

农药高景气望延续，新材料配置正当时



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——2019 年基础化工行业年度策略报告

核心观点

❖ 中长期判断走势：景气度见顶下行，需求端或将承压

- 1) 成本端：供应超预期增加、需求不及预期，四季度原油价格迎来大幅下跌，布油一度跌破 60 美元大关，OPEC+ 达成新减产协议，原油价格有望回升至今年上半年水平；煤炭价格维持高位震荡、明年下行压力较大；冬季北美天然气价格短期上行。综合来看，成本端对化工产品价格支撑的逻辑正在不断弱化。
- 2) 供给端：短期看，禁止“一刀切”带来环保监管的边际宽松。长期看，2019-2020 年将是行业新增产能的投放大年，中长期或对化工品价格形成压制。
- 3) 需求端：内需乏力，汽车增速放缓、纺织服装需求小幅回暖；明年房地产投资增速下行压力渐显、基建增速大概率回升；农产品价格仍处低位，有望筑底回升，利好农化板块。外需受中美贸易摩擦扰动，出口仍有待观察。
- 4) 企业端：产品价格提升带动盈利进一步上行，毛利率接近历史高位。
- 5) 核心变量：环保政策、下游需求、价格波动等。

❖ 农药：行业延续高景气，细分龙头强者恒强

2018 年农药行业延续 2017 年以来的行业高景气，龙头企业强者恒强。农药行业的环保政策仍不放松，农药行业持续多年的供大于求的局面从 2017 年下半年开始被扭转，农药行业中小产能出清加快，行业集中度提升明显，供给持续收缩。从成本端来看，环保税等也将抬高农药成本，供应方惜售、稳价、挺价、涨价心态将持续。预计 2019 年，前期已有大量环保投入、环保设施健全的农药企业会比较有利，小型落后企业将面临淘汰的可能，市场面临重新划分和洗牌。

核心变量：环保力度、农药价格、下游农产品价格、出口情况等。

相关标的：利尔化学、苏利股份、广信股份、长青股份、海利尔、扬农化工等。

❖ 新材料：电子化学品迎来进口替代机遇，其他新材料看点颇多

电子化学品：半导体国产化是中国高端制造的主攻方向之一，产业具备政策引导、超大规模资金流入、高端技术人才聚集等优势。半导体电子化学品是实现下游集成电路国产化的重要支撑，超净高纯试剂、电子气体、CMP 材料、光刻胶、大硅片等相关产品有望实现进口替代，空间广阔。

其他新材料：在光伏封装材料、高分子材料抗老化助剂、微纤玻璃棉材料等细分领域，国内企业具备一定优势，市场逐步成熟，国内领跑企业有望更进一步。

核心变量：国产替代进度、中美贸易谈判进展、技术突破等。

相关标的：上海新阳、鼎龙股份、晶瑞股份、福斯特、再升科技等。

❖ 风险提示：环保监管力度不及预期；需求不及预期；化工品价格大幅下跌。

📌 证券研究报告

| | |
|------|------------|
| 所属部门 | 股票研究部 |
| 报告类别 | 行业深度 |
| 所属行业 | 非金属材料/基础化工 |
| 行业评级 | 增持评级 |
| 报告时间 | 2018/12/19 |

📌 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
010-66495651
chenli@cczq.com

📌 联系人

张天楠

证书编号：S1100118060014
021-68595116
zhangtiannan@cczq.com

杜星烁

证书编号：S1100118090004
021-68595118
duxingshuo@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、中长期判断：行业景气下行，关注细分领域高成长..... | 5 |
| 1.1 基础化工行业景气度见顶..... | 5 |
| 1.2 成本端：原油价格迎超预期下跌，煤炭、天然气价格总体平稳..... | 7 |
| 1.3 供给端：禁止“一刀切”带来边际宽松，新增产能将密集投放..... | 7 |
| 1.4 需求端：内需乏力，贸易摩擦加剧出口压力..... | 9 |
| 二、周期板块：把握细分领域机会，看好农药板块..... | 10 |
| 2.1 农药行业延续高景气，龙头企业强者恒强..... | 10 |
| 2.2 环保政策仍不放松，农药价格有望高位维持..... | 12 |
| 2.3 细分龙头盈利状况有望维持，农药板块存在估值提升空间..... | 14 |
| 2.4 相关标的..... | 15 |
| 三、成长板块：新材料崛起正当时，关注电子化学品和其他新材料..... | 16 |
| 3.1 电子化学品：市场极具爆发潜力，进口替代成契机..... | 16 |
| 3.1.1 湿电子化学品..... | 18 |
| 3.1.2 电子气体..... | 18 |
| 3.1.3 CMP 材料..... | 19 |
| 3.1.4 光刻胶..... | 20 |
| 3.1.5 相关标的..... | 20 |
| 3.2 其他新材料..... | 22 |
| 3.2.1 光伏封装材料..... | 22 |
| 3.2.2 高分子材料抗老化助剂..... | 24 |
| 3.2.3 微纤玻璃棉材料..... | 25 |
| 3.2.4 改性塑料与特种工程塑料..... | 26 |
| 3.2.5 相关标的..... | 27 |
| 风险提示..... | 29 |

图表目录

| | | |
|-------|----------------------------|----|
| 图 1: | CS 基础化工板块经营数据汇总 | 5 |
| 图 2: | 化工行业景气指数下行 | 5 |
| 图 3: | 基础化工板块营业收入保持增长 | 6 |
| 图 4: | 2018Q3 基础化工板块利润增速出现下滑 | 6 |
| 图 5: | 2018Q3 基础化工三级子板块营收情况 | 6 |
| 图 6: | 2018Q3 基础化工三级子板块盈利情况 | 6 |
| 图 7: | 化学原料及化学制品制造业毛利率水平处在高位 | 6 |
| 图 8: | 石油价格快速下跌, 天然气稳中有升 | 7 |
| 图 9: | 秦皇岛动力煤价格维持高位 | 7 |
| 图 10: | 2018 年化工行业资产负债率维持低位 | 8 |
| 图 11: | 工业产能利用率维持高位 | 8 |
| 图 12: | 化工品价格出现下滑迹象 | 8 |
| 图 13: | 基建投资增速持续放缓 | 9 |
| 图 14: | 房地产投资及开工增速平稳 | 9 |
| 图 15: | 汽车销量增速趋零 | 9 |
| 图 16: | 纺织服装零售额小幅回暖 | 10 |
| 图 17: | 农产品价格维持低位 | 10 |
| 图 18: | 2018Q3 出口贡献明显下滑 | 10 |
| 图 19: | 2018 年人民币小幅升值 | 10 |
| 图 20: | 农药行业收入和利润延续快速增长 | 11 |
| 图 21: | 农药行业盈利能力持续提升 | 11 |
| 图 22: | 农药板块上市公司前三季度业绩一览 | 11 |
| 图 23: | 农药行业资产负债率大幅下降 | 12 |
| 图 24: | 农药行业现金流持续好转 | 12 |
| 图 25: | 敌草隆价格走势 (万元/吨) | 13 |
| 图 26: | 灭多威价格走势 (元/吨) | 14 |
| 图 27: | 功夫菊酯价格走势 (元/吨) | 14 |
| 图 28: | 百菌清价格走势 (元/吨) | 14 |
| 图 29: | 噻菌酯价格走势 (元/吨) | 14 |
| 图 30: | 我国电子化学品市场规模超 2000 亿元 | 17 |
| 图 31: | 2015-2020 年我国电子化学品 CAGR 预测 | 17 |
| 图 32: | 我国已成为全球半导体第一大消费市场 | 17 |
| 图 33: | 我国集成电路市场规模快速增长 | 17 |
| 图 34: | 关键电子化学品进口替代需求极高 | 18 |
| 图 35: | 国内超纯试剂市场内资企业市占率极低 | 18 |
| 图 36: | 我国湿电子化学品市场规模 | 18 |
| 图 37: | 我国电子气体下游需求分布 | 19 |
| 图 38: | 我国电子气体市场被外资企业主导 | 19 |
| 图 39: | CMP 材料细分市场占比 | 19 |
| 图 40: | 全球 CMP 材料供应商市占率 | 19 |
| 图 41: | 我国光刻胶市场保持快速增长 | 20 |
| 图 42: | 全球光刻胶下游需求占比 | 20 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

| | | |
|-------|-------------------------|----|
| 图 43: | 五巨头垄断全球光刻胶市场..... | 20 |
| 图 44: | 全球光伏装机容量迅猛增长 (GW) | 24 |
| 图 45: | 光伏组件及硅片价格持续下降..... | 24 |
| 图 46: | 国内塑料制品产量持续增长..... | 25 |
| 图 47: | 国内合成橡胶产量持续增长..... | 25 |
| 图 48: | 玻璃纤维滤纸生产企业全球份额..... | 26 |
| 图 49: | 洁净室工程行业市场规模..... | 26 |
| 图 50: | 我国改性塑料消费量持续增长..... | 27 |
| 图 51: | 我国塑料改性化率快速提升..... | 27 |

一、中长期判断：行业景气下行，关注细分领域高成长

1.1 基础化工行业景气度见顶

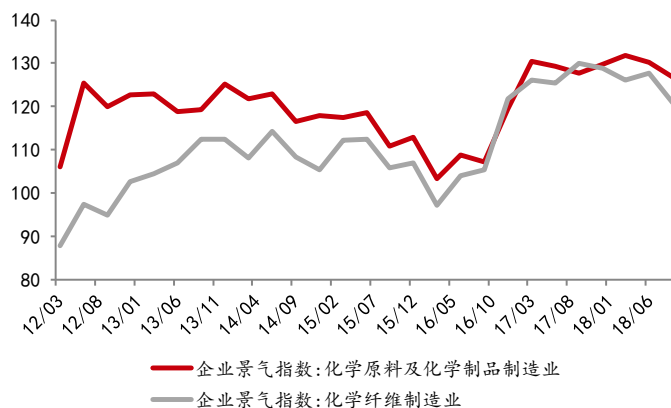
基础化工行业景气度见顶，2018 年前三季度收入增速放缓、净利润增速下滑，毛利率小幅下滑。Wind 数据显示，2017 年 CS 基础化工板块实现营业收入 12,307.7 万亿元，同比增长 44.2%；归母净利润 675.0 亿元，同比大增 191.3%；毛利率 24.7%，较上年提高 5.1 个百分点。今年前三季度，基础化工板块业绩持续靓丽，实现营业收入 9746.7 亿元，同比增长 12.7%；归母净利润 806.4 亿元，同比增长 30.0%；毛利率 22.7%。

图 1：CS 基础化工板块经营数据汇总

| | 2018Q3 | 2017 | 2016 | 2015 |
|-----------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | 9746.7 | 12307.7 | 8536.0 | 7384.7 |
| 收入增速（%） | 12.7% | 44.2% | 15.6% | -1.2% |
| 归母净利润（亿元） | 806.4 | 675.0 | 231.7 | 324.0 |
| 净利润增速（%） | 30.0% | 191.3% | -28.5% | 43.2% |
| 毛利率（%） | 22.7% | 24.7% | 19.6% | 19.4% |

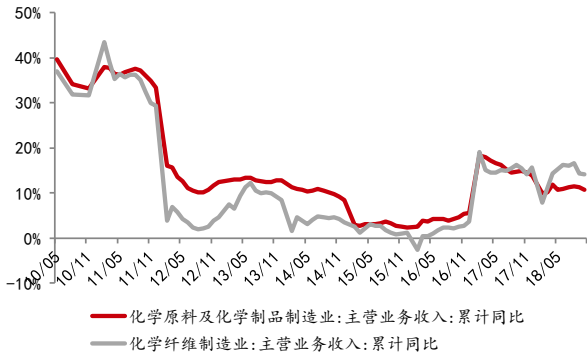
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：化工行业景气指数下行



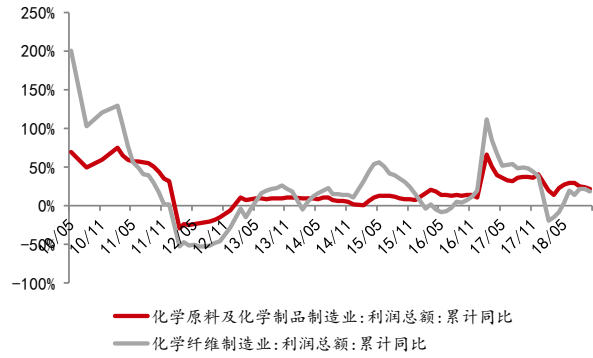
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 基础化工板块营业收入保持增长



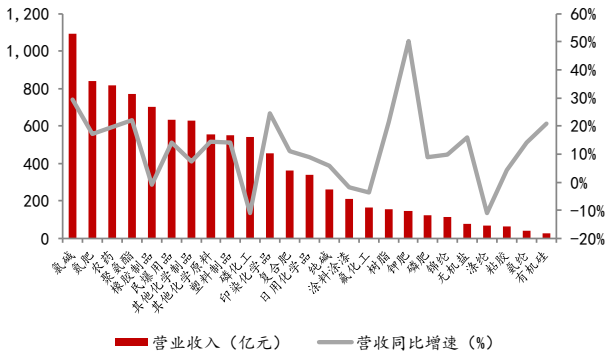
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 2018Q3 基础化工板块利润增速出现下滑



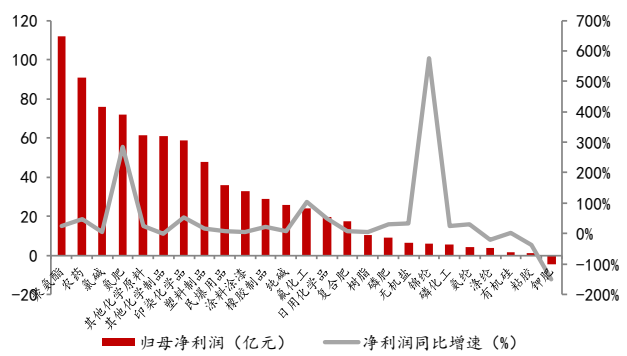
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 2018Q3 基础化工三级子板块营收情况



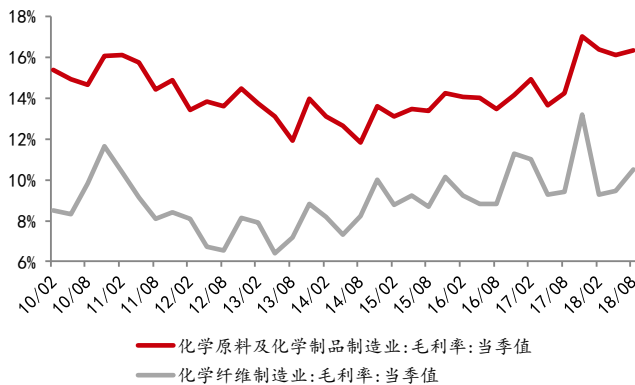
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 2018Q3 基础化工三级子板块盈利情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7： 化学原料及化学制品制造业毛利率水平处在高位

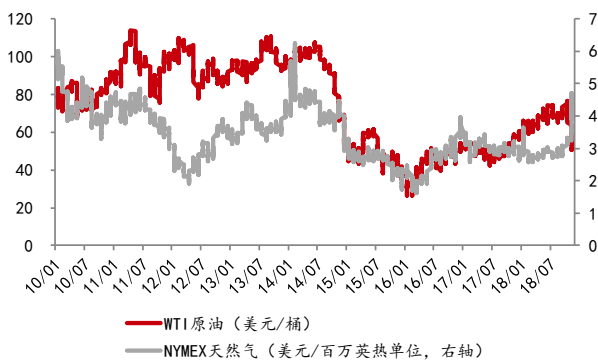


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 成本端：原油价格迎超预期下跌，煤炭、天然气价格总体平稳

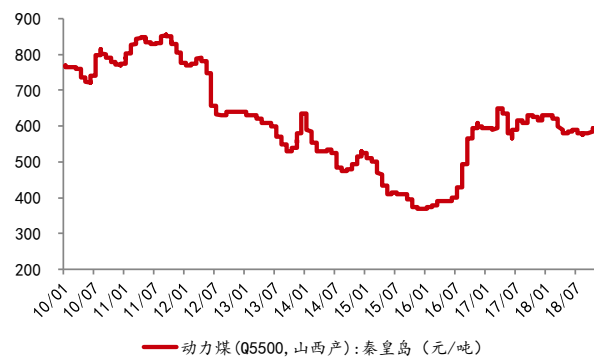
原油价格超预期下跌，煤炭、天然气价格企稳。化工属中游加工制造业，化工产品价格与原料价格联动性极高。原油方面，价格先扬后抑。自2016年价格触底后，受全球经济回暖、OPEC减产、中东地缘政治冲突等因素影响，原油价格于2017年走出底部，进入上涨模式，今年10月一度上涨至76.41美元/桶，较年初上涨26.5%。四季度，沙特原油增产、美油库存超预期增长，叠加需求端乏力，原油价格迎来大幅下跌，截至12月7日，WTI原油期货价格下跌至52.13美元/桶，较10月高点下跌32%，短期跌幅远超市场预期。12月上旬，OPEC+宣布明年1月起削减120万桶/日的原油供应产量，超过市场此前预期的100万桶/日，协议有效时长6个月。我们认为，原油价格有望筑底回升，考虑市场供需情况，明年上半年价格或回升至今年上半年水平。煤炭方面，受益于近年国内“供给侧改革”，煤炭价格自2016年以来触底后大幅上涨，目前仍维持相对高位，但考虑到明年供给端动力煤6000万吨/年的新增产能投放和铁路运力5000万吨/年的增量，明年煤炭价格大概率下行。天然气方面，价格总体保持平稳。近期美国天然气价格出现快速上涨，主要原因系美国寒冬增加天然气取暖需求，拉涨境内天然气消费量。今年能源价格总体保持强势，在成本端对下游化工品价格形成较强支撑，油价短期大幅下行，有利于化工企业降低生产成本。但综合来看，成本端对化工品价格的支撑正不断弱化。

图 8： 石油价格快速下跌，天然气稳中有升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9： 秦皇岛动力煤价格维持高位



资料来源：Wind，川财证券研究所

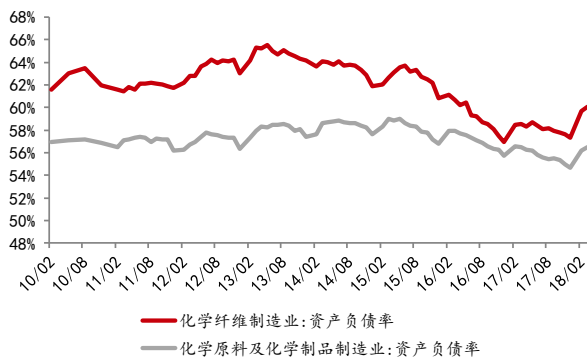
1.3 供给端：禁止“一刀切”带来边际宽松，新增产能将密集投放

短期看，禁止“一刀切”带来边际宽松。化工行业作为重污染行业，在环保重压和严监管之下，近年落后产能清退效果明显。今年上半年，环保税正式征收、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

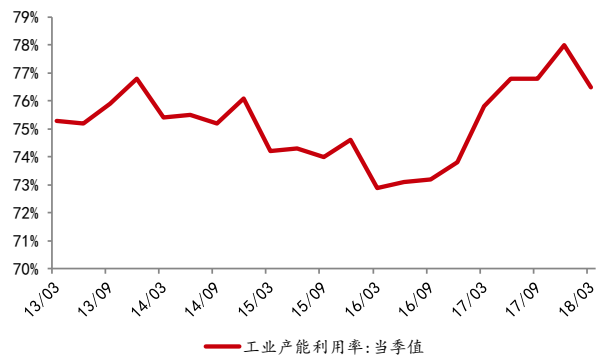
长江流域环境污染整治行动、“清废行动 2018”等环保行动再一次显示了国家治理环境的决心和力度。从地区看，长江流域、京津冀、江浙沪等沿江、沿海地区地方政府抽查频率较高，关停的落后产能鲜有死灰复燃的可能性。5月，生态环境部研究制定《禁止环保“一刀切”工作意见》，成为了环保严监管的转折点，化工行业供给端迎来边际宽松。其中，在环保重灾区的苏北地区，盐城、灌南、灌云三地的部分化工园区已于三季度陆续复产。

图 10： 2018 年化工行业资产负债率维持低位



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11： 工业产能利用率维持高位



资料来源：Wind，川财证券研究所

长期看，新增产能投放冲击大。充沛的利润和现金流激发企业的扩产积极性，今年 1-10 月，基础化工行业(剔除化纤)固定资产投资完成额同比增长 2.8%，结束自 2016 年以来的负增长。考虑到大部分子行业 1-2 年的新增产能建设周期，2019-2020 年将是行业新增产能的投放大年，中长期将对化工品价格形成压制。

图 12： 化工品价格出现下滑迹象



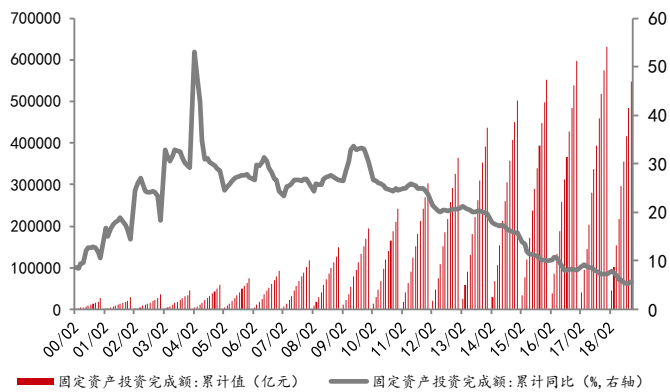
资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.4 需求端：内需乏力，贸易摩擦加剧出口压力

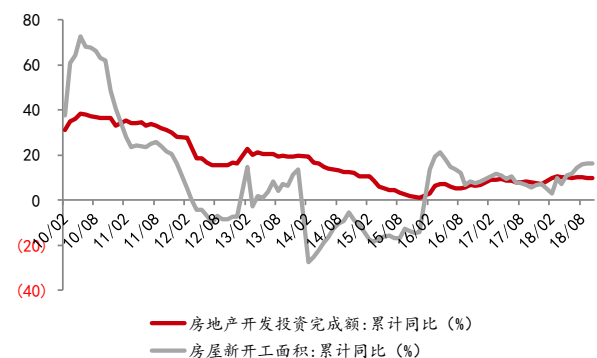
基建、汽车增速放缓，纺织服装需求小幅回暖，农产品价格仍处低位。基建方面，今年投资增速进一步下滑，1-10月固定资产投资完成额同比增长5.7%，较去年同期增速下滑2.6个百分点。房地产方面，总体表现平稳，2017年开发投资完成额和新开工面积同比增速均为7%，今年1-10月该两项指标分别为9.7%和16.3%，仍保持较快增长，预计全年需求保持平稳。汽车方面，今年1-10月，国内汽车销量仅为2283万辆，同比下降0.1%，迎来首次负增长。纺织服装方面，行业需求小幅回暖，1-10月服装鞋帽针织品类零售额同比增长8.4%，较2017年零售额增速提高了0.6个百分点。农产品方面，价格维持低位，玉米、小麦、大豆、粳稻、棉花等作物价格仍处历史底部区间。我们认为，在经济下行压力之下，终端需求的乏力在明年仍难以大幅改善，基建投资或有所好转，但地产投资下行难以避免。农产品价格有望走出底部区间，为农化板块创造机遇。

图 13： 基建投资增速持续放缓



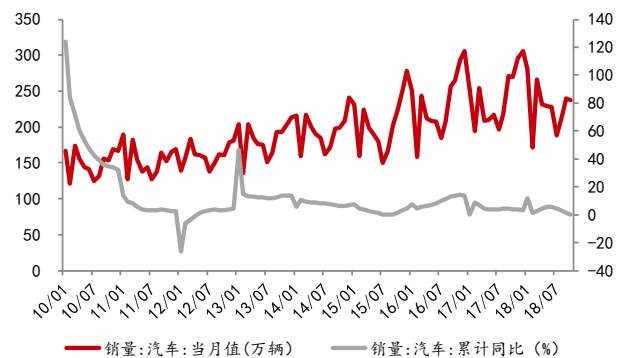
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14： 房地产投资及开工增速平稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

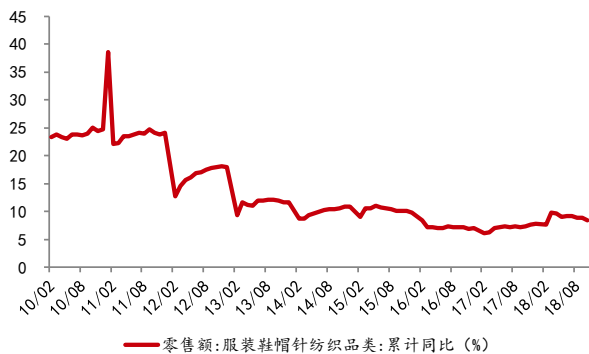
图 15： 汽车销量增速趋零



资料来源：Wind，川财证券研究所

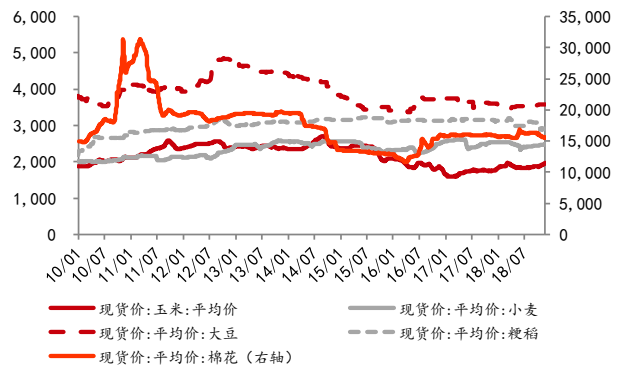
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 16: 纺织服装零售额小幅回暖



资料来源: Wind, 川财证券研究所

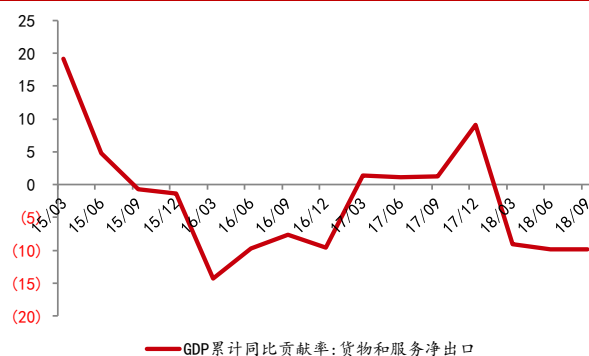
图 17: 农产品价格维持低位



资料来源: Wind, 川财证券研究所

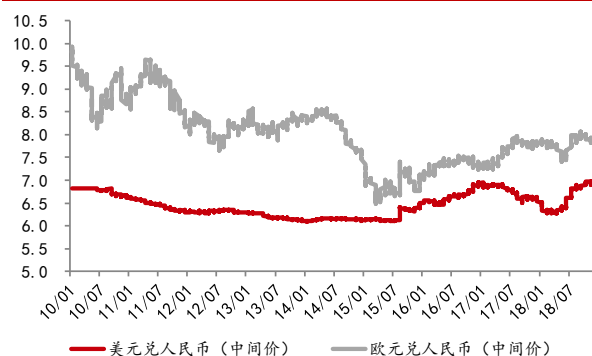
出口贡献下滑,中美贸易摩擦加剧明年出口不确定性。今年以来,人民币快速贬值、接近破7,一定程度上抵消了美国对华加征关税的影响,但出口对GDP的贡献率仍持续下滑。鉴于目前中美摩擦的不确定性和关税政策的不断加码,三季度国内化工品的“抢出口”迹象明显,或在一定程度上透支海外需求。

图 18: 2018Q3 出口贡献明显下滑



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 2018 年人民币小幅升值



资料来源: Wind, 川财证券研究所

二、周期板块: 把握细分领域机会, 看好农药板块

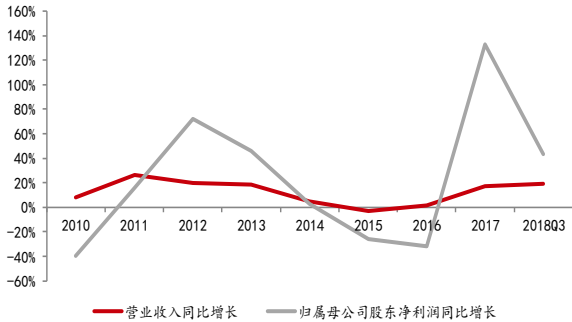
2.1 农药行业延续高景气, 龙头企业强者恒强

2018 年农药行业延续 2017 年以来的行业高景气, 前三季度农药板块营业收入同比增长 19.1%, 归属母公司股东净利润同比增长 43.1%。从盈利能力来看, 农药板块 2018 年前三季度销售毛利率和净利率分别达到 30.8%、11.6%,

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

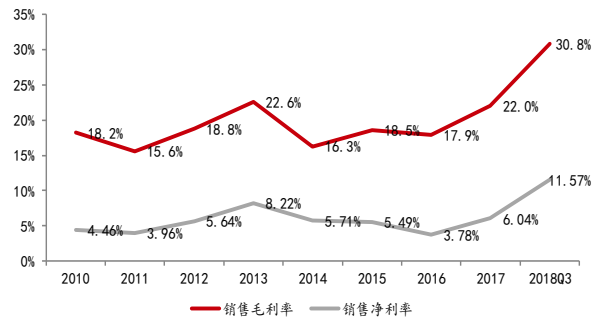
比2017年分别增加8.7和5.5个百分点,在需求旺盛叠加供给收缩的背景下,农药盈利能力达到历史高位。

图 20: 农药行业收入和利润延续快速增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 21: 农药行业盈利能力持续提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

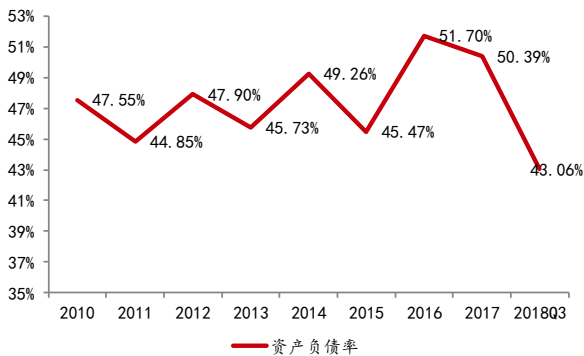
图 22: 农药板块上市公司前三季度业绩一览

| 股票代码 | 股票简称 | 营业收入 (亿元) | | | 归属母公司股东净利润 (亿元) | | |
|-----------|------|-----------|-----------|---------|-----------------|-----------|-----------|
| | | 2017Q1-Q3 | 2018Q1-Q3 | 同比增长 | 2017Q1-Q3 | 2018Q1-Q3 | 同比增长 (扣非) |
| 000525.SZ | 红太阳 | 36.6 | 41.2 | 12.47% | 5.21 | 5.41 | 1.75% |
| 000553.SZ | 沙隆达A | 183.9 | 189.5 | 3.05% | 16 | 25.42 | 121.38% |
| 002004.SZ | 华邦健康 | 61.1 | 77.6 | 27.04% | 4.6 | 4.78 | 27.99% |
| 002215.SZ | 诺普信 | 21.9 | 31.2 | 42.86% | 2.51 | 2.96 | 25.21% |
| 002250.SZ | 联化科技 | 29.1 | 26.1 | -10.31% | 1.71 | -0.13 | -64.10% |
| 002258.SZ | 利尔化学 | 19.4 | 27.7 | 42.71% | 2.29 | 4.19 | 87.94% |
| 002391.SZ | 长青股份 | 15.3 | 22.9 | 49.54% | 1.64 | 2.54 | 52.00% |
| 002496.SZ | ST辉丰 | 89.4 | 23.4 | -16.96% | 3.28 | -2.44 | -173.23% |
| 002513.SZ | 蓝丰生化 | 13 | 11.5 | -11.85% | 0.93 | -0.35 | -148.49% |
| 002734.SZ | 利民股份 | 10 | 10.8 | 7.94% | 1.11 | 1.5 | 59.64% |
| 002749.SZ | 国光股份 | 5.9 | 6.7 | 14.65% | 1.6 | 1.76 | 11.72% |
| 300261.SZ | 雅本化学 | 8.6 | 13.1 | 52.39% | 0.5 | 1.2 | 137.00% |
| 300575.SZ | 中旗股份 | 9.1 | 11.8 | 30.00% | 0.8 | 1.33 | 72.38% |
| 600389.SH | 江山股份 | 24 | 28.4 | 18.48% | 0.87 | 2.6 | 240.44% |
| 600486.SH | 扬农化工 | 31.5 | 43.4 | 38.07% | 4.07 | 7.86 | 120.29% |
| 600596.SH | 新安股份 | 54.8 | 87.3 | 59.37% | 2.32 | 11.66 | 710.12% |
| 600731.SH | 湖南海利 | 8.8 | 10.5 | 19.69% | 0.17 | 0.11 | 247.09% |
| 603086.SH | 先达股份 | 8.5 | 11.5 | 34.24% | 0.78 | 1.79 | 127.61% |
| 603360.SH | 百傲化学 | 3 | 4 | 35.92% | 0.81 | 1.09 | 35.96% |
| 603585.SH | 苏利股份 | 10.6 | 12 | 13.02% | 1.66 | 2.28 | 36.22% |
| 603599.SH | 广信股份 | 18.2 | 22.5 | 23.83% | 2.86 | 3.75 | 25.97% |
| 603639.SH | 海利尔 | 11.5 | 16.5 | 43.61% | 1.91 | 3.17 | 69.36% |
| 603810.SH | 丰山集团 | 9.7 | 10.1 | 4.43% | 0.63 | 0.95 | 57.16% |
| 603970.SH | 中农立华 | 28.9 | 29.5 | 2.00% | 0.73 | 0.91 | 27.59% |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

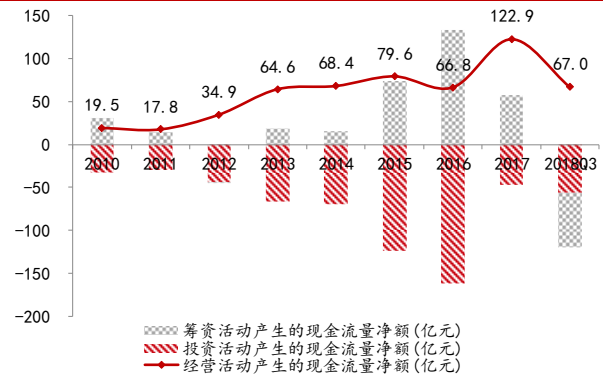
2017 年以来，农药行业盈利能力大幅提升，现金流持续好转，但在严格环保政策限制下，盈利高景气并未驱使行业出现大规模扩大投资行为，从行业现金流分析，筹资活动产生的现金流量净额为负，说明企业主体积极去杠杆，扩产谨慎。截止 2018Q3，农药行业资产负债率 43%，比 2017 年底大幅下降 7.3 个百分点。

图 23： 农药行业资产负债率大幅下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 24： 农药行业现金流持续好转



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 环保政策仍不放松，农药价格有望高位维持

农药行业持续多年的供大于求的局面从 2017 年下半年开始被扭转。供给侧改革已见成效，环保限产去除了低效工艺的部分产能。2017 年农药价格整体上涨 20%至 30%。2018 年，部分农药原药价格仍然出现大幅上涨。除草剂方面，截至 2018 年 11 月底，敌草隆价格维持在 6 万元/吨的水平，较去年同期价格 4.1 万元/吨大幅上涨 45%以上。杀虫剂方面，截至 2018 年 11 月底，灭多威价格上涨至 9.5 万元/吨，功夫菊酯价格上涨至 38 万元/吨，分别较去年同期上涨 26%、52%。杀菌剂方面，百菌清价格上涨至 5.5 万/吨，啞菌酯价格上涨至 38 万元/吨，分别较去年同期上涨 22%、23%。

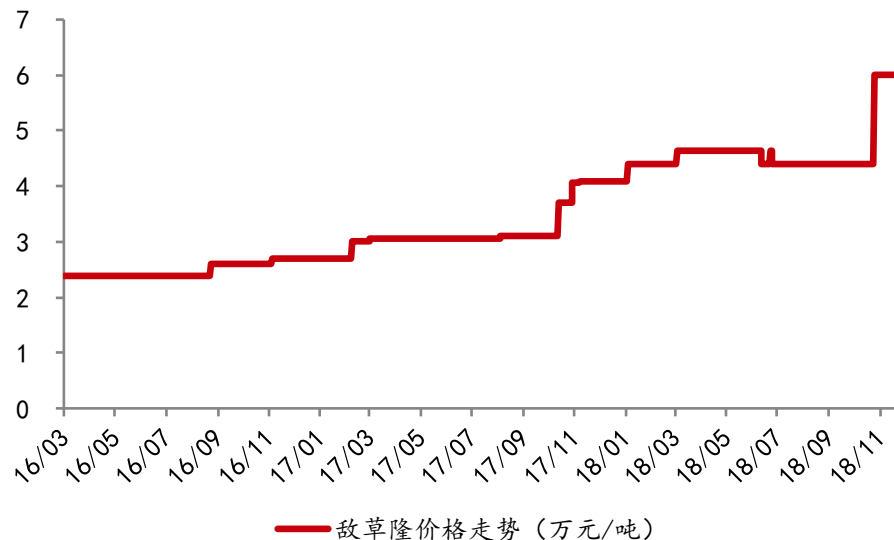
环保高压常态下，农药行业中小产能出清加快，行业集中度提升明显，供给持续收缩。农药企业密集分布的江苏、山东、河北等地均为环保监管整顿重点区域。展望明年，我们预计环保政策大幅放松的可能性很小，但对行业的总体冲击不会像 17~18 年那么大。19 年往后，环保核查将成为常态，供给侧改革更加深入和具体，这些因素都与过去 10 年任何时期的阶段性涨价因素完全不同。所以，虽然部分原药价格目前已经接近历史最高点，未来即使存在小幅回落的

可能性，但是大概率仍将维持高位。

从成本端来看，环保税等也将抬高农药成本，供应方惜售、稳价、挺价、涨价心态将持续。环保税已正式开征，第一个征收期在2018年4月1日-15日，按量征收。农药行业作为三废问题较严重的行业，受该税法影响极大。每生产一吨农药，所产生的废水量可以高达几十吨，且废水中COD含量普遍较高，可达数万mg/L。按照水污染物为每污染当量1.4~14元计算，农药企业环保成本将大大增加。此外，从2018年1月1日起，所有新出厂的农药包装上都要附上可进行信息溯源的二维码确保通过追溯网址可以查询产品的生产批次、质量检验等信息；此外，未来没有拿到生产许可证的农药生产企业将被要求停产。

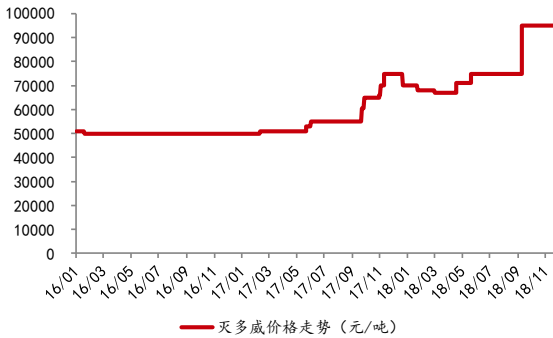
因此，当下环保压力仍然让很多企业开工或新增产能审批受限，部分农药品种如百菌清、吡虫啉等原药市场供求状况依旧十分紧张。预计2019年，前期已有大量环保投入、环保设施健全的农药企业会比较有利，小型落后企业将面临淘汰的可能，市场面临重新的划分和洗牌。

图 25： 敌草隆价格走势（万元/吨）



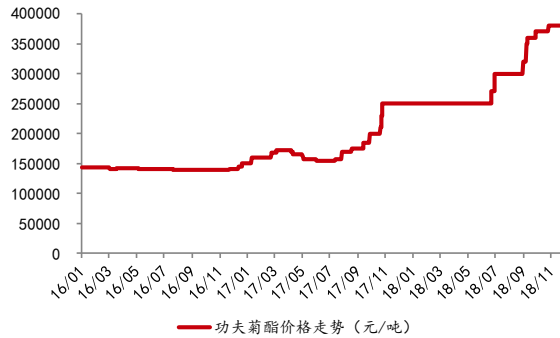
资料来源：卓创资讯，川财证券研究所

图 26： 灭多威价格走势（元/吨）



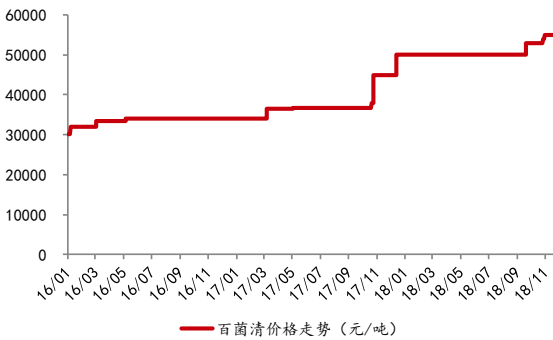
资料来源：卓创资讯，川财证券研究所

图 27： 功夫菊酯价格走势（元/吨）



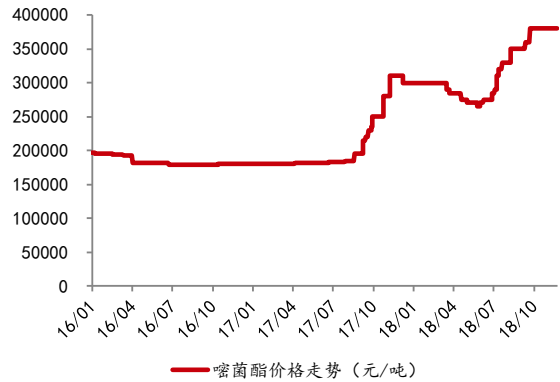
资料来源：卓创资讯，川财证券研究所

图 28： 百菌清价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，川财证券研究所

图 29： 噻菌酯价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，川财证券研究所

2.3 细分龙头盈利状况有望维持，农药板块存在估值提升空间

2017~2018 年，中国农药产能已明显收缩，国家原则上已不再新增农药生产企业备案，一系列的环境治理政策措施出台，也进一步提高了农药企业的准入门槛。环保税征收将进一步优化产业结构，利好于环保治理较好的农药行业细分龙头企业。根据农药行业十三五发展规划，农药原药生产进一步集中，到 2020 年，农药原药企业数量减少 30%，其中销售额在 50 亿元以上的农药生产企业 5 个，销售额在 20 亿元以上的农药生产企业有 30 个，农药企业未来将呈现集中度提升、强者愈强的发展格局。目前高景气的盈利状况有望持续，预期整个行业存在估值提升的可能。尤其有利于产业链一体化程度较高、中间体自供的优势企业，配合新增产能的释放，其盈利有望迎来新一轮的快速增长。

农药板块相关标的：利尔化学（草铵膦领先企业）、苏利股份（百菌清和嘧菌酯领先企业）、广信股份（多菌灵和敌草隆领先企业）、长青股份（杀虫剂吡虫啉领先企业）、海利尔（吡虫啉和啉虫脒领先企业）、扬农化工（菊酯和麦草畏领先企业）。

2.4 相关标的

1) 利尔化学：草铵膦行业领跑者，业绩步入兑现期

草铵膦需求翻倍可期，行业集中度持续提升。需求层面看，草铵膦存两大契机，其一为草铵膦-草甘膦复配制剂渗透率持续提升，其二为百草枯禁用带来的替代空间。根据我们测算，到 2020 年，草铵膦需求量有望增加 1.65 万吨，市场规模存翻倍空间。供给层面看，近年环保承压，国内草铵膦开工率偏低，有效产能不到 2 万吨。行业领军企业的新建产能将在明年起逐步落地，其中前三大企业拜耳作物、利尔化学、永农生物的 19 年产能将占全球名义产能的 66%，行业集中度将再度提升。

广安基地投产在即，多点开花，业绩步入快速兑现期。1) 草铵膦：产能跃居全球第一，生产工艺国内领先。广安基地投产之后，公司草铵膦产能将达到 1.84 万吨，超越拜耳跃居全球第一，奠定草铵膦生产规模全球领跑者地位。广安基地的生产工艺更接近拜耳法，草铵膦生产成本仅 6-7 万元/吨，大幅低于国内 9-10 万元/吨的水平。2) 丙炔氟草胺：绑定转基因项目，市场空间广阔。受益于对草甘膦抗性杂草水茴麻的突出防效，丙炔氟草胺已成为 Roundup Ready Plus 项目中的一部分，市场需求广阔。公司攻克技术难题实现规模化生产，打破日本住友化学一家独大的格局，成为行业内的有力竞争者。3) 氟环唑：谷物杀菌剂领跑者，多年技术沉淀迎来收获期。公司深耕多年，基本掌握了氟环唑规模化生产技术，多年技术积淀开花结果。广安产能达产后，将填补辉丰停产引发的市场缺口，毛利率有望达到 60%。

我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 38.64、48.08、55.91 亿元，归属母公司净利润分别为 5.95、7.58、9.78 亿元，对应 EPS 分别为 1.13、1.44、1.87 元，PE 分别为 12.8、10.0、7.7 倍。

2) 苏利股份：杀菌剂领先企业，充分受益产品价格上行

聚焦杀菌剂及环保型阻燃剂生产，财务状况优秀。公司是规模领先的杀菌剂及环保型阻燃剂生产企业，具备农药及农药中间体（百菌清、嘧菌酯原药及农药

制剂等)设计产能 29600 吨、阻燃剂及阻燃剂中间体(十溴二苯乙烷等)12000 吨、其他精细化工产品 14000 吨。公司 2011-17 年归母净利润年化复合增长率 36%;毛利率与净利率多年来持续提升,并显著高于同行;公司期间费用控制良好、现金流状态优秀、资产负债率持续下降。

杀菌剂行业高景气,原药价格持续上涨,驱动盈利能力持续提升。百菌清是保护性杀菌剂,不易使作物产生抗药性,全球需求稳定增长;供给端却由于工艺壁垒高,供给格局较为集中,国内规模厂家仅有 3-4 家;百菌清原药价格从去年同期的 36750 元/吨上涨至目前 53000 元/吨,涨幅达 44%。嘧菌酯是全球销量最大的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂,被誉为“杀菌剂之王”;国内嘧菌酯原药价格也经历了 2017Q4 和 2018Q3 两轮上涨,目前上涨至 38 万元/吨的近 4 年高位,与去年同期相比涨幅超过 50%。杀菌剂原药产品价格上涨,驱动公司盈利能力持续快速提升。

阻燃剂:国内使用广度深度严重滞后,需求增长空间大。公司主要产品十溴二苯乙烷是新生代环保型溴系阻燃剂;我国阻燃剂行业的发展起步较晚,使用范围广度和深度都具有较大空间;公司阻燃剂产品价格也在大幅上涨,成本端价格稳定,毛利率有望跃升。1500 吨三聚氰胺聚磷酸盐、10000 吨复配母粒项目也将在年内完工投产,阻燃剂产品线不断扩充。

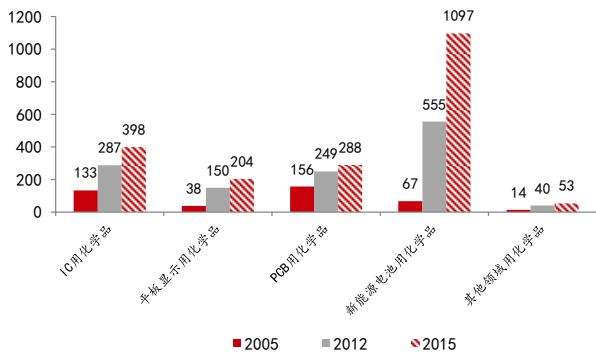
公司属于小而美的农药细分领域优质企业,充分受益百菌清等杀菌剂价格上行带来的盈利提升;募投项目于今明两年密集达产,内生增长动力强劲。预计 2018-2020 年营业收入为 16.91 亿、21.23 亿、25.16 亿元, EPS 为 1.65、2.00、2.31 元,对应目前 PE 为 13.2、10.9、9.4 倍。

三、成长板块:新材料崛起正当时,关注电子化学品和其他新材料

3.1 电子化学品:市场极具爆发潜力,进口替代成契机

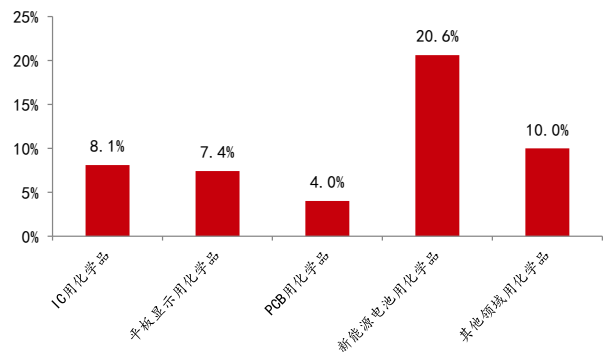
半导体上游产业逐渐向发展中国家转移,国内市场快速扩容。CSIA 数据显示,截至 2015 年,我国电子化学品市场规模达到 2039 亿元,其中 IC 领域与平板领域用电子化学品进口替代需求强烈。从市场规模增量看,根据中国产业信息网预测,2015 年-2020 年我国 IC 用/平板显示用电子化学品增速有望达到 8.1%/7.4%,保持稳定增长。

图 30：我国电子化学品市场规模超 2000 亿元



资料来源：CSIA，化学工业，川财证券研究所

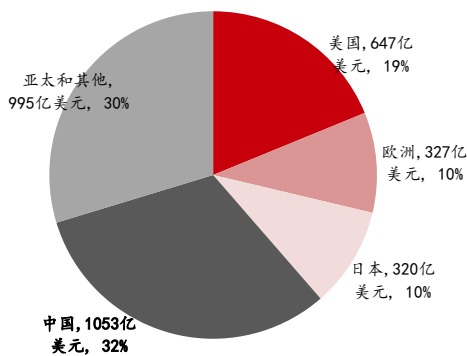
图 31：2015-2020 年我国电子化学品 CAGR 预测



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

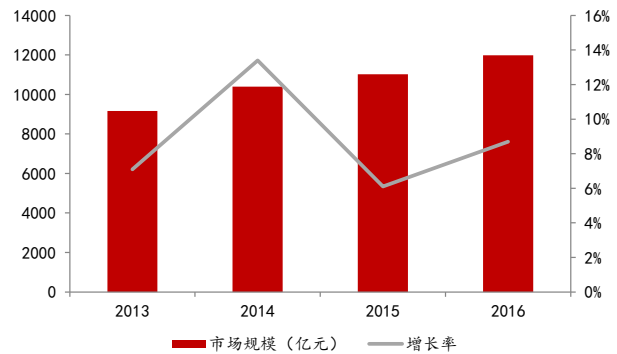
下游 IC 市场保持稳定增长，进口替代最为迫切。2016 年我国集成电路市场规模近 1.2 万亿元，同比增长 8.7%，常年保持稳定增长；我国已成为全球半导体第一大消费市场，规模占比 32%。IC 用电子化学品中，光刻胶、超净高纯试剂、电子气体、CMP 材料等对外依赖程度极高，高端领域自给率均不到 20%，中美贸易摩擦与中兴事件更是加剧了半导体及其上游材料实现进口替代的迫切性。政策方面，我国对集成电路产业扶持力度明显，“大基金”二期募资额度超 1500 亿元，产业链将迎持续高景气。

图 32：我国已成为全球半导体第一大消费市场



资料来源：SEMI，川财证券研究所

图 33：我国集成电路市场规模快速增长



资料来源：赛迪顾问，川财证券研究所

图 34： 关键电子化学品进口替代需求极高

| 产品 | 2015年国内市场规模 | 国产化程度 | 相关上市公司 |
|--------|-----------------------|---------------------------------|---------------------|
| 光刻胶 | 46亿元 | 自给率不足10%，高端品种依赖进口 | 强力新材、南大光电、飞凯材料等 |
| 超净高纯试剂 | 42.6万吨 (半导体用约15万吨) | 自给率约25%，低端产品国产化率80%，高端产品国产化率10% | 江化微、晶瑞股份、上海新阳、西陇科学等 |
| 电子气体 | 43.6亿元 | 对外依赖度超80% | 三孚股份、雅克科技、巨化股份等 |
| CMP材料 | 24亿元 | 国产化率不足10% | 鼎龙股份 |
| 硅片 | 70亿元 | 6英寸及以下小硅片为主，少量8英寸，12英寸完全进口 | 上海新阳、有研新材等 |
| 封装材料 | - | 集中于中低端领域 | 深南电路、上海新阳、飞凯材料等 |

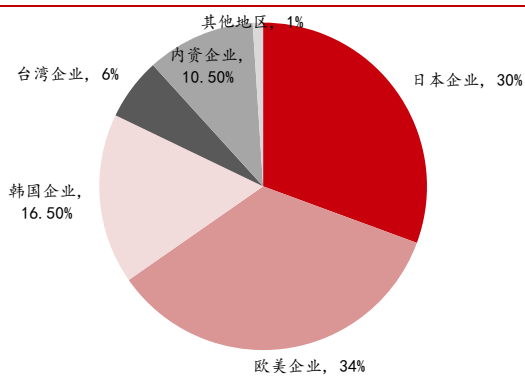
资料来源：CNKI, CSIA, 川财证券研究所

3.1.1 湿电子化学品

湿电子化学品方面，国内市场保持稳定增长。2016年市场规模约44亿元，但内资企业受限于技术短板，在高端领域仍依赖进口。根据中国电子材料行业协会数据显示，内资企业超净高纯试剂市占率仅10%，在国产替代的浪潮下，存较大提升空间。

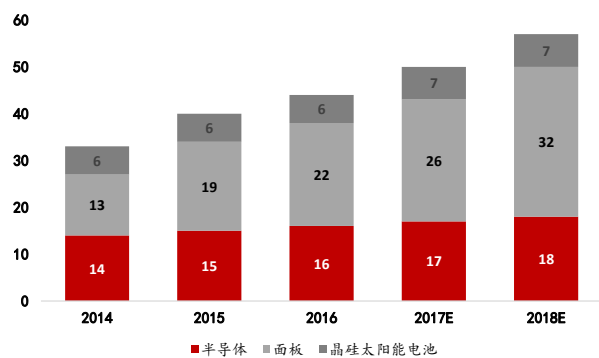
相关标的：江化微、晶瑞股份。

图 35： 国内超纯试剂市场内资企业市占率极低



资料来源：中国电子材料行业协会，川财证券研究所

图 36： 我国湿电子化学品市场规模



资料来源：中国电子材料行业协会，川财证券研究所；单位：亿元

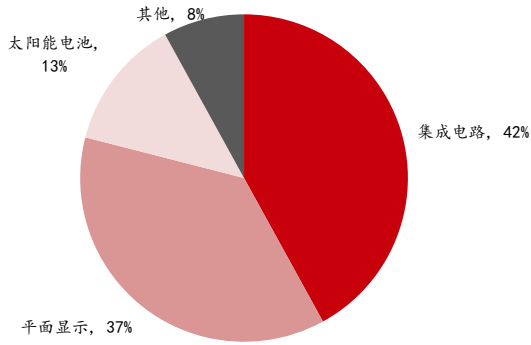
3.1.2 电子气体

中国工业气体行业协会数据显示，2016年我国电子气体市场规模达60亿元，下游需求主要集中于集成电路领域与平面显示领域，占比分别为42%和37%。行业集中度较高，国内市场主要被美国气体化工、普莱克斯、昭和电工、林德集团、法国液化空气、日本酸素等六大外资巨头主导，对外依存度超85%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

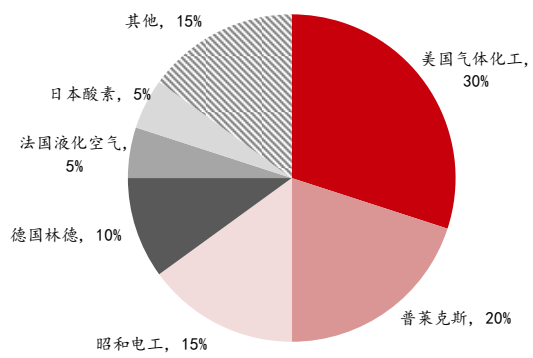
相关标的：雅克科技、三孚股份。

图 37：我国电子气体下游需求分布



资料来源：中国工业气体行业协会，川财证券研究所

图 38：我国电子气体市场被外资企业主导



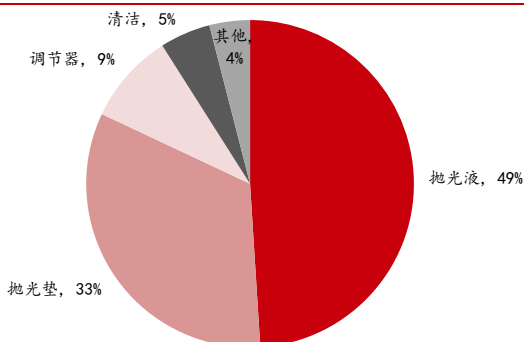
资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

3.1.3 CMP 材料

抛光液和抛光垫是 CMP 材料主要的两大细分产品，占比分别为 49% 与 33%。竞争格局看，陶氏一家独大，2016 年陶氏的 CMP 材料出货量占全球市场的 79%，接近其在中国市场的市占率。市场规模看，2016 年我国 CMP 材料市场规模达 17.2 亿元，约占全球市场的 16%，且受益国内半导体产业快速发展，国内增速领先全球市场增速。技术层面看，芯片用抛光材料技术壁垒较高，实现国产替代有一定难度。

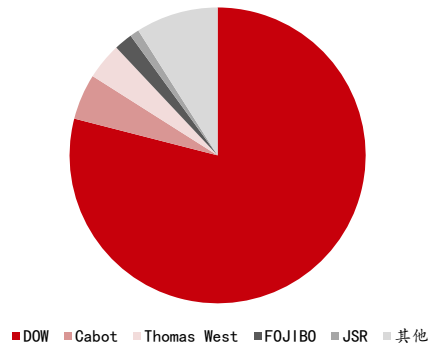
相关标的：鼎龙股份。

图 39：CMP 材料细分市场占比



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 40：全球 CMP 材料供应商市占率



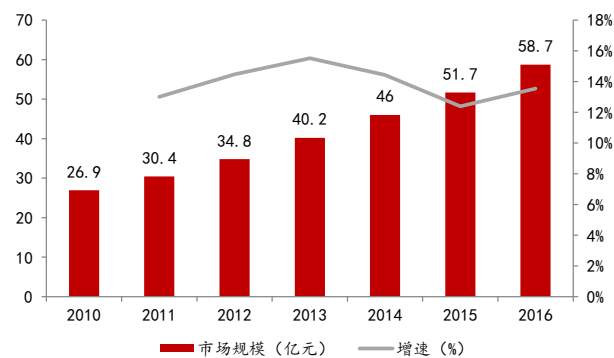
资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

3.1.4 光刻胶

近年来，我国光刻胶市场规模保持快速增长，2016年市场规模达58.7亿元，同比增长13.5%，2010-2015年CAGR高达13.9%，远超全球市场增速。技术层面看，光刻胶是电子化学品中技术壁垒最高的材料之一，具有纯度要求高、生产工艺复杂、生产及检测等设备投资大、技术积累期长等特征。全球市场由日本、美国、中国台湾等地几家大型企业垄断。目前国内市场光刻胶自给率不到10%，未来有望充分受益国内市场规模快速增长与潜在国产替代机会。

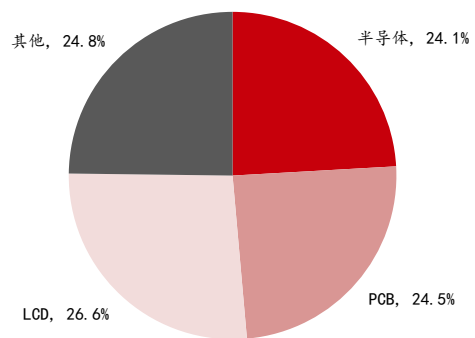
相关标的：晶瑞股份、强力新材。

图 41：我国光刻胶市场保持快速增长



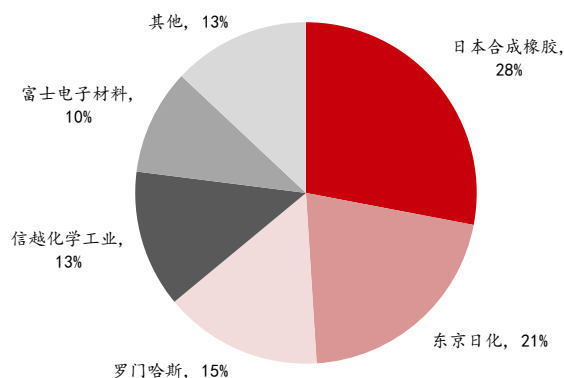
资料来源：中国电子产品信息网，川财证券研究所

图 42：全球光刻胶下游需求占比



资料来源：智研咨询，川财证券研究所

图 43：五巨头垄断全球光刻胶市场



资料来源：前瞻网，川财证券研究所

3.1.5 相关标的

1) 上海新阳：国产大硅片先行者，产能放量在即

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司立足于电子清洗和电子电镀两大核心技术，专业从事半导体行业所需电子化学品的研发、生产和销售服务，同时开发配套的专用设备，致力于为客户提供化学材料、配套设备、应用工艺、现场服务一体化的整体解决方案。公司产品包括晶圆划片刀、铜制程清洗液、铝制程清洗液等，主要用于 IC 制造、传统封装、晶圆级封装等领域，华力微电子、无锡海力士、中芯国际、台积电等企业均为公司的主要客户。

子公司新昇（持股 27.56%）坐拥首条国产 12 寸硅片产线，填补国内空白。上海新昇半导体是国内首家承担 300mm 大硅片项目的公司，总投资 68 亿元，一期总投资 23 亿元。一期项目达产后，预计最终将形成 12 寸硅片 60 万片/月的产能，年产值达 60 亿元。新昇生产的大硅片已于 2017 年 Q2 开始向中芯国际供货，上海华力微电子、中芯国际、武汉汉芯等国内主流晶圆制造厂承诺在上海新昇 300mm 大硅片项目开始量产时有限导入公司的芯片进行验证。预计 2018 年底达到月产能 10 万片，产能正式进入放量期。

预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 5.42、6.41、8.24 亿元，归属母公司净利润分别为 0.20、0.94、1.19 亿元，对应 EPS 分别为 0.10、0.49、0.61 元，PE 分别为 246、50、40 倍。（Wind 一致）

2) 鼎龙股份：把握 CMP 国产化机遇，深耕打印耗材领域

公司是国内打印复印耗材行业第一家上市公司，是全球电荷调节剂产能最大的制造商、国内产能规模最大的彩色化学碳粉制造商、国内最大的成品彩色再生硒鼓制造商、国内最大的永固紫颜料制造商。在国际高端细分领域相继开发出碳粉用电荷调节剂、商业喷码喷墨显色剂等六大等系列 100 多种高新技术产品，80% 产品填补了国内空白，打破国外垄断，已成为 100 多家全球 500 强企业供应商。

资本运作活跃，深耕打印耗材领域。公司通过资金优势，实现了产业链上下游的整合，控股了南通龙翔化工有限公司、珠海名图科技股份有限公司和珠海科力莱科技有限公司，实现了公司产业链在长三角及珠三角的布局。打印耗材行业市场增速正逐渐放缓，随着行业集中度的逐步提升，公司的市场份额和定价优势有望得到进一步体现。

抓住 CMP 抛光垫国产化机遇，产品有望打入主流市场。2017 年 12 月，公司的一款 CMP 产品通过客户验证进入客户供应商体系，标志着公司 CMP 材料取得了重要突破，目前已经实现国内部分客户小批量供应。此外，公司于今年年初收购了时代立夫 69.28% 的股权，实现客户资源共享、技术优势互补，并

获得国家“02 专项”的支持，有利于公司产品加速打入国内主流市场。

预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 18.75、23.14、29.00 亿元，归属母公司净利润分别为 3.76、4.64、5.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.39、0.48、0.61 元，PE 分别为 18、15、12 倍。(Wind 一致)

3) 晶瑞股份：深耕半导体材料，打破国际技术垄断

公司是国内微电子业用超纯化学材料和其他精细化工产品领先企业，主要产品包括超净高纯试剂、光刻胶、功能性材料和锂电池粘结剂四大类微电子化学品。目前主要产品的纯度为“单项金属杂质含量小于 0.1ppb”，广泛应用于超大规模集成电路、LED、TFT-LCD 面板制造过程、太阳能硅片的蚀刻与清洗。

光刻胶、超净高纯双氧水、电子级硫酸等产品先后突破，奠定国内领跑者地位。苏州瑞红系公司全资子公司，主要产品为半导体用光刻胶和平板显示用光刻胶，同时承担着国家重大科技项目 02 专项“i 线光刻胶产品开发及产业化”项目，今年 8 月顺利通过中芯国际认证，对公司光刻胶产品及其他集成电路产品的推广具有显著积极作用。公司的超净高纯双氧水达到最高纯度 G5 水平，目前已通过华虹验证，打破国际垄断。另外，公司投资建设年产 9 万吨/年的电子级硫酸项目，建设期为 2 年，有望 2020 年起建成逐步放量。

大基金借道入股，助力公司发展。8 月，上海聚源聚芯拟以 17.5 元/股的价格受让公司 5% 股份，总价 1.32 亿元。国家集成电路产业投资基金为上海聚源聚芯的大股东，持股比例 45.09%。大基金间接持股有助于公司加速完成产业资源整合、客户资源导入，加快相关产品国产化进程。

预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 7.3、9.4、12.2 亿元，归属母公司净利润分别为 0.59、0.8、1.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.39、0.53、0.71 元，PE 分别为 39、28、21 倍。(Wind 一致)

3.2 其他新材料

3.2.1 光伏封装材料

随着电池技术的发展，光伏组件的效率以大约每两年提升 10% 的比例在增长，到 2017 年，60 片电池光伏组件已经在向 20% 转换效率突破，组件功率接近 300W。得益于光伏组件价格的大幅下降，下游终端电站的投资热情持续高涨，特别是国内市场，受“630”政策、分布式爆发、领跑者计划、光伏扶贫项目等因素的影响，近年来光伏组件的出货量及电站装机量持续保持

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

高位。根据国家可再生能源中心数据显示，中国 2017 年度新增装机量 53GW，同比增长 53.6%，连续 5 年位居世界第一，累计装机达到 130GW，连续 3 年位居全球首位。分布式成为 2017 年市场发展的新亮点，全年新增装机量超过 19GW，在新增装机量占比超过 36%。国外市场方面，印度、美国、墨西哥、中东等新兴市场需求快速增长。

全球组件行业继续向低制造成本的中国、东南亚聚集。经过近几年的发展，我国光伏产业已成为世界光伏产品生产大国和光伏装机第一大国，光伏发电成本也在逐年下降。未来三年是光伏行业实现平价上网的关键时期，市场份额将向有技术、资金、管理优势，能够持续投入新技术和新装备的企业集中，只有领先企业才能获取超额收益。

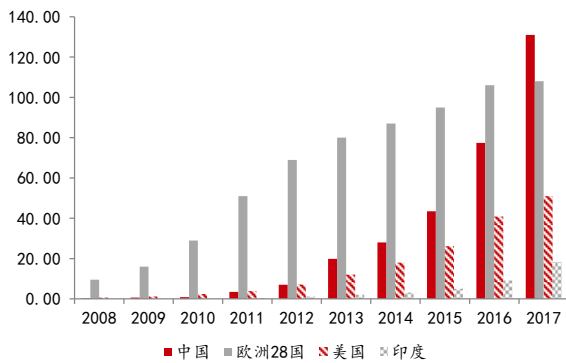
光伏封装胶膜和背板是太阳能电池组件关键封装材料，对太阳能电池组件起到封装和保护的作用，能提高组件的光电转换效率，并延长组件的使用寿命。目前的光伏封装材料虽然有很多种，如有机硅树脂、聚乙烯醇缩丁醛(PVB)、乙烯-醋酸乙烯酯共聚物(EVA)、共聚烯烃弹性体(POE)等。其中，EVA 胶膜以其优异的封装性能、良好的耐老化性能和低廉的价格，占据了 80% 以上的市场份额。但近几年逐步发展起来的共聚烯烃 POE 胶膜，由于其出众的阻隔性能、优异的耐候性，得到高端光伏市场的青睐，市场份额逐年增长。

白色 EVA 胶膜属于封装胶膜产品技术升级换代产品。长期以来，传统的 EVA 只起到透光、粘接、耐黄变等封装作用，而白色 EVA 通过光线反射路径的改变，可有效地提高组件效率。在双玻组件中，用白色 EVA 取代透明 EVA，每块组件功率增益可达 7-10W；在占比更高的单玻组件中，白色 EVA 胶膜的使用也可实现功率增益 1-3W。目前，白色 EVA 胶膜占总体封装胶膜的比例约 10%，预计未来白膜的总体占比会达到 40% 以上，发展空间较大。

POE 封装胶膜是以茂金属作催化剂开发的具有窄相对分子质量分布和窄共聚单体分布、结构可控的新型聚烯烃热塑性弹性体，水汽阻隔率仅为 EVA 的 1/8。共聚烯烃是由乙烯基单体共聚得到的一种聚合物弹性体，由于其非极性的特点，具有优异的水汽阻隔能力和离子阻隔能力，且由于分子链结构稳定，老化过程不会分解产生酸性物质，具有优异的抗老化性能，是高效、高可靠性光伏组件封装胶膜的首选材料。

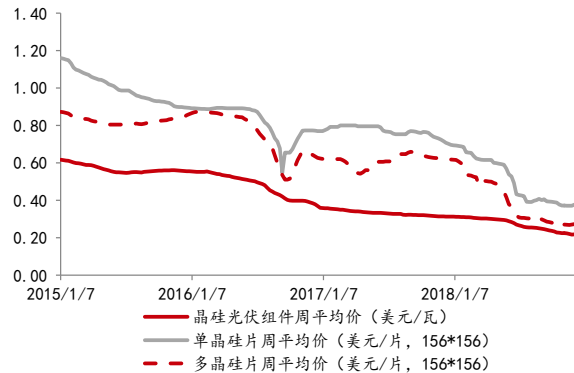
相关标的：福斯特。

图 44：全球光伏装机容量迅猛增长（GW）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45：光伏组件及硅片价格持续下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2.2 高分子材料抗老化助剂

高分子材料化学助剂是指为改善塑料、橡胶等加工性能、改进物理机械性能、增强功能或赋予高分子材料某种特有的应用性能而加入目标材料高分子体系中的各种辅助物质，通常又称化学添加剂、聚合物添加剂、高分子材料添加剂等。其中，能够改善高分子材料的原有性能，并可赋予高分子材料抗热氧化、抗光氧化功能等抗老化功能的化学助剂被称为抗老化化助剂，主要为抗氧化剂、光稳定剂两大类。

抗氧化剂是指在高分子材料中仅少量存在时，即可延缓或抑制材料在生产、储存、运输、加工和使用过程中受大气中氧或臭氧作用而降解的过程，从而阻止材料老化并延长使用寿命的化学物质。光稳定剂是一种能够抑制或减弱光对高分子材料降解作用，提高高分子材料耐光性的化学物质，其通常与抗氧化剂协同使用以抑制高分子材料的光氧化降解。光稳定剂主要包括紫外线吸收剂、自由基捕获剂（主要为受阻胺类光稳定剂（HALS）、光屏蔽剂等。

高分子材料抗老化助剂是一个相对细分的市场领域，全球主要生产商包括德国的 BASF、韩国的 Songwon、美国的 Addivant、日本的 ADEKA、意大利的 Sabo 和中国台湾的 Everlight 等。同时，随着高分子材料在国民经济各个方面的广泛应用，以及“以塑代钢、以塑代木”趋势的增强，高分子材料抗老化助剂行业已发展成为一个具有一定规模，并持续保持一定成长性的行业。其中，以中国、印度为代表的新兴市场的需求近年来呈现较快增长。

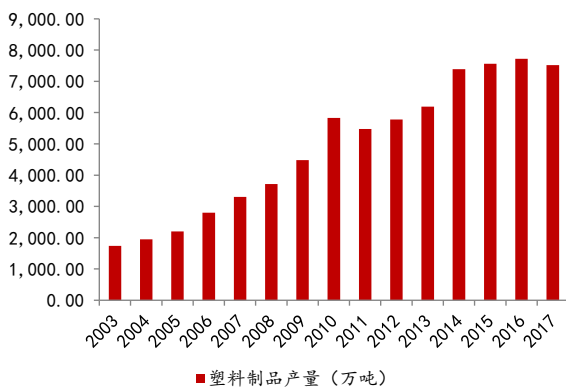
整体而言，国内高分子材料抗老化助剂企业起步较晚，行业集中度较低，单个企业规模较小，和国际同行业相比较，在产品质量、研发能力、管理水平等方面都可能存在一定的差距，市场占有率相对较低。而国际同行业公司凭借历史的积淀，凭借原料、规模、技术优势以及与国际大型高分子材料制造

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

商长期的合作关系，在全球市场份额上占据优势。但是，最近的几年来，以利安隆为代表的国内个别高分子材料抗老化技术企业，经过多年来不断的研发投入、技术积累及全球市场开拓，正在逐步缩小与国际同行业公司差距，并已在国际市场中具有较强的竞争力和某些局部领域的竞争话语权。

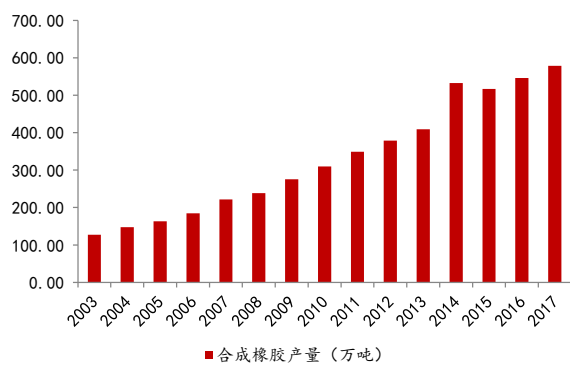
相关标的：利安隆。

图 46：国内塑料制品产量持续增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 47：国内合成橡胶产量持续增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2.3 微纤玻璃棉材料

微纤维玻璃棉制品应用于分离、洁净和高端节能保温领域。按具体应用划分，微纤玻璃棉主要应用于生产玻璃纤维滤纸、真空绝热板芯材、AGM 隔板等下游产品。微纤玻璃棉作为节能、环保性能优良的新型材料，具有广泛的应用前景，行业目前处于早期发展阶段，发展前景良好。

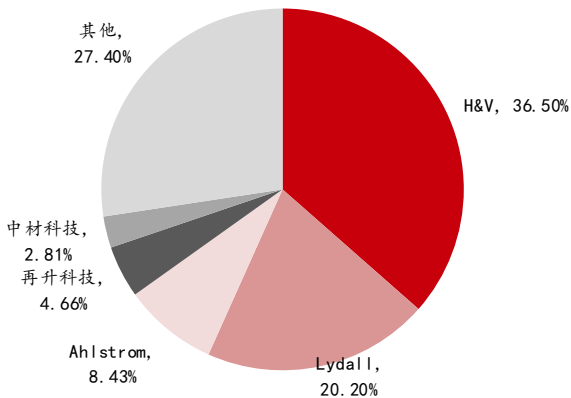
玻璃纤维滤纸方面，采用微细玻璃纤维滤纸制作为过滤介质的空气过滤器，可对空气中 0.1~0.2 微米粒径的粒子实现有效过滤，从而达到提供生产环境提供所必需洁净度、净化雾霾等目的。目前以玻璃纤维滤纸为过滤介质的洁净室已广泛地应用于军工、电子、医疗、食品、生化、光学等行业，玻璃纤维过滤材料在新风系统等空气净化领域也得到了广泛应用。

真空绝热板芯材方面，结合真空绝热和微孔绝热 2 种方法制备的真空绝热板的芯材，其绝热性能是同等厚度传统绝热材料（聚氨酯泡沫板为代表）的 10 倍，这意味着可使产品节能、环保性能显著提高，以微纤维玻璃棉板为芯材、以高阻隔薄膜为封装材料的真空绝热板技术已逐渐成熟，并开始应用于民用绝热保温领域。

相关标的：再升科技。

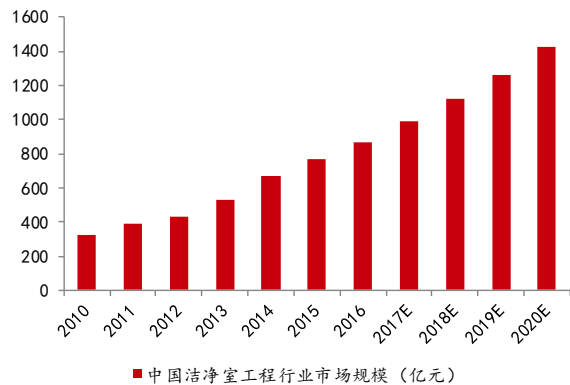
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 48：玻璃纤维滤纸生产企业全球份额



资料来源：再升科技招股书，川财证券研究所

图 49：洁净室工程行业市场规模



资料来源：亚翔集成招股书，川财证券研究所

3.2.4 改性塑料与特种工程塑料

我国改性塑料的发展始于 20 世纪 90 年代，到目前不到 30 年的发展历史。伴随着国内经济的快速发展和“以塑代钢”、“以塑代木”的不断推进，改性塑料也获得了较快的发展，改性设备、改性技术不断成熟，改性塑料工业体系也逐步完善，目前已成为全国塑料产业的重要组成部分。

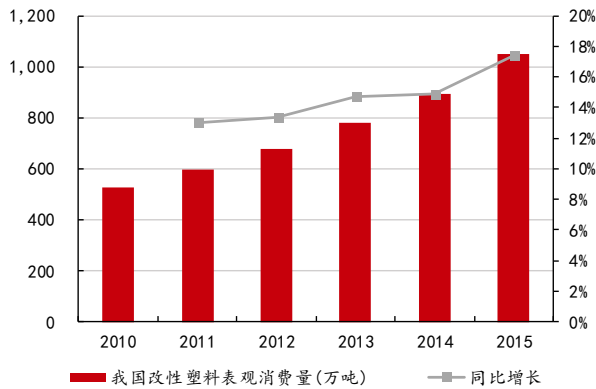
中国塑料制品改性化率逐年提高。根据中国塑料加工工业协会的统计数据显示，2004 年，我国塑料改性化率仅为 8%，到 2016 年，我国塑料改性化率基本维持在 19%。改性塑料产品应用最大的两个市场是家电和汽车行业，其中家电对改性塑料的应用比例高达 37%，随着改性技术的进步，应用比例将不断提高。

特种工程塑料是指长期使用温度在 150℃以上、综合性能优异的结构型聚合物材料，处于塑料工业的金字塔尖，主要包括聚苯硫醚（PPS）、热致液晶聚合物（TLCP）、半芳香族聚酰胺（PPA）、聚砜（PSU）、聚亚苯基砜（PPSU）、聚醚砜（PESU）、聚醚醚酮（PEEK）和聚酰亚胺（PI）等。特种工程塑料具有耐高温、高强度、耐疲劳、抗蠕变和耐化学品等特殊性能，且大多自阻燃，主要用来满足航空航天和军工等领域的一些特殊需求。2017 年，全球特种工程塑料的总需求量约为 55 万吨。近年来，国内汽车、家电、电子电气、照明和显示、水暖以及电动工具等民用领域对特种工程塑料的需求不断增长。2017 年国内特种工程塑料使用量超过了 10 万吨，但从生产端看，国内仅有为数不多的企业研发和产业化了几个特种工程塑料品种，但实际总产量不超过 2 万吨。

相关标的：金发科技。

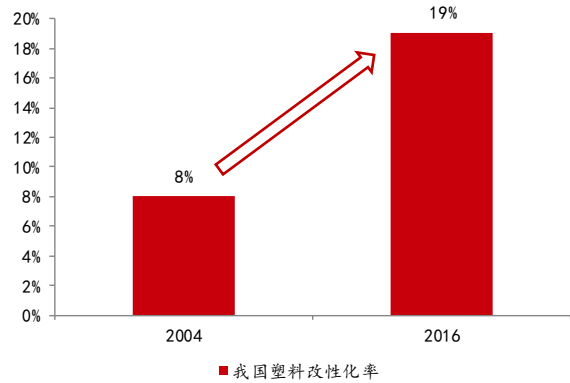
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 50：我国改性塑料消费量持续增长



资料来源：中国塑料加工工业协会，川财证券研究所

图 51：我国塑料改性化率快速提升



资料来源：中国塑料加工工业协会，川财证券研究所

3.2.5 相关标的

1) 福斯特：EVA 胶膜国际领军者，太阳能背板迎放量

公司成立于 2003 年，是一家专业从事光伏封装材料研发与生产的省级高新技术企业。在 EVA 胶膜领域，公司领跑全球，也是全球最大的 EVA 胶膜供应商，2017 年全球市占率高达 48%。公司主营产品涵盖 EVA 太阳能电池胶膜、共聚酰胺丝网状热熔胶膜、太阳能电池背板产，为光伏组件厂商提供一流的产品和超值的服务，与众多全球著名的光伏企业建立了深层次的供应合作关系。

胶膜价格止跌企稳，背板业务发展迅猛。2016 年以来，EVA 胶膜价格不断下滑，2016 /2017/2018H1 公司胶膜业务毛利率分别为 31.2%/20.4%/17.5%，出现较大幅度下滑。今年公司白色 EVA 胶膜及 POE 胶膜的占比不断提升，产品结构调整有望成为公司 EVA 胶膜产品平均售价企稳回升的转折点。公司于 2011 年开展光伏背板业务，受益于 EVA 胶膜产品打下的品牌基础，公司光伏背板业务发展迅猛，2017 年实现销售量 3.7 亿平方米，全球市占率达到 6.1%，较 2014 年提升了 2.9 个百分点。

积极布局其他新材料，进一步巩固市场定位。公司早在 2015 年就确立了“立足光伏主业，大力发展其他新材料产业”的战略发展目标，现已完成感光干膜、单面无胶挠性覆铜板(FCCL)、铝塑复合膜、有机硅封装材料等新材料的布局，其中部分产品已完成试生产和客户测试，进一步加强公司在功能膜和新材料领域的市场地位。

预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 48.0、54.4、62.9 亿元，归属母公司净利润分别为 5.5、6.5、8.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.04、1.25、1.54 元，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

PE 分别为 26、22、18 倍。(Wind 一致)

2) 再升科技：微玻纤全球领跑者，内外兼修保障业绩高增长

公司的主营业务为微纤维玻璃棉制品的研发、生产和销售。目前，公司生产的微纤维玻璃棉制品主要应用于洁净(空气过滤)和节能保温(冰箱、冰柜行业)领域。公司是国内主要的玻璃纤维滤纸生产企业之一，超高效空气过滤纸(ULPA)为公司的主打产品。公司也是国内首批生产真空绝热板芯材的企业之一，现已成为全球重要的真空绝热板芯材生产商。

产能逐步释放，内生增长稳定。玻璃纤维滤纸是公司的主打产品，技术壁垒较高，公司凭借自身的性价比优势，在与海外企业的竞争中脱颖而出，市占率不断提升，产品供不应求。截至今年年末，公司新增 2.5 万吨/年玻璃纤维棉产能和 4000 吨/年滤纸产能，有效缓解公司的产能瓶颈困境，市占率有望进一步提升。

外延并购方向明确，衍生产业链实现多元发展。2017 年 8 月，公司以现金 4.4 亿元收购苏州悠远环境科技有限公司 100% 股权，悠远环境承诺公司 2017-2019 年扣非净利润数分别为 3300、3500 和 3700 万元。悠远环境系国内高端空气净化领跑企业，是国内首家在 VOC 处理设备领域方面拿到订单的企业。公司通过收购悠远环境，实现了对“干净空气”领域中商用市场和民用市场的布局，考虑到国内半导体行业资本开支加剧，有望为洁净设备带来需求增量。

预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 12.1、17.2、22.5 亿元，归属母公司净利润分别为 1.9、2.8、3.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.35、0.52、0.70 元，PE 分别为 22、15、11 倍。(Wind 一致)

风险提示

环保监管力度不及预期

环保监管或进一步放松，落后产能躲避监管向环保监管薄弱地区转移等；

下游需求不及预期

化工品需求受宏观经济波动、地缘政治等因素影响较大，美国经济见顶，或导致化工品的全球需求大幅下滑；

化工品价格大幅下跌

化工品价格大幅下跌，将对化工企业收入、盈利水平形成巨大冲击。

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003