



分析师：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070001

研究助理：孙克遥

Tel: 021-53686135

E-mail: sunkeyao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870118050004

周期顶点已过，聚焦业绩确定真成长

—2019年基础化工行业年度投资策略

主要观点

我们的投资主线可以分为传统和新材料两条主线，传统行业中我们建议关注煤化工（尿素、PVA）、磷肥、高倍甜味剂等细分行业，新材料行业中建议关注胶粘剂、锂电材料（正极、隔膜、铝塑膜等）、LED应用、尾气净化材料等。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

传统：关注煤化工及磷肥行业

我们认为大部分传统周期行业拐点已过，景气期中业绩弹性将会相对较弱，估值进一步修复的空间较小。我们认为煤价中长期高位支撑不足，尿素利润空间有望扩大；PVA、磷肥等细分行业供需改善，价格回暖趋势延续，行业利润有望持续改善；此外，高污染的三氯蔗糖行业有望在2019年格局更加明朗，值得持续关注。因此，我们建议关注尿素、PVA等煤化工细分行业、磷肥、高倍甜味剂等子行业，重点关注公司为阳煤化工、皖维高新。

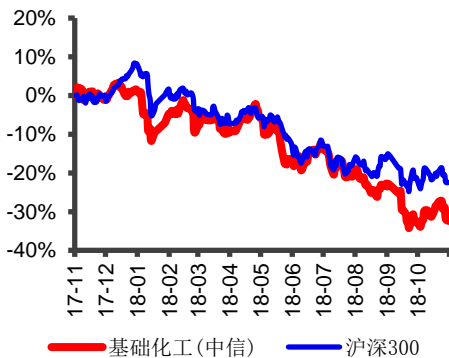
新材料：寻找业绩确定性细分行业

随着国内技术的进步、新兴产业下游逐步向国内转移，国内的精细化工及新材料领域发展迅速，进口替代进程不断加快。胶粘剂行业受益于主要原材料降价及进口替代加速将带来利润加速释放，LED应用中中小间距仍处于业绩高增速时期，景观照明目前处于极度悲观状态，行业预期有望出现修复。锂电材料受益于关键材料国产化及下游客户扩产，龙头企业有望保持高增长。此外，国六标准实施大限降至，尾气处理材料有望受益。因此，我们建议关注胶粘剂、LED应用、锂电材料（隔膜、正极、铝塑膜）、尾气净化材料等行业，重点关注公司为回天新材、利亚德、当升科技。

风险提示

原油价格出现大幅波动；下游需求不振；化工企业重大安全事故及环保事故；政策出现变动；系统性风险

近12个月行业指数与沪深300比较
(截止至2018年11月26日)



报告编号：HLX19-HG-01

相关报告：

重点推荐股票业绩预测（截止2018年11月26日）：

代码	股票	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
600691	阳煤化工	2.55	0.09	0.28	0.45	28.3	9.1	5.7	1.1	增持
600063	皖维高新	2.54	0.05	0.1	0.14	50.8	25.4	18.1	1.1	增持
300041	回天新材	7.50	0.26	0.4	0.53	28.8	18.8	14.2	1.8	增持
300296	利亚德	7.81	0.46	0.63	0.87	17.0	12.4	9.0	2.6	增持
300073	当升科技	23.66	0.68	0.64	0.93	34.8	37.0	25.4	3.2	谨慎增持

数据来源：wind 上海证券研究所

目 录

一、化工行业概况.....	4
1.1 行业景气继续持续，库存高企后期增长乏力	4
1.2 子行业：农化、印染等继续维持较好增长	5
1.3 基础化工行业市场继续呈现弱势	6
二、油价短期重挫，化工品寒冬或至.....	7
2.1 化工品寒冬或至，双氧水、醋酸、有机硅等开始下跌	7
2.2 油价短期重挫，中期仍具有基本面支撑	8
三、重点行业推荐.....	9
3.1 煤化工行业：逐步进入景气期，业绩有望进一步兑现	9
3.2 磷肥行业：上游限产向下传导，全球供需格局改善	11
3.3 胶粘剂：原材料降价伊始，利润率有望提升	12
3.4 锂电材料.....	14
3.4.1 下游新能源车需求高增拉动上游	14
3.4.2 补贴退坡回归市场化，技术升级导向将持续	15
3.4.3 全球电动化进程加速，进军海外的高端隔膜龙头将受益	16
3.5 LED 应用：小间距继续井喷，新技术加速接棒	18
四、重点推荐公司.....	19
4.1 阳煤化工.....	19
4.2 皖维高新.....	20
4.3 回天新材.....	21
4.4 利亚德.....	22
4.5 当升科技.....	23
五、总结.....	25
六、风险提示.....	25

图

图 1 历年基础化工企业总体营业收入示意图	4
图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图	4
图 3 历年基础化工行业资产负债率示意图	5
图 4 历年基础化工行业库存示意图	5
图 5 历年基础化工行业在建工程及固定资产之和	5
图 6 历年基础化工销售商品提供劳务收到现金/营收	5
图 7 2018 年上半年基础化工子行业营收 YoY	6
图 8 2018 年上半年基础化工子行业归母净利润 YoY	6
图 9 2017 年初至今 A 股基础化工板块表现	6
图 10 价格较 18 年初涨幅居前产品示意图	7
图 11 价格较 17 年同期涨幅居前产品示意图	8
图 12 历年国内尿素产量、出口量及表观消费量示意图	10
图 13 历年国内尿素价格示意图	10
图 14 历年我国 PVA 产量及表观消费量示意图	11
图 15 历年我国 PVA 进出口量示意图	11
图 16 历年国内一铵产量、出口量及表观消费量示意图	12
图 17 历年国内二铵产量、出口量及表观消费量示意图	12
图 18 历年磷酸一铵、磷酸二铵价格示意图	12
图 19 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图	13
图 20 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图	13
图 21 胶粘剂下游细分市场示意图	14
图 22 2016-2018 年新能源汽车累计产量 (万辆)	15
图 23 2016-2018 年新能源汽车累计销量 (万辆)	15
图 24 2018 前三季度各类锂电装机占比	15
图 25 2017 全年各类锂电装机占比	15
图 26 我国锂电池隔膜销量及同比变化情况	17
图 27 近一年锂电池隔膜市场价格	18
图 28 国内小间距 LED 销售额及销售量示意图	19

表

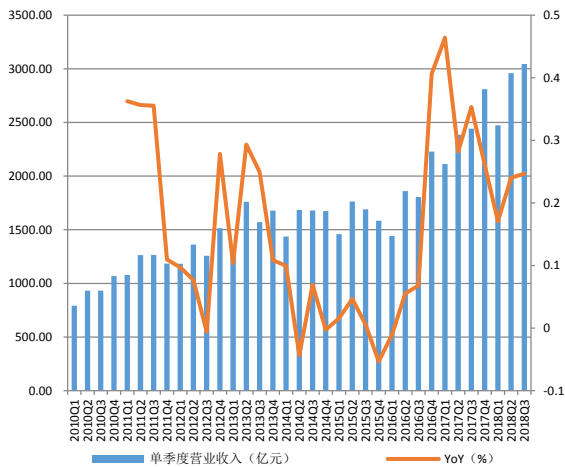
表 1 2018 新能源车补贴标准	16
表 2 2016、2017、2018 纯电动乘用车补贴标准对比	16

一、化工行业概况

1.1 行业景气继续持续，库存高企后期增长乏力

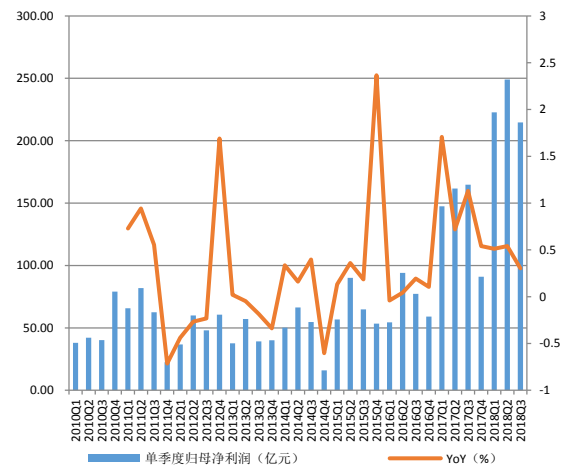
我们选取了 172 家 2010 年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，基础化工行业 172 家企业单季度营业收入之和自 2016 年 Q2 季度起呈现同比上升趋势，并且在 2017 年 Q1 季度达到增速峰值（46.41%），尽管之后增速有所下滑趋势，但在 2018 年 Q3 季度仍然有 24.66% 的增速；从归母净利润情况来看，2015 年开始出现逐步恢复，之后受原材料价格提升影响，2016 年归母净利润增幅略低，但之后出现了较大幅度的增长，2017 年 Q1 季度至 2018 年 Q2 季度同比增速均超过 50%，但从归母净利润增速趋势来看，近期仍然是出现了下滑，尤其是 2018 年 Q3 季度仅有 30.35%。

图 1 历年基础化工企业总体营业收入示意图



数据来源：Wind 上海证券研究所

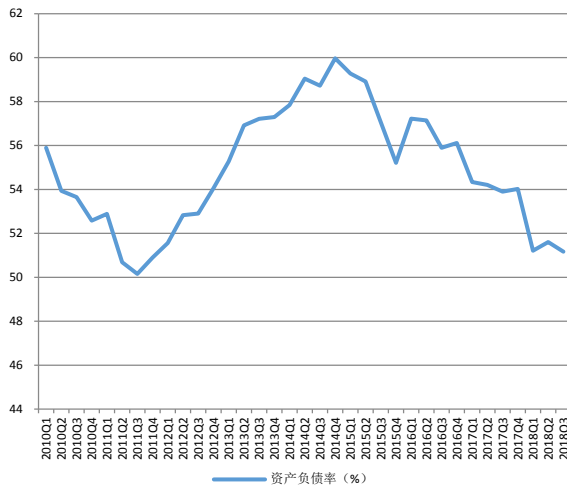
图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图



数据来源：Wind 上海证券研究所

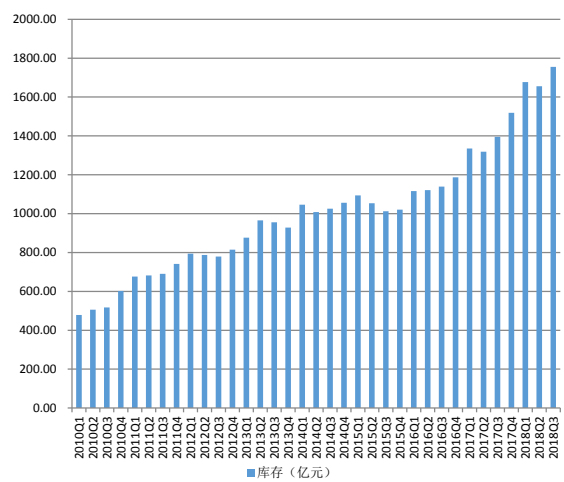
据 Wind 数据显示，基础化工行业资产负债率呈现下降趋势，目前 Q3 季度为 51.17%，处于历史低位，企业杠杆去化进展较好。从库存情况来看，随着龙头企业产能扩张及产品价格中枢提升，库存总量也逐步提升，尽管 2018 年 Q2 季度环比有所下降，但 Q3 季度再度提升，旺季库存去化效果不佳。

图 3 历年基础化工行业资产负债率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

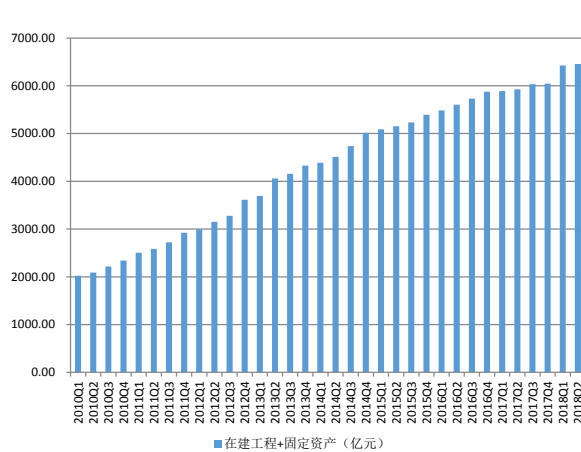
图 4 历年基础化工行业库存示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

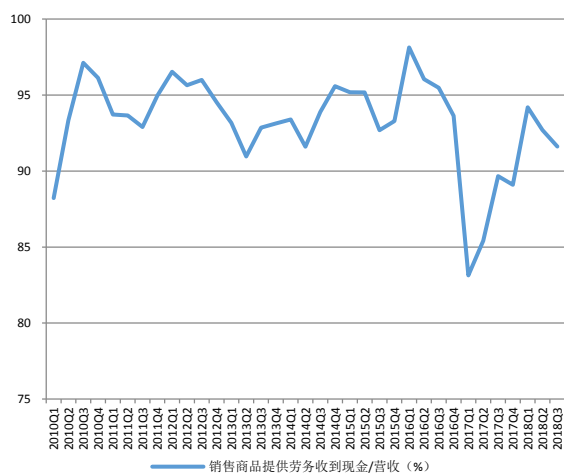
据 Wind 数据显示,基础化工行业在建工程和固定资产之和呈现上升趋势,尤其是 2018 年 Q1 出现了较大跃升,随着环保督查持续深入,供给格局进一步优化,龙头企业扩产动力较足。从销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入比值来看,2017 年 Q1 季度出现较大下滑,之后逐步回升至历史平均水准,一方面是由于产品涨价导致营收快速增长,另一方面是下游客户对突然涨价的承受能力较低,而刚需采购又必须照常进行,但 2018 年 Q2 和 Q3 季度销售商品提供劳务收到现金和营收比值再度下滑。

图 5 历年基础化工行业在建工程及固定资产之和



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 6 历年基础化工销售商品提供劳务收到现金/营收



数据来源: Wind 上海证券研究所

1.2 子行业: 农化、印染等继续维持较好增长

我们选取了 2010 年至今数据齐全的 172 家基础化工上市公司,根据 wind 数据统计,营业收入方面,涤纶 2018 年仍然是业绩增速最好的子行业(民爆受雷鸣科化重组影响导致三季度业绩增速异常),农药、印染化学品、聚氨酯、氯碱、钾肥、氮肥等子行业增

速也较好，涂料涂漆、磷化工、氟化工相对较弱；归母净利润方面，氮肥、农药、涤纶、锦纶、氟化工、印染化学品、橡胶制品、等子行业同比涨幅较好，钾肥、日化品三季度转好。

图 7 2018 年上半年基础化工子行业营收 YoY

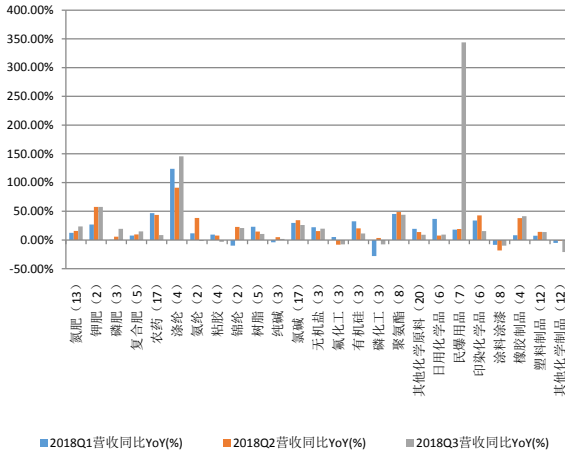
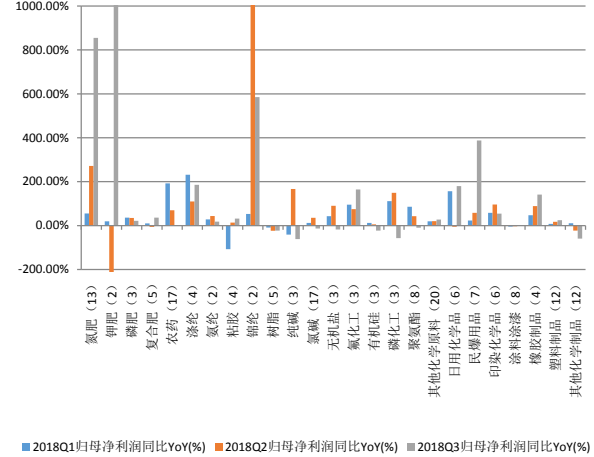


图 8 2018 年上半年基础化工子行业归母净利润 YoY



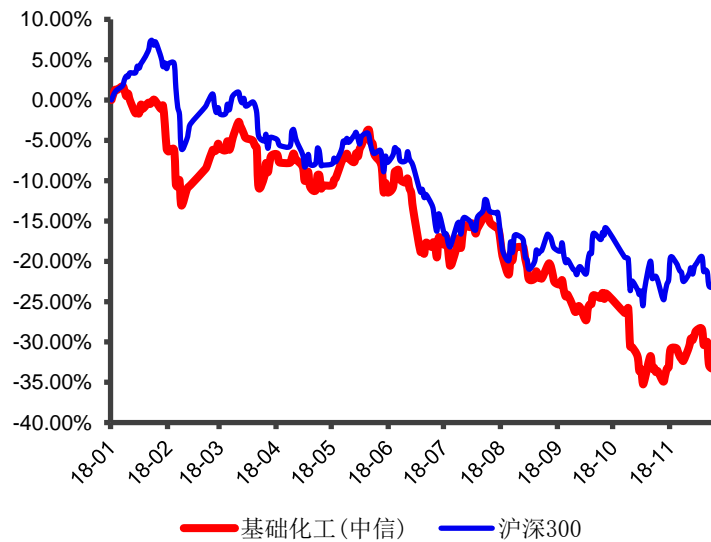
数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

1.3 基础化工行业市场继续呈现弱势

从 2017 年年初至今，基础化工板块大幅跑输于沪深 300 指数，但部分细分子行业龙头走势强劲。其中，除次新股外，涨幅居前的有建新股份、神马股份、蓝晓科技、青松股份、利安隆等，涨幅为 100.24%、61.45%、56.61%、54.92%和 51.03%。从估值上看，基础化工 PE (TTM) 仅有 17.44 倍（剔除负值后为 14.91 倍），处于近五年来低位。

图 9 2017 年初至今 A 股基础化工板块表现



数据来源: wind, 上海证券研究所

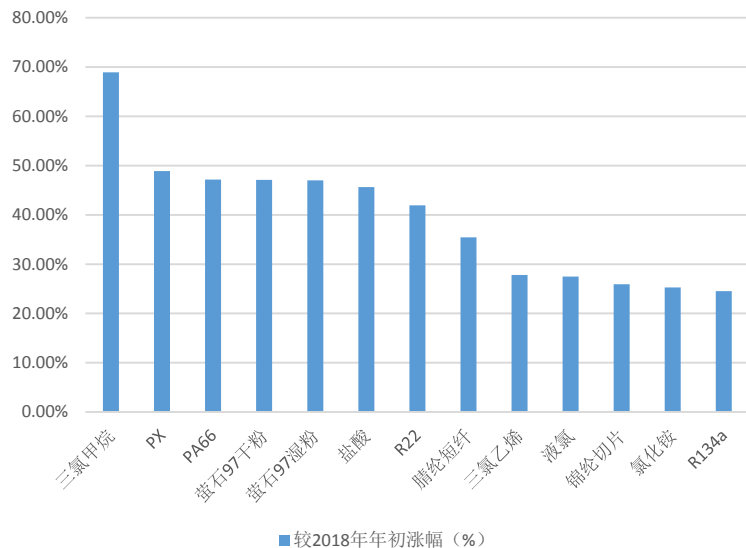
二、油价短期重挫，化工品寒冬或至

2.1 化工品寒冬或至，双氧水、醋酸、有机硅等开始下跌

化工品价格 2016 年下半年开始暴涨之后，17 年至 18 年上半年多数商品价格中枢持续上移，尽管年内的淡旺季对行业仍有一定影响，但整体而言，并且随着环保督查持续深化，供给收缩常态化，预计未来 1-2 年内维持高价格中枢也将是大概率事件。

经百川资讯统计，131 种化工品中较年初上涨的品种有 64 个，三氯甲烷、PX、PA66、萤石、盐酸、R22、锦纶切片等涨幅居前，维生素产品、聚合 MDI、TDI、双氧水、苯胺、R125、有机硅产业链等跌幅居前。下跌产品逐步增多，尤其是近两个月来，双氧水、醋酸、有机硅系列等产品出现大幅下跌。

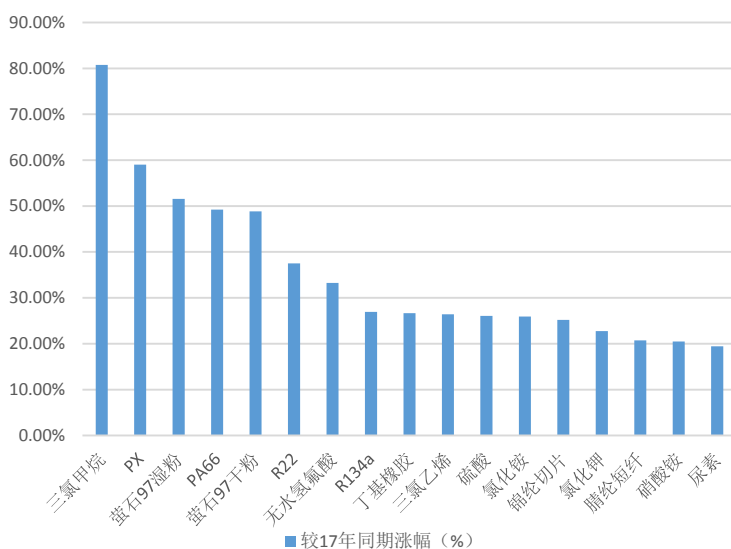
图 10 价格较 18 年初涨幅居前产品示意图



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

与 2017 年同期相比，价格上涨的品种有 63 个，三氯甲烷、PX、萤石、PA66、R22、无水氢氟酸、硫酸、锦纶切片、尿素涨幅居前；维生素产品、聚合 MDI、TDI、双氧水、苯胺、PC、有机硅产业链等跌幅居前。

图 11 价格较 17 年同期涨幅居前产品示意图



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

2.2 油价短期重挫，中期仍具有基本面支撑

近期，油价出现大幅重挫，连续破位下跌。周内抛售恐慌刺激市场对需求面忧虑加重，原油供应过剩担忧再度升温令油价承压，国际油价受重挫全面下跌。周内前期，虽然石油输出国组织(OPEC)和非 OPEC 产油国计划减产至多 140 万桶/日的消息为原油市场带来提振，但目前油市整体依然处于供应过剩局面，限制了油价的涨幅，多头还需等待更多的利好出现，国际油价小幅上涨；周内后期，股市暴跌令风险情绪惨遭重创，同时市场担心经济放缓将会拖累原油需求表现，而俄罗斯减产态度模棱两可更加重了市场的悲观情绪，原油价格崩跌至一年来低位，随后，虽然美国原油库存连续九周上升，但市场悲观情绪改善有效支撑油价，多头开始重新进场，国际油价周线下跌。

供应方面：美国能源信息署(EIA)周三(11月22日)公布报告显示，截至11月16日当周，截至11月16日当周EIA除却战略储备的商业原油库存增加485.1万桶至4.469亿桶，连续9周录得增长，增加至2017年12月初以来最高水平且创2017年3月以来最长连涨纪录，预期增加350万桶，前值增加1027万桶。更多数据显示，美国汽油库存减少129.5万桶，降至2017年12月以来最低水平，预期减少50万桶，前值减少141.1万桶；美国精炼油库存减少7.7万桶，连续9周录得下滑，预期减少250万桶，前值减少358.9万桶。更多数据显示，当周俄克拉荷马州库欣原油库存减少11.6万桶，连续8周录得增长后再度录得下滑，且创9月21日当周(9周)以来最大降幅。

美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)周三(11月21日)公布数

据显示,截至 11 月 23 日当周,美国石油活跃钻井数减少 3 座至 885 座,三周来首次录得下滑。美国石油钻井总数在 10 月共增加了 12 座,为今年 5 月以来最大的月度涨幅,第四季度以来已经合计增加 22 座。今年第三季度美国石油活跃钻井数累计增加 5 座,是 2017 年第四季度以来增幅最小的季度,当时增加了 3 座。

沙特能源部长法利赫(Khalid al-Falih)表示,该国将在 12 月减产 50 万桶/日,因季节性需求较为低迷,这一减幅约占全球原油产量的 0.5%。

美国石油学会(API)周二(11 月 20 日)公布报告称,API 原油库存意外减少。API 公布,截至 11 月 16 日当周,美国原油库存减少 154.5 万桶至 4.392 亿桶,预期增加 294.1 万桶。此外,上周汽油库存增加 70.6 万桶,预期减少 19.8 万桶。同时上周精炼油库存减少 183.2 万桶,预期减少 275.4 万桶。更多数据显示,美国上周原油进口减少 100 万桶/日至 730 万桶/日。

需求方面:美国能源信息署(EIA)周二(11 月 6 日)公布短期能源展望报告显示,随着供应增加,需求降速,明年燃料库存将出现增长。同时 EIA 下调了今明两年美国 WTI 及布伦特原油的价格预期。美国方面,EIA 上调了美国今明两年产量增速预期,同时下调了明年的需求增速预期。此外,EIA 下调了 2019 年全球需求增速预期。EIA 称,今年全球液体燃料库存将持稳,但明年将增加 60 万桶/日。

三、重点行业推荐

我们的投资主线可以分为传统和新材料两条主线,传统行业中我们建议关注煤化工(尿素、PVA)、磷肥等细分行业,三氯蔗糖行业也值得持续跟踪;新材料行业中建议关注胶粘剂、锂电材料(正极、隔膜、铝塑膜等)、LED 应用等,此外,国六标准大限将至,相应的尾气净化材料(蜂窝陶瓷、分子筛等)也值得关注。

3.1 煤化工行业:逐步进入景气期,业绩有望进一步兑现

煤化工行业复苏始于行业被动出清及原材料价格上涨及原油价格提升,未来将持续受益于环保督查带来的行业供给侧改革、气价中枢上移带来的下游产品提价,我们预计行业景气周期将持续 1-2 年。从细分领域来看,建议关注持续复苏的尿素、PVA 行业。

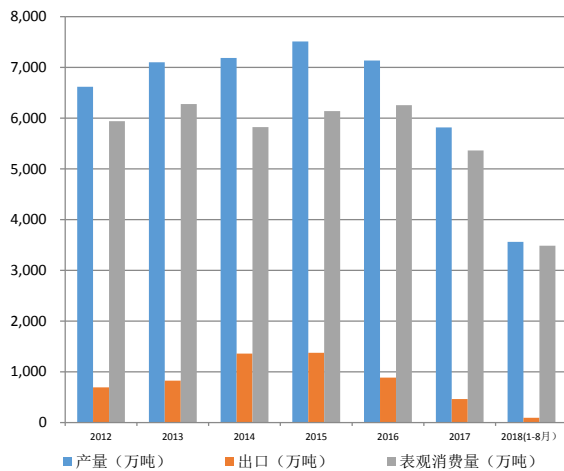
■ 尿素:

根据百川资讯统计,国内尿素产量仍在逐步萎缩,2018 年 1-8 月,国内尿素产量为 3563 万吨,同比减少 11.01%,自 2016 年以来持续出现产量下降的趋势。而表观消费量的降幅小于产量降幅,2018 年 1-8 月,国内尿素表观消费量为 3488 万吨,同比下滑 5.28%,

与产量数据接近。而尿素产品价格一路走高，目前维持在 2000 元/吨以上的价格，创下了近五年的新高。

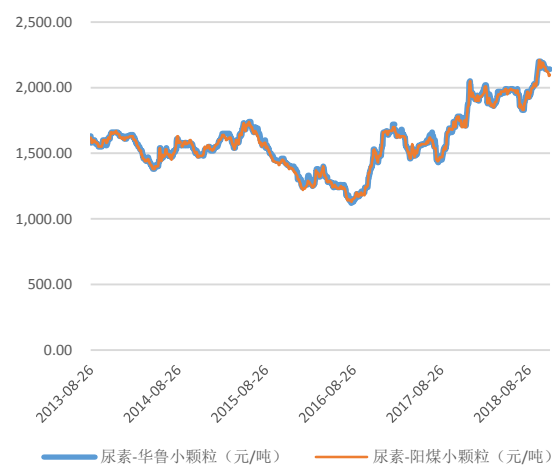
我们认为一方面是因为行业僵尸产能较多，供给端改善，另一方面是价格走高，经销商拿货意愿低，处于消耗库存的状态，因此，我们认为在大厂扩产意愿不足的情况下，供给端的收缩将会持续发酵，北方地区限产区域也将进一步压缩供给空间，未来需求保持稳定的情况下，行业复苏有望持续。并且短期来看，气头企业面临限气问题，提前加大了产量，上月出现库存增加的情况，但包括宁夏石化在内的部分气头企业已经停车，行业库存预计将随着冬储到来加速去化。对于原材料煤的价格，我们认为尽管冬季存在走高的动力，但前期震荡上行已经在兑现预期，后期预计将会稳定在合适的范围内，尿素产品毛利率预计将会稳定在较好的位置。行业龙头将高度受益（阳煤化工等）。

图 12 历年国内尿素产量、出口量及表观消费量示意图



数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

图 13 历年国内尿素价格示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

■ PVA 行业:

PVA 行业是我们一直跟踪的煤化工细分领域，我们认为 PVA 行业正处于复苏期，离景气期还有一定距离，未来空间仍然很大。前几年市场普遍认为 PVA 行业处于产能严重过剩、供过于求的状态，实际上过剩仅限于我们所认为的低端同质化产能过剩，而非特种 PVA 产品。低端产能持续退出及产量、表观消费量的增长都提示我们 PVA 行业被低估。纵使在近年 PVA 价格走低的时候，产品的表观消费量仍然在逐年增加。部分产能由于成本过高、经营不善等原因陆续退出，实际产能逐年减少。经测算，现有实际有效产能大约为不足 100 万吨，开工率能达到 80% 左右，处于近年来的高位。从进出口数据来看，我国 PVA 进口量远低于出口量，且趋于稳定，而出口量近年来连创新高。但从平均单价来看，附加值较高的 PVA 产品进口占比较大，经百川资讯统计结果计算，进口 PVA 均价可达

18000 元/吨，这也凸显了国内高端 PVA 市场的缺口较大的问题。

图 14 历年我国 PVA 产量及表观消费量示意图

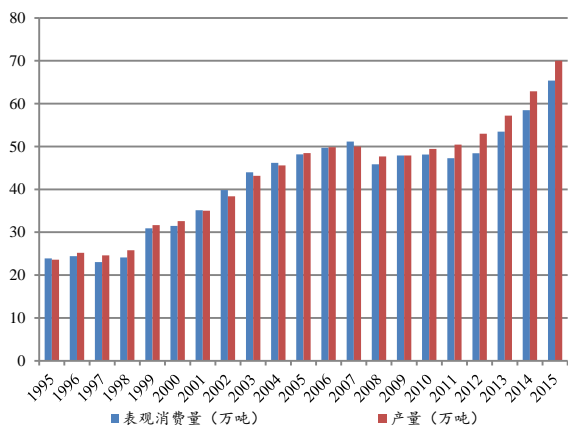
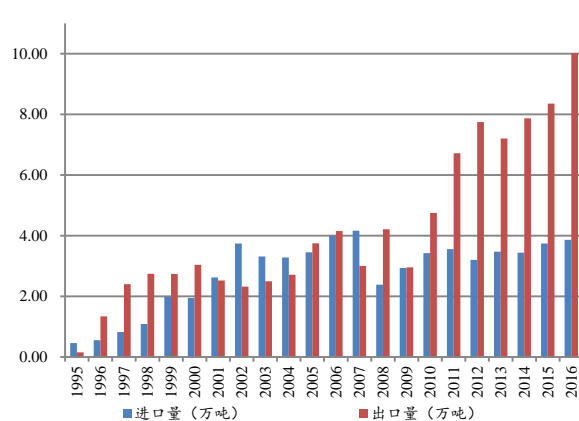


图 15 历年我国 PVA 进出口量示意图



数据来源: 百川资讯 上海证券研究所

数据来源: 百川资讯 上海证券研究所

我们认为随着 17 年年中，湘维 10 万吨产能彻底关停，行业供给端得到了较大改善，目前仅有皖维系、中石化系和民营系（内蒙双欣、宁夏大地）三足鼎立，行业集中度进一步提升，边际改善动能较足，并且三季度 PVA 价格连续出现提升，复苏拐点已近确认。我们认为未来 PVA 价格中枢有望继续上移，行业龙头（皖维高新）有望受益。

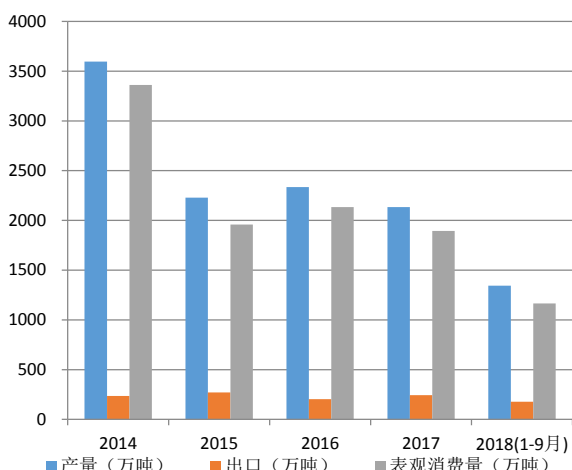
3.2 磷肥行业：上游限产向下传导，全球供需格局改善

国内磷肥行业目前处于复苏期，受上游限产影响，行业整体供给继续收缩，下游需求方面相对稳定，海外出口仍然量较大，且全球产能增量不足 100 万吨，预计景气期将具有较好的持续性。

上游方面，四川、云南、湖北、贵州等地相继出台了磷矿石减产停产计划，国内磷矿石供给出现收缩，2017 年产量为 1.2 亿吨，同比下滑 10%，2018 年来看仍然会有下滑。随之带来的是磷矿石产品价格上涨（提升 20-30%），在前期给磷肥生产企业带来了较大的成本提升，加速了行业出清。

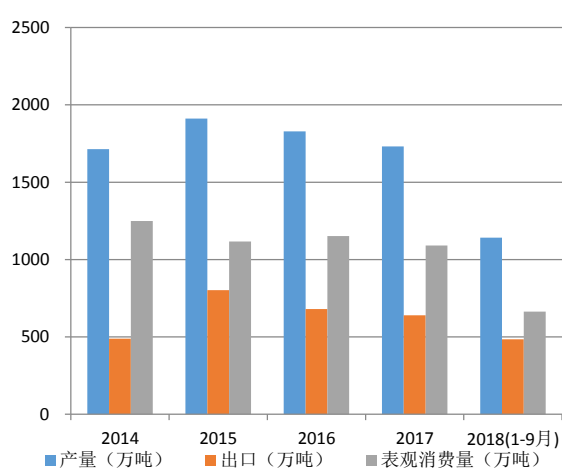
据 IFA 统计，2017 年全球磷肥产能约 6000 万吨，合计其中国内磷肥总产能约为 2150 万吨（折五氧化二磷）。据百川资讯统计，2017 年国内磷酸一铵和磷酸二铵实物产量分别为 2134 万吨和 1731 万吨，同比减少 8.62% 和 5.3%，而 2018 年 1-9 月分别为 1343 万吨和 1141 万吨，同比减少 24.23% 和 16.27%。从出口量方面来看，一铵的出口量减少 20%，跌幅小于产量跌幅，二铵同比增长 5.35%，远好于产量数据。我们认为国内供给收缩仍然是趋势，掌握上游资源的大型企业将会高度收益（新洋丰、云天化等）。

图 16 历年国内一铵产量、出口量及表观消费量示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

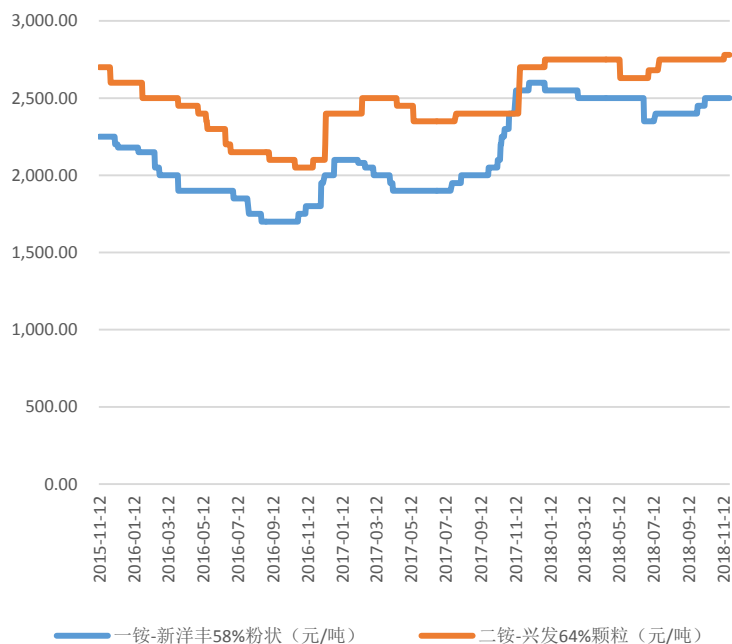
图 17 历年国内二铵产量、出口量及表观消费量示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

我们认为随着环保督查持续深入，小厂落后产能被迫关停，仅

图 18 历年磷酸一铵、磷酸二铵价格示意图

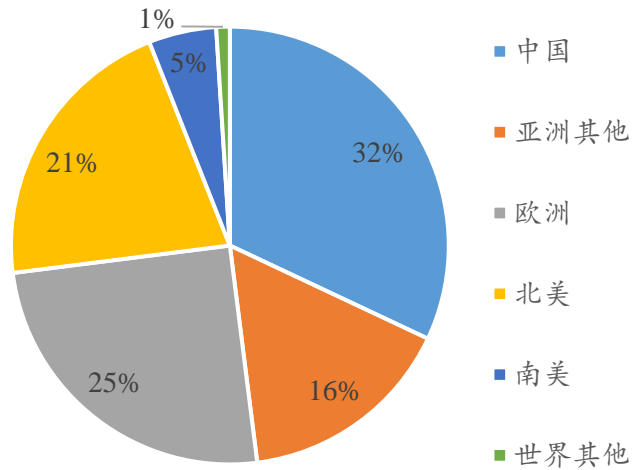


数据来源：wind，上海证券研究所

3.3 胶粘剂：原材料降价伊始，利润率有望提升

我国目前已经是世界最大的用胶国家，2014 年全球胶类产品的消费量已经超过 1900 万吨，价值约 294 亿美元，而中国地区胶类产品的消费量占全球的 32%（亚太地区的 2/3）。

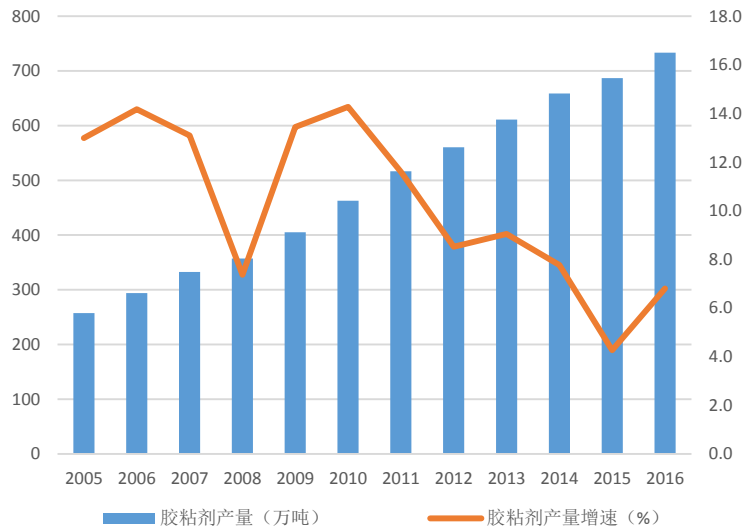
图 19 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



数据来源：中国产业信息网 上海证券研究所

胶粘剂行业下游受基础设施建设、房地产、汽车、高铁、新能源等多个行业影响，因此，国家政策和宏观经济形势对行业增速具有一定的影响。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，2005 年我国胶粘剂产量为 257.5 万吨，2016 年产量上升为 733.5 万吨，年复合增长率为 9.98%。

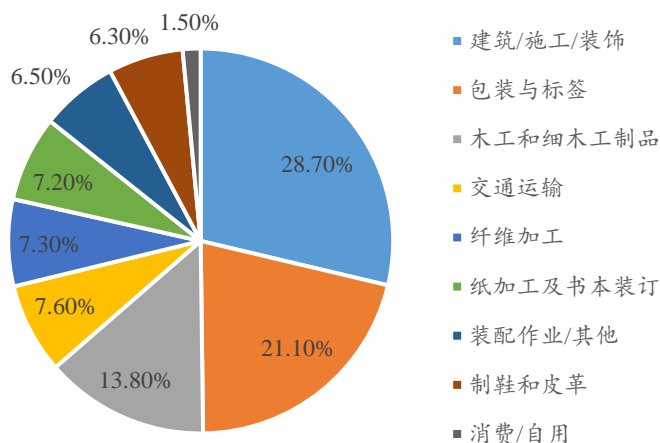
图 20 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

从下游细分市场看，目前国内主要应用领域为建筑、包装/标签、木工制品等。其中建筑/施工/民用工程/装饰工艺用胶占 28.7%，包装与标签用胶占 21.1%，木工和细木工制品用胶占 13.8%，交通运输用胶占 7.6%。因此，受益于房地产后周期、基建、汽车等下游需求回升，胶粘剂需求量也将持续增加。

图 21 胶粘剂下游细分市场示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

胶粘剂产品下游应用领域多而杂，直接导致不同型号和用途的产品种类繁多，因此，胶粘剂生产企业往往集中于一类或者几类，龙头企业行业市占率较低。此外，由于外资龙头企业在胶粘剂领域中浸淫已久，在技术、规模、服务能力等多方面具备了一定优势，在整个胶粘剂市场中占有较大份额。

胶粘剂技术壁垒较高，认证过程极为严格，通常从开始合作到进入供应商名单开始供货所需的周期至少需要 1-2 年，大客户的认证周期甚至能突破 5 年。客户对于稳定生产、产品稳定性的要求及技术支持服务方面的需求也非常高。

尽管 2017 年国内胶粘剂企业大多数出现了利润的大幅下滑(除回天新材等)，主要原因是有机硅原材料大幅涨价导致成本激增，而由于行业集中度低，价格传导尚需时间消化。

近期随着上游有机硅原材料大幅下跌，DMC、107 生胶等多个原材料一个月内出现了 20-30% 的下跌，胶粘剂企业的成本有望降低，消耗完前期的高价原材料库存之后，企业利润将会加速释放。前期布局完善的行业公司龙头（回天新材等）将高度受益。

3.4 锂电材料

3.4.1 下游新能源车需求高增拉动上游

从中汽协发布的统计数据来看，2018 年前三季度新能源汽车产销量保持了高速增长。数据显示，2018 年前三季度新能源汽车累计实现产销量分别为 77.40 万辆和 72.15 万辆，同比分别增长 82.12% 和 81.28%。“十三五”规划更是为新能源汽车未来发展指明方向，在 2020 年我国将计划实现产销 200 万辆以上的新能源汽车。因此我们认为受益于下游市场高增速，锂电中上游材料将显著受益。

图 22 2016-2018 年新能源汽车累计产量 (万辆)

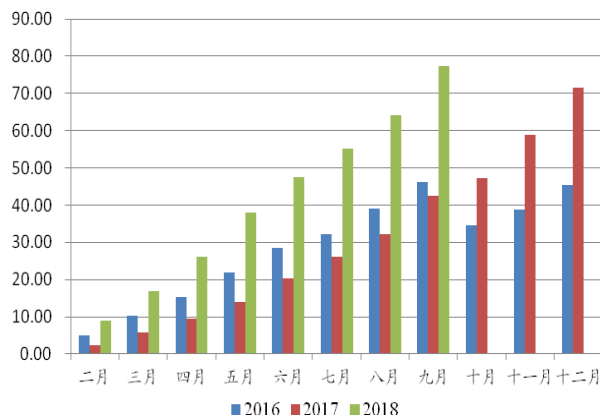
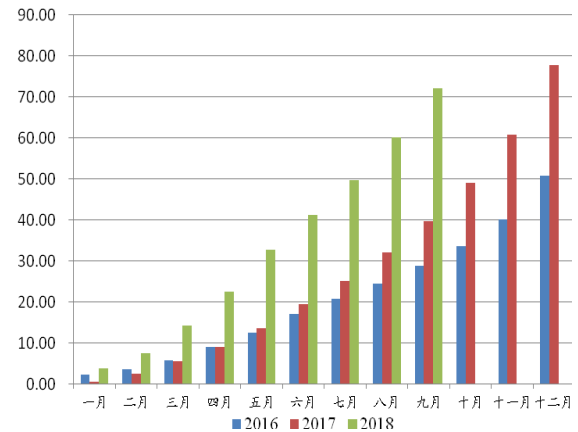


图 23 2016-2018 年新能源汽车累计销量 (万辆)

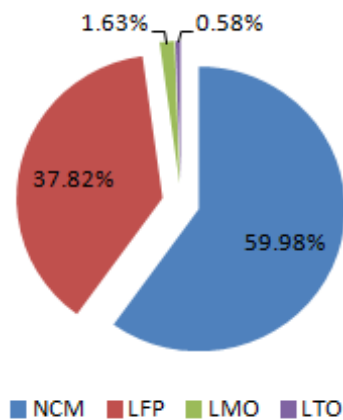


数据来源: 中汽协, 上海证券研究所

数据来源: 中汽协, 上海证券研究所

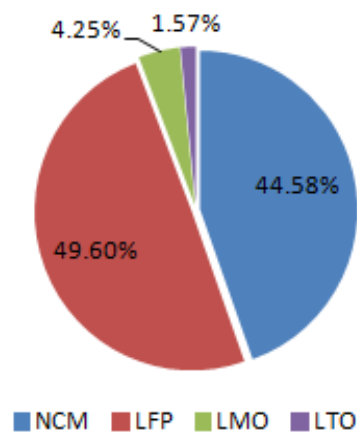
下游新能源车产销量的高速增长带动上游锂电池的需求。2018 年前三季度动力锂电池装机量 29.51GWh, 同比增长 91.73%。从电池类型来看, 前三季度 29.51Gwh 总装机量中, NCM 三元电池以 17.7GWh 占比 59.98%, 排在首位;磷酸铁锂电池以 11.16GWh 占比 37.82%, 位于次席。相比较 2017 年全年装机情况来看, NCM 的占比有了很大提升, 取代了磷酸铁锂成为装机量最高的电池类型, 主要考虑为受高能量密度高续航里程政策导向的影响。

图 24 2018 前三季度各类锂电装机占比



数据来源: 真锂研究, 上海证券研究所

图 25 2017 全年各类锂电装机占比



数据来源: 真锂研究, 上海证券研究所

3.4.2 补贴退坡回归市场化, 技术升级导向将持续

2018年2月, 财政部、工信部等四部委联合发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 调整完善推广应用补贴政策。该项政策合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准, 将新能源乘用车补贴区间细化, 引导新能源乘用车向高续航里程和高能量密度方向发展。2019年补贴政策预计将于2018年底发布, 补贴退坡格局已定, 但高能量密度高续航里程将依旧是补贴政策的导向。

表 1 2018 新能源车补贴标准

纯电动乘用车补贴标准					
纯电动续航里程 (km)	补贴金额 (万元)	电池能量密度 (Wh/kg)	调整系数	百公里耗电量由于门槛比例	调整系数
150~200	1.5	105~120	0.6	0~5%	0.5
200~250	2.4	120~140	1	5%~25%	1
250~300	3.4	140~160	1.1	>=25%	1.1
300~400	4.5	>=160	1.2		
>=400	5				

数据来源：财政部、工信部等四部委，上海证券研究所

新能源汽车补贴处于不断退坡的进程中，且逐步细化并向高能量密度高续航里程倾斜，使得行业洗牌加剧，更加趋向于集中化；同时有助于将动力电池向综合性能更优异的产品引导，淘汰劣质产能，加速电池行业整合，从而有利于具有较强资金和技术实力的行业龙头企业的发展。在补贴额度与高能量密度相关联的政策刺激下，电池能量密度更高的高镍三元锂电池将受到更多的青睐，高镍三元龙头（当升科技、杉杉股份）将显著收益。

表 2 2016、2017、2018 纯电动乘用车补贴标准对比

补贴金额(万元)	纯电动行驶里程 R (km)					
	100~150	150~200	200~250	250~300	300~400	>400
2018	NA	1.5	2.4	3.4	4.5	5
2017	2	3.6	3.6	4.4	4.4	4.4
2016	2.5	4.5	4.5	5.5	5.5	5.5

数据来源：财政部、工信部等四部委，上海证券研究所

此外，受产品性能及安全性提升要求，软包电池渗透率逐步提升，2016 年软包电池渗透率高达 43.88%，其中在消费电子领域中渗透率超过 60%。从 2018 年前三季度动力电池装机量来看，方形电池以 22.18GWh 占比 75.16%，排在首位；软包电池以 3.79GWh 占比 12.84%，排在第二位；圆柱电池以 3.54GWh 占比 12%，排在第三位。其中软包电池的占比逐渐增加，已超越圆柱电池。我们预计未来动力电池中软包渗透率将持续提升。铝塑膜是软包电池中必不可少的封装材料，行业龙头（新纶科技）有望受益于软包电池渗透率持续提升。

3.4.3 全球电动化进程加速，进军海外的高端隔膜龙头将受益

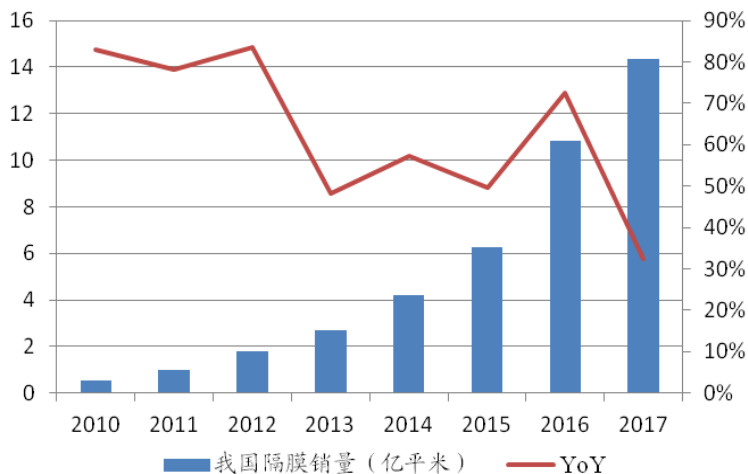
隔膜作为锂电池四大主要材料之一，其主要作用在于防止正极材料接触导致短路，是保障电池安全的最重要部分之一。隔膜浸润在电解液中，表面上有大量允许锂离子通过的微孔。材料、厚度和微孔数量等特性都会影响锂离子穿过隔膜的速度，进而影响到电

池的放电倍率、循环寿命等性能。隔膜是锂电材料中技术壁垒较高的材料，也是毛利率最高材料，被业内认为是锂离子电池产业链中比较具有投资价值的环节。

早期的锂电池隔膜行业由日本旭化成、东燃化学和美国 Celgard 主导。近年来，中国和韩国企业逐步掌握干法隔膜制备工艺并持续扩大产能，行业的市场格局有所变化。我国锂离子电池隔膜行业起步较晚，是四大材料中最后一个实现国产化的材料，且依旧与世界领先隔膜企业存在一定差距。

随着我国新能源汽车产销量持续高增，国产隔膜的销量也快速增长。高工锂电数据显示，我国锂离子电池隔膜销量由 2010 年的 0.55 亿平米增长到 2017 年的 14.35 亿平米，年复合增长率高达 59.35%。2013 年开始多家国产隔膜进入市场，国产隔膜开启进口替代之路，随后隔膜销量的增速为四大材料中增速最快的。

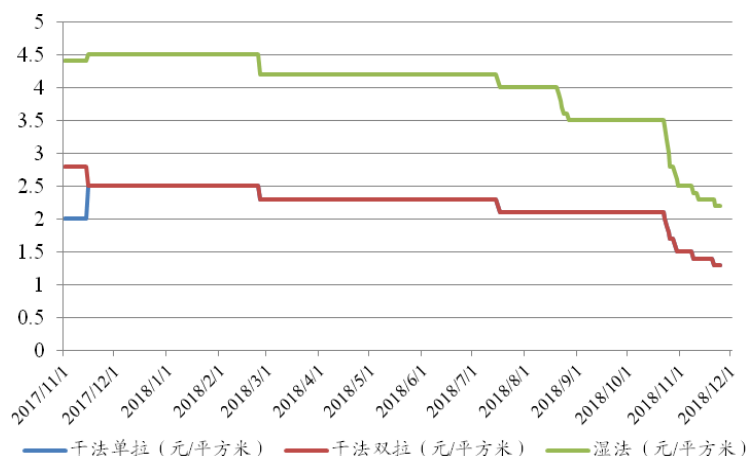
图 26 我国锂电池隔膜销量及同比变化情况



数据来源: GGII, 上海证券研究所

随着国内隔膜产能的陆续释放和技术的不断改良，隔膜价格在不断下降。根据百川资讯数据统计，干法隔膜的市场均价由年初的 2.5 元/平下跌至 11 月下旬的 1.30 元/平，跌幅 48%，湿法基膜的价格由年初的 4.5 元/平下跌至 2.2 元/平，跌幅超过了 50%。

图 27 近一年锂电池隔膜市场价格



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

海外车企都在全力发展新能源汽车，而 LG 化学便是欧美新能源车型储备最多的企业。LG 化学 2017 年动力电池出货量在 4.5GWh 左右，并于近期将公司 2020 年出货目标从 70GWh 上调至 90GWh，增量非常可观，且出口海外的产品价格要高于内销的产品价格，对公司的毛利率有一定的支撑。目前来看干法隔膜龙头星源材质早已取代 Celgard 成为 LG 化学的干法隔膜供应商，而湿法隔膜龙头恩捷股份除了供应国内主流客户 CATL、BYD 之外，还出货 LG 化学并成为三星 SDI 在中国唯一认证的隔膜供应商。我们认为随着全球电动化的加速，出货海外的高端隔膜龙头企业（恩捷股份、星源材质）将显著受益。

3.5 LED 应用：小间距继续井喷，新技术加速接棒

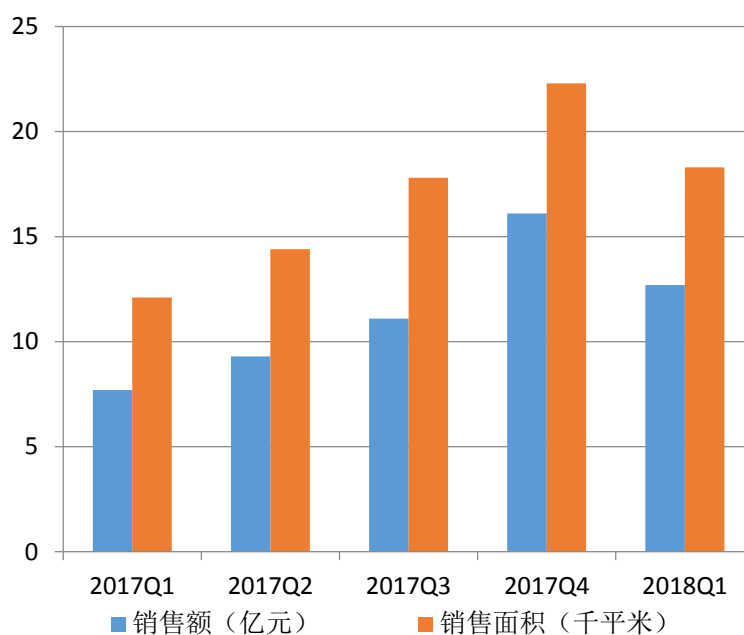
目前，LED 发展时间已久，技术及应用趋于成熟，我们认为 LED 行业中短期增速将来自于小间距市场及夜间照明市场持续开拓，未来将有望受益于 mini/micro LED 的推广及应用。据奥维云网《中国小间距 LED 产业季度分析报告》显示，2017 年国内小间距市场销售额逐步提升，2018 年一季度尽管环比 2017 年四季度有所减少（春节等影响），但同比 2017 年 Q1 销售额仍然有 65.6% 的提升，销售量增速也达到了 50.5%。从下游应用来看，视频会议占 42.1%，信息发布占 27.4%，指挥监控占 22.1%，商业显示占 8.4%，未来商业显示市场有望随着产品性价比逐步提升而逐步打开。

小间距井喷期仍在延续，新技术 mini LED 和 micro LED 也在加速追赶。据高工 LED 研究称，Mini LED 背光应用所采用的 LED 颗数相当可观，用量要比传统 LED 背光多 50 倍以上，不仅能将调光分区数做得更多更细致，还能缩短光学距离(OD)以降低厚度。目前，Mini LED 成本较高，技术尚未成熟，预计要到 2019 年 Q1 和

Q2 季度才能逐步体现，预计将出现在电视、显示器等背光应用上，乐观预计全年市场规模能达到 16 亿美元。作为 micro LED 的前驱技术，mini LED 预计 3-5 年能有突破性进展。

景观照明方面，高工产研数据显示，2017 年全球景观亮化市场规模达到 2750 亿元，其中中国市场规模达到 680 亿元，目前国内市场已经是景观亮化全球最大市场。受益于政策支持力度不减，并且单个项目需要资金占政府财政支出比重较低，景观亮化市场仍然维持较高增速，预计 2018 年市场规模将达到 780 亿元。**多重利好支撑下，LED 应用行业龙头（利亚德）将高度受益。**

图 28 国内小间距 LED 销售额及销售面积示意图



数据来源：GGII, 上海证券研究所

四、重点推荐公司

4.1 阳煤化工

短期尿素弹性高，长期关注优质煤化工平台建设

公司目前拥有 450 万吨尿素产能，除去部分区域受环保等因素影响会有限产，生产销售都正常进行。假设尿素产品价差扩大 100 元，就能使毛利增厚 3.5-4.2 亿元（考虑部分限产因素，假设产量为 350-420 万吨之间），因此，短期来看，公司业绩弹性还将是依靠尿素。长线看，公司煤化工产业链日趋完善，以恒通化工为首的子公司具备较好的盈利能力，并且盈利能力较差的子公司置换已经完成。此外，公司氯碱、烯烃等业务也将受益于行业高景气，持续为公司

带来利润。

核心逻辑

1. 短期关注尿素价格，初步预计产量350-420万吨（行业内弹性最大），并且毛利率基数不高，存在技改降低成本空间。
2. 煤化工产业链日趋完善，产品多样，可以根据不同产品市场情况进行生产安排。盈利较差资产已经换出，新型煤化工资产存在注入预期。未来公司煤化工优质业务占比将逐步提升，将进一步提升公司整体盈利能力。
3. 控费能力相对较弱，仍有改善空间。ERP 管理系统上线在即，有望降低不必要的费用支出。融资成本提升可能短期导致财务费用提升，但定增批文到手将优化负债结构，募集资金将降低有息负债。

盈利预测与估值

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 232.48 亿、248.83 亿元和 253.77 亿元，增速分别为 14.74%、7.03% 和 1.99%；归属于母公司股东净利润分别为 4.93 亿、7.94 亿和 10.31 亿元，增速分别为 324.57%、60.98% 和 29.83%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.28、0.45 和 0.59 元。

数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20261.69	23248.38	24882.83	25377.03
年增长率	22.12%	14.74%	7.03%	1.99%
归属于母公司的净利润	116.14	493.09	793.78	1030.53
年增长率	112.78%	324.57%	60.98%	29.83%
每股收益（元）	0.09	0.28	0.45	0.59

数据来源：Wind 上海证券研究所

4.2 皖维高新

行业供需关系持续优化，PVA 产品价格坚挺

国内的 PVA 生产企业分为传统系、中石化体系和西北部民营系。行业内产能约在 85 万吨左右，实际能开满负荷的产能更低。尤其是 17 年湘维关停，对行业供给收缩更是起到了积极作用。目前库存消化较好，传统下游整合恢复较好，表观消费量将有所提升。此外，出口数据连创新高，17 年出口量达到 13.27 万吨，同比增长 32.3%。因此，PVA 价格在 2018 年呈现稳步提升趋势，其中絮状产品市场价格超过了 13000 元/吨，超过了 16 年底和 17 年初的价格高点，并且在 2018 年 Q3 季度连续出现小幅提价。2018 年 1-9 月，公司 PVA 实现营收 14.16 亿元，同比增长 12.60%，毛利率达到 19.41%，同比提升 4.53 个百分点。

产业链拓展日趋完善，新材料领域有望突破

公司石灰石-电石-醋酸乙烯-PVA 产业链配置齐全，成本控制良

好，并且油价中枢提升，使石油法和天然气法成本提升，原材料自供的电石法生产企业更具有竞争力。受上游大宗价格中枢上移影响，中间产品醋酸乙烯价格提升，公司醋酸乙烯外售业务增长迅速，2018年1-9月实现营收3.82亿元，同比增长59.35%，毛利率达到14.47%，同比增加5.83个百分点。公司电石渣处理技术较为成熟，制得的产品水泥熟料具有先天成本优势，并且随着蒙维60万吨/工业废渣综合利用循环经济项目转固，不仅能够较好的解决蒙维新产线电石渣残留处理问题，也能大幅提升水泥业务规模。2018年1-9月，公司水泥业务实现营业收入6.36亿元，同比增长52.61%，毛利率达到39.98%，同比提升2.53个百分点，成为公司另一大业绩支撑点。

公司PVA下游布局主要在PVA纤维、PVB树脂、PVA光学膜等领域，拥有PVA纤维产能3.5万吨/年，PVB树脂产能7000吨/年，PVA光学膜产能500万平米/年。其中，PVB树脂应用的夹层玻璃领域及PVA光学膜应用的偏光片等领域均有较大的市场空间。公司2018年10月26日公告称拟以自筹资金2.53亿元投资建设年产700万平米聚乙烯醇光学薄膜项目，此举将进一步扩大公司PVA光学膜规模，适应偏光片国产化趋势，为公司拓展新利润增长点。

盈利预测与估值

我们预计公司2018、2019、2020年营业收入分别为52.84亿、56.25亿元和58.48亿元，增速分别为12.28%、6.45%和3.98%；归属于母公司股东净利润分别为1.86亿、2.75亿和3.17亿元，增速分别为118.03%、47.86%和15.43%；全面摊薄每股EPS分别为0.10、0.14和0.17元。

数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4705.71	5283.74	5624.58	5848.24
年增长率	32.80%	12.28%	6.45%	3.98%
归属于母公司的净利润	85.24	185.85	274.81	317.22
年增长率	-22.64%	118.03%	47.86%	15.43%
每股收益（元）	0.05	0.10	0.14	0.17

数据来源：Wind 上海证券研究所

4.3 回天新材

胶粘剂业务高速增长，新客户拓展稳步推进

公司胶粘剂业务在2018年取得了较大提升，有机硅胶、聚氨酯胶、其他胶类（厌氧胶、丙烯酸酯胶等）营收增速为38.7%、44.35%和16.32%。占比处于逐步提升，2015-2017年，2018年上半年胶粘剂占公司主营业务收入的比例分别为68.95%、69.22%、73.39%、77.01%。从应用方面看，汽车制造领域中，客车用胶已经占据国内

前十大客车厂中大部分厂商的主要份额，乘用车胶新客户开发逐步提供增量；轨交领域中，轨交装配用胶营收同比翻倍，并中标主机厂年度订单；电子电器领域，电源、照明、显示屏、家电、汽车电子等行业维持稳定增长；软包装领域，2018年上半年销售收入增速50%以上，无溶剂产品提供较大增量；高端建筑领域，毛利额赶超去年全年，装配式建筑用胶持续推进。

光伏业务影响较小，研发能力支撑后期增速

尽管受到光伏 531 新政影响，市场出现了较强的悲观情绪，但从2018年上半年的情况来看，公司太阳能背膜营收同比增长10.59%，新产品 KPH 光伏背板成功取得部分行业前十强客户订单。同时，常州回天新增背膜产线6月底基建封顶，预计18年年底投产。从应收款方面来看，应收款为8.32亿元，较17年底增长35%，尽管增速略快，但仍在可控范围。

公司研发投入2918.76万元，略高于去年同期，新品研发项目60项，其中进入量产阶段13项，中试20项，单组份聚氨酯密封胶、手持终端PUR热熔胶、高导热逆变器灌封胶等多个产品取得突破进展。新增产能及产能改造有序进行，湖北基地6月底完成聚氨酯双螺杆产线改造，实现软包装胶连续生产，完成PUR热熔胶合成、生产设备安装，上海回天、广州回天有机硅产线均已完成安装调试。公司未来中短期内发展仍然不易出现瓶颈，成长性较好。

盈利预测与估值

我们预计公司2018、2019、2020年营业收入分别为21.09、27.12和34.34亿元，同比增速39.21%、28.58%和26.59%；归属于母公司股东净利润1.72、2.25和3.11亿元，同比增速55.67%、31.21%和37.88%，每股EPS分别为0.40、0.53、0.73元。

数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1515.26	2109.43	2712.32	3433.63
年增长率	33.90%	39.21%	28.58%	26.59%
归属于母公司的净利润	110.37	171.81	225.42	310.81
年增长率	13.74%	55.67%	31.21%	37.88%
每股收益（元）	0.26	0.40	0.53	0.73

数据来源：Wind 上海证券研究所

4.4 利亚德

四大板块高速增长，订单充足后劲十足

公司2018年上半年智能显示、夜游经济、文旅、VR均维持较高增速，分别实现营业收入21.33亿、10.44亿、3.03亿和1.29亿元，同比增长31.38%、59.95%、130.97%和26.61%；毛利率方面，智能显示受渠道销售增加影响，下滑2.64个百分点，但仍有33.06%，

夜游经济毛利率也有小幅下滑,文旅及 VR 均保持稳定。订单方面,公司新签订单及新中标项目合计 60.4 亿元,较上年同期增长 44.15%,其中,智能显示 34.5 亿元,同比增长 34.77%,夜游经济 17.7 亿元,同比增长 53.91%,文旅新业态 6.5 亿元,同比增长 80.56%,VR 体验 1.7 亿元,同比增长 41.67%。

小间距电视全球领先,景观照明、文旅新业态景气延续

公司小间距产品市占率逐步提升,据 Futuresource 统计称,公司在 LED 显示市场市占率全球第一,小间距电视市占率全球第一,并且美国平达在美洲液晶拼墙市场中仅次于三星、NEC 和 LG,以 12% 市占率位居第四。尽管经销模式推广导致产品毛利率有所下滑,但对于抢占市场而言十分有利。公司 2018 年开启的千店计划将进一步打开经销渠道。此外,公司 5 月合并了德国 DLP 大屏幕系列制造商 eyevis,有助于完善显示屏布局并提供销售渠道。

夜游经济方面,行业继续井喷势头,公司为防范风险,精选优质项目,如青岛奥帆中心、深圳后海等。文旅方面,实施广州绿轴广场、三亚、蓬莱海滨广场等项目,两项业务应收款合计 8.03 亿元,增速低于营收增速。

此外,2018 年上半年美国区域实现营收 8.73 亿元,其中在美自产自销营收 6.97 亿元,占 79.82%,境内出口至美国产品主要是 LED 显示产品,营收 1.76 亿元,占公司营收总比重的 4.88%,风险可控。并且斯洛伐克工厂已经开始投产,可节省 14% 欧盟关税,并能通过海外采购原材料。

盈利预测与估值

我们预计公司在 2018、2019 和 2020 年将实现营业收入 95.97、135.23 和 170.99 亿元,同比增长 48.31%、40.91% 和 26.44%,归属于母公司股东净利润为 15.89、22.18 和 28.05 亿元,同比增长 31.33%、39.63% 和 26.42%,每股 EPS 为 0.63、0.87 和 1.10 元。

数据预测与估值:

指标 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6470.80	9596.89	13523.38	17099.44
年增长率	47.80%	48.31%	40.91%	26.44%
归属于母公司的净利润	1209.78	1588.85	2218.48	2804.53
年增长率	80.88%	31.33%	39.63%	26.42%
每股收益 (元)	0.46	0.63	0.87	1.10

数据来源: Wind 上海证券研究所

4.5 当升科技

上游原材料大幅降价,公司毛利率获得支撑

公司 2018 年第三季度实现毛利额 1.67 亿元,毛利率达到 19.71%,环比上升 5.94 pcts,同比上升 2.78 pcts。主要考虑为进入三季度以

来，锂电池产业链上游原材料价格持续回落，跌幅不断扩大，而公司主要产品三元锂电池正极材料的价格跌幅小于上游跌幅，价差拉大。具体来说，截至2018年9月30日，公司主要原材料电解钴市场价格约为48.8万元/吨，较4月份最高点时回落了近30%，另一主要原材料电池级碳酸锂价格跌幅更是超过了50%；而同期公司主要产品三元正极材料（NCM523）的市场价格下跌20%左右，高镍三元正极材料（NCM811）等价格更是基本持稳。另一方面，公司海外业务主要以MB计价，采购方面则以电解钴计价，价差扩大，对公司毛利率有一定支撑。

产能布局加快，高镍多元材料有望放量

公司现有锂电材料产能约1.6万吨。随着下游需求的扩大，公司现有产能已基本拉满。为缓解公司产能瓶颈，公司积极加快产能布局。江苏当升三期1.8万吨高镍多元材料产能预计2019年逐步释放。在全力推进江苏当升三期工程的同时，公司开展了江苏常州锂电新材料产业基地项目的筹建工作，规划建成年产能10万吨高镍锂电正极材料，其中首期规划年产能5万吨，总投资额33.55亿元人民币，于2018年内开工，分三个阶段建设。与此同时，公司积极布局国际动力市场，与众多优质车企、电池企业如大众、宝马等存在合作关系，销售渠道获得保障。

费用率显著下降，盈利能力提升

公司锂电正极材料销量增长较快，带动公司业务收入同比大幅增长。受益于规模效应，公司费用率显著下降。公司三季度综合费用率为6.40%，同比下降3.11 pcts。前三季度综合费用率5.81%，同比下降3.95 pcts。受益于公司新产能的不断投放，以及海外业务的加速扩张，公司综合费用率有望保持较低水平。

盈利预测与估值

我们预测公司2018、2019、2020年营业收入分别为34.85亿、47.51亿和70.21亿元，增速分别为61.50%、36.33%和47.77%；归属于母公司股东净利润分别为2.81亿、4.06亿和6.15亿元，增速分别为12.40%、44.40%和51.47%；每股EPS分别为0.64、0.93和1.41元。

数据预测与估值：

单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2157.91	3484.99	4751.01	7020.69
增长率(%)	61.70%	61.50%	36.33%	47.77%
归属母公司股东净利润	250.02	281.02	405.78	614.63
增长率(%)	151.97%	12.40%	44.40%	51.47%
每股收益(元)	0.68	0.64	0.93	1.41

数据来源：Wind 上海证券研究所

五、总结

我们的投资主线可以分为传统和新材料两条主线，传统行业中我们建议关注煤化工（尿素、PVA）、磷肥等细分行业，新材料行业中建议关注胶粘剂、锂电材料（正极、隔膜、铝塑膜等）、LED 应用等。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

传统：关注煤化工及磷肥行业

我们认为大部分传统周期行业拐点已过，景气期中业绩弹性将会相对较弱，估值进一步修复的空间较小。并且近期油价大幅下跌，大概率会带来中游产品价格高位回落。我们认为从气价、煤价角度来看，部分区域冬季非居民用气价格上浮，尽管煤价冬季也存在一定涨价预期，但涨幅将会非常有限，并且我们认为煤价中长期持续高位的可能性不高，尿素利润空间有望扩大；PVA、磷肥等行业均属于供需改善细分行业，行业利润有望持续改善；此外，高污染的三氯蔗糖行业有望在 2019 年格局更加明朗，值得持续关注。因此，我们建议关注尿素、PVA 等煤化工细分行业、磷肥、高倍甜味剂等子行业，重点关注公司为阳煤化工、皖维高新。

新材料：寻找业绩确定性细分行业

随着国内技术的进步、新兴产业下游逐步向国内转移，国内的精细化工及新材料领域发展迅速，进口替代进程不断加快。胶粘剂行业受益于主要原材料降价及进口替代加速将带来利润加速释放，LED 应用中间距仍处于业绩高增速时期，景观照明目前处于极度悲观状态，行业预期有望出现修复。锂电材料受益于关键材料国产化及下游客户扩产，龙头企业有望保持高增长。此外，国六标准实施大限降至，尾气处理材料有望受益。因此，我们建议关注胶粘剂、LED 应用、锂电材料（隔膜、正极、铝塑膜）、尾气净化材料等行业，重点关注公司为回天新材、利亚德、当升科技。

六、风险提示

1. 原油价格出现大幅波动：由于目前冻产协议及页岩油开采的不确定性，油价上升动力不足，将对整个石油化工行业带来较大不确定性。
2. 下游需求不振：下游消费端提振不力是制约价格传导的重要因素，对基础化工影响较大。
3. 化工企业重大安全事故及环保督查影响：化工企业多数属于高危高污染企业，安全事故及环保检查带来的影响较大。
4. 新材料领域相关政策变动：锂电等行业政策对企业运营有较大影

响。

5. 系统性风险。

分析师承诺

洪麟翔、孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。