



## 【太平洋化工】公司深度报告

维持/买入  
现价18.53元/目标价25元

# 万润股份：OLED和沸石双轮驱动，成长可期，维持“买入”

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: [liuqiang@tpyzq.com](mailto:liuqiang@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL: [zhaixl@tpyzq.com](mailto:zhaixl@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190520060001

太平洋证券研究院

2020年7月9日

## ■ 1、技术为本，布局三大产业，构建优质材料平台

公司积累有先进有机合成及提纯技术，打造显示材料、环保材料、大健康三大产业，目前已发展成为全球领先的高端液晶单体和中间体、沸石材料供应商，具有技术、客户和规模三大优势，保障了公司较好的盈利水平。同时，公司坚持较高研发投入（2019年营收占比8.75%），储备多项技术，拥有256件专利，其中OLED发光材料专利占比70%，重点发展OLED材料，沸石、医药中间体及原料药等，持续扩产，构建优质材料平台。受益于液晶和环保沸石行业需求持续增长，公司产能扩张，2014-2019年，公司营业收入CAGR达21.84%，归母净利润CAGR达39.32%。2019年公司实现营业收入28.7亿元，同比+9.06%；归母净利润5.07亿元，同比+14.00%；负债率仅15.13%，毛利率43.6%，摊薄ROE 10.52%。2020年一季度，公司实现营业收入6.68亿元，同比+1.01%；归母净利润1.24亿元，同比+22.53%。由于公司营收出口占比85.62%（2019年），受国外疫情影响，今年业绩增长有压力，但公司在建三大项目合计投资额达38.78亿元，中长期保持较快发展。

## ■ 2、平板显示面板市场巨大，国内产能快速增长

根据IHS数据，2017年全球FPD行业规模约1544亿美元，是全球第二大千亿美元规模的电子零组件，仅次于IC。其中LCD市场规模1308亿美元，占比84.7%，OLED市场约236亿美元，占比15.3%。我国平板产业起步晚但是发展迅速，IHS数据，2017年我国大陆面板产能面积约1亿平方米，超过韩国成为全球第一。未来LCD扩产以大陆地区为主，OLED扩产以韩国和我国大陆厂商为主。

## ■ 3、LCD液晶材料：国内龙头，稳健增长

终端材料混晶具有很高的技术壁垒，市场被德国Merck、日本JNC、日本DIC垄断，而中国则是全球液晶中间体和单体的主要供应国。公司具备中间体产能450吨/年、单体产能150吨/年，占全球TFT液晶单体市场的15%以上，是国内液晶材料龙头企业，也是国内唯一一家同时向三大混晶巨头供应液晶中间体和单体的企业，具有领先优势。

## ■ 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破

OLED 终端材料的核心专利存在较高的技术壁垒，生产主要集中在韩国、日本、德国及美国厂商手中，国内企业主要集中在前端材料领域。公司是国内较早布局OLED行业的企业之一，经过多年发展，已经成长为国内OLED材料龙头企业，主要客户有DOOSAN、LG化学、DOW等。九目化学搬迁扩产约350吨OLED发光材料产能。三月光电经过多年研发，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，已经进入下游批量验证阶段，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。

## ■ 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发

我国机动车国六排放标准已经进入分阶段实施阶段，按照标准要求，柴油车所用SCR催化器的涂层需要由原来的钒基变为沸石分子筛，带来国内沸石分子筛作为尾气催化剂涂层材料从0到1的突破。我们预计未来三年国内新增沸石分子筛总需求约1.68万吨，对应市场规模约51亿元。公司目前具备沸石分子筛产能5850吨/年（包含2019年Q3建成的2500吨），计划再新增7000吨满足市场需求（其中4000吨车用）。公司沸石销售深度绑定催化剂巨头庄信万丰，2020年5月，庄信万丰张家港工厂投产，国内沸石需求明显提升。我们预测2019-2022年，全球沸石需求量将由1.2万吨增加至2.1万吨，年均复合增速达20.5%。尽管本次国外受疫情影响，重卡销量下滑，沸石需求减少，但恢复可期。

## ■ 6、盈利预测与投资建议

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为5.42亿元、6.59亿元、7.91亿元，对应EPS 0.60元、0.72元、0.87元，PE分别为31X、26X、21X，低于可比公司53X、39X、27X的PE均值。基于公司的行业龙头地位，以及沸石和OLED材料业务齐发展，未来三年业绩增长确定性强，给予2021年35倍PE，对应目标价25元，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求下滑，液晶及OLED材料行业竞争加剧，国六标准执行不及预期，沸石需求及价格下滑，产品验证不及预期。



- 1、布局三大材料业务，构建优质材料平台
- 2、平板显示面板市场巨大，国内产能快速增长
- 3、LCD液晶材料：国内龙头，稳健增长
- 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破
- 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发
- 6、大健康产业：中西合璧，稳步前进
- 7、投资建议及风险提示

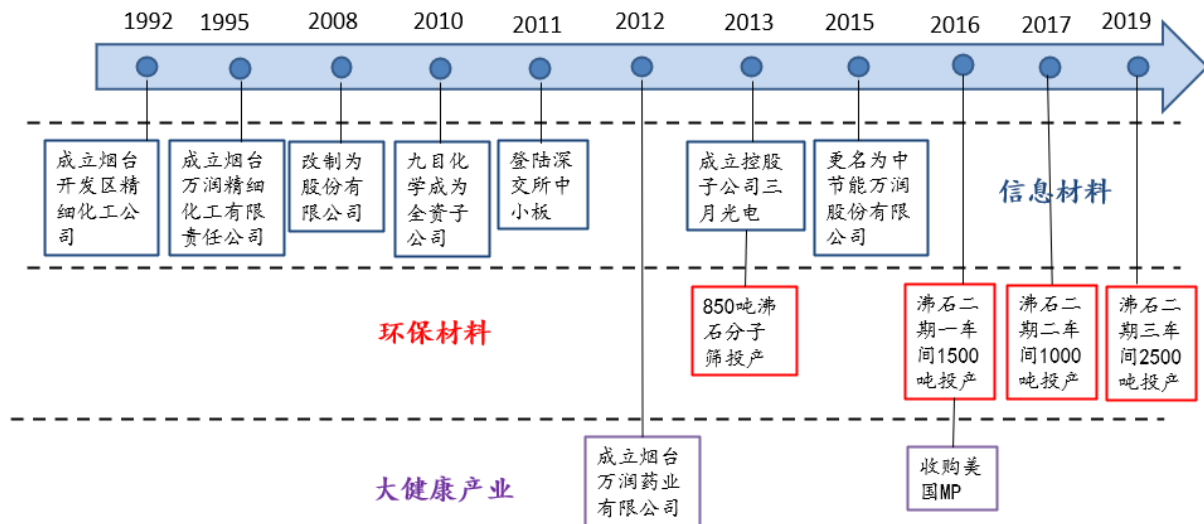
# 1、布局三大材料业务，构建优质材料平台



## ■起步于液晶材料，积极布局显示材料、环保材料、医药健康三大产业

- 公司前身烟台开发区精细化工公司成立于1992年，**专营液晶材料**，经过多年发展已经成长为**全球液晶单体第一大供应商**，**国内OLED中间体及单体第一大供应商**。
- 公司深度绑定庄信万丰，发展成为**全球最大车用沸石环保材料供应商**；同时，公司依托自身有机合成及提纯技术背景，逐步布局**医药业务**并于2016年收购美国MP公司。

图表：公司发展历程



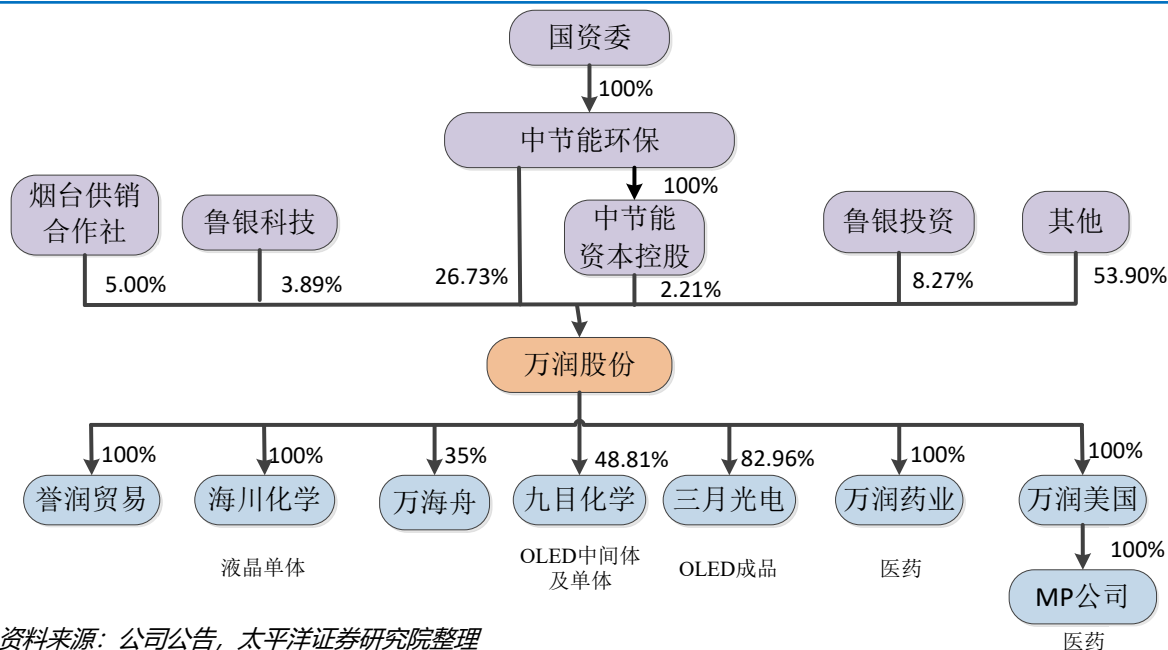
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

# 1、布局三大材料业务，构建优质材料平台

## ■公司国资控股

- 公司实际控制人是中节能环保集团，实际持股比例为28.94%。
- 公司下设五家全资子公司，上海誉润贸易、烟台海川化学、万润药业、万润美国、MP公司；2家控股子公司，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%。

图表：公司国资控股



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

# 1、布局三大材料业务，构建优质材料平台



## ■布局信息材料、环保材料、大健康产业三大板块

- **信息材料**：公司主要生产高端TFT 液晶单体材料和OLED 材料，是**国内TFT 液晶材料的领先企业**，高端TFT 液晶单体销量全球占比15%以上。同时公司多年来积极布局OLED材料产业，已成为**国内OLED 中间体和单体材料生产的寡头公司之一**，OLED成品材料已进入下游厂商验证阶段，有望实现突破。
- **环保材料**：公司主要生产沸石分子筛，适用于高标准尾气净化，也可应用于废气处理、炼油催化等多个领域，目前是全球顶尖汽车尾气净化催化剂生产商**庄信万丰的核心伙伴**。
- **大健康产业**：公司2012年成立烟台万润药业，主要生产**医药中间体、原料药**等。2016 年**收购MP公司**进入体外治疗等领域，大幅增强了大健康产业实力，同时进入国际市场。

图表：公司现有产能

类别	产品	经营主体	地址	产能，吨/年	备注
信息材料	液晶中间体	母公司	烟台	450	
	液晶单体	母公司	烟台	150	全球市占率15%
	OLED中间体	九目化学	烟台	具备量产能力	
	OLED单体	九目化学	烟台		
	OLED成品及器件	三月光电	无锡		已有自主知识产权的OLED成品材料在下游厂商进行验证
环保材料	沸石分子筛	母公司	烟台	5850	
大健康产业	医药中间体，原药等	万润药业	烟台	430	
	生命科学、体外诊断	MP公司	美国		

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

# 1、布局三大材料业务，构建优质材料平台



## ■三大板块未来规划产能充足

- **信息材料**：公司“烟台九目化学搬迁扩产项目”于2019年6月第一次环评公示，总投资约20亿元，建成后具备总计约350吨OLED发光材料产能。
- **环保材料**：公司“沸石系列环保材料建设项目”投资额约12.78亿元，预计2021年投产，建成后具备总计7000吨沸石产能。
- **大健康产业**：公司在建“万润工业园一期项目”总投资约6.3亿元，预计2020年建成，建成后具备总计约3225医药中间体和原药产能。

图表：公司在建及规划产能

类别	项目	投资额（亿元）	进度	产品	各产品产能（吨）	总产能（吨）
环保材料	沸石系列环保材料建设项目	12.78	2021年投产	ZB系列沸石	4000	7000
				MA系列沸石	3000	
信息材料 (OLED发光材料)	烟台九目化学搬迁扩产项目	20	2019年6月 第一次环评公示	吡啶并咪唑类电致发光材料	40+100	350
				噻啉类光电化学品材料	10+25	
				磺酸酯类材料	10+25	
				硼酸类光电化学品材料	20+50	
				芳胺类材料	20+50	
大健康产业	万润工业园一期项目	6.3	2020年底建成	医药中间体材料	20+50	3225
				TM35（二甲基哌啶季胺碱）	3000	
				西洛他唑	15	
				阿齐沙坦	20	
				洛索洛芬钠	50	
				普仑司特	30	
TFPK（3，4-二氯三氟乙酰基苯）	40					

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理



# 1、布局三大材料业务，构建优质材料平台

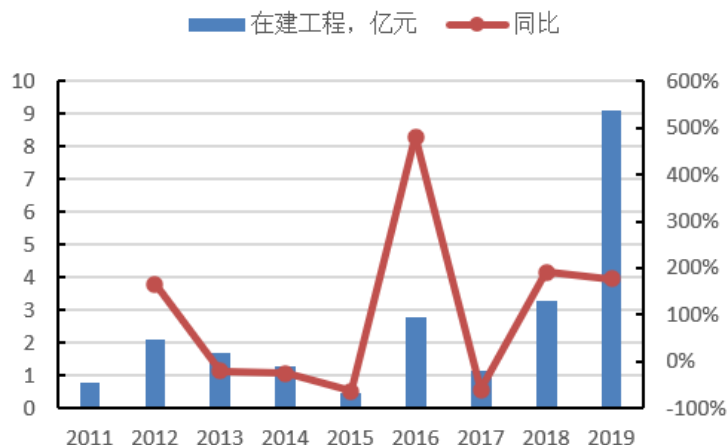


## ■资本开支高增长保障中长期成长

□ 近两年公司在建工程快速增长，2019年达到9.1亿元，同比增长176.6%，主要投入项目为“沸石系列环保材料二期扩建项目”，将成为利润的主要增长点。

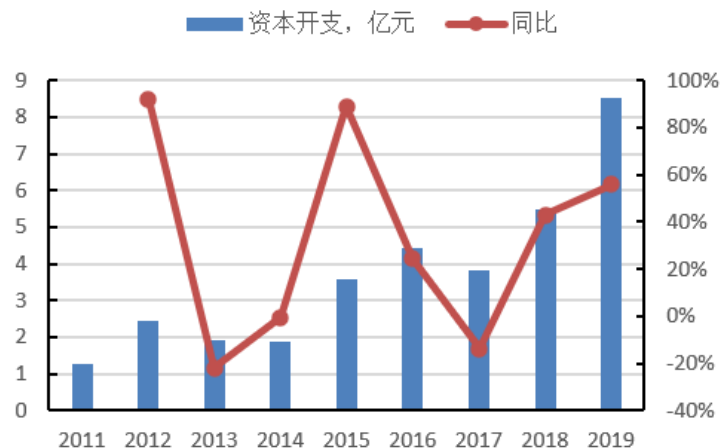
□ 近两年公司资本开支同样快速增长，2019年达到8.53亿元，同比增长55.9%。在建及规划中的“沸石系列环保材料项目”、“烟台万华九目化学搬迁扩产项目”和“万润工业园一期项目”三大项目合计投资额达38.78亿元，将助力公司巩固各领域领先优势，保障公司中长期成长。

图表：在建工程高增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：资本开支高增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

# 1、布局三大材料业务，构建优质材料平台

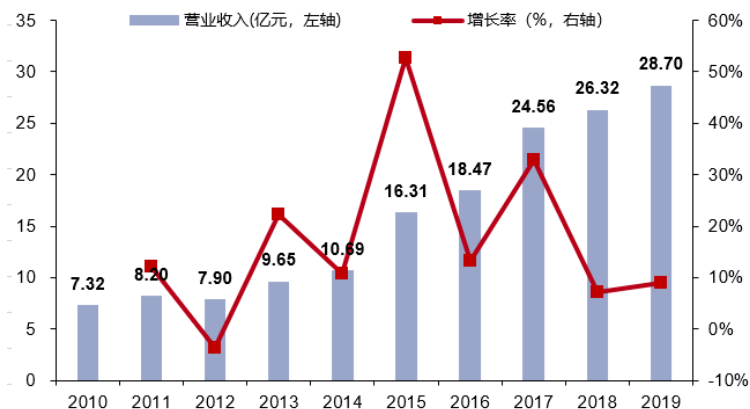


## ■业绩稳健增长

□ 近年来公司营收规模不断扩大，净利润持续稳健增长。2019年，公司实现营业收入28.7亿元，同比+9.06%；归母净利润5.07亿元，同比+14.00%。

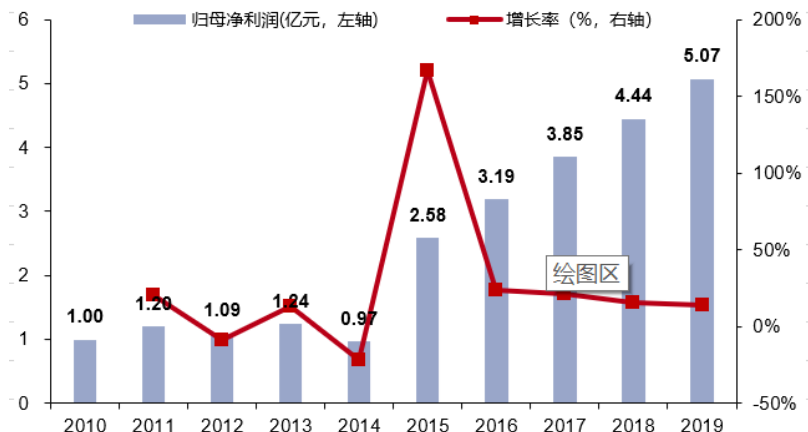
□ 2016年公司完成对MP公司（隶属于大健康产业）的收购，根据公司对MP公司商誉减值测试情况，2019年对其计提4,771.45万元的商誉减值准备。若剔除商誉减值影响，公司2019年归母净利润可达5.55亿元左右。公司营收和利润稳健增长，主要受益于沸石材料不断放量，OLED行业快速成长以及人民币贬值。

图表：公司营收规模不断扩大，2014-2019年CAGR达21.84%



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：公司业绩稳健增长，2014-2019年CAGR达39.32%



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

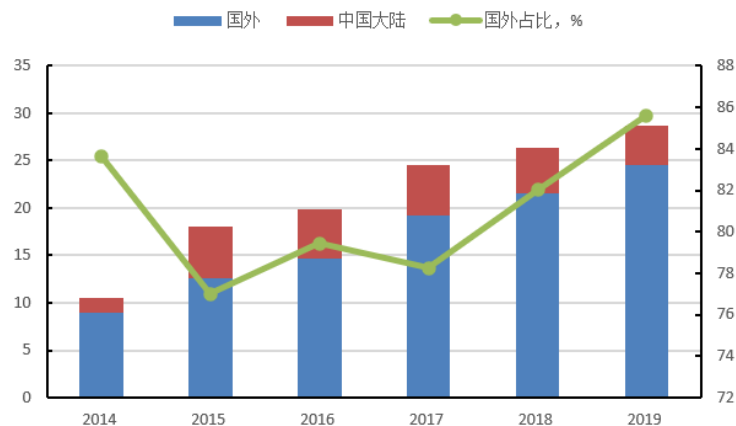
# 1、布局三大材料业务，构建优质材料平台



## ■海外收入为主

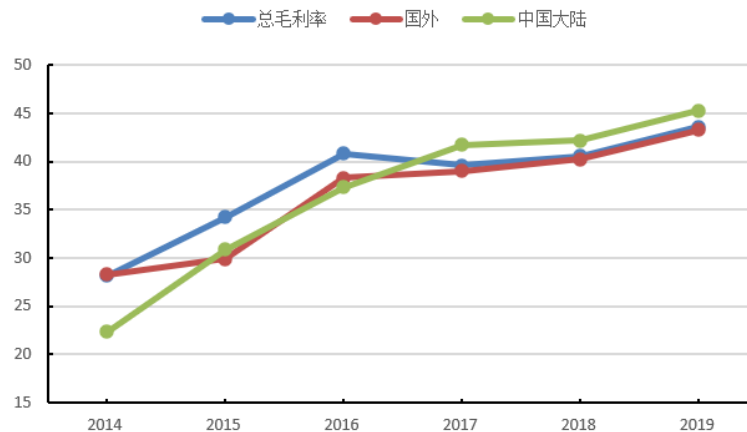
- 公司自上市之初，海外收入占比就稳居高位，2019年公司境外收入24.57亿元，占总营业收入的比例达到85.61%。同期海外毛利率达到43.31%，呈现逐年提高的态势。
- 公司功能性材料主要供应国际大客户，液晶材料主要供应全球三大TFT 混晶生产企业Merck、JNC、DIC，沸石分子筛则主要供应全球最大的汽车尾气净化催化剂生产企业庄信万丰，大健康业务则以美国地区为主，公司与海外核心客户保持着长期稳定的合作关系。

图表：公司营收海外为主



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：公司海外毛利率逐年提高



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

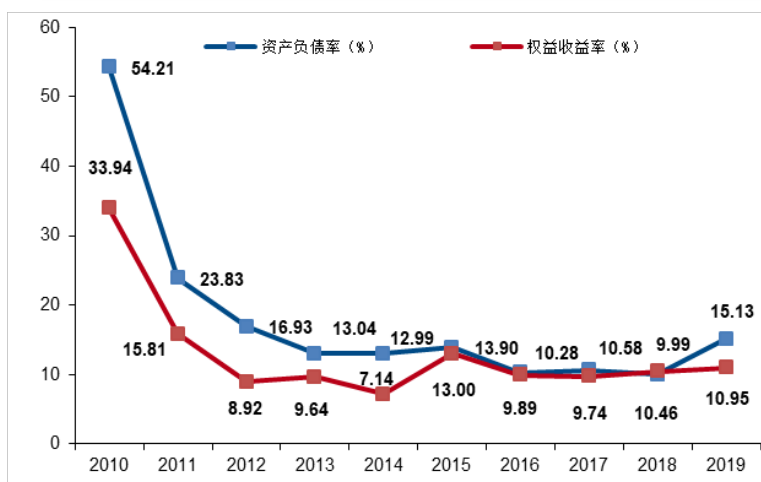
# 1、布局三大材料业务，构建优质材料平台



## ■ 盈利能力不断增强

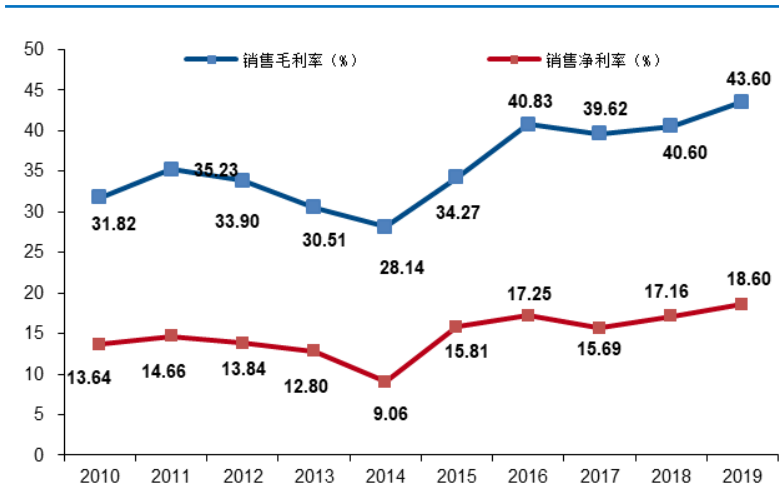
- 随着公司在环保材料和医疗材料布局带来的收益逐渐增加，**公司毛利率净利率近年来不断增加。**
- 2019年公司整体毛利率达到43.6%，其中信息材料产业毛利率达到43.2%，医疗材料毛利率达到46.4%。

图表：公司资产负债率和权益收益率稳定



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：公司毛利率净利率逐年提升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

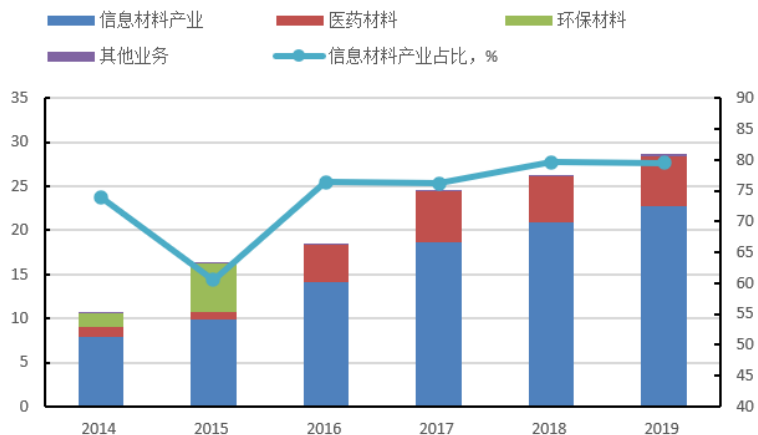
# 1、布局三大材料业务，构建优质材料平台



## ■信息材料产业占比逐年上升

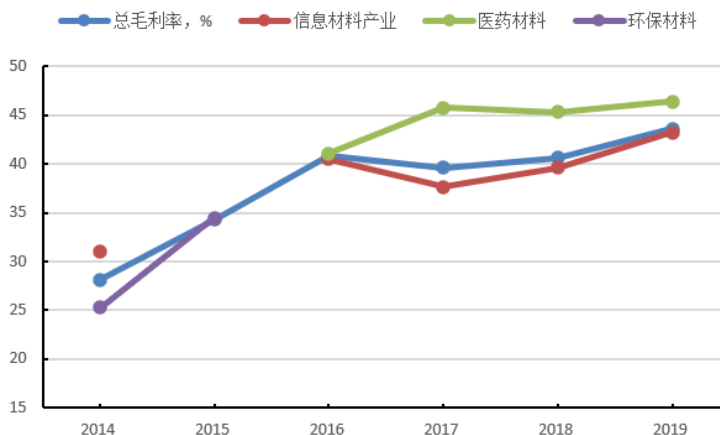
- 2015年公司信息材料、环保材料、医药材料营业收入分别占比60.6%、33.1%、5.7%，2016年开始公司环保材料并入信息材料产业，基本呈现逐年上升的态势，2018年和2019年维持在80%左右，2019年公司信息材料和医药材料营业收入占比分别达到79.5%和20.5%。
- 毛利润方面，2019年公司信息材料、医药材料毛利润分别占比78.7%、20.9%。

图表：公司信息材料产业占比逐年上升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：公司毛利率整体上升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

## 2、平板显示面板市场巨大，国内产能快速增长



### ■显示技术发展历史

- 上世纪50年代开始，CRT技术带来黑白和彩色电视机的普及。
- 90年代，等离子技术和液晶技术并行，2000年以后，随着液晶显示技术的不断完善，其在显示效果及成本方面的优势凸显，逐步替代等离子技术，成为全球最主流的显示技术。
- 2010年，OLED技术逐步兴起，并迅速在小尺寸显示器件上的应用上推广开来。

### ■目前平板显示的主流产品为液晶面板和OLED面板

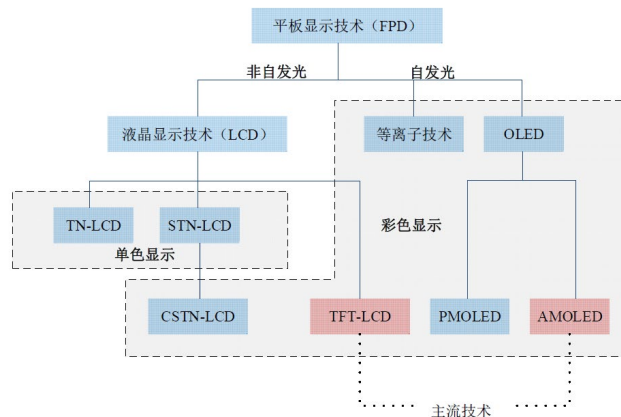
- 根据晶体驱动方式不同，LCD可分为TN-LCD、STN-LCD、TFT-LCD三种，其中前两种都是单色显示技术，仅在一些黑白屏幕终端产品上有所应用，市场占比不足1%，而TFT-LCD是彩色显示技术，在电视、手机、电脑等领域应用十分广泛，已成为LCD的主流技术。

图表：平板显示主流技术为TFT-LCD和AMOLED

图表：显示技术发展历史

	时间	主流技术	应用
第一阶段	1950s ~	显像管技术	彩色CRT电视
第二阶段	2000s ~	LCD技术 (等离子技术短暂存在)	液晶电视 等离子电视
第三阶段	2010s ~	OLED技术 (LCD进一步优化)	液晶高清电视 OLED手机

资料来源：太平洋证券研究院整理



资料来源：联瑞新材招股说明书，太平洋证券研究院整理

## 2、平板显示面板市场巨大，国内产能快速增长



### ■传统大尺寸市场LCD主导，新兴市场OLED发展迅速

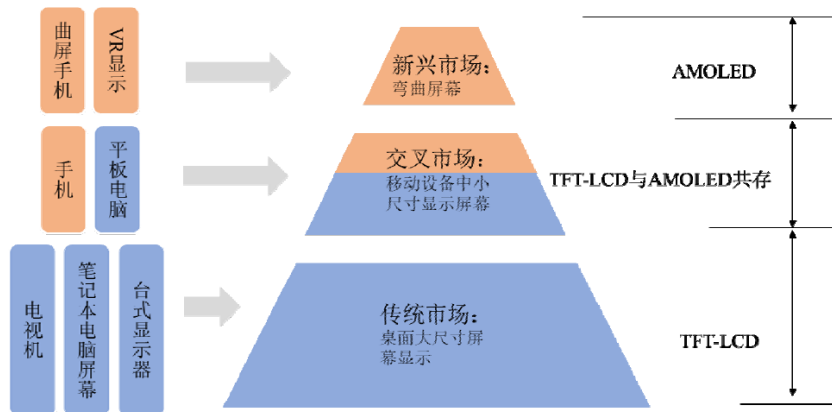
- 由于OLED 材料性能优异，近年来随着消费电子的蓬勃兴起，OLED 开始在曲屏手机、可穿戴设备上崭露头角，在中小尺寸屏幕领域对LCD形成替代趋势。但OLED 技术在高端大尺寸的应用技术尚不成熟、产能有限、良品率低，所以对传统大尺寸领域LCD市场影响不大。
- 就目前全球显示市场来看，TFT-LCD产业规模大、技术相对成熟、市场广阔，在大尺寸平板显示领域将继续占据主导地位；而AMOLED产业发展迅速，在VR设备等新兴市场占据主导地位，未来市场潜力巨大；二者在中小尺寸屏幕终端存在交叉市场。

图表：TFT-LCD和OLED性能比较

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）	固态自发光
9	厚薄	2.0mm	<1.5mm
10	制造流程	复杂	简单
11	耐撞击	承受能力差	承受能力强

资料来源：联瑞新材招股说明书，太平洋证券研究院整理

图表：TFT-LCD和AMOLED应用领域



资料来源：联瑞新材招股说明书，太平洋证券研究院整理

## 2、平板显示面板市场巨大，国内产能快速增长



### ■全球平板显示行业千亿美元市场，需求和产业规模稳定增长

□ 根据IHS数据，2017年全球FPD行业规模约1544亿美元，是全球第二大千亿美元规模的电子零组件，仅次于IC。其中LCD市场规模1308亿美元，占比84.7%，OLED市场约236亿美元，占比15.3%。

### ■LCD市场规模相对稳定，OLED市场高成长

□ 根据目前全球各家面板厂的产能规划以及下游需求来看：（1）未来全球LCD由于产能基数较大，面积需求增速每年约5%，对冲价格下降趋势，其市场规模保持在1300亿美元左右，（2）OLED产能未来3年左右是大陆产能扩张高峰期，产能面积增加每年在30%以上，行业规模将保持较高增速。

□ LCD大尺寸化+新应用以及OLED是全球FPD行业增长的核心驱动力。

图表：全球平板显示行业千亿美元市场（2017年）

	收入口径		面积口径	
	市场规模, 亿美元	占比, %	亿平方米	占比, %
LCD	1308	84.7	1.80	97.3
OLED	236	15.3	0.05	2.7
合计	1544	100.0	1.85	100.0

资料来源：IHS，太平洋证券研究院整理



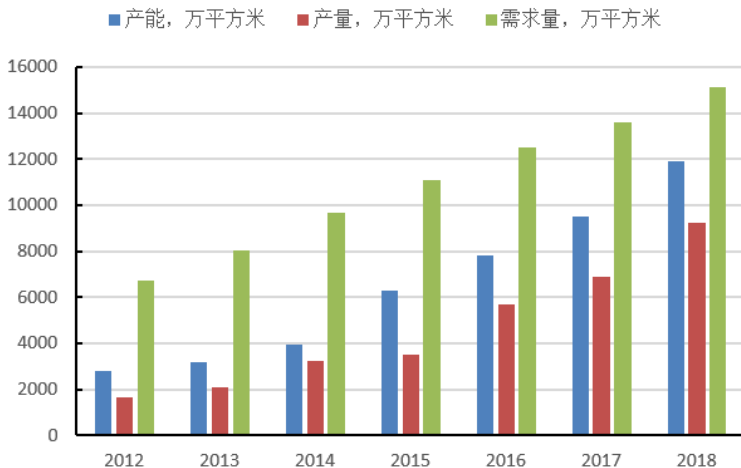
## 2、平板显示面板市场巨大，国内产能快速增长



### ■我国面板产业起步晚，发展迅速

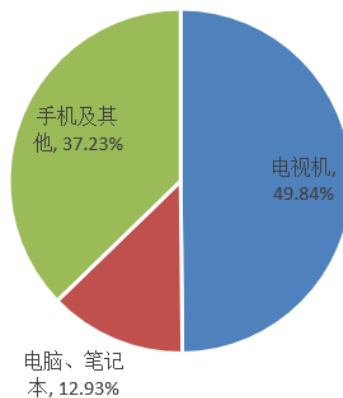
- 2008年以前，我国液晶面板完全依赖进口，进口量仅次于石油、铁矿石、芯片，而位居第四位。
- 2009年，京东方宣布投资280亿元，建设我国第一条液晶面板生产线。
- 近年来，以京东方、华星光电等为代表的一批面板企业的崛起，带来了中国大陆平板显示产业链的快速发展。
- 2018年国内平板显示面板行业产能达到了11900万平方米，2012-2018年CAGR达到27.3%；产量达到了9250万平方米，2012-2018年CAGR达到33.1%。
- 随着平板产业的快速发展，需求量也迅猛增长，2018年达到15100万平方米，其中电视机占据半壁江山。

图表：我国面板产业发展迅速



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

图表：我国面板应用以电视机为主



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

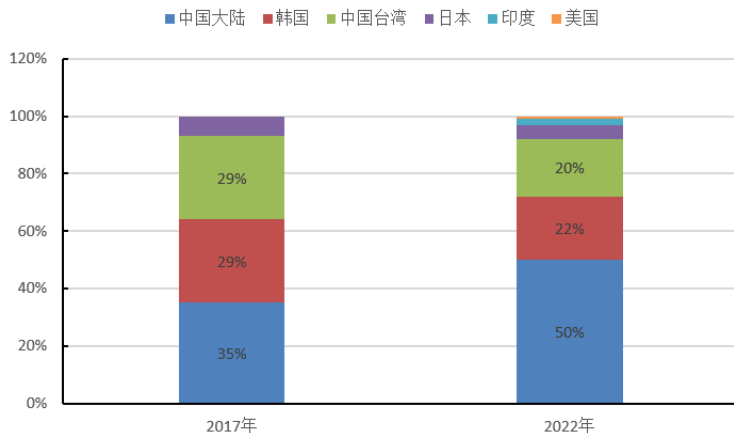
## 2、平板显示面板市场巨大，国内产能快速增长



### ■中国大陆面板产能已位居全球第一

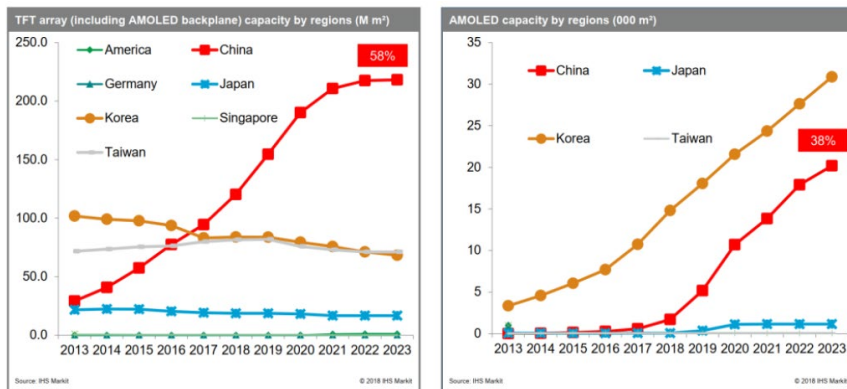
- 与集成电路产业类似，面板产业也是经历了从日本转移到韩国和中国台湾，再转移到大陆的路径。据IHS数据，2017年大陆面板产能面积约1亿平方米，超过韩国成为全球第一；据DSCC数据，2017年中国大陆、韩国、中国台湾的FPD产能占比分别为35%、29%和29%，2022年中国大陆FPD产能占比将达到50%，远高于韩国和中国台湾的22%和20%。全球面板产业已由原来的三足鼎立转变为三国四地的新格局。
- 根据目前各家面板厂的产能扩张规划，LCD扩产以大陆地区为主，OLED扩产以韩国和中国大陆两地的厂商为主。根据IHS数据，预计到2023年中国大陆LCD产能将占全球产能的58%，OLED产能约占38%，中国大陆在全球平板显示产业中的地位持续提升。

图表：中国大陆面板产能占比将逐年提高



资料来源：DSCC，太平洋证券研究院整理

图表：各地区LCD和OLED产量



资料来源：IHS，太平洋证券研究院整理

## 2、平板显示面板市场巨大，国内产能快速增长



### ■大陆面板产能持续增加，将拉动上游材料需求持续增长

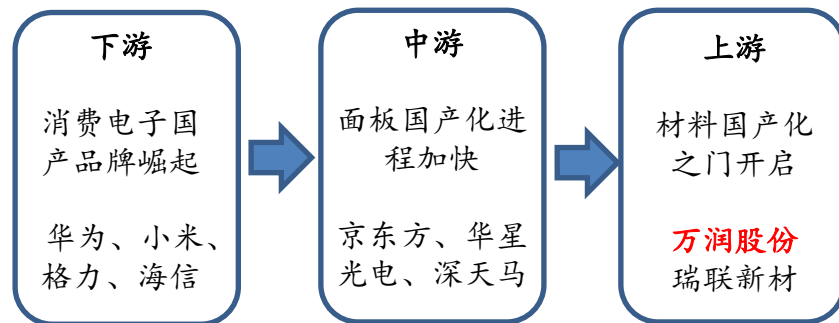
- 根据DSCC数据，2018年中国大陆地区面板产能为1.19亿平米，预计到2022年产能规模增长到2.08亿平米，CAGR为15%，其中LCD产能面积由1.177亿平米增长至1.88亿平米，CAGR为12.5%；OLED产能面积由130万平方米增长至2000万平方米64万平米，接近每年翻一倍的速度增长。
- 随着我国下游终端消费电子品牌的崛起，中游面板国产化进度加速，上游显示材料国产化之门已经开启，发展前景可期。

图表：中国大陆面板产能高速增长



资料来源：DSCC，太平洋证券研究院整理

图表：上游显示材料国产化之门开启



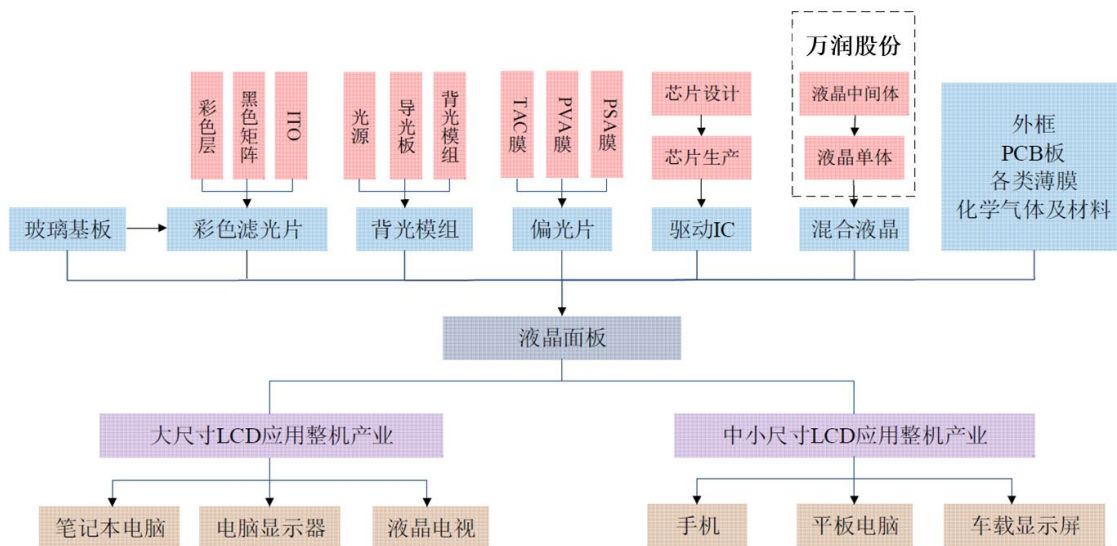
资料来源：太平洋证券研究院整理

### 3、LCD液晶材料：国内龙头，稳健增长

#### ■LCD产业链

- LCD 产业链可分为上游基础材料制备、中游面板制造和下游终端产品制造三个环节。
- LCD面板制造商将液晶材料与背光模组、彩色滤光片、玻璃基板等其他材料组装在一起，成为液晶显示器面板，再装上电子部件，即成为手机、电脑、电视等电子产品。
- LCD产品中应用最多的包括三类：扭曲向列型（TN-LCD）、超扭曲向列型（STN-LCD）、薄膜晶体管型（TFT-LCD），其中TFT-LCD是最主流的应用，占比超过99%，以下的讨论无特殊说明均为TFT-LCD。

图表：LCD产业链



资料来源：联瑞新材招股说明书，太平洋证券研究院整理

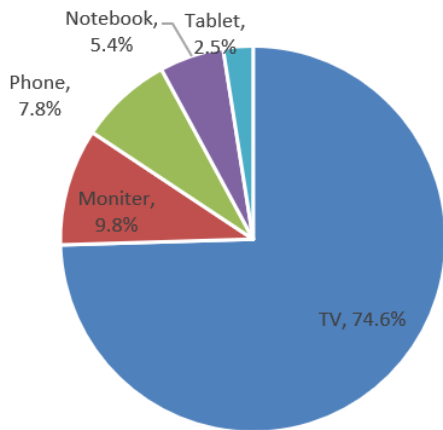
### 3、LCD液晶材料：国内龙头，稳健增长



#### ■电视应用主导LCD需求，大屏化驱动增长

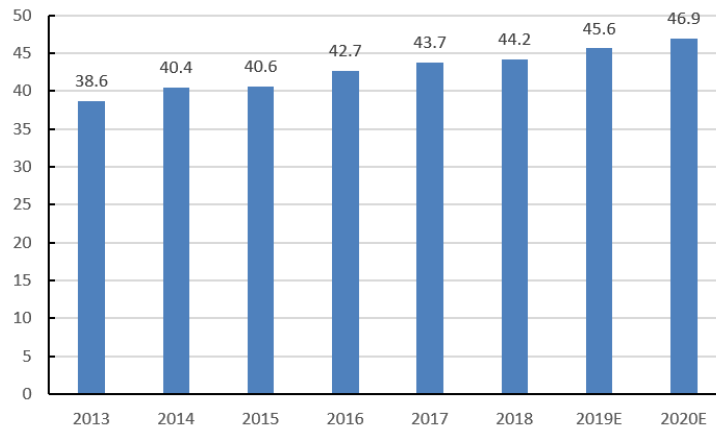
- 根据Witsview数据，按照面积口径，2017年全球LCD需求占整个FPD需求的97%，而电视需求又占据LCD需求的74.6%，所以电视市场占据LCD甚至是FPD最主要的需求。
- 根据IHS数据，近年来全球电视市场每年出货量相对稳定，对LCD需求的拉动力主要来自电视平均尺寸的持续上升。2013年全球电视平均尺寸约为38.6寸，2018年全球tv平均尺寸约为44.2寸，每年平均尺寸增加约1寸；根据IHS数据，2024年全球TV面板平均尺寸将超过50寸。
- 如前所述，全球LCD新增产能绝大部分位于中国大陆，2017年至今新增及规划的10.5代LCD产线共有5条，其中四条是由大陆的京东方和华星光电投资建设的，大陆LCD面板市场处于高速增长期，IHS预计到2023年大陆LCD产能将占全球产能的58%。

图表：全球电视需求占LCD需求的74.6%



资料来源：Witsview，太平洋证券研究院整理

图表：TV面板尺寸持续攀升



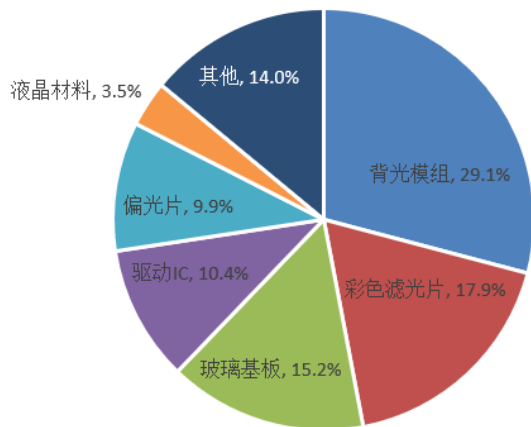
资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

### 3、LCD液晶材料：国内龙头，稳健增长

#### ■液晶材料简介

- 从以往LCD产能转移发展历史来看，大陆面板厂崛起将带动上游显示材料国产化，并提供巨大的市场空间。
- 液晶材料指在一定的温度下既有液体的流动性又有晶体的各向异性的一类有机化合物。尽管液晶材料仅占LCD面板成本的3.5%，却对面板性能起着至关重要的作用，是其核心组成部分。
- 液晶材料的制造过程：由基础化工原料首先制备中间体，然后合成普通级别的液晶单体，经过纯化升级为电子级别的液晶单体，再由这些电子级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。
- 混晶被称为终端材料，而中间体和单体被称为前端材料。

图表：液晶材料占TFT-LCD成本的3.5%却至关重要



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

图表：LCD液晶材料生产过程



资料来源：飞凯材料公告，太平洋证券研究院整理

### 3、LCD液晶材料：国内龙头，稳健增长

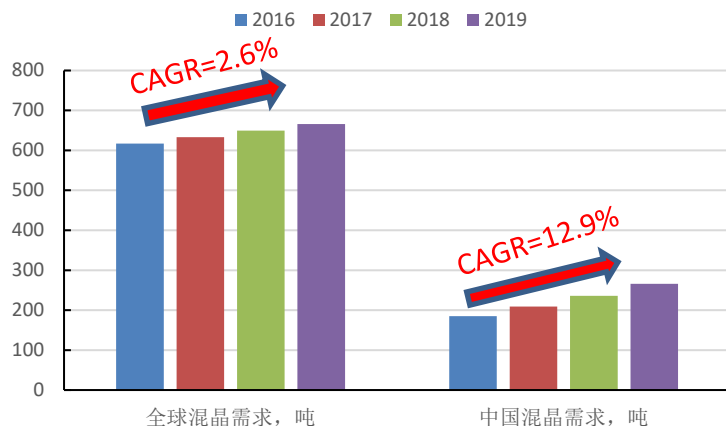


#### ■全球混晶市场寡头垄断，中国需求高增速

□ 在终端材料混晶的生产中，提纯工艺复杂，配方技术要求高，具有很高的技术壁垒，**全球混晶市场呈现寡头垄断的竞争格局**。德国Merck、日本JNC（CHISSO全资子公司）、日本DIC的全球市场份额分别为51.6%，25.5%和10.8%，合计占比达到88%，占据中高端TFT混晶材料市场。国内企业目前市场份额较低，具有混晶生产能力的只有诚志永华、江苏和成、八亿时空等少数企业，且以TN、STN 型的中低端混晶材料为主，缺乏明显的品牌和技术优势。

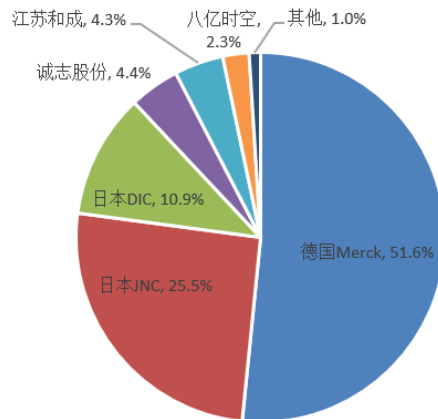
□ 据中国产业信息网测算，2016年全球TFT混晶需求量约617吨，其中中国大陆地区约185吨，约占全球总需求量的30%；**预计2019年全球TFT混晶需求量约666吨，其中中国大陆地区约提升至266吨，占全球比重约40%。**

图表：中国混晶需求增速远高于全球



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

图表：全球混晶市场寡头垄断（2017年）



资料来源：群智咨询，太平洋证券研究院整理

#### ■中国为液晶前端材料主要供应国

- 出于专业分工和优化管理等考虑，全球主要TFT混晶企业逐渐加大上游生产环节的外包比例，外购前端材料，包括液晶中间体和单体，为我国的液晶材料行业发展创造了机会和空间。目前我国已经成为全球液晶中间体和单体的主要供应国，在全球液晶材料产业链中占据重要地位。
- 据统计，全球LCD上游行业中，液晶单体及中间体市场规模达到27亿元，混合液晶市场规模达到67亿元。
- 因为混晶是由多种单体混合而成，忽略混合过程的损耗，可以认为混晶需求量和液晶单体需求量是相同的。引用中国产业信息网的数据，预计2019年国内液晶单体的需求量约为266吨。

#### ■公司为国内液晶材料龙头

- 公司主要从事液晶中间体制备（产能450吨/年）、液晶单体合成及提纯（产能150吨/年）业务，占全球TFT液晶单体市场的15%以上，是国内供应液晶中间体和单体的龙头企业，德国Merck、日本JNC和NIC三大混晶巨头均是公司长期稳定的客户。
- 混合液晶材料生产一般需要10~20种单体，而国内各液晶单体企业所生产的单体又不同，因此行业竞争有序。2017年公司液晶单体出货量为124吨，处于国内绝对领先地位。除此之外，还包括瑞联新材、永太科技等企业。



### 3、LCD液晶材料：国内龙头，稳健增长



#### ■优质客户资源支撑公司液晶材料稳步发展

- 如前所述，液晶材料在面板生产成本中占比仅3.5%，却对面板性能起着至关重要的作用。所以面板企业偏好成熟、稳定的上游材料供应商，较高的客户壁垒利好龙头企业发展。公司自成立之初就与Merck、JNC、DIC建立了稳定长期的合作关系，目前是国内唯一一家同时向三大巨头供应液晶中间体和单体的企业。
- 德国Merck是全球混晶的领导者，市场份额高达51.6%，其所需液晶单体的80%自主生产，其余20%外购，外购的部分几乎全部来自万润股份。而全球主要TFT混晶生产企业正逐步将上游生产环节外包，提高外购液晶单体或中间体的比例，公司作为全球三大混晶企业长期合作的供应商，有望从中受益。
- 研发实力雄厚：公司在多年的液晶材料研发、生产过程中，积累了大量专利等技术成果，不断增强自身合成、纯化等技术实力，降低成本的同时提高产品质量。
- 柔性生产：公司除提纯设备为液晶单体专用外，大部分生产设备通用，可以根据市场需求灵活调整产品结构，提高盈利能力。

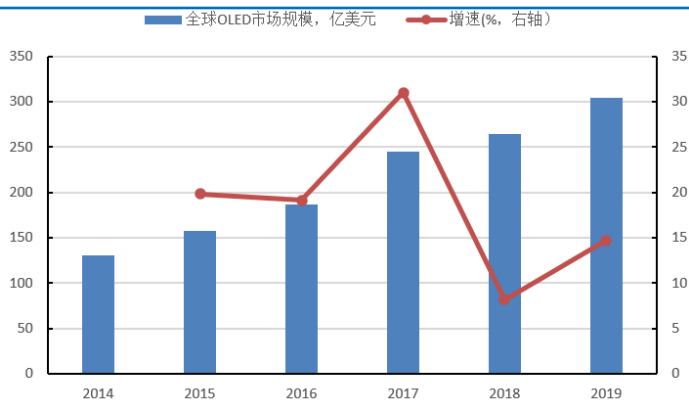
## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■ OLED性能更优异，市场规模高速增长

- OLED是指有机自发光二极管 (Organic Light-Emitting Diode)，是一种以有机薄膜为自发光源的显示技术。由于其超高对比度、更细腻逼真的色彩、宽广视角、轻薄外形、宽温操作等特性，**OLED有望成为继CRT、LCD后的第三代主流显示技术。**
- OLED技术根据驱动方式的差异，主要分为被动式驱动PMOLED和主动式驱动AMOLED，分别应用于小尺寸以及中大尺寸领域，其中**AMOLED采用独立的薄膜电晶体控制每个像素，使每个像素都可以连续且独立的驱动发光，实用性更强，现已成为主流的OLED显示技术。**
- 随着OLED技术研发进程提速、部分研发成果陆续投入生产，同时中国近两年OLED产能扩张，加大了全球OLED行业市场规模的高速增长。2018年全球OLED市场规模为265亿美元，同比增长8.08%，2019年全球OLED市场实现进一步提速，**全球OLED市场规模约304亿美元，相比2018年提高了14.72%。**

图表：全球OLED市场规模高速增长



资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院整理

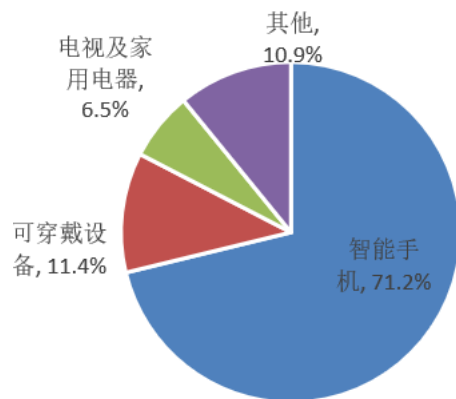
## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■智能手机占据OLED大部分应用市场，增长迅速

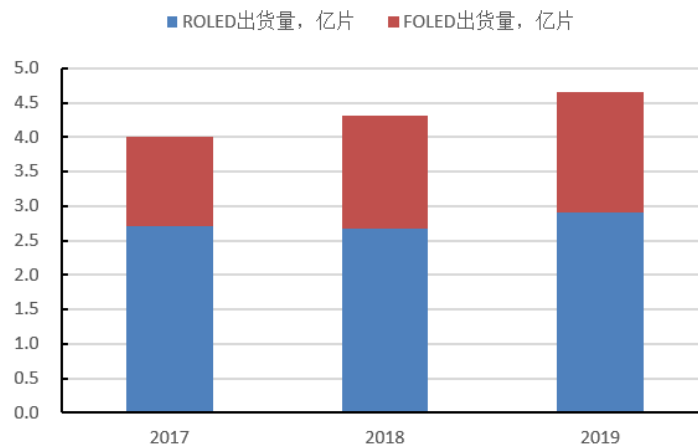
- 从OLED应用领域来看，移动终端设备占据了绝大部分市场份额，智能手机、可穿戴智能设备在2019年占OLED应用比重约82.6%，其中智能手机占比超过70%。
- AMOLED凭借其更具竞争力的显示性能和产品结构，刺激了下游市场强烈的需求，近三年，在全球智能手机出货量下滑的环境下，AMOLED智能手机面板出货量稳步提升。
- 2019年全球AMOLED智能手机面板出货达到约4.7亿片，同比增长约8%，占整体智能手机面板出货量的比重由2018的23%上升至27%，其中FOLED（刚性AMOLED）智能手机面板出货量为2.91亿片，同比增长9.0%，ROLED（柔性AMOLED）智能手机面板出货量为1.75亿片，同比增长6.2%，面板技术迭代趋势进一步确定。

图表：智能手机占据OLED大部分应用市场（2019）



资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院整理

图表：全球AMOLED智能手机出货量快速增长



资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院整理

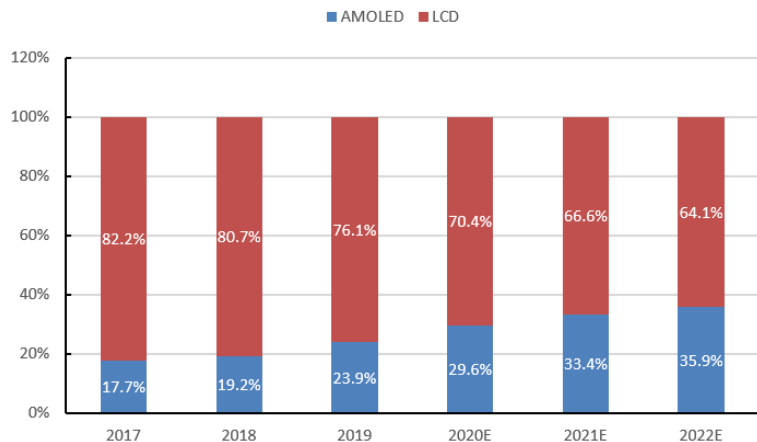
## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■AMOLED在智能手机的渗透率逐年攀升

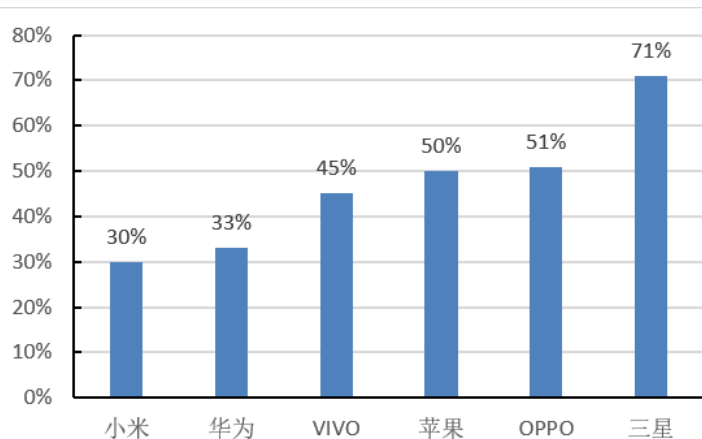
- 随着AMOLED智能手机面板出货量的崛起，LCD渗透率逐年下滑，而AMOLED渗透率从2017年的17.7%增长至2019年的23.9%，预计到2021年将达到1/3的市场份额。
- 从2019年下半年开始，我国5G网络与5G手机逐步进入市场，至此国内乃至全球开始进入智能手机的大规模更新周期，AMOLED面板作为现阶段最具性能优势的智能手机面板，一定程度上有利于AMOLED面板在智能手机领域的规模扩张。同时随着我国国内厂家的产能逐步释放，中国作为全球最大的智能手机生产地、消费地，为国内AMOLED面板行业提供了非常可观的发展前景。其中，国内最大的OLED面板厂商京东方已经成为2019年全球智能手机面板出货量最高的厂商，在AMOLED的出货量也位列全球第二。

图表：全球智能手机中AMOLED渗透率逐年攀升



资料来源：IHS，太平洋证券研究院整理

图表：各品牌手机AMOLED渗透率（2020年）



资料来源：counterpoint，太平洋证券研究院整理

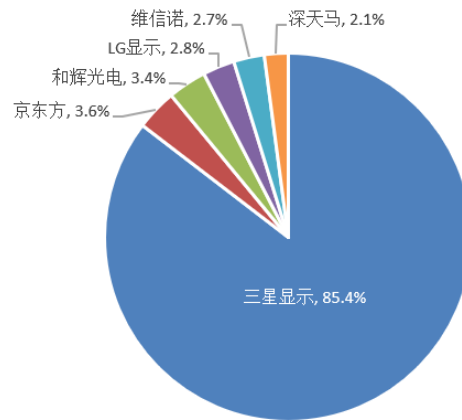
## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■中国OLED面板产业发展迅速，将成为第二大供应国

- 我国OLED 面板企业位列第二梯队，近三年新建的OLED产能主要集中在中韩两国，随着工艺不断提升以及中国OLED面板产能逐步释放，中韩面板厂商间的竞争会加剧。
- 根据IHS 预测，未来几年韩国依然是全球OLED显示屏市场占有率最高的国家，但中国的增长速度将最快，预计到2020年中国OLED显示屏产能全球占比将达到28%左右，稳居全球OLED显示屏第二大供应国。
- 这两年国内密集投资的OLED新产线以6代线为主，2019年总投资金额约1428亿元，新增产能15.3万片/月，随着京东方、华星光电等厂商抢占OLED 市场制高点，中国显示产业正加快突围韩日企业垄断，全球市场话语权持续增强。

图表：全球AMOLED智能手机面板厂商占比（2019年）



图表：2019年国内在建OLED面板产线

公司	世代	投资额, 亿元	产能, 万片/月
京东方	6	465	4.8
华星光电	6	359	4.5
和辉光电	6	273	3
信利国际	6	280	3

资料来源：群智咨询，太平洋证券研究院整理

资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院整理

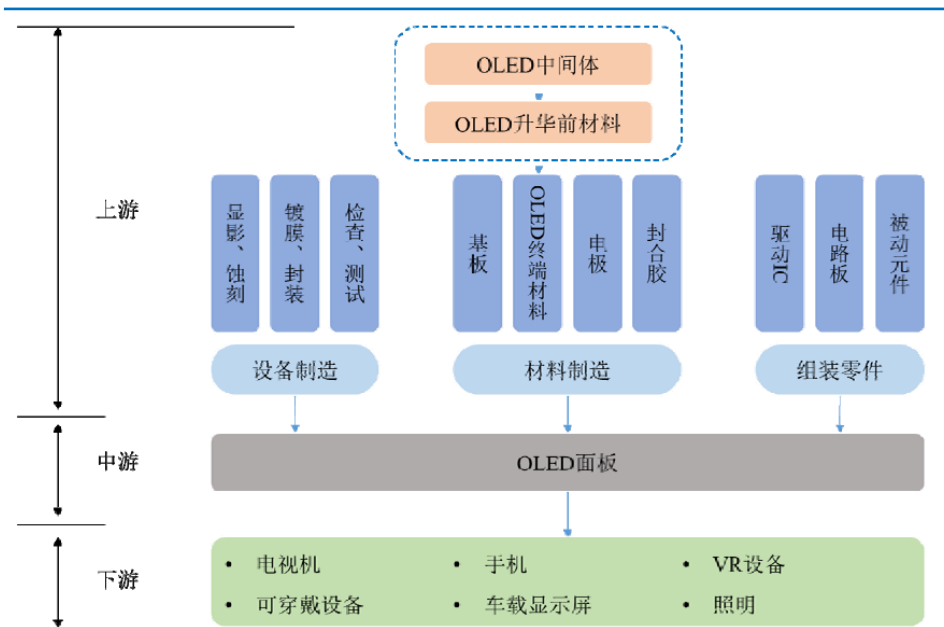
## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■ OLED产业链

□ OLED产业链比较长，上游主要包括设备制造（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、电路板等）；中游是OLED面板的组装；下游是OLED的终端应用，包括手机、电视、照明等。

图表：OLED产业链



资料来源：联瑞新材招股说明书，太平洋证券研究院整理

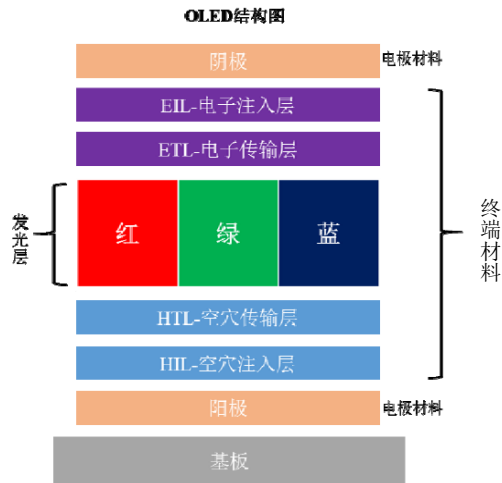
## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■ OLED材料占面板成本的23%

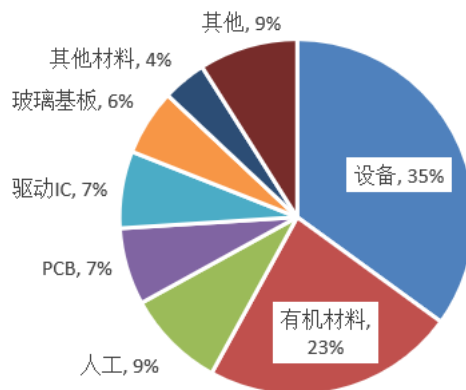
- OLED 面板的结构如图如下所示，两层电极材料中间沉淀终端材料，形成像三明治一样的夹心结构，放置于基板材料之上。当OLED 接通电源之后，由阴极注入的电子和阳极注入的空穴将在发光层中结合，同时释放出能量，以光的形式呈现出来。发光层材料的成分不同，所发出光的颜色也就不同，因此通过选择不同的发光材料，可获得红、蓝、绿三原色，实现全彩显示。
- 由于OLED 显示屏的结构与液晶显示屏不同，滤光片、偏光片、背光源和液晶被OLED 终端材料层所取代，因此在整个面板制造中，**OLED 材料成本占比达到23%，远大于液晶材料成本占比3.5%。**

图表：OLED面板结构图



资料来源：联瑞新材招股说明书，太平洋证券研究院整理

图表：AMOLED成本结构



资料来源：IHS，太平洋证券研究院整理

## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破

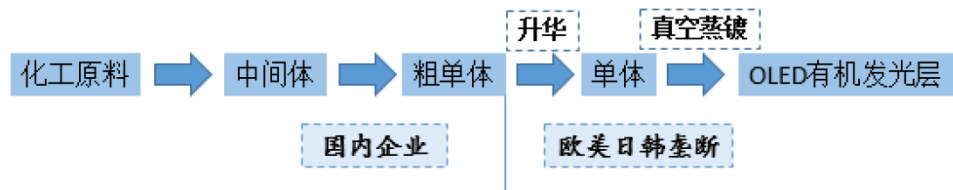


### ■ OLED终端材料生产掌握在海外厂商手中

□ OLED材料是OLED面板的核心组成部分，决定了OLED显示屏的性能表现。对于OLED终端材料制造来说，首先由前端材料生产企业将基础化工原料合成中间体，中间体再进一步合成为粗单体，即升华前材料，将其销售给终端材料生产企业，由终端材料生产企业进行升华处理后最终得到OLED单体，即终端材料，然后将多种单体蒸镀到基板上面，形成有机发光材料层。

□ 目前OLED终端材料的核心专利存在较高的技术壁垒，生产主要还集中在韩国、日本、德国及美国厂商手中，这些厂商经过多年的发展已经形成了较完整的产业链，基本上都有对口合作的、稳定的OLED前端材料供应商。OLED终端材料生产商如图所示。

图表：OLED上游有机材料产业链



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：OLED终端材料生产掌握在国外厂商手中

OLED材料类别	主要参与企业
空穴传输层材料	Doosan、Duk San Neolux、Merck 和 Idemitsu Kosan
红光发光层主材料	Dow Chemical、Duk San Neolux 和 LG Chemical
红光发光层掺杂材料	UDC
绿光发光层材料	SDI、Merck 和 Idemitsu Kosan
绿光发光层掺杂材料	UDC 和 Dow Chemical
蓝光发光层材料	Idemitsu Kosan、SFC 和 Dow Chemical
蓝光发光层掺杂材料	SFC、Idemitsu Kosan 和 JNC
电子传输层材料	LG Chemical、Idemitsu Kosan 和 SDI

资料来源：联瑞新材招股说明书，太平洋证券研究院整理



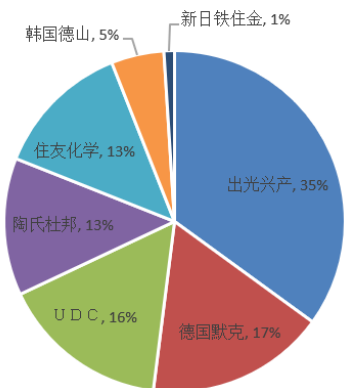
## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■ OLED有机发光材料海外企业垄断

- ❑ OLED材料又可分为发光材料和通用材料两类，市场规模占比均为50%，
- ❑ 其中发光材料主要包括：红光主体/客体材料、绿光主体/客体材料、蓝光主体/客体材料；**发光材料是OLED产业链中技术壁垒最高的领域，目前主要被韩日德美等国企业垄断，出光兴产、默克、UDC、陶氏杜邦、住友化学五家企业市场份额占比达到94%。国内企业在发光材料专利储备和成品产出方面仍存在较大差距，多从事技术含量较低的单体和中间体生产。**
- ❑ OLED采用的发光材料是有机材料，根据有机材料的不同，可进一步分为小分子有机材料和大分子有机材料，其中大分子有机材料一般采用喷墨打印的方式进行成膜，而小分子有机材料一般采用蒸镀的方式进行薄膜沉积。目前的量产技术都是采用蒸镀小分子的方式制作OLED显示器，最终制作的OLED器件是由多层叠在一起而成。
- ❑ 通用材料主要包括电子传输/注入/阻挡层、空穴传输/注入/阻挡层等，其中传输层材料为其中的关键材料。

图表：全球OLED有机发光材料海外企业垄断



资料来源：新材料在线，太平洋证券研究院整理

图表：OLED材料分类及相应生产企业

材料分类	主要材料	生产企业
发光材料	红光主体材料	UDC、陶氏化学、住友化学、日本东丽、默克、LG化学
	红光客体材料	
	绿光主体材料	UDC、陶氏化学、住友化学、出光兴产、新日铁化学、斗山、日本东丽、默克、三星SDI
	绿光客体材料	
	蓝光主体材料	出光兴产、保土谷化学、陶氏化学、JNC、Cynora、Kyulux
蓝光客体材料		
通用材料	电子注入材料	德山金属、LG化学、三星SDI、日本东丽、保土谷化学、出光兴产、陶氏化学
	电子传输材料	德山金属、LG化学、三星SDI、日本东丽、保土谷化学、出光兴产、默克
	空穴注入材料	LG化学、三星SDI、日本东丽、保土谷化学、JNC、默克、陶氏化学
	空穴传输材料	德山金属、LG化学、三星SDI、日本东丽、保土谷化学、默克

资料来源：Ofweek产业研究院，太平洋证券研究院整理

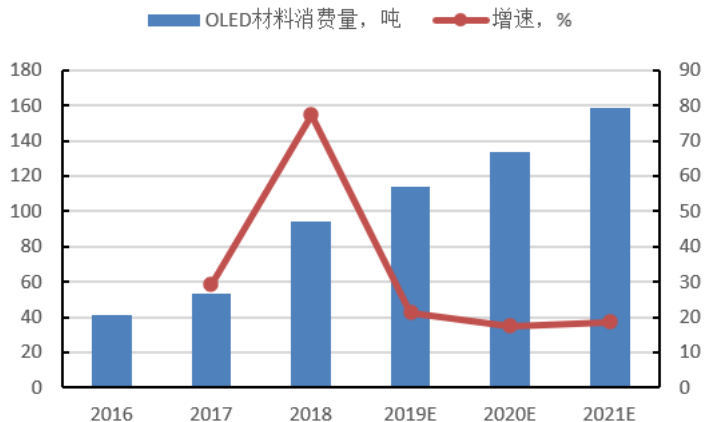
## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■下游需求强劲带动上游OLED材料需求快速上升

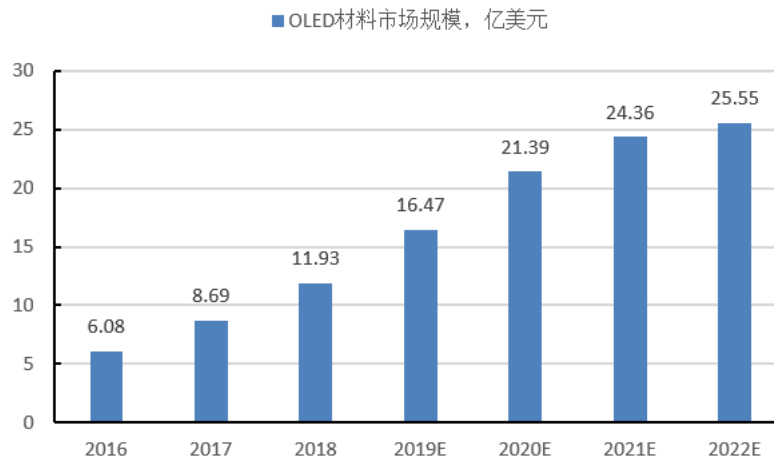
- 据IHS的消费量数据显示，2018年全球OLED材料消费量为94吨，2021年将达到159吨。年均复合增速约19%。
- 据UBI research的市场规模数据显示，2018年全球OLED材料市场规模达到11.93亿美元，预计2022年市场规模会达到25.6亿美元，年均复合增长率约21%。

图表：全球OLED材料消费量快速增长



资料来源：IHS，太平洋证券研究院整理

图表：全球OLED材料市场规模快速上升



资料来源：群智咨询，太平洋证券研究院整理

## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■公司是国内OLED材料龙头企业

- 在全球贸易摩擦频发的大背景下，国产材料自主可控成为国内下游OLED面板厂商亟待考虑的问题，一些大厂有意扶持国内上游材料厂商，以减少对国外材料的依赖，这也为上游OLED材料厂商提供了国产替代的空间和机会。
- 如前所述，升华材料的核心是专利，具有较高的壁垒，目前主要由韩日德美企业垄断。公司是国内较早布局OLED行业的企业之一，经过多年发展，已经成长为OLED材料龙头企业，主要客户有DOOSAN、LG化学、DOW等。目前国内企业主要供应OLED材料的中间体和单体粗品，主要包括万润股份、濮阳惠成和联瑞新材，2017年OLED材料（包括中间体和粗单体）出货量分别为45吨、25吨、24吨，公司市场占比达到38%。
- 公司OLED业务通过万润母公司、子公司九目化学和三月光电共同打造，分工明确。母公司主要致力于中间体合成，九目化学致力于OLED 中间体和粗单体研发及生产；三月光电以技术团队为核心，专注于成品材料研发和生产。

图表：公司是国内OLED材料龙头企业

公司	主要产品	2017年出货量，吨	市场占比，%
万润股份	中间体、粗单品	45	38
濮阳惠成	中间体	25	21
瑞联新材	中间体、粗单品	24	20
莱特光电	OLED材料、中间体	13	11
阿格蕾雅	通用材料、中间体	12	10

资料来源：联瑞新材招股说明书，太平洋证券研究院整理

## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■九目化学：全球OLED升华前材料核心供应商，引入战投增强竞争力

- OLED材料是OLED产业链中盈利能力最强的环节，九目化学已经成为国内最大的OLED升华前材料供应商，覆盖全球80%的下游客户，产品得到包括三星等主流厂商的认可。
- 2018年5月，九目化学成功引入烟台坤益、露笑集团和高辉科技三家企业作为战略投资者，由全资子公司变为控股子公司。烟台坤益、露笑集团、高辉科技分别注资4447万、2317万和2152万，增资后万润股份持有48.81%的股份，仍具有九目化学的控制权。
- 烟台坤益和高辉科技在液晶材料的研发、生产和销售领域有多年的资源积累，可以帮助九目化学拓宽销售渠道；露笑集团主营业务包括机械设备制造，可以为九目化学产品生产提供帮助。引入战投后，公司可借助战略投资者的资源达到扩充渠道的目的，最终扩大市场份额，提高公司整体竞争力。

### ■三月光电：研发造就自主可控，成品材料有望突破

- 三月光电主要从事升华后材料研发，包括传输材料和发光材料，经过多年密集的研发投入，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。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，并对其进行了专利保护，公司部分具有自主知识产权的OLED成品材料已经进入下游批量验证阶段，目前进展顺利，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。

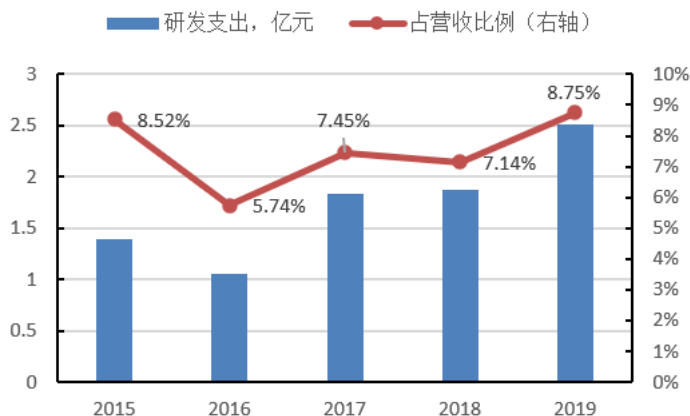
## 4、OLED材料：厚积薄发，成品材料有望突破



### ■持续高研发投入和技术储备

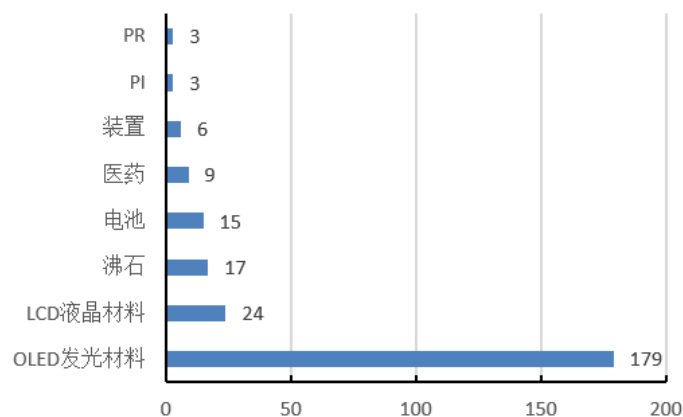
- 公司持续高研发投入，过去5年平均占营收比例为7.5%，远高于普通化工约2%和精细化工约4%的平均水平，2019年更是达到8.75%。
- 我们整理了公司授权和实质审查生效的共256件专利，其中OLED发光材料共计179件，占比达到70%，可以看到公司对该领域的重视程度以及获得突破的强确定性。另外，公司在电池（包括光伏电池和锂电池）、PI、PR领域均有技术储备。

图表：公司持续高研发投入



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：公司专利统计



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



### ■环保标准趋严，汽车尾气催化迎来新机遇

□ 汽车工业的发展在给我们生活带来便利的同时也对我们生存的环境带来污染。随着环保问题越来越受重视，我国汽车尾气排放标准不断升级，升级的时间间隔也越来越短。从1999年北京实施国一标准开始，到现在已经过去20年的时间，我国逐步分阶段的实施了国一到国五标准，要求越来越严格，**目前国六标准已经进入分阶段实施。**

□ 相比国五排放标准，国六a标准各污染物限值大幅降低，新增了颗粒物粒子数量（PN）和除甲烷以外碳氢化合物（NMHC）标准，国六b指标在国六a的基础上，各污染物限值进一步降低，整体而言国六排放标准与欧洲目前正在执行的欧六标准控制水平相当，某些方面甚至更为严苛，**因此国六是目前全球最严的汽车排放法规之一。**

图表：中国汽车尾气排放标准

中国等级	等同标准	实施时间	指标, g/kWh											
			CO		THC		NMHC		NO <sub>x</sub>		N <sub>2</sub> O		PM	
			汽油车	柴油车	汽油车	柴油车	汽油车	柴油车	汽油车	柴油车	汽油车	柴油车	汽油车	柴油车
国三	欧三	2007年	23.0	6.40	2.00				1.50	5.00			0.50	0.50
国四	欧四	2010年	10.0	5.00	1.00				0.80	2.50			0.25	0.25
国五	欧五	2018年	10.0	5.00	1.00		0.68		0.60	1.80			0.045	0.045
国六a	欧六	2020年	7.0	1.50	1.00	1.30	0.68		0.60	0.40	0.20		0.045	0.016
国六b		2023年	5.0	1.50	0.50	1.30	0.35		0.35	0.40	0.20		0.030	0.016

资料来源：生态环境部，太平洋证券研究院整理

## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



### ■我国国六标准分6a和6b两个阶段实施

□ **国六a阶段**：轻型汽车2020年7月1日起实施；**重型汽车中的燃气汽车**、城市车辆、所有车辆分别于**2019年7月1日**、2020年7月1日、2021年7月1日起实施国六a标准。

□ **国六b阶段**：轻型汽车于2023年7月1日起实施；重型汽车中的燃气车辆、所有车辆分别于2021年7月1日、2023年7月1日起实施国六b标准。

□ 同时，为稳定和扩大汽车消费，2020年4月29号发改委等11部门联合发布《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》，**对轻型汽车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；对2020年7月1日前生产、进口的国五排放标准轻型汽车，2021年1月1日前允许在目前尚未实施国六排放标准的地区销售和注册登记。**

图表：我国国六标准分6a和6b两个阶段实施

排放标准阶段	车辆类型		实施时间
国六 a	轻型汽车	所有车辆	2020年7月1日
	重型汽车	燃气汽车	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
国六 b	轻型汽车	所有车辆	2023年7月1日
	重型汽车	燃气车辆	2021年7月1日
		所有车辆	2023年7月1日

资料来源：太平洋证券研究院整理

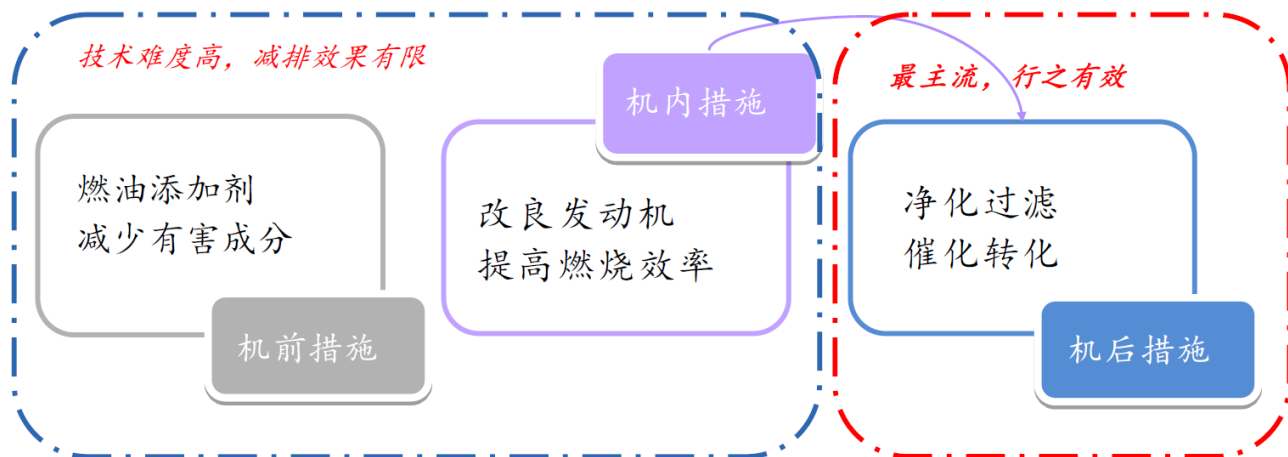
## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



### ■机后措施是汽车尾气处理的主流方式，催化器是机后措施的核心

□ 汽车尾气催化净化是指借助某些有效的技术措施，减少尾气中的有害物质或使尾气中的CO、HC、NO<sub>x</sub>及PM被氧化或还原，生成无毒的CO<sub>2</sub>、H<sub>2</sub>O和N<sub>2</sub>。目前，控制汽车尾气排放的主要措施包括机前措施、机内措施和机后措施三种，其中机前和机内措施技术难度高，减排效果有限，**机后措施是目前最主流也是最行之有效的尾气处理方法，也就是为机动车安装尾气净化催化器。**

图表：机后措施是最有效的汽车尾气处理方法



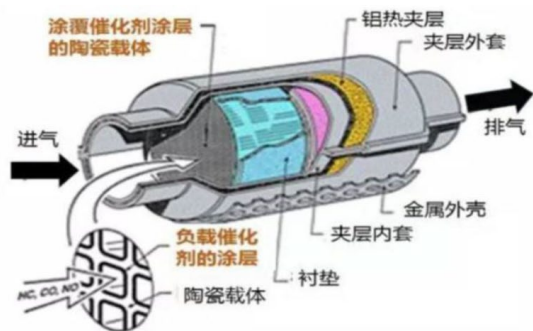
资料来源：奥福环保招股说明书，太平洋证券研究院整理



### ■催化剂是催化器的核心

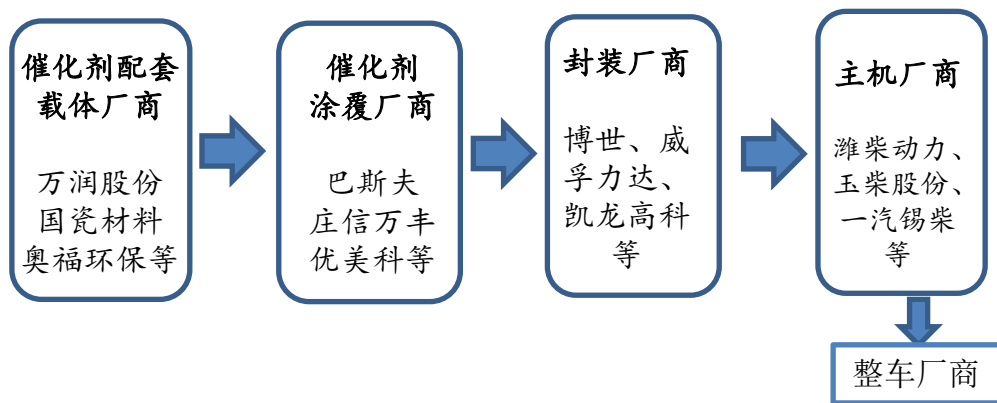
- 机后措施由多环节组成，各环节相互辅助也相互制约。目前机后尾气处理产业链主要涉及四个环节的生产企业，分别是催化剂配套材料厂商、催化剂厂商、发动机厂商以及整车厂商。
- 汽车尾气净化催化器主要由催化剂和金属外壳构成，而催化剂是其中核心，其主要由四部分构成：活性组分、载体、助剂及涂层(第二载体)；其中贵金属活性成分为催化剂的核心部分，主要起催化作用，载体提供有效的表面积及孔结构，涂层用于增大表面积，助剂用于协助催化剂更好地发挥性能。

图表：汽车尾气处理SCR催化器的组成



资料来源：奥福环保招股说明书，太平洋证券研究院整理

图表：机后尾气处理产业链示意图



资料来源：太平洋证券研究院整理

### ■催化剂组成之活性组分

- 活性组分是催化剂中最重要的成分，分为贵金属和非贵金属2种类型。
- 贵金属类以Pt、Rh、Pd最为常用，其中铂和铑主要用于一氧化碳和碳氢化合物的氧化催化，铑主要提供NO<sub>x</sub>的还原活性，同时兼具对碳氢化合物的氧化活性。贵金属催化剂优点是起燃温度低、寿命长，对CO、HC、NO<sub>x</sub>同时具有较高的催化转化效率；缺点是贵金属价格昂贵，资源稀少，易发生Pb、S中毒。
- 非贵金属催化剂以Mn、Co、Fe、Sr、Cu、Ni、Bi等过渡金属与碱金属氧化物为主要活性组分，非金属氧化物添加物中常见的是稀土氧化物，但由于其起燃温度高、热稳定性差、活性差易中毒等特点，一直未得到普遍应用。

### ■催化剂组成之载体

- 汽车尾气催化剂载体是影响催化剂效能的重要因素之一，它的主要的作用是提供有效的比表面积及适宜的孔隙结构，并使催化剂获得足够的机械强度及热稳定性，起着活性中心和节省活性组分用量的作用。
- 目前汽车用载体以蜂窝陶瓷为主，且中长期仍将是主流。
- 蜂窝陶瓷行业属于寡头垄断行业，其中康宁和NGK市场份额高达90%。近年来国内以奥福环保、王子制陶等为代表的企业也开始崛起，竞争力不断增强。伴随着国六的实施以及材料国产化要求的提升，国内企业有望在蜂窝陶瓷市场抢占更多份额。

### ■催化剂组成之助剂

□ 助剂是一些自身没有催化作用或活性较低的添加物，但加入助剂能大大提高催化剂的活性、选择性或寿命。特别是在汽车排气的恶劣条件下,为提高催化剂的稳定性常常需要加入助剂，一些助剂能直接促进催化剂的性质，而有些助剂起着稳定其它助剂的作用。催化助剂主要为稀土金属氧化物（Ce、La、Sn、Zr、Mo、Ti）和碱金属氧化物（BaO、CaO、SrO）等。

### ■催化剂组成之涂层

□ 涂层主要有两个作用，一是提高载体的机械强度和满足催化要求的高比表面积，另外一个作用是稀释、支撑和分散催化剂活性组分和少量的助剂，从而达到提高催化剂的净化效率。

□ 目前用于尾气处理载体上的耐高温涂层可设计为以下体系：Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>基材料、沸石基材料、钒基（V<sub>2</sub>O<sub>5</sub>/TiO<sub>2</sub>/WO<sub>3</sub>）材料等，国六之前主要用Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>以及钒基作为涂层材料，到了国六阶段，主要用Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>以及沸石作为涂层材料，沸石分子筛用量将大幅提升。

## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



P44

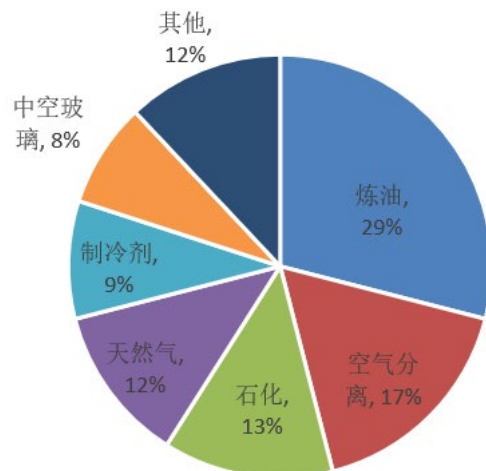
### ■沸石分子筛竞争格局国内分散，国外集中

- 沸石分子筛分为天然沸石分子筛和合成沸石分子筛，目前大部分工业用沸石分子筛是通过化学合成生产的。型号主要有3A(钾A型)、4A(钠A型)、5A(钙A型)、10Z(钙Z型)、13Z(钠Z型)、Y(钠Y型)、钠丝光沸石型等。
- 根据《分子筛在国内石油化工行业的应用》统计，我国产能规模在5000吨以下的小型厂商数量占比81%，而产能规模在1万吨以上的大型厂商数量占比仅9%。相比于国内竞争格局，国外竞争格局集中，主要企业有4家，分别是美国环球石油产品公司、阿科玛、Zeochem以及日本东曹。

### ■沸石分子筛下游应用广泛

- 沸石分子筛的下游较为分散，其最大下游是炼油行业，占比29%，其次是空气分离、石化等。在汽车尾气催化领域，在国五以及之前鲜有应用；沸石的真正大规模应用将在国六阶段。

图表：沸石分子筛下游应用广泛



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



### ■ 汽油车、柴油车尾气净化处理技术不同

□ 汽油车、柴油车因为其燃油成分、发动机条件不同，尾气成分有所区别，进而导致汽油车、柴油车在尾气净化处理技术上的差异。其中汽油车主要有TWC、GPF路线，柴油车主要有DOC、DPF、SCR、ASC路线。

图表：汽油车、柴油车不同的尾气净化处理技术

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、NOx	通过氧化还原反应同时将尾气中的 CO、HC、NOx 转化为 H <sub>2</sub> O、CO <sub>2</sub> 和 N <sub>2</sub> ，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 <sub>2</sub> 和 H <sub>2</sub> 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）	NOx	在催化剂的作用下尿素具有选择性地与尾气中的 NOx 反应生成无污染的 N <sub>2</sub> 和 H <sub>2</sub> 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 <sub>3</sub>	氧化尿素还原 NOx 过程中泄漏出来的 NH <sub>3</sub> ，使其变为 N <sub>2</sub>

图表：汽油车、柴油车尾气处理方法不同的原因

	燃油成分	燃油性质	启动方式	气缸温度	尾气成分
汽油车	C5-C12烃类	强挥发性，可与空气均匀混合	点火	300度左右	HC、CO高，Nox与柴油车相当，PM低
柴油车	C10-C22烃类	难挥发，与空气混合不均匀	压燃	500-700度	NOx、PM高，CO、HC低

资料来源：太平洋证券研究院整理

资料来源：奥福环保招股说明书，太平洋证券研究院整理

## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



### ■同一发动机在不同标准下尾气处理技术也有所不同


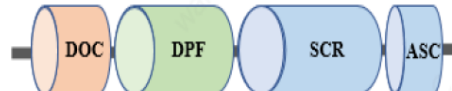


- 柴油车在国一至国三阶段，通过提升发动机内净化技术便可满足标准，**国四至国五阶段，机后措施SCR是主流的技术路线**，到了国六阶段，则需要采用DOC+DPF+SCR+ASC路线；
- 汽油车国一至国五阶段，TWC是主流的技术路线，到了国六阶段，则需要采用TWC+GPF技术路线。

### ■国六阶段推动了国内沸石分子筛在尾气催化领域应用的突破

□ 国五及之前阶段，柴油车SCR催化剂使用钒基涂层材料，汽油车TWC催化剂使用 $\gamma$ -Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>涂层材料，并不需要用到沸石分子筛，所以没有需求。

□ 国六标准时，汽油车TWC和GPF催化剂仍使用 $\gamma$ -Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>涂层材料，不需要用到沸石分子筛；**而柴油车对NO<sub>x</sub>的要求更严格需要更高的催化效率，所以SCR催化剂的涂层需要由先前的钒基变为沸石分子筛，也就是说国六阶段柴油车尾气处理技术的革新将带来国内沸石分子筛作为尾气催化剂涂层材料从0到1的突破。**

图表：不同排放标准对应的尾气处理技术路线

汽车类型	排放标准	净化措施	主要技术路线及所用蜂窝陶瓷载体
柴油车	国一至国三	发动机内净化技术	降低发动机燃烧室的面容比、改进点火系统、采用燃油喷射技术、引入废气再循环、改善燃料供给系统等
	国四至国五	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	
	国六	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	
汽油车	国一至国五	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	
	国六	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	

资料来源：奥福环保招股说明书，太平洋证券研究院整理

## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



### ■我们预测未来三年国内将新增沸石分子筛需求1.32万吨

□ 假设2020-2022年汽车产量增速分别为-5%、5%和5%，据此测算，随着国六标准的分步实施，2020-2022年，尾气净化领域将分别新增沸石分子筛需求1570吨、6037吨、9216吨，对应市场规模约5亿元、18亿元、28亿元，未来三年总计新增沸石分子筛需求1.68万吨，对应市场规模约51亿元。

图表：中国沸石分子筛新增需求预测

		产量 (万辆)	平均排量 (L)	单车所用SCR体积 (L)	单位SCR载体沸石用量 (g/L)	沸石单价 (万元/吨)	国六执行率	沸石需求量 (吨)	沸石市场规模 (亿元)
2019年 (全国五标准)	柴油乘用车	8.54	1.5	3.75	150	30	15%	7	0
	轻型商用车	289.54	3	7.5	150	30	15%	489	1
	重型商用车	146.51	10	25	150	30	0%	0	0
	合计								496
2020年	柴油乘用车	8.12	1.5	3.75	150	30	50%	23	0
	轻型商用车	275.06	3	7.5	150	30	50%	1547	5
	重型商用车	139.19	10	25	150	30	0%	0	0
	合计								1570
2021年	柴油乘用车	8.52	1.5	3.75	150	30	100%	48	0
	轻型商用车	288.81	3	7.5	150	30	100%	3249	10
	重型商用车	146.15	10	25	150	30	50%	2740	8
	合计								6037
2022年 (全国六标准)	柴油乘用车	8.95	1.5	3.75	150	30	100%	50	0
	轻型商用车	303.25	3	7.5	150	30	100%	3412	10
	重型商用车	153.45	10	25	150	30	100%	5755	17
	合计								9216
2020-2022年总计								16823	51

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



P48

### ■除中国外其他地区沸石需求量前瞻

□ 从庄信万丰的历史年报情况看，公司空气净化（主要产品尾气净化用催化剂）业务营业收入及经营利润持续提升，主要由于全球重卡销量稳中有升（2017年产量280万辆，销量263.3万辆；2019年产量371万辆，销量351.5万辆），公司产品竞争优势明显。

图表：庄信万丰空气净化部门营收及利润持续增长

年份	2019	2018	2017	2016	2015
营业收入	€ million	€ million	€ million	€ million	€ million
LDV Europe	1031	855	828		
LDV Asia	361	351	338		
LDV Americas	346	358	334		
Total Light Duty Vehicle Catalyts	1738	1564	1500	1182	1058
HDD Americas	476	395	330		
HDD Europe	334	320	259		
HDD Asia	128	131	93		
Total Heavy Duty Diesel Catalyts	938	846	682	731	724
Other-stationary	44	44	42		
Total sales	2720	2454	2224	1913	1782
Underlying operating profit	393	349	318	272.2	236.9
Margin	14.40%	14.20%	14.30%	14.20%	13.30%
Return on Invested Capital(ROIC)	30.00%	30.5%	30.70%	28.30%	24.10%

资料来源：庄信万丰年报，太平洋证券研究院整理



## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



### ■除中国外其他地区沸石需求量预测

图表：全球沸石需求测算

□ **假设1**：2020-2022年车辆增速分别为-5%，5%，5%，**假设2**：轻型柴油车沸石用量为1.125kg/辆，重型柴油车沸石用量为4.875kg/辆。**假设3**：2019-2022年，除欧洲、北美、中国外的其他地区执行率（类似中国国六执行率）分别为40%、45%、50%、55%

□ 我们测算除中国外其他地区2019年沸石需求量约1.2万吨，2022年有望达到1.4万吨。

□ **考虑中国沸石需求量，我们预计全球2019年沸石需求量约1.2万吨，2022年有望达到2.3万吨。**

		2019	2020	2021	2022	
轻型柴油车	车数量 (辆)	全球	20,223,655	19,212,472	20,173,096	21,181,751
		北美	13,361,892	12,693,797	13,328,487	13,994,911
		欧洲	2,189,324	2,079,858	2,183,851	2,293,043
		中国	2,895,400	2,750,630	2,888,162	3,032,570
		其他	1,777,039	1,688,187	1,772,597	1,861,227
	换算系数 (kg/辆)		1.125	1.125	1.125	1.125
	其他地区执行率		40%	45%	50%	55%
	沸石量 (吨)	欧洲	2463	2340	2457	2580
		其他	800	855	997	1152
		合计	3263	3194	3454	3731
重型柴油车	车数量 (辆)	全球	4,142,806	3,935,666	4,132,449	4,339,071
		北美	666,087	632,783	664,422	697,643
		欧洲	446,522	424,196	445,406	467,676
		中国	1,465,100	1,391,845	1,461,437	1,534,509
		其他	1,565,097	1,486,842	1,561,184	1,639,243
	换算系数 (kg/辆)		4.875	4.875	4.875	4.875
	其他地区执行率		40%	45%	50%	55%
	沸石量 (吨)	北美	3247	3085	3239	3401
		欧洲	2177	2068	2171	2280
		其他	3052	3262	3805	4395
合计		8476	8415	9216	10076	
<b>总计 (吨)</b>		<b>11739</b>	<b>11609</b>	<b>12670</b>	<b>13807</b>	

资料来源：Wind，太平洋证券研究院测算

## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



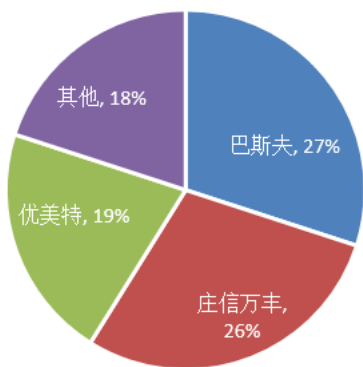
### ■携手庄信万丰开拓国内汽车尾气催化剂市场

目前全球的汽车尾气催化剂市场呈现寡头垄断格局，德国巴斯夫和英国庄信万丰市场份额分别达到27%和26%，比利时优美科公司占19%的份额，三家合计占据了超过70%的汽车尾气催化剂市场。尤其是在柴油车市场，庄信万丰的市场份额占到60%左右。

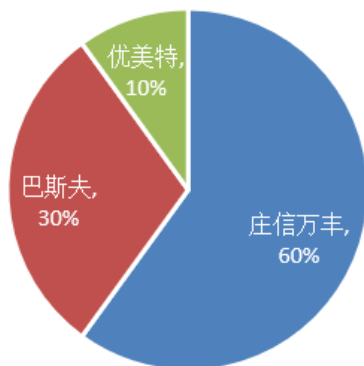
对于催化剂的重要原材料沸石分子筛，各家厂商有各自不同的供应链体系。巴斯夫的沸石大部分自产，庄信万丰和优美科基本都外购，其中庄信万丰的欧六及同级别标准的沸石主要来自万润股份和日本东曹，且万润的市场份额持续提高。

公司与全球汽车尾气净化催化剂龙头庄信万丰经过四年的合作开发，于2013年成功研发出了汽车尾气净化催化剂的载体材料——V-1沸石分子筛材料并投入生产，主要用于满足高排放要求的柴油车尾气净化器的制造，且为全球首次商业化生产沸石载体。

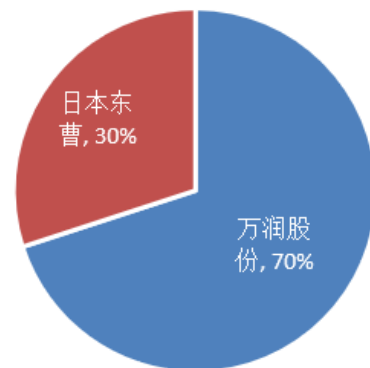
图表：全球汽车尾气催化剂市场寡头垄断



图表：全球柴油车汽车尾气催化剂市场占比



图表：万润股份为庄信万丰第一大供应商



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

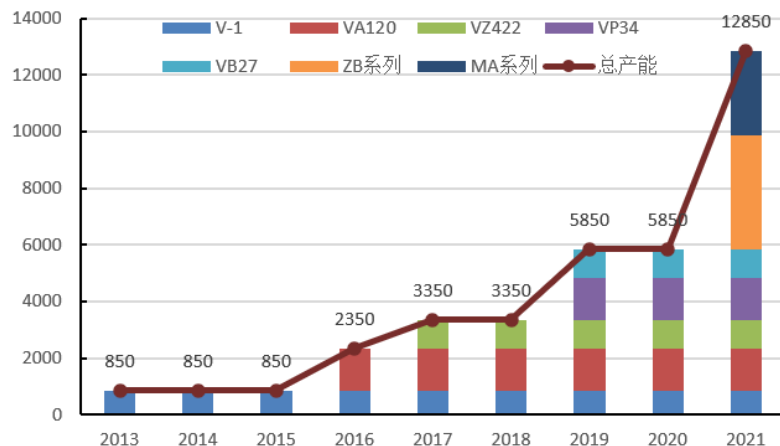
## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



### ■公司沸石分子筛产能稳步提升

□ 自2012年利用超募资金建设850吨/年V-1项目开始，沸石分子筛产能稳步提升，**目前已经达到5850吨/年**，其中3350吨/年产能满产满销，2019Q3新投产的2500吨/年的负荷将根据市场需求变化。

图表：公司沸石分子筛产能稳步提升



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：公司沸石分子筛产能扩产历程

时间	项目	沸石产品型号	年产能 (吨/年)	应用领域	投产情况
2012年一期	首次募投项目	V-1	850	欧六标准重柴尾气处理	2013年投产
2015年二期	定增募投项目	VA120	1500	欧六及以上柴油车尾气处理	2016年投产
		VZ422	1000	欧六标准重柴尾气处理	2017年投产
		VP34	1500	MTO催化反应、国五标准柴油车尾气处理	2019年投产
		VB27	1000	石油炼制催化剂、国五标准柴油车尾气处理	2019年投产
2018年三期	可转债项目	ZB系列	4000	欧六及以上标准的柴油车尾气处理	预计2021年投产
		MA系列	3000	烟道气脱硝，炼油催化及挥发性有机物处理	预计2021年投产
远期规划	山东新旧动能转换项目		10000	烟道气脱硝催化剂	--

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

## 5、环保材料：国六标准落地，沸石分子筛需求爆发



P52

### ■公司沸石分子筛后续产能增长匹配客户扩张需求

- 公司仍有在建7000吨/年沸石分子筛产能，其中包括尾气处理用ZB系列沸石4000吨/年和烟道气处理用MA系列沸石产能3000吨/年，有望于2021年投产，随着项目陆续投产，再叠加自身的技术壁垒优势，公司将成为在销量和技术均处于世界前列的环保材料生产商。
- 作为公司最主要的客户，庄信万丰近年来不断扩大汽车尾气催化剂产能。据报道，庄信万丰将分别投资9000万英镑和1.17亿美元在波兰和张家港新建符合欧六、国六标准的汽车尾气催化剂项目，根据行业数据保守测算，两地的项目投产后将新增沸石需求量超过4000吨，与公司4000吨/年ZB系列沸石分子筛产能相匹配，产销量增长的确信性较高，有效支撑公司未来营收与盈利稳健增长。
- MA系列沸石主要应用在烟道气脱硝、炼油催化、挥发性有机物治理等领域，但由于技术壁垒较高，国产化进程缓慢，主要依靠进口。公司本次新建的MA沸石项目主要针对国内市场，产品性能相当，但价格更具优势，未来有望实现进口替代。

### ■通过万润药业和MP公司布局大健康产业

- 万润药业成立于2012年，先后拓展医药原材料、医药中间体、成药制剂等多个领域，目前具有原药产能430吨/年。基于我国人口结构老龄化、全面放开二胎政策、医疗改革深入、人均收入水平提高等因素的影响，我国医药制造业将维持平稳增长的态势。
- 基于大健康市场的广阔前景，同时为丰富产品结构并找到进军国际化的切入口，公司于2016年通过定增募集10.3亿元，完成对美国MP公司100%股权的收购。MP主营业务包括生命科学和体外诊断，占比分别为60%和40%，生产和销售产品超过55000种之多，是行业内唯一一家提供综合生命科学、精细化学品和诊断产品的公司之一。收购MP公司后，将有助于MP进入中国市场发展，同时增强公司大健康业务实力。
- 公司在建“万润工业园一期项目”总投资6.3亿元,主要产品有洛索洛芬钠、阿齐沙坦等，预计2020年底投产，项目达产后，可实现年产原料药3155吨，将极大提高公司在医药方面的产能，推动大健康产业崛起。

## 7、投资建议及风险提示

图表：可比公司估值表

证券简称	总市值, 亿元	收盘价, 元	EPS, 元			PE, 倍		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
奥福环保	63.99	82.80	0.85	0.99	1.62	124	84	51
国瓷材料	346.71	35.99	0.52	0.63	0.78	69	57	46
飞凯材料	133.91	25.87	0.50	0.61	0.76	52	43	34
濮阳惠成	52.44	20.40	0.57	0.72	0.90	36	28	23
		平均				70	53	39
万润股份	168.46	18.53	0.56	0.60	0.72	33	31	26

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理 (2020-7-9收盘价)；可比公司盈利预测来自wind一致预期

■ **盈利预测及投资建议：** 我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为5.42亿元、6.59亿元、7.91亿元，对应EPS 0.60元、0.72元、0.87元，PE分别为31X、26X、21X，低于可比公司53X、39X、27X的PE均值，基于公司的行业龙头地位，以及沸石和OLED材料业务齐发展，未来三年业绩增长确定性强，**给予2021年35倍PE，对应目标价25元，维持“买入”评级。**

### ■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,870	2,796	3,287	3,869
(+/-%)	9.1%	-2.6%	19.8%	19.4%
净利润(百万元)	507	542	659	791
(+/-%)	14.0%	6.9%	21.6%	20.1%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.60	0.72	0.87
市盈率(PE)	33	31	26	21

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

### ■ 风险提示:

- 需求下滑
- 液晶及OLED材料行业竞争加剧
- 国六标准执行不及预期
- 沸石需求及价格下滑
- 产品验证不及预期。

# 盈利预测表



资产负债表				单位:百万元				利润表				单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E						
货币资金	704	1,434	2,020	2,670	营业收入	2,870	2,796	3,287	3,869						
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,619	1,577	1,840	2,153						
应收账款	401	390	459	540	营业税金及附加	19	18	21	25						
预付账款	22	22	25	30	销售费用	129	125	147	173						
存货	1,178	1,148	1,339	1,566	管理费用	237	231	271	319						
其他流动资产	237	237	237	237	研发费用	219	214	251	296						
流动资产合计	2,543	3,231	4,080	5,043	财务费用	-14	-14	-31	-44						
其他长期投资	0	0	0	0	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	0	0	0						
固定资产	1,419	1,206	1,026	875	投资收益	8	8	8	8						
在建工程	910	1,001	1,101	1,211	营业利润	612	654	796	955						
无形资产	250	250	250	250	营业外收入	1	1	1	1						
其他非流动资产	764	764	764	764	营业外支出	1	1	1	1						
非流动资产合计	3,365	3,243	3,163	3,122	利润总额	612	654	795	955						
资产合计	5,908	6,473	7,243	8,165	所得税	78	83	101	122						
短期借款	200	206	212	219	净利润	534	571	694	834						
应付票据	0	0	0	0	少数股东损益	27	29	35	42						
应付账款	392	382	445	521	归属母公司净利润	507	542	659	791						
预收款项	32	31	36	43	NOPLAT	565	551	660	788						
其他应付款	47	47	47	47	EPS (摊薄)	0.56	0.60	0.72	0.87						
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	<b>主要财务比率</b>										
其他流动负债	168	168	168	168	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E						
流动负债合计	841	836	911	1,000	<b>成长能力</b>										
长期借款	4	4	4	5	营业收入增长率	9.1%	-2.6%	17.5%	17.7%						
应付债券	0	0	0	0	EBIT增长率	35.8%	-2.6%	19.8%	19.4%						
其他非流动负债	46	46	46	46	归母公司净利润增长率	14.0%	6.9%	21.6%	20.1%						
非流动负债合计	50	50	50	51	<b>获利能力</b>										
负债合计	891	886	962	1,050	毛利率	43.6%	43.6%	44.0%	44.4%						
归属母公司所有者权益	4,819	5,360	6,019	6,810	净利率	18.6%	20.4%	21.1%	21.5%						
少数股东权益	195	224	259	302	ROE	10.5%	10.1%	10.9%	11.6%						
所有者权益合计	5,014	5,584	6,278	7,112	ROIC	15.5%	13.3%	14.0%	14.4%						
负债和股东权益	5,905	6,471	7,240	8,162	<b>偿债能力</b>										
<b>现金流量表</b>				单位:百万元				资产负债表				单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	2019	2020E	2021E	2022E						
经营活动现金流	1,067	803	652	713	债务权益比	5.0%	4.6%	4.2%	3.8%						
现金收益	807	773	846	944	流动比率	302.3%	386.4%	447.7%	504.4%						
存货影响	-359	30	-191	-228	速动比率	162.3%	249.2%	300.8%	347.7%						
经营性应收影响	176	11	-72	-86	<b>营运能力</b>										
经营性应付影响	154	-11	69	82	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5						
其他影响	290	0	0	0	应收账款周转天数	50	50	50	50						
投资活动现金流	-967	-94	-103	-113	应付账款周转天数	87	87	87	87						
资本支出	-834	-102	-112	-122	存货周转天数	262	262	262	262						
股权投资	7	8	8	8	<b>每股指标 (元)</b>										
其他长期资产变化	-140	0	0	0	每股收益	0.56	0.60	0.72	0.87						
融资活动现金流	91	20	37	51	每股经营现金流	1.17	0.88	0.72	0.78						
借款增加	198	6	6	6	每股净资产	5.30	5.90	6.62	7.49						
财务费用	14	14	31	44	<b>估值比率</b>										
股东融资	-127	0	0	0	P/E	33.2	31.1	25.6	21.3						
其他长期负债变化	6	0	0	0	P/B	3.5	3.1	2.8	2.5						
					EV/EBITDA	19.3	20.0	18.0	16.0						



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566