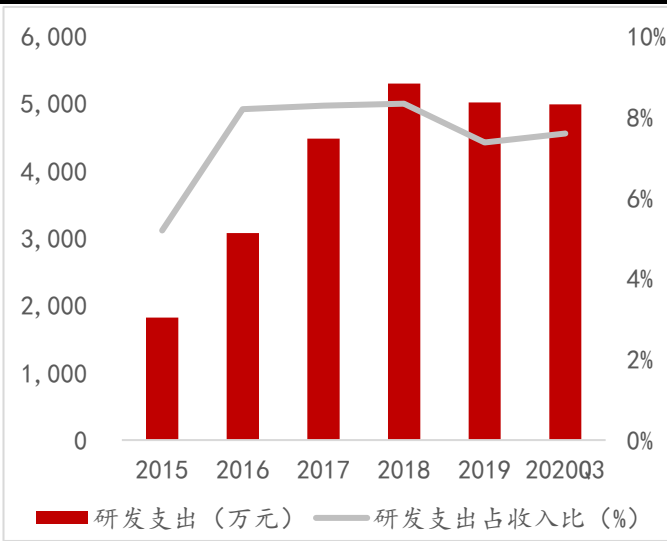
图表 1: 公司定增前股权结构

图表 2: 公司定增后股权结构



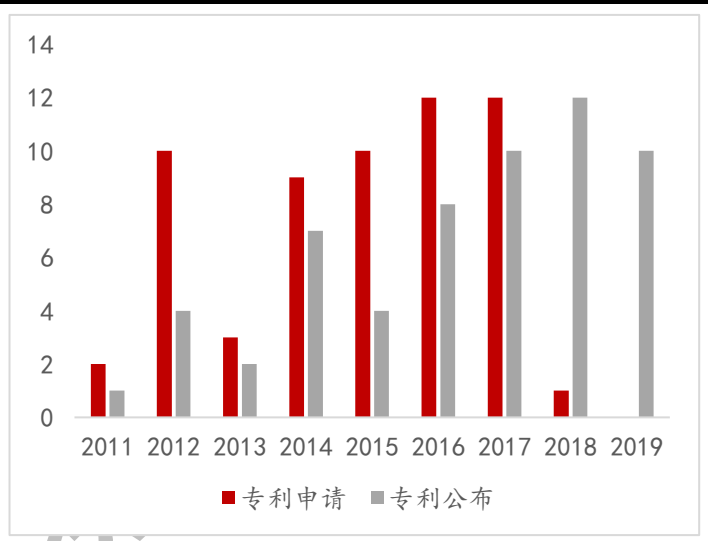


图表 5: 研发支出 (百万元; %)



资料来源: WIND、万联证券研究所

图表 6: 专利申请数目



资料来源: WIND、万联证券研究所

### 1.3 主营产品增长较快, 业务规模发展迅速

专注发展顺酐酸酐衍生物, OLED 市场广阔, 相关产业初具规模。目前, 公司主要从事顺酐酸酐衍生物、功能材料中间体等精细化学品的研发、生产、销售, 是目前国内产量最大, 品种最全的顺酐酸酐衍生物生产企业之一。顺酐酸酐衍生物生产企业的龙头, 获得了多个国际化工巨头认可, 顺酐酸酐衍生物主要产品为四氢苯酐、六氢苯酐、甲基四氢苯酐、甲基六氢苯酐、纳迪克酸酐、甲基纳迪克酸酐等, 主要用于环氧树脂固化、合成聚酯树脂和醇酸树脂等, 广泛应用在电子元器件封装材料、电气设备绝缘材料、涂料、复合材料等诸多领域。公司在功能材料中间体主要产品包括茆类、咪唑类、有机磷类等化学品, 主要用于 OLED 等有机光电材料及医药等领域。随着电子电气、涂料及复合材料等下游企业的需求的不断增加, 公司功能材料中间体领域高速发展, 成为国内少数能实现 OLED 材料中间体规模化生产的企业之一。

图表 7: 公司主要产品用途及特点

产品名称	英文缩写	主要用途	特点
四氢苯酐	THPA	生产聚酯树脂和醇酸树脂; 环氧树脂固化及生产特种环氧树脂	白色片状固体, 树脂产品气干性和耐化学性优良; 使用成本较低
六氢苯酐	HHPA	环氧树脂固化及生产特种环氧树脂; 生产聚酯树脂	白色固体, 耐候性和绝缘性能优良; 适用期长
甲基四氢苯酐	MTHPA	环氧树脂固化	常温为液体, 使用方便; 挥发性小; 固化产物绝缘性能和工艺性能优良
甲基六氢苯酐	MHHPA	环氧树脂固化	常温为液体, 使用方便; 固化产物的耐热性和绝缘性能优良

纳迪克酸酐	NA	环氧树脂固化及生产特种环氧树脂；生产聚酯树脂和醇酸树脂	常温为固体，低收缩；固化产物耐热性和耐腐蚀性好
甲基纳迪克酸酐	MNA	环氧树脂固化	常温为液体，使用方便；固化产物耐高温、耐老化性和耐化学药品性优异

资料来源：公司公告、万联证券研究所

古雷项目有望落地，主要产品产能快速提升。公司在成功收购山东清阳后，甲基四氢苯酐和甲基六氢苯酐产能分别增加10000吨和5000吨，进一步扩充了主营产品产能，目前顺酐酸酐衍生物产能将达4.6万吨。同时，公司计划通过古雷项目新增增顺酐酸酐衍生物产能50,000吨/年，功能材料中间体3200吨/年，公司主要产品产能快速增加，市场份额有望继续扩大。

图表 8：公司主要产品产能

公司主要产品	主要产品	产能 (吨)	在建产能 (吨)
顺酐酸酐衍生物	四氢苯酐	6000	50000 (古雷项目)
	六氢苯酐	10000	
	甲基四氢苯酐	15800	
	甲基六氢苯酐	10000	
	纳迪克酸酐	2000	
	甲基纳迪克酸酐	1000	
	其他	200	
	合计	45000	
氯化双酚	氯化双酚 A	3000	3000
电子化学品	芴类、咔唑类、有机磷类、噻吩类	90	20000 吨 3200 吨 (古雷项目)
	氯化纳迪克酸酐及氯化甲基纳迪克酸酐	910	

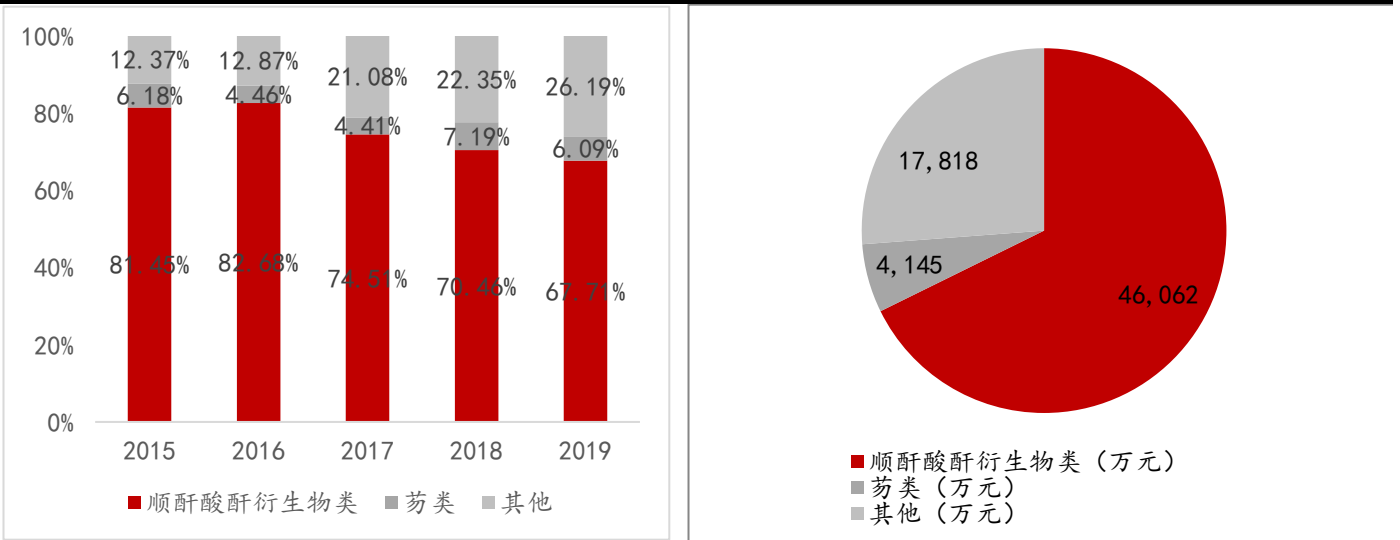
资料来源：公司公告、公司环评公告、万联证券研究所

顺酐酸酐衍生物类产品份额最重，功能材料中间体及其他营收占比逐年扩大。从公司营业占比来看，目前公司营收的主要来源仍为顺酐酸酐衍生物，但占比逐年降低，公司不断布局功能材料中间体项目，开拓新的市场，营收占比不断提高。2019年顺酐酸酐衍生物类业务收入为4.6亿元，占营收总额比为67.71%，占比较2015年同期下降了13.29个百分点；相反，功能材料中间体及其他类业务发展迅速，2019年合计营收达2.2亿元，占总额比达到32.29%。

图表 9：2015-2019 公司主营业务占比

图表 10：2019 年主营业务收入构成 (万元)



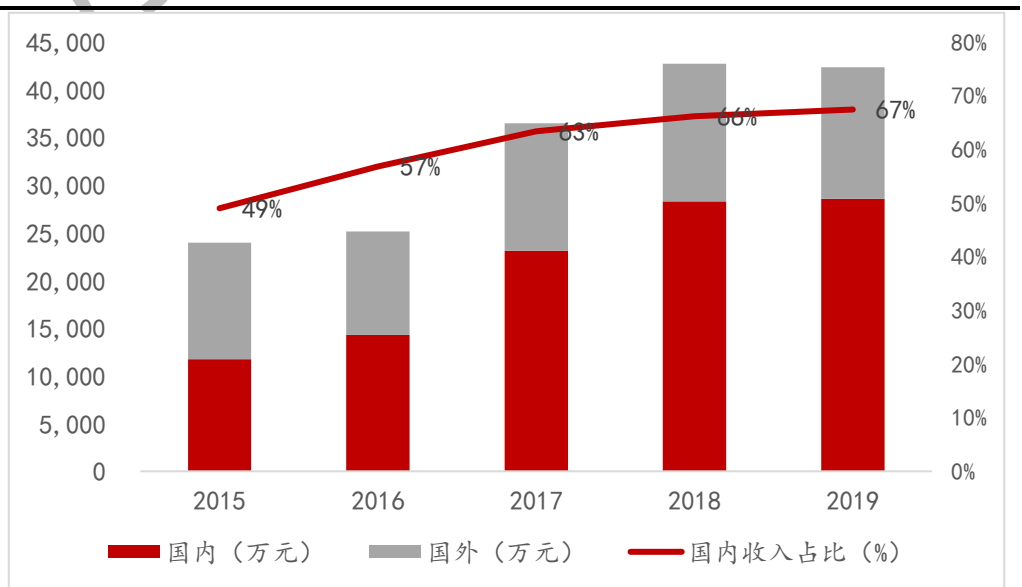


资料来源: WIND、万联证券研究所

资料来源: WIND、万联证券研究所

收入占比逐年提高,国内市场大有可为。2015年,公司主要市场布局海外,国内收入占比略低于海外,但近年来,随着国内汽车、家电、消费电子产品等领域的快速发展,下游需求的逐步提高,公司在国内收入占比逐年增加。截至2019年,公司国内收入约2.9亿,较2015年增加143.1%,占比达67.4%。随着国内下游需求领域的逐步开发,国内市场有望继续突破,未来发展空间广阔。

图表 11: 公司国内外收入情况 (万元)



资料来源: WIND、万联证券研究所

目前公司在顺酐酸酐衍生物领域的主要竞争对手包括意大利波林、新日本理化株式会社、迪克西化工、南亚塑胶工业股份有限公司和阿科力等; OLED中间体材料领域的主要竞争对手包括默克、陶氏、日本出光、万润股份、奥来德、瑞联新材等。

图表 12: 公司同行业主要竞争对手情况

竞争领域	公司名称	地点	主营产品
	意大利波林	意大利	顺酐酸酐衍生物、增塑剂等

顺酐酸酐 衍生物	新日本理化株式会社	日本大阪	增塑剂、苯的衍生物、酸酐、环氧树脂医药和农药中间体的生产和销售等。
	日立化成工业株式会社	日本新宿	电气绝缘材料、印刷电路板材料以及其他功能材料等
	迪克西化工	美国新奥尔良	胶粘剂、涂料和复合材料及其他产品
	南亚塑胶工业股份公司	台湾高雄	有塑胶加工、塑胶原料、电子材料及聚酯纺织产品
	波林化工有限公司	中国常州	偏苯三酸酐、偏苯三酸酯、增塑剂、特殊酐类等
	嘉兴市东方化工厂	中国嘉兴	液态甲基四氢苯酐、液态甲基六氢苯酐等。
	嘉兴阿尔法精细化工有限公司	中国嘉兴	顺酐酸酐衍生物产品，甲基六氢苯酐、六氢苯酐、甲基四氢苯酐等酸酐固化剂以及有机磷化合物
	大连金世光电材料有限公司	中国大连	液态甲基四氢苯酐固化剂，甲基六氢苯酐固化剂，环氧树脂增韧剂，促进剂等
	阿科力	中国无锡	特种环氧树脂、聚酯树脂、丙烯酸树脂以及光学级聚合物材料用树脂等
OLED 材料	默克	德国	空穴传输层材料、磷光绿色材料及新型喷墨式的可打印 OLED 材料
	陶氏	美国	发光材料（红色主体材料）
	日本出光	日本	空穴传输层、空穴注入层、电子传输层及发光层材料，蓝光主体材料
	万润股份	中国山东	OLED 成品材料、升华前单体材料和中间体材料
	奥来德	中国吉林	发光功能材料（红、绿、蓝材料，以发光主体材料）、空穴功能材料、电子功能材料及其他功能材料
	瑞联新材	中国西安	发光层材料、通用层材料
	阿格蕾雅光电材料	中国佛山	OLED 有机发光材料
	鼎材科技有限公司	中国北京	OLED 有机发光材料产品、彩色光刻胶
	华睿光电材料有限公司	中国广州	OLED 材料

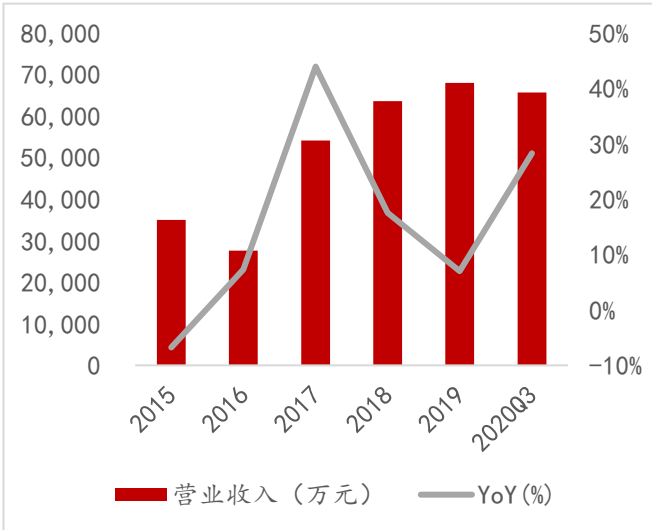
资料来源：公司公告、万联证券研究所

#### 1.4 公司财务状况分析

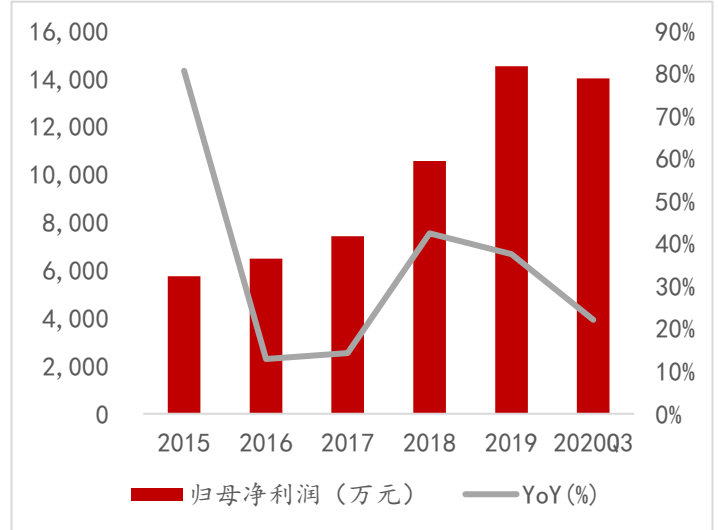
市场规模不断扩大，企业业绩持续向好。依托公司先进的研发技术和生产工艺，公司在顺酐酸酐衍生物和功能中间体等产品的质量、价格、客源及柔性化生产等方面形成较大的优势，市场规模不断增加，营业收入与归母净利润快速增长。在2019年报告期内，公司的营业收入达到6.8亿元，同比增加7.0%，2020年Q3更是达到了6.6亿元，三季度营业收入超过2018年全年营业收入，同比增长高达28.3%；同时，公司利润水平同步高速增长，2019和2020年Q3分别实现归母净利润1.5亿元和1.4亿元，同比增长分别为37.53%和22.10%。公司报告期内经营能力强劲，发展速度较快。

图表 13：公司营业收入及其增速（万元）

图表 14：公司归母净利润及其增速（万元）



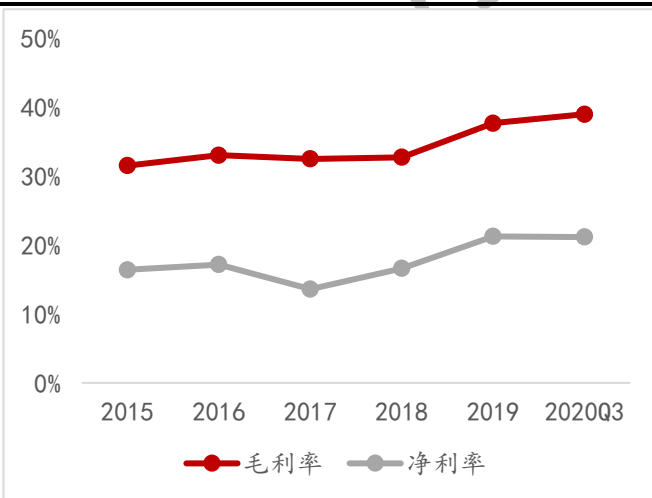
资料来源: WIND、万联证券研究所



资料来源: WIND、万联证券研究所

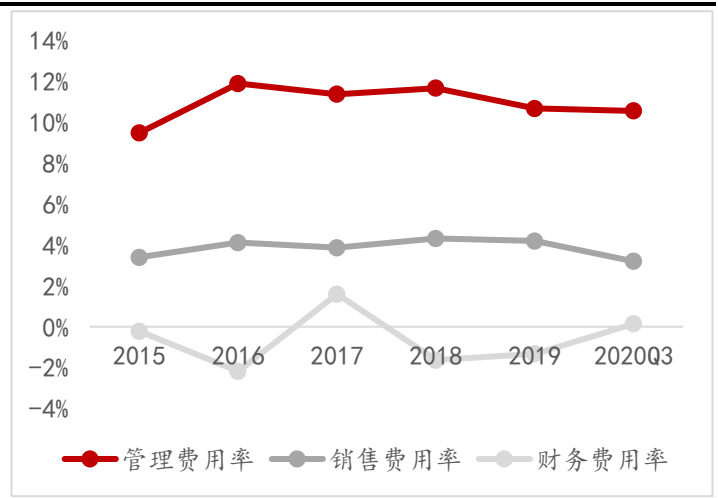
**盈利能力稳步增加, 费用水平持续下降。**受益于公司在顺酐酸酐衍生物和功能中间体等产品上丰富的经验和生产技术的更新, 公司毛利率和净利率水平逐年提高, 2019年分别达到37.71%和21.27%, 2020年Q3盈利能力进一步提升, 分别达到39.02%与21.18%。同时, 公司的管理能力较强, 费用控制水平较好, 报告期内, 公司的管理费用率和销售费用率逐年下降, 财务费用率整体水平较低。

图表 15: 公司毛利率及净利率变化



资料来源: WIND、万联证券研究所

图表 16: 公司期间费用率情况

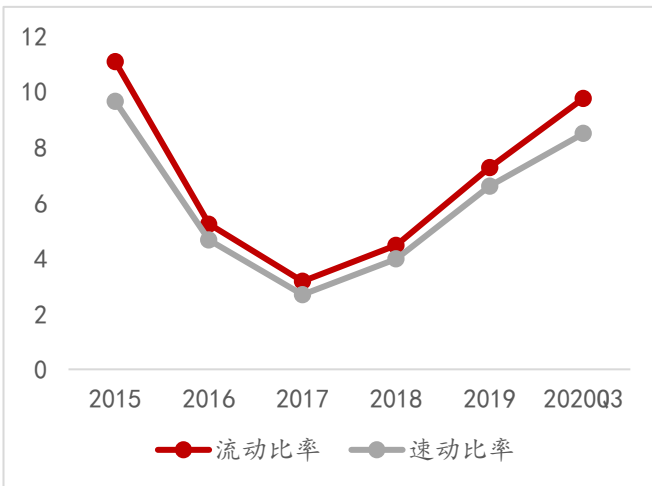


资料来源: WIND、万联证券研究所

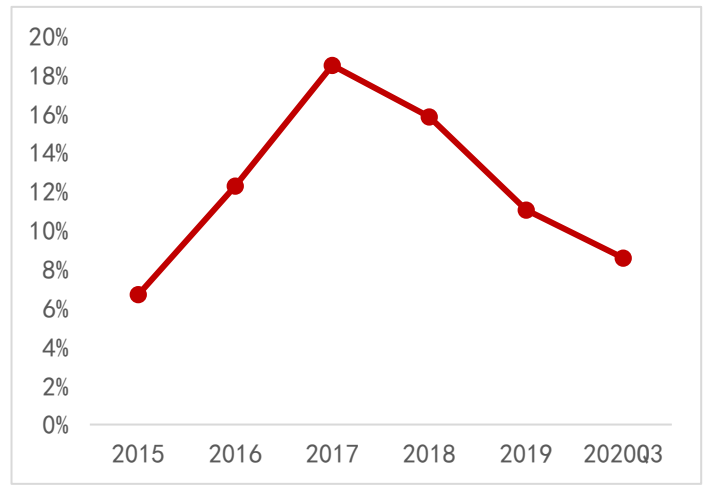
**企业资金流动性不断改善, 偿债能力持续优化。**2017-2019年, 公司的流动比率与速动比率逐年增加, 2020年Q3分别达到9.8与8.5, 企业资产的流动性较好, 短期偿债能力较强; 同时, 公司的资产负债率自2017年开始逐年优化, 负债所占资产比例逐年降低, 财务风险较小, 长期偿债能力较强。

图表 17: 公司流动比率及速动比率变化

图表 18: 公司资产负债率变化



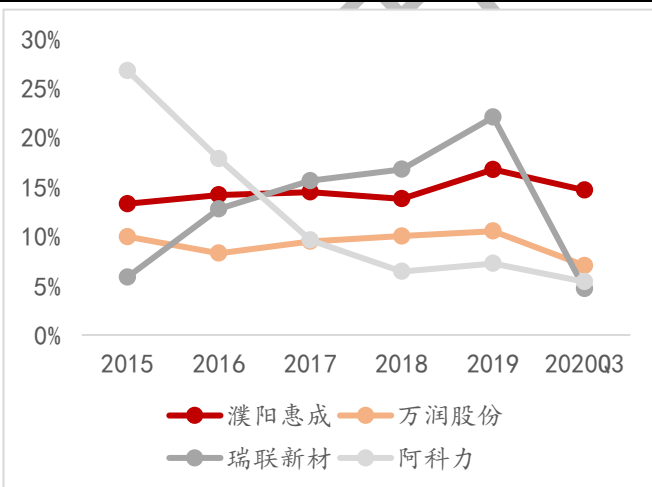
资料来源: WIND、万联证券研究所



资料来源: WIND、万联证券研究所

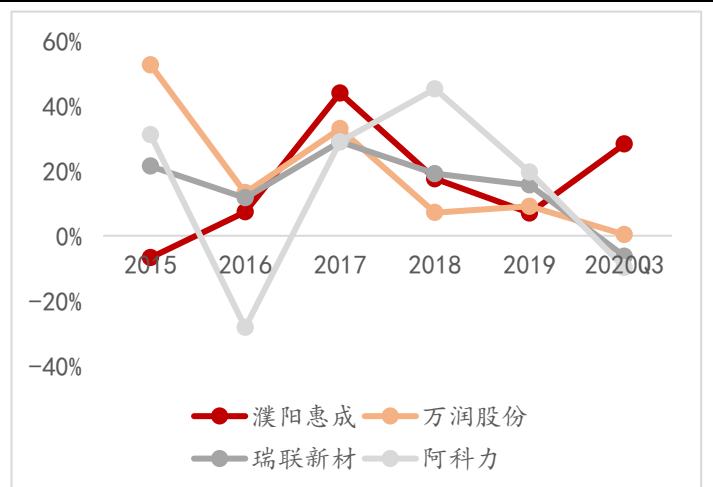
**核心指标领先, 公司发展未来可期。**通过选取万润股份、瑞联新材和阿科力作为可比公司对ROE和营业收入增长率指标进行比较后发现, 2015年时, 公司的盈利能力和发展速度均处于末端, 但随后公司各项指标持续改善, 2020年Q3, 公司的ROE远高于同行业可比公司, 营收增长率也与行业下跌趋势相反, 呈现出快速增长的趋势。因此可以看出公司的发展潜力较大, 未来市场增长空间广阔。

图表 19: 濮阳惠成可比公司 ROE 比较



资料来源: WIND、万联证券研究所

图表 20: 濮阳惠成可比公司营业收入增长率比较



资料来源: WIND、万联证券研究所

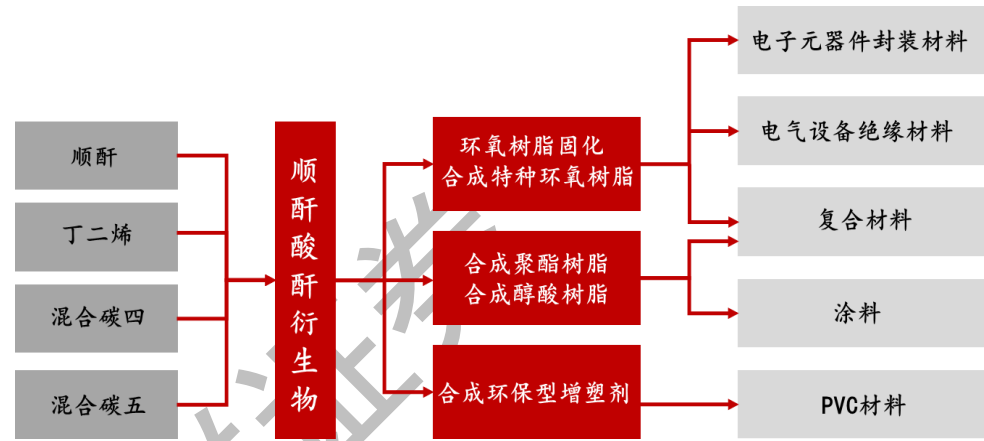
## 2、全面布局顺酐酸酐衍生物, 产能扩充助力业务快速增长

**深耕顺酐酸酐衍生物类, 产品技术国内领先。**顺酐酸酐衍生物是公司重要的主营产品类别, 包括四氢苯酐、六氢苯酐、甲基四氢苯酐、甲基六氢苯酐、纳迪克酸酐、甲基纳迪克酸酐等, 凭借该领域丰富的经验, 公司已成为国内规模最大、产品线最齐全的顺酐酸酐衍生物生产企业之一, 主要产品技术指标行业领先, 同时, 六氢苯酐、纳迪克酸酐等产品质量达到进口替代水平, 获得诸多化工巨头使用认证。

**应用领域广阔, 顺酐酸酐衍生物产业快速发展。**顺酐酸酐衍生物主要用途为环氧树脂

固化，合成特种环氧树脂、聚酯树脂、醇酸树脂和环保型增塑剂等，下游应用领域主要包括电子元器件封装材料、电气设备绝缘材料、复合材料、涂料和PVC材料等。目前下游应用最多的产品为四氢苯酐、六氢苯酐、甲基四氢苯酐和甲基六氢苯酐等，随着技术的不断发展和工艺的创新，纳迪克酸酐、甲基纳迪克酸酐等产品用量有望不断提升。

图表 21：顺酐酸酐衍生物产业链



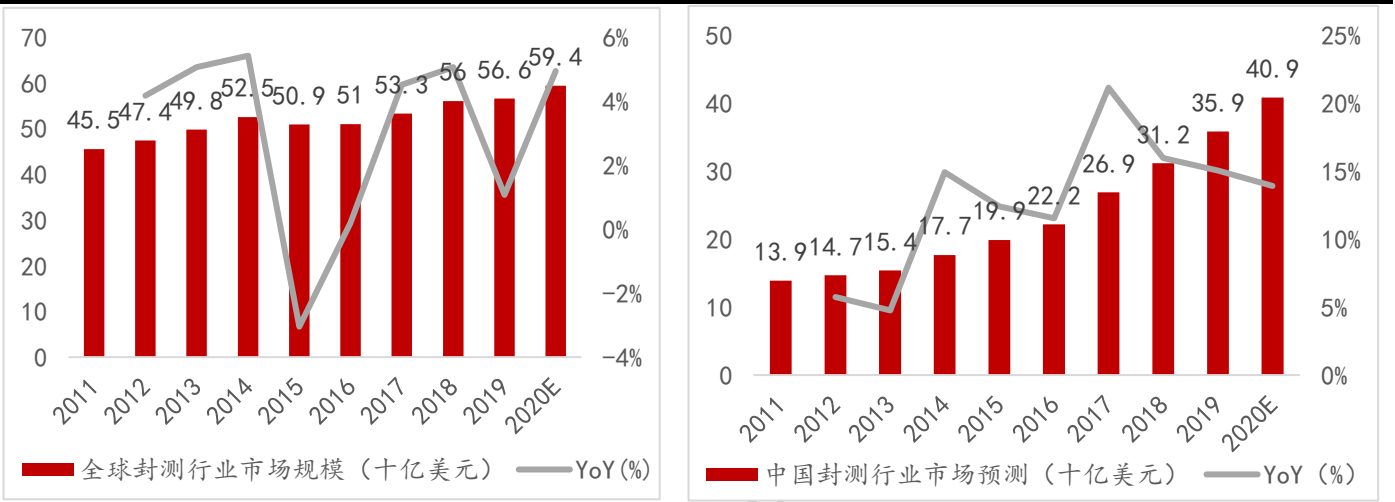
资料来源：公司公告、公司环评公告、万联证券研究所

## 2.1 下游需求持续增加，顺酐酸酐衍生物市场不断扩大

特点明显、优势突出，在下游需求的推动下，顺酐酸酐衍生物市场有望继续扩大。随着我国电子信息产业的快速发展，智能电网、超/特高压输电线路投资力度的不断加大，新型复合材料的广泛应用，国内市场对于电子元器件封装、电气设备绝缘材料和高性能的复合材料、涂料的需求快速增长。

5G时代引领电子信息制造业快速发展，电子元器件封装材料领域大有可为。随着5G、人工智能物联网等领域的不断发展，我国电子信息制造业和智能终端应用需求高速增长，封装技术发展迅速，对封装材料的要求更高。顺酐酸酐衍生物与环氧树脂形成的固化物是一种理想的封装材料，广泛应用于从电阻、电容、电感、二极管、三极管等基本电子元件到半导体器件、集成电路等复杂器件的封装。2019年全球封测市场规模为566亿美元，其中中国市场规模约359亿美元，同比增长达15%，随着下游需求的进一步增加，预计2020年封测市场规模可达409亿美元，封装材料领域市场空间广阔。

图表 22：全球封测行业市场规模预测（十亿美元，%） 图表 23：中国封测行业市场规模及预测（十亿美元，%）



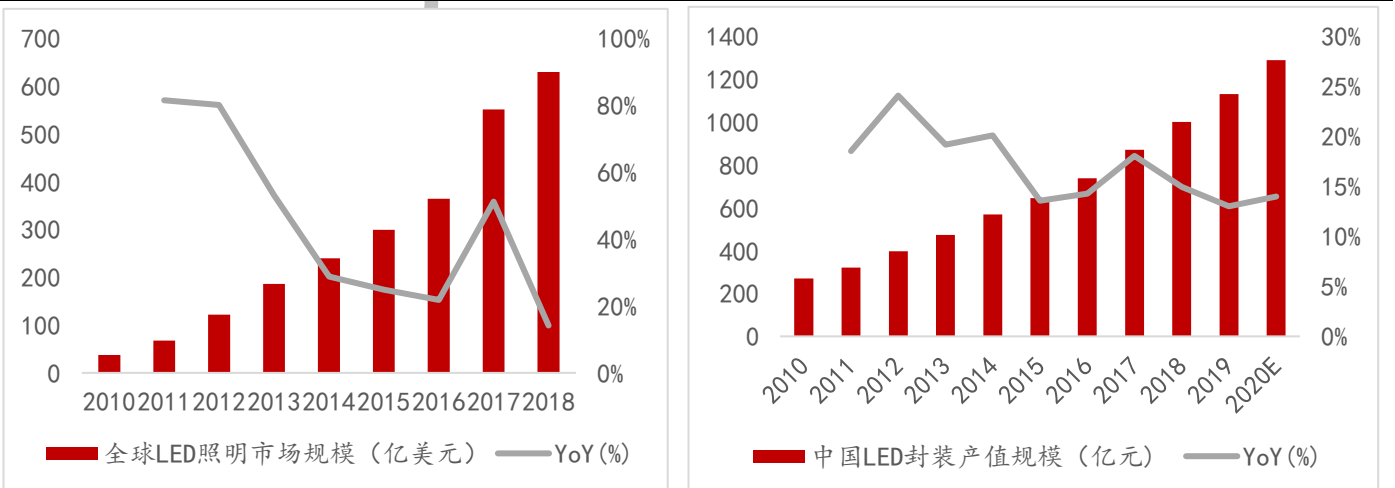
资料来源: Yole、万联证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院、万联证券研究所

**LED技术应用增加, LED封装材料市场规模较大。**随着LED技术的不断进步以及显示屏、交通信号、街道照明、车用照明及背光源领域的广泛应用, 下游需求的增加以及政策支持使我国成为了全球最主要的LED生产基地, 因此, 国内对于LED封装材料的需求也快速增加。2018年, 全球LED照明行业市场规模达到629亿美元, 较2010年增长了16倍。随着LED照明市场的不断增加, 中国市场LED封装产值规模逐步扩大, 2019年达到1130亿元, 2020年市场有望继续爆发, 达到1288亿元。顺酐酸酐衍生物是LED封装材料的优良固化剂, 随着LED行业的快速增长, 产品市场发展空间广阔。

图表 24: 全球 LED 照明市场规模预测 (亿美元, %)

图表 25: 中国封测行业市场规模及预测 (十亿美元, %)



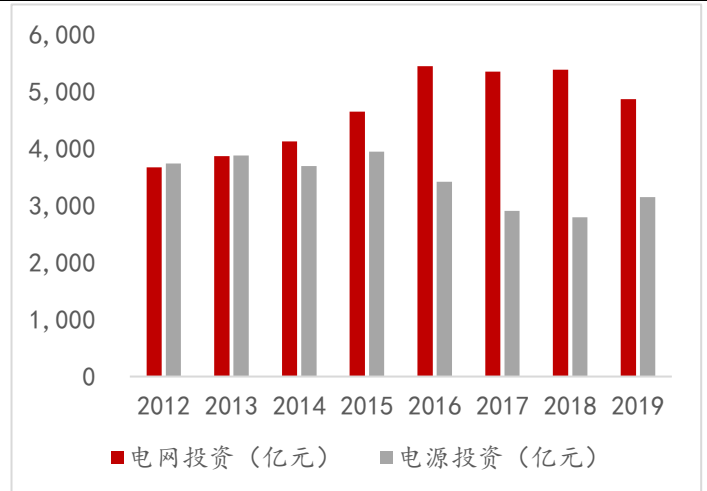
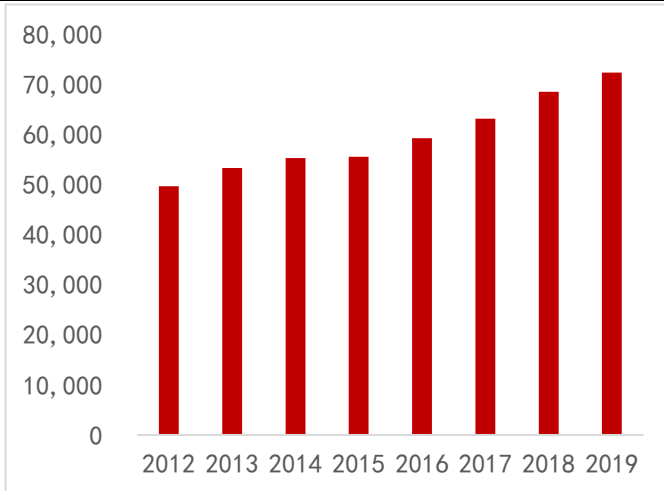
资料来源: 前瞻产业研究院、万联证券研究所

资料来源: 高工 LED 研究院、万联证券研究所

**电力需求增速稳定, 带动电气设备绝缘材料需求增加。**2019年国内全社会用电量达72255亿千瓦时, 电网、电源投资分别为4856亿元和3139亿元, 电力需求逐年增加, 对电气设备绝缘材料的安全性和可靠性的要求越来越高。顺酐酸酐衍生物与环氧树脂形成的绝缘件质量轻、密实性好, 能有效提高电气设备的强度和耐环境性能, 可提高电气设备的绝缘可靠性和安全性并延长其使用寿命, 因此以环氧树脂浇注干式绝缘已成为公认的发展方向, 广泛应用于输配电各个环节。



图表 26: 2012-2019 年国内全社会用电量 (亿千瓦时) 图表 27: 2012-2019 年电力工业投资 (亿元)

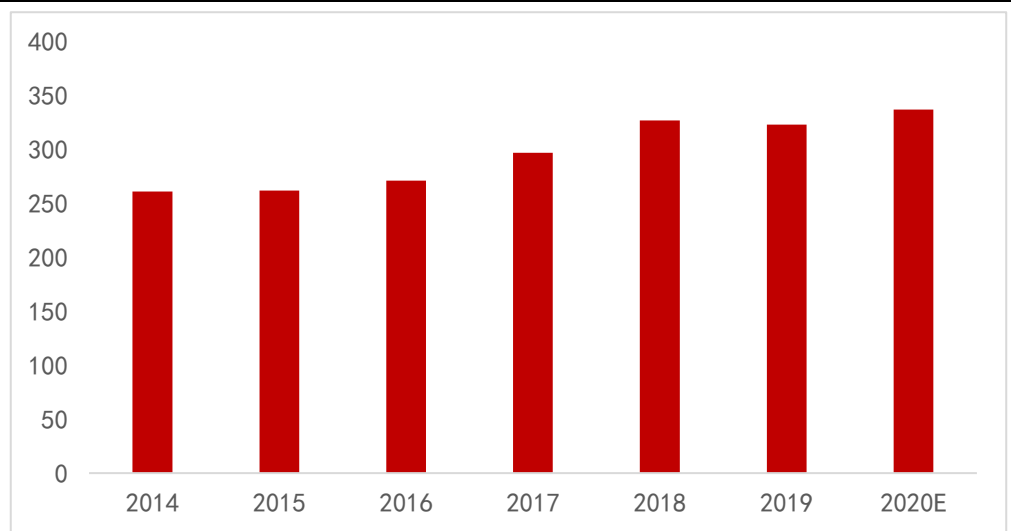


资料来源: 前瞻产业研究院、万联证券研究所

资料来源: 高工 LED 研究院、万联证券研究所

**国内PCB产值规模加速扩张, PCB油墨材料市场空间广阔。**印刷电路板 (PCB) 在电子设备重起到支撑、互连的作用, 近年来, 随着消费电子、汽车电子和医疗设备等电子信息领域的轻薄化和智能化, PCB高端产品相关要求不断提高。据Prismark统计, 中国大陆地区PCB产值2019年达到323亿美元, 预计2019-2025年中国地区复合增速达4.5%, 2025年产业市场整体规模预计将达420亿美元。目前, 国内外在生产高精度印刷电路板及多层印刷电路板油墨中大量使用的液态感光抗蚀剂成分之一是感光性树脂, 四氢苯酐改性环氧丙烯酸树脂就是一种比较常用的感光性树脂, 性能优良。随着PCB市场的稳定增长, 四氢苯酐的应用规模将逐渐增加。

图表 28: 中国 PCB 产值变化趋势图 (亿美元)



资料来源: Prismark、中商产业研究院、万联证券研究所

**涂料、复合材料市场规模不断增加, 顺酐酸酐衍生物市场前景较好。**据前瞻产业研究院统计, 预计国内涂料行业2024年市场规模达6973亿元, 2023年复合材料制品产量将达556万吨, 市场规模稳定增长。以顺酐酸酐衍生物为原料的聚酯树脂涂料具有优良的气干性、耐候性和耐热性, 醇酸树脂涂料还具有较好的密着性、弹性、光泽度和耐水性, 被广泛应用于汽车、金属卷材、家具、电器制品、精密机械等领域中。由顺

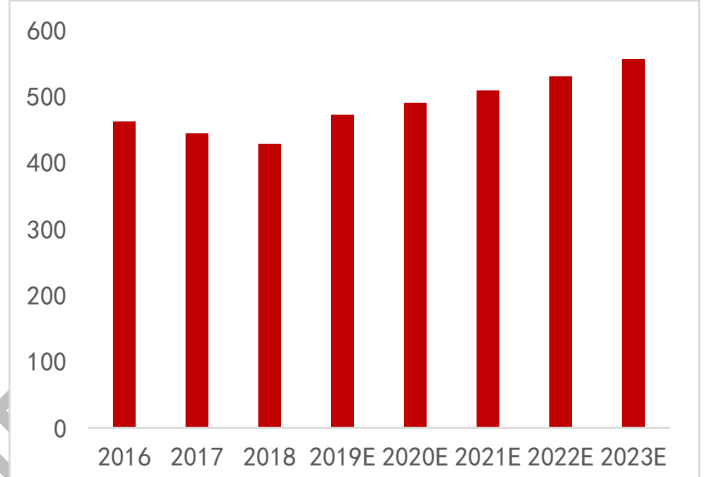
酞酸酐衍生物生产的不饱和聚酯树脂工艺好、成本低、易成型等特点使复合材料可以体现出轻质、高强和多功能等特性，被广泛应用于轨道交通、绿色建筑、风电开发、化工防腐、海洋工程、电力电气等领域中。随着涂料和复合材料的市场规模不断扩大，顺酞酸酐的下游需求逐步增加。

图表 29：国内涂料行业市场预测（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

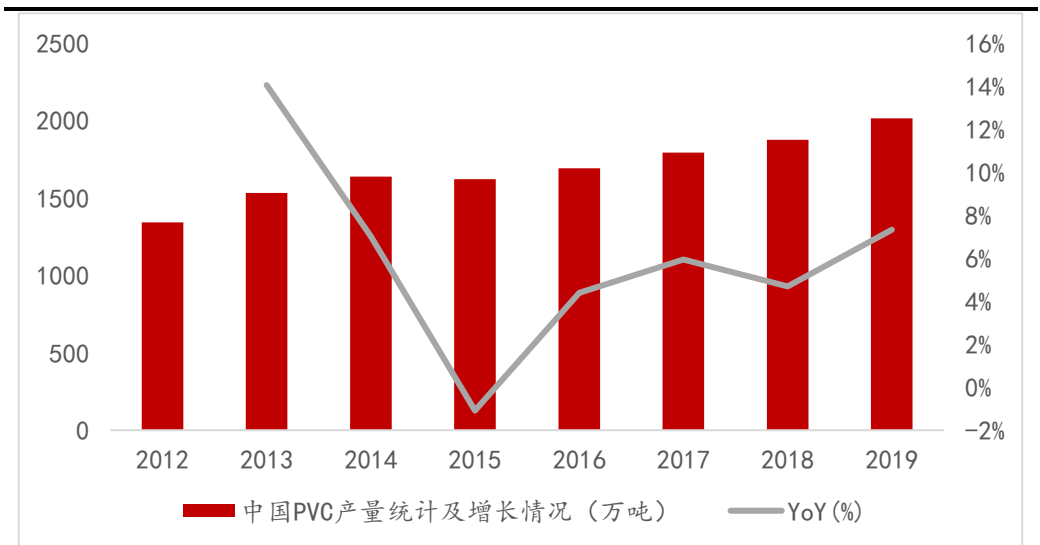
图表 30：中国复合材料制品产量及预测（万吨）



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

国内聚氯乙烯（PVC）产量逐年增长，PVC材料助剂需求稳步提升。PVC是世界上产量最大的通用塑料，用途广泛，中国作为工业大国，2019年PVC产量达2011万吨，同比增加7.31%，增速稳定。由顺酞酸酐衍生物作为原料合成的环烷酸酯类增塑剂和聚酯增塑剂耐化学品抽出性能较好并且环保无毒，是比较理想的绿色环保塑料助剂，与PVC有很好的相容性，加入至PVC制作中能够使其具有优良的加工性能和耐油耐水性。目前，公司在该领域用量较小，随着环保型增塑剂行业快速发展，公司该领域需求有望稳步提升。

图表 31：中国 PVC 产量统计及增长情况（万吨，%）

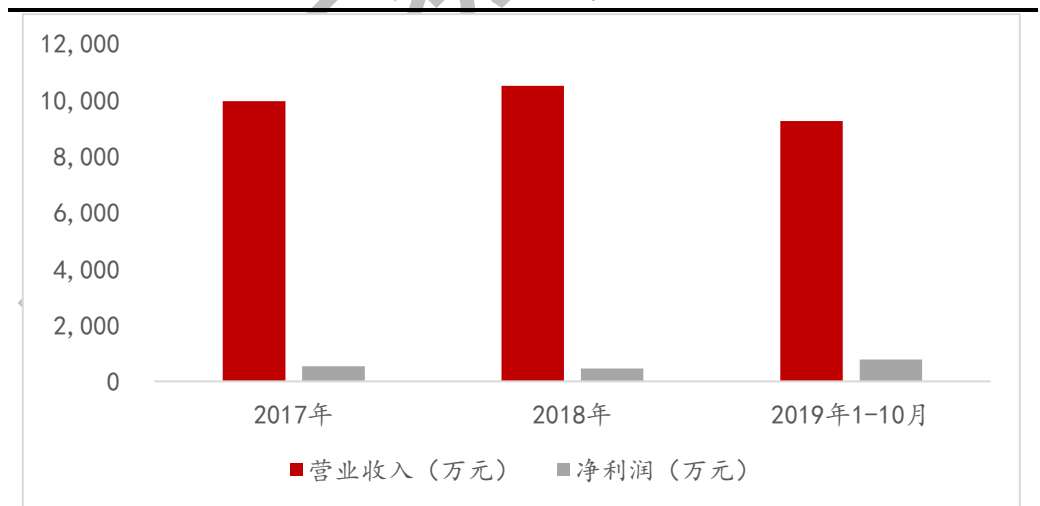


资料来源：中国氯碱工业协会、前瞻产业研究院、万联证券研究所

## 2.2 “三管齐下”，顺酐酸酐衍生物产能快速扩张

并购山东清洋，巩固顺酐酸酐衍生物行业领先地位。公司2019年12月13日发布公告，拟收购山东清洋新材料有限公司100%股权，2020年1月完成股权变更登记手续，山东清洋成为公司全资子公司。山东清洋新材料有限公司成立于2010年，主要产品有甲基四氢苯酐、甲基六氢苯酐、碳五混合物、甲四聚合物等，拥有10,000吨/年甲基四氢苯酐和5,000吨/年甲基六氢苯酐的生产装置。并购后，公司现有15800吨/年甲基四氢苯酐产能和10,000吨/年甲基六氢苯酐产能，顺酐酸酐衍生物产能大幅增加，帮助企业满足日益增长的下游需求外，进一步发挥产业协同效应，提高生产技术，占领产品市场，巩固公司再顺酐酸酐衍生物领域上的行业领先地位。据公司公告披露，山东清洋2017年、2018年和2019年1-10月营业收入分别为9948.1万元、10493.74万元和9249.79万元，整体呈上升趋势，且营业收入较高，说明公司产品市场认可度高，市场规模大，通过并购山东清洋可以帮助公司进一步占领市场，提高市场份额。

图表 32：山东清洋营业收入及净利润情况（万吨，%）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

签署古雷项目，助力公司产能释放与技术升级。2020年1月3日，公司签署古雷项目《项目投资协议》，计划投资10亿元在古雷港经济开发区投建生产基地，主要用于建设顺酐酸酐衍生物及电子化学品生产线及研发中心，建设内容包括5万吨/年顺酐酸酐衍生物以及3200吨功能材料中间体等。签署股类项目对公司意义重大，主要包括以下几个方面：

- 充分利用公司积累的生产经验和先进的生产技术，提高产品品质，兑现市场潜力，增加企业的市场份额，实现公司业绩的快速增长；
- 充分利用古雷石化基地配套设施及产业链等优势，保障原材料的充分供应和低成本运输，是产品具备成本优势；
- 进一步扩大产能，满足市场需求；
- 增强研发能力，缩短与国际巨头技术、产能差距；
- 完善企业战略布局，大力推动核心酸酐业务，重点突破有机光电材料及医药中间体业务，全面布局基于酸酐和有机光电材料的产品与服务，增加产品多样性，提高公司竞争力。

图表 33：古雷项目投资项目（吨/年）

顺酐酸酐衍生物	四氢苯酐	六氢苯酐	甲基四氢苯酐	甲基六氢苯酐	纳迪克酸酐	甲基纳迪克酸酐	-	合计
	10000	10000	21000	5000	2000	2000	-	50000
功能中间体材料	氢化双酚A	茈类	唑类	杂环类	降冰片烯类	稠环类	有机磷类	合计
	3000	55	40	30	30	25	20	3200

资料来源：公司公告、万联证券研究所

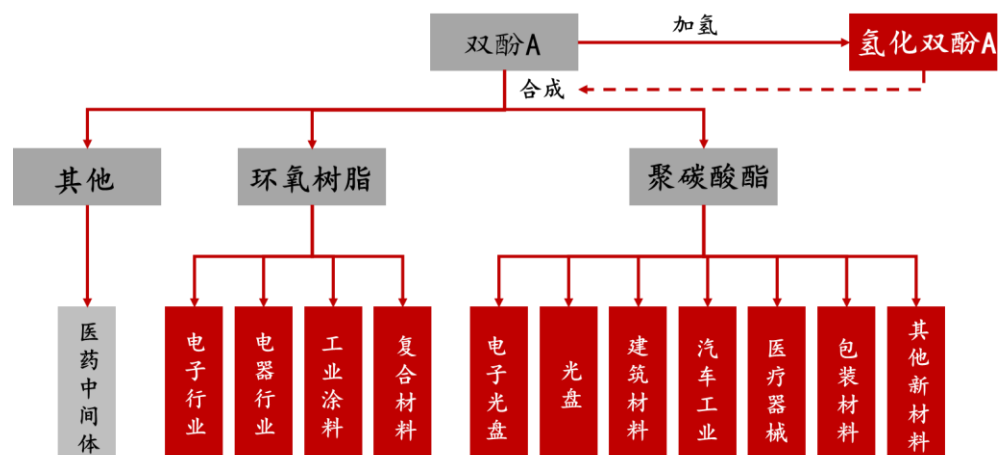
**定向增发，引入战略投资者。**据公司公告称，拟募集资金总额不超过80,000.00万元(修改后)，扣除发行费用后拟全部用于补充流动资金，发行对象为深创投集团、深创投转型升级基金、中新睿银、融创岭岳基金和金石转型升级基金5名特定对象。预计发行完成后，深创投集团与深创投转型升级基金将合计持有上市公司5%以上股份，融创岭岳基金和中新睿银将合计持有公司5%以上股份，金石转型升级基金将持有上市公司5%以上股份均为公司关联方。通过定向增发，初步完善了公司现阶段的战略布局，保障公司快速稳定的发展，具体帮助如下：

- 保障研发资金投入，支持技术突破，帮助公司在顺酐酸酐衍生物和OLED中间体材料等领域进一步保持竞争优势，提高生产规模、扩大产品市场。
- 引入战略投资者。定增对象依托其自身资源优势，向公司提供对接产业资源、提供专业咨询和协助外延收购等服务，帮助公司降低原材料采购成本、开拓国内外市场和拓展新产品。通过优势互补，进一步开拓市场，增强研发，加速新产品的市场化，实现业务协同。
- 抓住公司战略机遇期，保障古雷项目的平稳运行。

### 2.3 积极布局氢化双酚A，新型树脂材料未来可期

**氢化双酚A特点明显，性能更优。**氢化双酚A (HBPA)，是合成不饱和聚酯树脂、环氧树脂的原料，也是一种医药中间体。氢化双酚A由双酚A通过加氢合成，相比与双酚A，氢化双酚A具有无毒性、化学稳定性、耐紫外线、热稳定性及耐候性，可以提高树脂产品的使用性能、延长使用寿命，更加环保健康。

图表 34：氢化双酚A与双酚A应用领域对比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

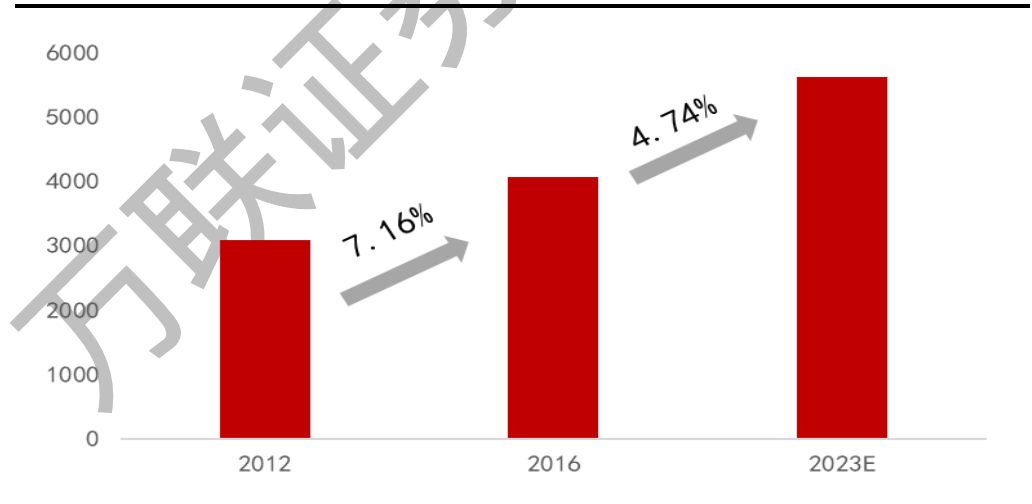
图表 35: 氢化双酚 A 与双酚 A 特性对比

用途	双酚 A (BPA)	氢化双酚 A (HBPA)	氢化双酚 A 优势
环氧树脂	√	√	耐候性、无毒性
聚碳酸酯	√	√	耐候性、无毒性

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

主要面对高端应用领域, 市场需求较大。氢化双酚A和双酚A应用领域基本相同, 但由于氢化双酚A无毒、化学稳定性等特点, 更多的应用于LED封装、高价值电器绝缘材料、风机叶片涂层层、医疗器械部件、复合材料等高端制造应用领域。新材料领域的发展和树脂产业的不断升级, 对高性能聚碳酸酯和环氧树脂的需求越来越大, 氢化双酚A需求逐渐增加。据QYR统计, 全球市场中, 氢化双酚A产量从2012年的3077吨增加至2016年的4058吨, 并预计2023年达到5612吨。

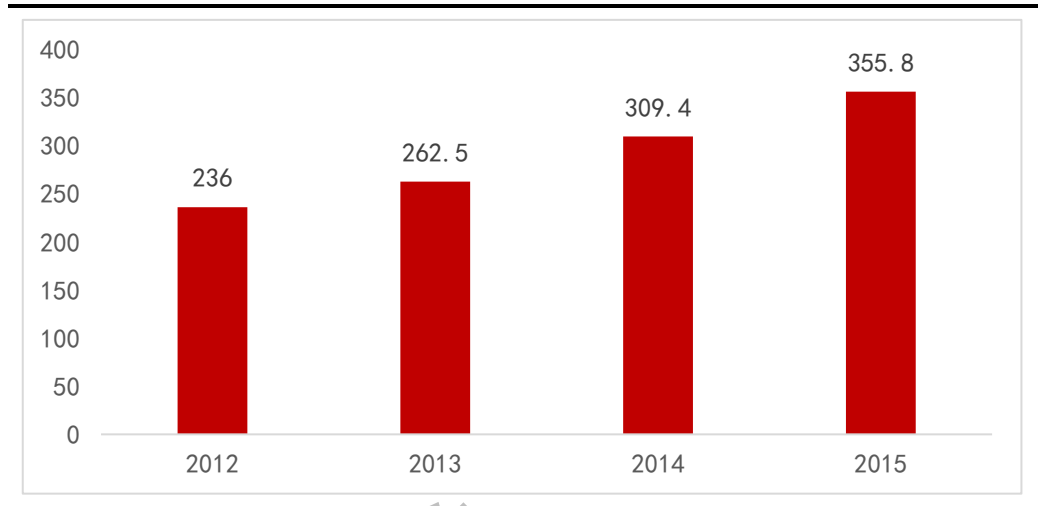
图表 36: 全球氢化双酚 A 产量及预测



资料来源: QYR、万联证券研究所

技术壁垒高, 进口依赖严重, 有望打破国外企业垄断地位。氢化双酚A由于技术壁垒高, 目前只有日本丸善石油化学株式会社和新日本理化株式会社已实现规模化生产销售, 国内没有企业实现产业化生产的厂家。公司目前正在建的3,000吨氢化双酚A产线预计于2020年底达到预定可使用状态, 将打破国外巨头的垄断地位, 实现国产替代。

图表 37: 中国氢化双酚 A 产量 (吨)

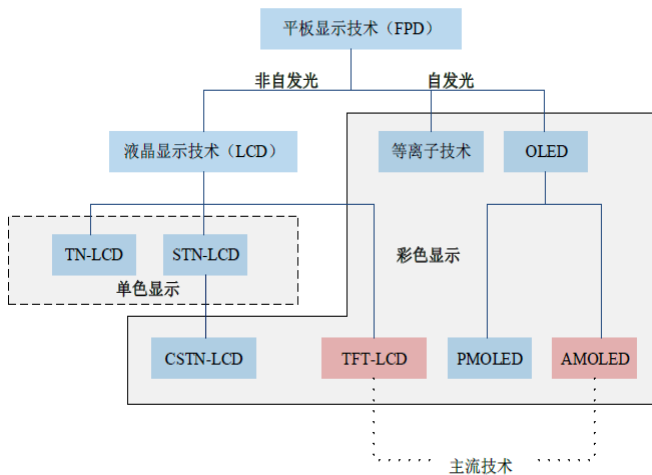


资料来源：立木信息咨询、万联证券研究所

### 3、智能时代引爆终端需求，OLED材料潜力无穷

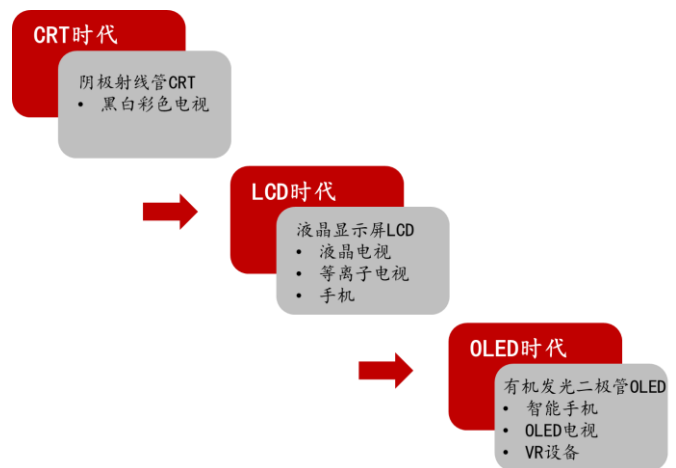
智能终端使用广泛，OLED时代即将到来。显示技术的发展与人们生活密切相关，显示技术从20世纪50年代的阴极射线管显示技术（CRT）发展到二十世纪初的平板显示技术（FPD），平板显示技术又分支出离子显示（PDP）、液晶显示（LCD）、有机发光二极管显示（OLED）等技术路线。其中，CRT时代以黑白/彩色电视为主要产品，LCD时代以液晶电视和手机为代表产品，OLED时代则以智能手机和平板为代表。随着5G时代和智能时代的来临，5G、手机、电脑、可穿戴设备、VR等领域的逐渐成熟，市场对于显示面板的要求越来越高，OLED凭借其驱动电压低、高亮度、快响应、超薄、宽视角和可柔性显示的特点受到了广泛关注。

图表 38：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

图表 39：显示技术发展历程



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表 40：OLED 屏幕在不同应用领域的突出优势





资料来源：公司公告、万联证券研究所

### 3.1 OLED优势明显，未来市场空间广阔

**OLED特点明显，在小尺寸平板显示中应用较多。**与液晶面板相比，OLED面板不需要背光源，厚度、能耗和亮度等指标更优，同时避免了显示延迟、水平/垂直视角失真、不可弯曲等问题，被行业认为将成为第三代主流显示技术。目前，AMOLED是OLED技术主流产品，终端应用包括智能手机、智能电视、智能手表等产品屏幕。相比与TFT-LCD显示技术，AMOLED采用自发光技术，对比度高、厚度薄、视角广、反应速度快、驱动电压较低、使用温度范围广等优点。同时，由于柔性AMOLED面板可弯折的特点，在当下曲面屏迅速发展的智能手机市场中应用逐渐增多，是当前主流显示技术市场中发展最快、应用前景最好的技术之一。

图表 41：TFT-LCD 技术与 AMOLED 技术性能对比

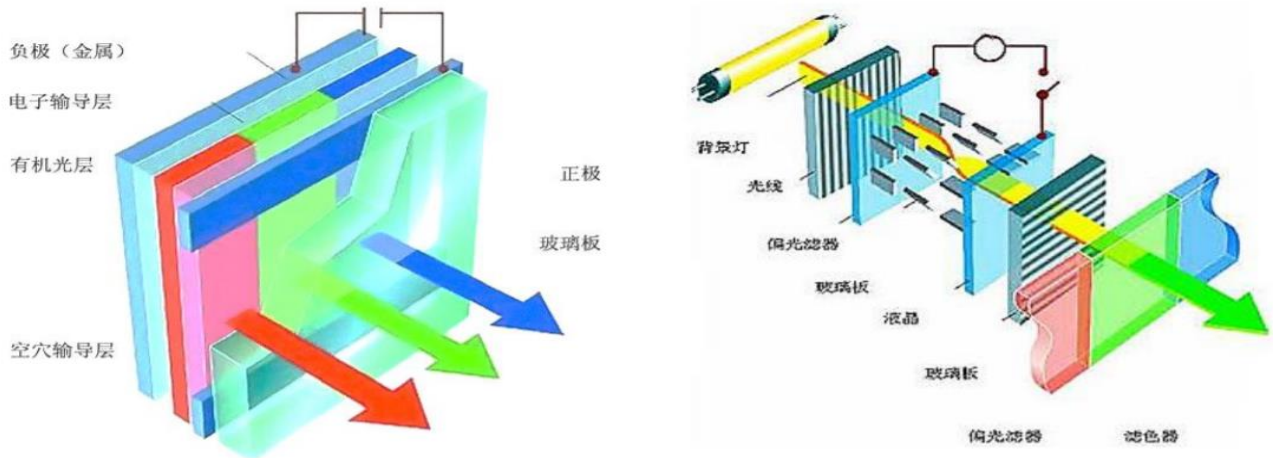
特性	TFT-LCD	AMOLED
柔性显示	不可能	可能
透明显示	可能	可能，且更易实现
响应速度	1ms	20 μs
视角	170	180
色彩饱和度	60%~90%	110%
工作温度	-20~70°C	-40~85°C
对比度	1500: 1	200万: 1
发光方式	被动发光	固态自发光
厚薄	2.0mm	<1.5mm
耐撞击性	承受能力较差	承受能力强

资料来源：瑞联新材招股说明书、万联证券研究所

**OLED具有自发光特性。**OLED面板的基本结构为：以TFT玻璃基板上的ITO电极为阳极，在基板上通过蒸镀等方式涂覆有机层及金属阴极。有机层包括空穴注入（HIL）、空穴传输（HTL）、电子注入（EIL）、电子传输（ETL）材料及发光层材料。当电流通过时，电子获得能量发生跃迁，在恢复基态的过程中释放光子，使得发光层材料表现出发光特性。通过像素级独立控制发光，让电子设备产生明亮、清晰的图像。LCD面

板利用背景灯提供发光源，通过电压控制液晶进而决定亮度。

图表 42: TFT-LCD 技术与 AMOLED 技术性能对比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

### 3.2 政策导向，国家支持OLED产业快速发展

由于OLED面板自身具有独特的特性和广泛的下游应用场景，而且随着应用终端普及速度的加快，对于OLED面板的需求也在不断增加。为了掌握面板行业的关键技术，打破国外企业技术封锁，掌握产业发展的主动权，我国国务院、发改委自2009年年初就出台了一系列产业政策支持OLED发展，将其列入“十二五”、“十三五”等纲领性文件中大力推广支持。

图表 43: 中国 OLED 重要产业政策汇总

时间	文件名称	发布部门	政策内容
2009.04	电子信息产业调整和振兴规划	发改委	液晶、等离子等成熟技术的产能升级与 OLED 等前瞻性技术研究并举，逐步掌握显示产业发展主动权。
2010.10	国务院关于加快培育和发 展战略性新兴产业的决定	国务院	明确提出将新型显示作为新一代信息技术产业的重要组成部分。
2011.12	关于印发工业转型升级规划（2011—2015 年）的通知	国务院	增强电子信息产业核心竞争力，加快大尺寸有机电致发光显示器件（OLED）、电子纸、三维（3D）显示、激光显示等新型显示技术的研发和产业化，完善新型显示产业体系，平板显示产业规模占全球比重提高到 20% 以上。
2012.07	国务院关于印发“十二五”国家战略性新兴产业发展规划的通知	国务院	加快推进有机发光二极管（OLED）、三维立体（3D）、激光显示等新一代显示技术研发和产业化。攻克发光二极管（LED）、OLED 产业共性关键技术和关键装备、材料，提高 LED、OLED 照明的经济性。
2012.09	关于印发新型显示科技发展“十二五”专项规划的通知	科技部	重点支持上游核心材料、产业配套材料、元器件及重要装备的研究开发，重视中游面板和模组开发生产，抓好下游应用产品开发和整机集成应用，完善产业链建设。

2013.01	国务院关于印发“十二五”国家自主创新能力建设规划的通知	国务院	新型显示技术作为战略性新兴产业创新能力建设重点。
2014.4	关于组织实施新型平板显示和宽带网络设备研发及产业化专项有关事项的通知	发改委	有源有机发光显示 (AMOLED) 用高精度金属因钢蒸镀掩膜板研发和产业化、AMOLED 用高性能、长寿命有机蓝色电致发光、电子传输和空穴注入/传输材料研发和产业化、高分辨率面板驱动 IC 研发和产业化、高世代 TFT-LCD 及 AMOLED 用 PECVD 设备研发和产业化、高世代 TFT-LCD 及 AMOLED 用溅射镀膜设备研发和产业化、AMOLED 蒸镀设备研发及产业化
2014.1	2014-2016 年新型显示产业创新发展行动计划	工信部、发改委	突破 AMOLED 背板、蒸镀和封装等关键工艺技术，实现 AMOLED 面板量产和柔性显示等新型应用。
2016.12	“十三五”国家战略性新兴产业发展规划	国务院	实现主动矩阵有机发光二极管 (AMOLED)、超高清 (4K/8K) 量子点液晶显示、柔性显示等技术国产化突破及规模应用。
2016.12	关于印发信息产业发展指南的通知	工信部	拓展新型显示器件规模应用领域，实现液晶显示器超高分辨率产品规模化生产、有源矩阵有机发光二极管 (AMOLED) 产品量产
2018.04	新型显示产业超越发展三年行动计划	工信部	加快研究布局 AMOLED 微显示、量子点、印刷 OLED 显示、MicroLED 显示等前瞻性显示技术，加强技术储备，完成产业新技术路线的探索和布局。

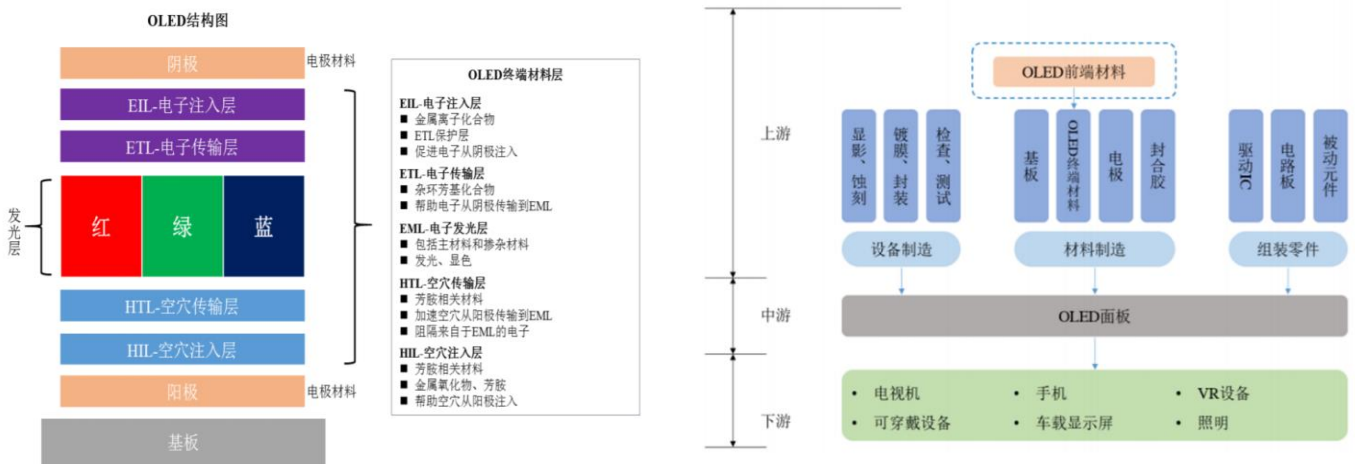
资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

### 3.3 终端需求快速增长，OLED材料市场可期

OLED发光材料是面板材料中的关键材料之一，技术壁垒高、垄断现象严重。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、电视等显示领域，同时也可应用于照明。OLED发光材料主要包括红光主体/客体材料、绿光主体/客体材料、蓝光主体/客体材料等，技术壁垒较高，核心技术被韩日德美企业所掌控。其中，红光材料被UDC、陶氏化学、住友化学、日本东丽、默克等公司掌握；滤光材料被UDC、陶氏化学、住友化学、出光兴产、日本东丽和默克等公司掌握；蓝光主体材料被出光兴产、保土谷化学、陶氏化学所掌握。在红、绿、蓝三种有机发光材料中，蓝光主体材料是目前世界公认最难攻克的一环。芴类衍生物是OLED蓝光功能材料中间体，随着国内OLED技术的不断升级，市场空间广阔。

图表 44：OLED 面板内部结构图

图表 45：OLED 产业链



资料来源：瑞联新材招股说明书、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

**产业规模跨越式增长，OLED在建产线众多。**近年来，随着OLED下游需求的增加，我国AMOLED产业规模迅速扩张。目前OLED面板产线以6代AMOLED产线为主，随着技术的发展，未来产业将形成6代线与8.5代线为主流的高世代产线格局。据赛迪智库统计，截至2020年2月，全球已建成AMOLED生产线25条，在建生产线3条，计划2条。其中，中国大陆地区已建成柔性面板6代线6条，在建和计划各2条，总投资规模接近5,000亿元。到2022年，全球当前在建AMOLED产线全部建成并满产后，预计总产能将达到3,300万平方米/年，其中中国大陆地区（包括LG在大陆的生产线）总产能有望达到1,900万平方米/年，全球占比达58%。

图表 46：AMOLED 产线分布情况

企业	地点	世代	月产能 (万片)	种类	投产时间	状态
三星	韩国	6	6	柔性	18年Q3	爬坡
LG	韩国	6	1.5	柔性	17年Q3	量产
	韩国	8	3.4	柔性	17年Q3	量产
	韩国	6	1.5	柔性	18年Q3	爬坡
	韩国	6	3	柔性	21年Q1	在建
	广州	8.5	6	刚性/柔性	20年Q1	爬坡
JOLED	日本	5.5	2	柔性	19年Q4	量产
夏普	日本	4.5	2.2	柔性	17年Q4	量产
友达	台湾	3.5	0.8	刚性	17年Q3	量产
京东方	成都	6	4.8	柔性	17年Q4	量产
	绵阳	6	4.8	柔性	19年Q4	爬坡
	重庆	6	4.8	柔性	20年Q4	在建
	福清	6	4.8	柔性	待定	计划
武汉华星	武汉	6	4.5	柔性	20年Q1	爬坡
天马集团	武汉	6	3.75	刚性/柔性	17年Q2	量产
	厦门	6	4.5	柔性	22年Q2	计划
维信诺集团	昆山	5.5	1.5	刚性	18年Q1	量产
	固安	6	3	刚性/柔性	18年Q2	量产

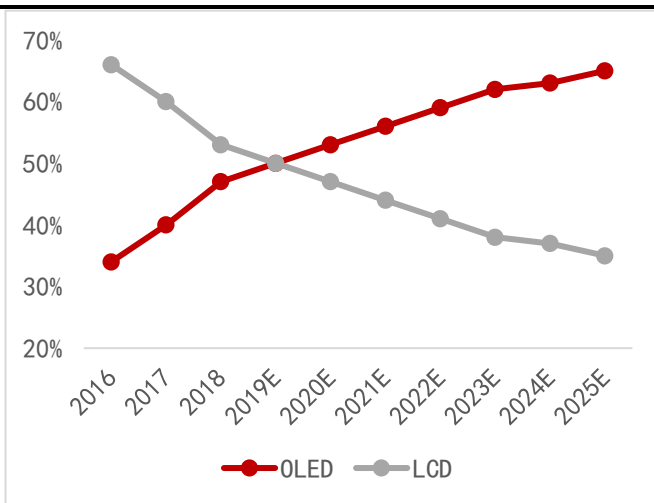


合肥维信诺	合肥	6	3	柔性	20年Q4	在建
和辉光电	上海	6	3	刚性/柔性	19年Q1	爬坡
柔宇	深圳	5.5	1.5	柔性	18年Q2	爬坡

资料来源：奥来德招股说明书、万联证券研究所

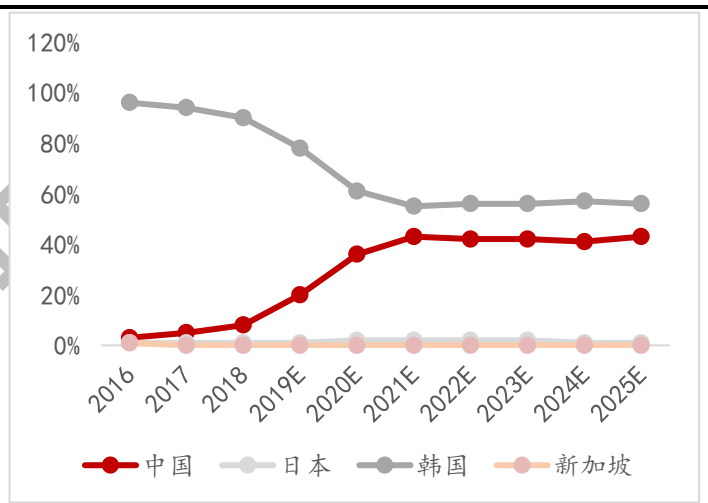
**OLED市场渗透加速，国内市场份额不断增加。**据DSCC数据显示，目前全球OLED对LCD的替代效应逐渐增强，OLED市场份额不断增加，预计2020年将超过LCD成为主流的面板显示材料。同时，随着OLED下游应用场景的不断增加，中国市场份额增长迅速，预计2021年达到41%，位居全球第二。

图表 47：OLED 与 LCD 市场份额变化图 (%)



资料来源：DSCC、万联证券研究所

图表 48：OLED 各国市场份额变化图 (%)

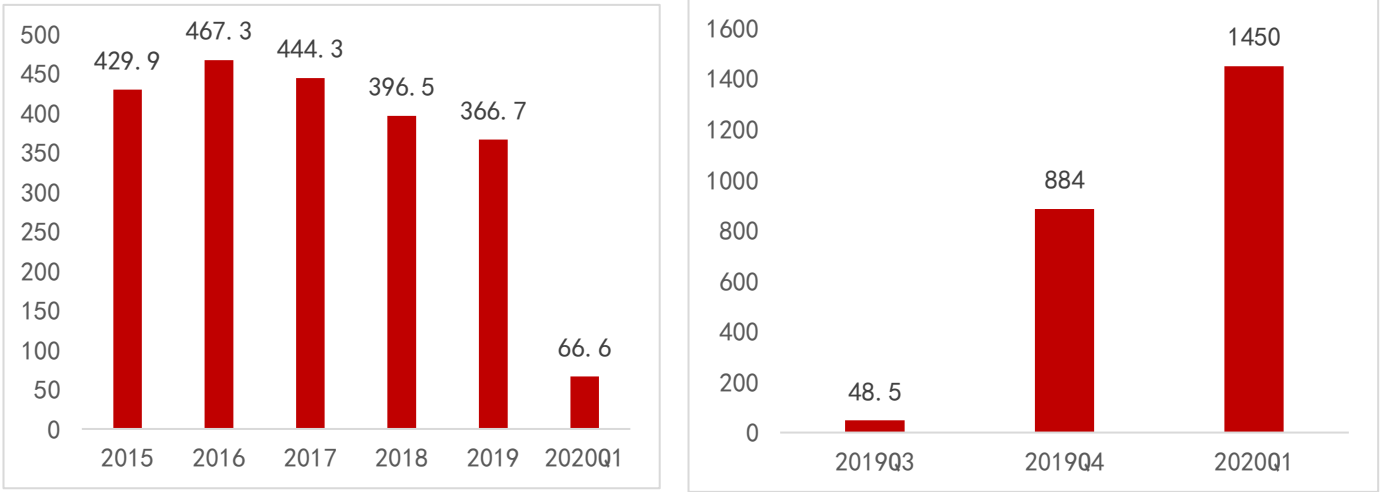


资料来源：DSCC、万联证券研究所

**5G时代来临，智能终端市场快速增长。**随着电子信息技术与通讯技术的快速发展，智能手机、智能手表、VR等产品市场规模快速增长，尤其是5G通讯的普及以及基站的铺设速度的加速，5G时代的来临将引领出一波智能手机快速发展的“黄金时期”。据前瞻产业研究院数据，2019年中国智能手机出货量达366.7百万台，较2018年有所下滑，但随着2020年5G基站的全面覆盖和商用，中国5G智能化手机市场快速增加，2020年Q1就已出货1450万台，乘借“5G”东风，智能手机市场快速发展。同时，智能手表领域同样快速发展，预计2020年智能手表销量可达480万支。随着智能终端市场的快速发展，将同步引领OLED市场规模的不断扩大。

图表 49：中国智能手机出货量 (百万台)

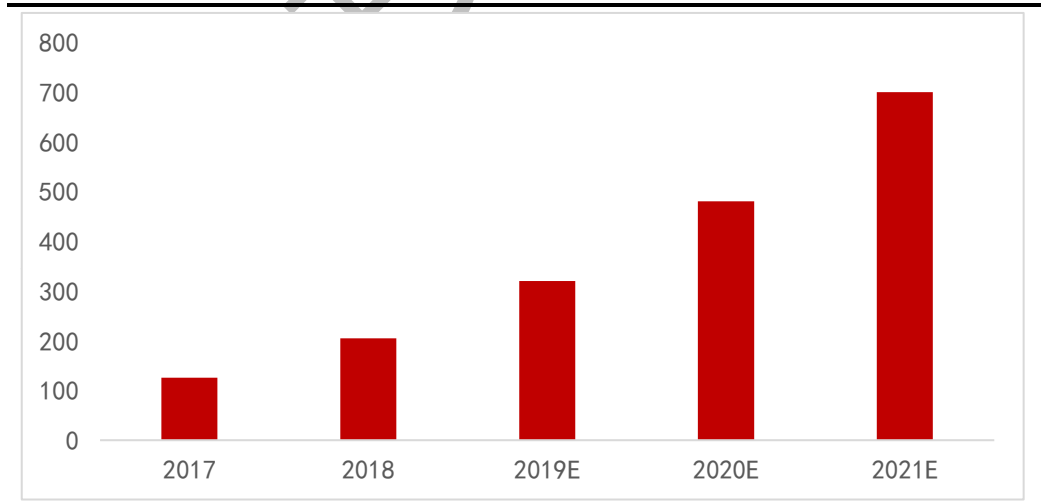
图表 50：中国 5G 手机市场出货量 (万台)



资料来源：IDC、前瞻产业研究院、万联证券研究所

资料来源：IDC、前瞻产业研究院、万联证券研究所

图表 51：中国智能手表销量及预测（万支）



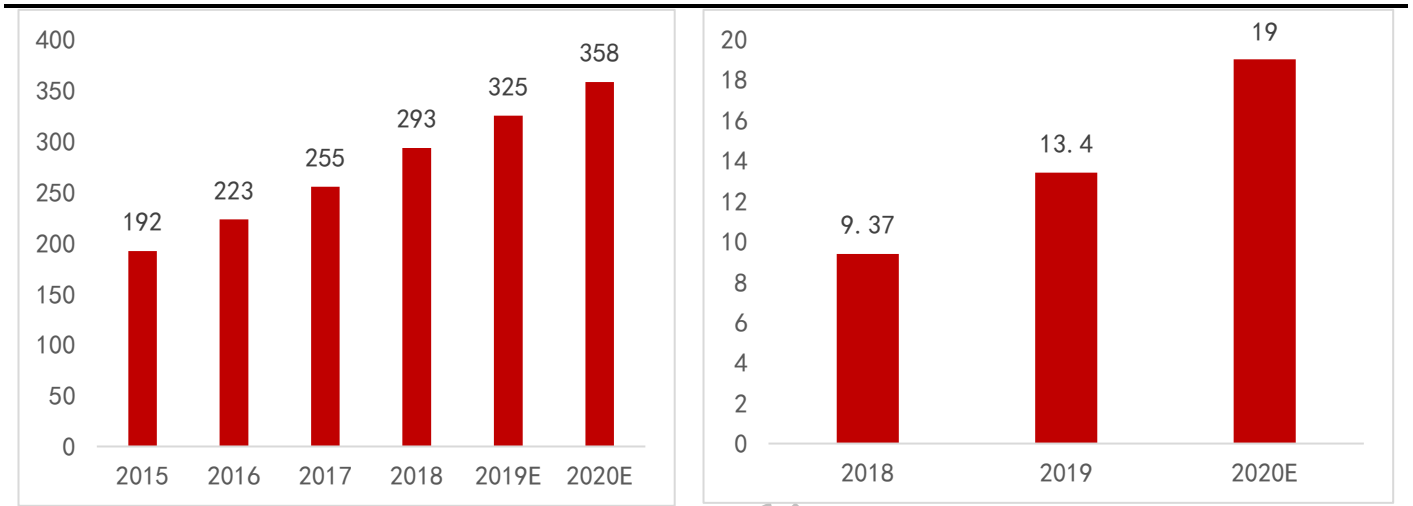
资料来源：中商产业研究院、万联证券研究所

**OLED市场规模稳步增长。**据中商产业研究院数据显示，随着OLED市场应用的多元化和产业发展的集群化，2019年我国OLED市场规模将达325亿美元，并预计2020年将达到358亿美元。同时，随着OLED市场的大幅增长，OLED发光材料同步增长，预计2019年全球发光材料市场规模将达19亿美元。

图表 52：中国 OLED 市场规模及预测（亿美元）

图表 53：全球 OLED 发光材料市场规模（亿美元）





资料来源：中商产业研究院、万联证券研究所

资料来源：UBI research、万联证券研究所

#### 4、公司市场估值分析

我们在A股中选取了分别涉及显示材料（万润股份、八亿时空、瑞联新材）和顺酐酸酐衍生物（阿科力）两个板块共4个标的。可以发现，可比公司PE（TTM）均值为44.45，而目前濮阳惠成PE（TTM）仅为28.62，处于可比公司均值以下，说明公司市场估值还有增长空间。

图表 54：可比公司估值情况

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	2020Q3 EPS	PE (TTM)
002643.SZ	万润股份	220.83	0.38	45.18
688181.SH	八亿时空	52.00	1.38	33.59
688550.SZ	瑞联新材	62.64	2.26	41.74
603722.SH	阿科力	21.98	0.35	57.28
	<b>均值</b>			<b>44.45</b>
<b>300481.SZ</b>	<b>濮阳惠成</b>	<b>48.84</b>	<b>0.55</b>	<b>28.62</b>

资料来源：WIND、万联证券研究所

#### 5、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

**顺酐酸酐衍生物**：公司2020年收购山东清洋，顺酐酸酐衍生物产能增长至4.5万吨/年，预计能够有效解决公司产能利用率高的现状，顺酐酸酐衍生物销量将明显增长。另外古雷项目预计在2022年投产，届时顺酐酸酐衍生物销量将进一步增长。我们预计2020-2022年公司顺酐酸酐衍生物部分营收增速为29.79%/14.52%/3.84%。

**氯化双酚A**：公司年产3000吨双酚A项目预计2021年上半年完工投产，但还需要一定时间进行产能爬坡，按照产能爬坡估计，下半年产能为全年的1/4。

**芴类：**公司现有芴类产能15吨，预计2020、2021年公司芴类产品不断放量，毛利率缓慢增加，营业收入稳定增长。2022年古雷项目完成投产，公司将新增55吨芴类产能，产销量与营收将显著增长。预计2020-2022年公司芴类部分增速分别为12.98%/24.61%/92.52%。

**其他类：**毛利率基本保持稳定，营业收入快速增加。主要是oled发光材料放量增长，预计增速为22%/9%/11%。

图表 55：公司未来 3 年营收预测

(单位：百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
货币类型	CNY			
<b>顺酸酐衍生物</b>				
营业收入	460.62	597.85	684.64	710.94
营收增速	2.81%	29.79%	14.52%	3.84%
毛利率(%)	26.31%	29.46%	31.23%	31.23%
毛利	121.17	176.14	213.81	222.03
<b>氢化双酚 A</b>				
营业收入	-	-	13.13	62.34
营收增速	-	-	-	375.00%
毛利率(%)	-	-	40.00%	44.00%
毛利	-	-	5.25	27.43
<b>芴类</b>				
营业收入	41.45	46.83	58.36	112.35
营收增速	-9.34%	12.98%	24.61%	92.52%
毛利率(%)	69.68%	69.68%	71.77%	68.18%
毛利	28.88	32.63	41.88	76.60
<b>其他</b>				
营业收入	178.18	218.23	237.66	264.28
营收增速	25.37%	22.48%	8.90%	11.20%
毛利率(%)	59.77%	59.00%	58.50%	59.50%
毛利	106.50	128.76	139.03	157.24
<b>总计</b>				
营业收入	680.25	862.91	993.78	1,149.91
同比增长	6.98%	26.85%	15.17%	15.71%
毛利	256.54	337.53	399.98	483.31
同比增长	23.11%	31.57%	18.50%	20.83%

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 8.63/9.95/11.50 亿元，EPS 分别为 0.70/0.87/1.07，对应的 P/E 分别为 27.0/21.9/17.7。首次覆盖，给与“买入”评级。

## 6、风险提示

**海外疫情严重，公司国际业务恐受影响：**公司三分之一左右的营业收入来自海外业务，目前海外疫情严重，公司海外业务很可能受影响。

**募投项目进展不及预期：**公司多项在建募投项目进展可能受环境管控以及国内疫情反弹等因素影响而延后，从而导致公司新增产能延后投产，未来公司业绩增长可能不及预期。

**上游原材料价格波动：**公司生产使用的主要原材料包括基础化工原料和各类定制初级中间体。在疫情与国内环保政策收紧的双重影响下，公司采购的部分原材料价格呈现上升趋势，若未来原材料价格普遍大幅上涨，则公司将面临利润空间被压缩风险。

万联证券



## 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