

中性

——维持

日期：2019年03月20日

行业：基础化工



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

证券研究报告/行业研究/季度策略

## 周期筑底关注龙头，聚焦优质新材料领域

### —2019年基础化工行业春季投资策略

#### ■ 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（PVC、PVA）、高倍甜味剂、染料、农化等细分行业，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、珠光材料等。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

#### 传统：关注优质低估值龙头

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。基于对煤价中长期高位支撑不足判断，我们认为PVC、PVA等煤化工细分行业利润有望进一步改善；高污染的三氯蔗糖行业有望在2019年格局更加明朗，且弱周期及消费属性赋予其长期的被关注价值；染料产品价格年后企稳回升，行业集中度仍在提升；农化子行业关注产能扩张及具有成本优势的龙头企业。重点关注公司为浙江龙盛、皖维高新、金禾实业。

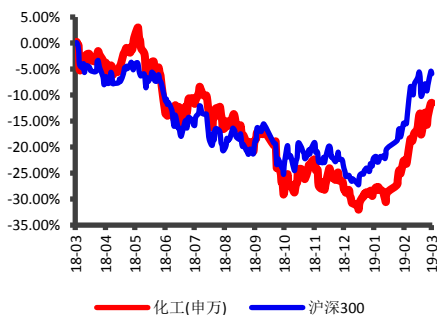
#### 新材料：寻找拐点上细分行业

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；国六标准实施大限将至，尾气处理材料有望高度受益；珠光材料行业高壁垒特性将加速国内龙头的全球份额提升；此外，半导体耗材受益于下游产能转移及国产化进程提速，小而美龙头有望通过新订单获取带来业绩爆发。重点推荐公司为回天新材、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2019年3月19日)



报告编号：HLX19-HG-04

相关报告：

## 重点推荐股票业绩预测（截止 2019 年 3 月 19 日）：

代码	股票	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
600063	皖维高新	3.38	0.05	0.1	0.14	67.6	33.8	24.1	1.4	增持
600352	浙江龙盛	11.58	0.76	1.27	1.39	15.2	9.1	8.3	1.9	谨慎增持
002597	金禾实业	17.83	1.83	1.63	1.75	9.7	10.9	10.2	2.6	增持
300041	回天新材	7.67	0.26	0.4	0.53	29.5	19.2	14.5	1.8	增持
300296	利亚德	8.86	0.48	0.5	0.65	18.5	17.7	13.6	3.0	增持
300073	当升科技	30.6	0.68	0.74	1.01	45.0	41.4	30.3	4.2	谨慎增持

数据来源：wind 上海证券研究所

## 目 录

<b>一、化工行业概况</b> .....	<b>5</b>
1.1 行业景气延续，库存增加影响短期增长 .....	5
1.2 子行业：农化、印染等环保趋严行业维持较好增速 .....	6
1.3 基础化工行业市场继续呈现弱势 .....	7
<b>二、油价高位盘整，化工品有望回暖</b> .....	<b>8</b>
2.1 化工品底部盘整，未来向上概率较大 .....	8
2.2 油价进入震荡期，中期仍具有基本面支撑 .....	10
<b>三、传统主线：关注优质低估值龙头</b> .....	<b>11</b>
3.1 PVA 行业 .....	11
3.2 高倍甜味剂行业 .....	13
3.3 染料行业 .....	13
3.4 磷肥行业 .....	14
3.5 胶粘剂：原材料降价伊始，利润率有望提升 .....	15
3.6 锂电材料 .....	17
3.6.1 下游新能源车需求高增拉动上游 .....	17
3.6.2 补贴退坡回归市场化，技术升级导向将持续 .....	18
3.6.3 全球电动化进程加速，进军海外的高端隔膜龙头将受益 .....	19
3.7 LED 应用：小间距继续井喷，新技术加速接棒 .....	21
<b>四、重点推荐公司</b> .....	<b>22</b>
4.1 皖维高新 .....	22
4.2 金禾实业 .....	23
4.3 浙江龙盛 .....	24
4.4 回天新材 .....	25
4.5 利亚德 .....	26
4.6 当升科技 .....	27
<b>五、总结</b> .....	<b>28</b>
<b>六、风险提示</b> .....	<b>29</b>

图

图 1 历年基础化工企业总体营业收入示意图 ..... 5

图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图 ..... 5

图 3 历年基础化工行业资产负债率示意图 ..... 6

图 4 历年基础化工行业库存示意图 ..... 6

图 5 历年基础化工行业在建工程及固定资产之和 ..... 6

图 6 历年基础化工销售商品提供劳务收到现金/营收 ..... 6

图 7 2018 年上半年基础化工子行业营收 YoY ..... 7

图 8 2018 年上半年基础化工子行业归母净利润 YoY ..... 7

图 9 2017 年初至今 A 股基础化工板块表现 ..... 7

图 10 2017 年初至今 A 股基础化工板块表现 ..... 8

图 11 价格较 19 年初涨幅居前产品示意图 ..... 9

图 12 价格较 18 年同期涨幅居前产品示意图 ..... 9

图 13 NYMEX 原油及 ICE 布油价格走势示意图 ..... 11

图 14 PVA 行业主要产能来源示意图 ..... 12

图 15 历年我国 PVA 产量及表观消费量示意图 ..... 12

图 16 历年我国 PVA 进出口量示意图 ..... 12

图 17 安赛蜜市场格局示意图 ..... 13

图 18 三氯蔗糖市场格局示意图 ..... 13

图 19 分散染料市场格局示意图 ..... 14

图 20 活性染料市场格局示意图 ..... 14

图 21 历年国内一铵产量、出口量及表观消费量示意图 ..... 15

图 22 历年国内二铵产量、出口量及表观消费量示意图 ..... 15

图 23 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图 ..... 15

图 24 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图 ..... 16

图 25 胶粘剂下游细分市场示意图 ..... 16

图 26 2017-2019 年新能源汽车累计产量（万辆） ..... 17

图 27 2017-2018 年新能源汽车单月产量（万辆） ..... 17

图 28 2018 年全年各类锂电装机占比 ..... 18

图 29 2017 全年各类锂电装机占比 ..... 18

图 30 我国锂电池隔膜销量及同比变化情况 ..... 20

图 31 近六个月锂电池隔膜市场价格 ..... 20

图 32 国内 LED 应用市场规模示意图 ..... 21

表

表 1 2018 新能源车补贴标准 ..... **错误!未定义书签。**

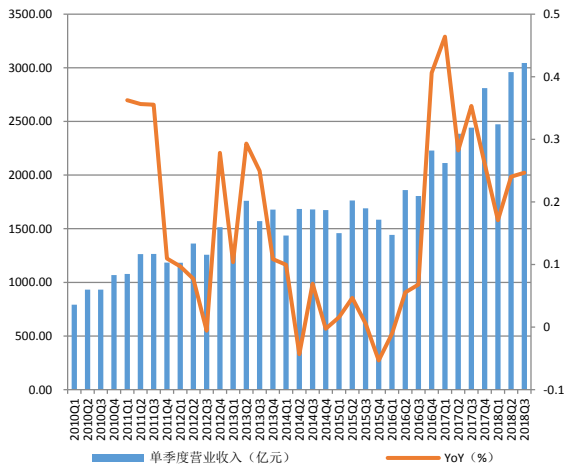
表 2 2016、2017、2018 纯电动乘用车补贴标准对比 **错误!未定义书签。**

## 一、化工行业概况

### 1.1 行业景气延续，库存增加影响短期增长

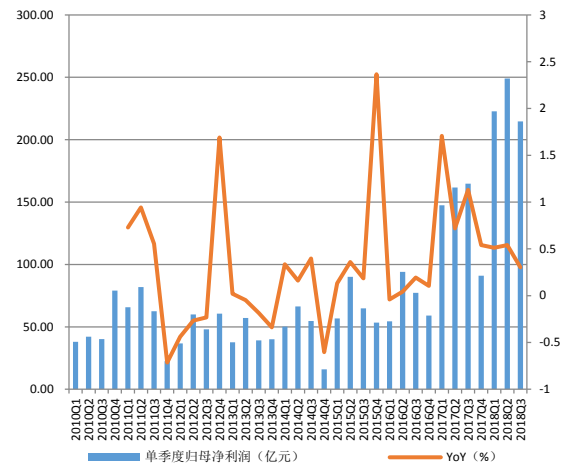
我们选取了 172 家 2010 年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，基础化工行业 172 家企业单季度营业收入之和自 16 年 Q2 季度起呈现同比上升趋势，并在 17 年 Q1 季度达到增速峰值 (46.41%)，之后增速有所下滑，但在 18 年 Q3 季度仍然有 24.66% 的增速；从归母净利润情况来看，15 年开始出现逐步恢复，之后受原材料价格提升影响，16 年归母净利润增幅略低，但之后出现了较大幅度的增长，17 年 Q1 季度至 18 年 Q2 季度同比增速均超过 50%，但从增速趋势来看，18 年 Q3 季度仅有 30.35%，呈现了下滑趋势。

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

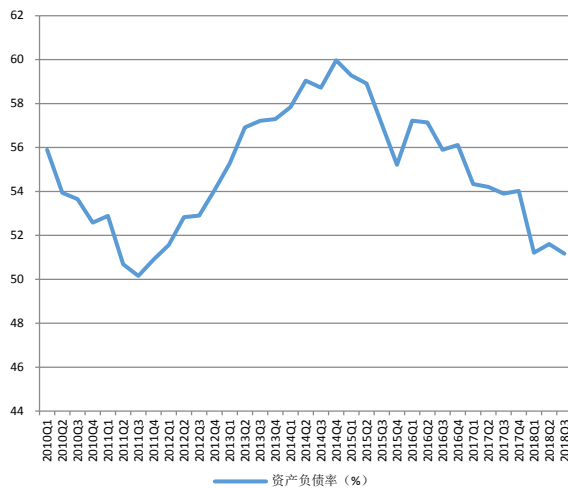
图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

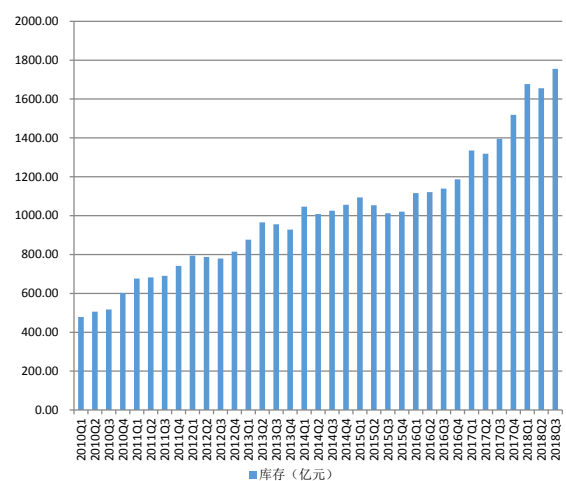
据 Wind 数据显示，基础化工行业资产负债率呈现下降趋势，目前 Q3 季度为 51.17%，处于历史低位，企业杠杆去化进展较好。从库存情况来看，随着龙头企业产能扩张及产品价格中枢提升，库存总量也逐步提升，尽管 2018 年 Q2 季度环比有所下降，但 Q3 季度再度提升，旺季库存去化效果不佳。

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

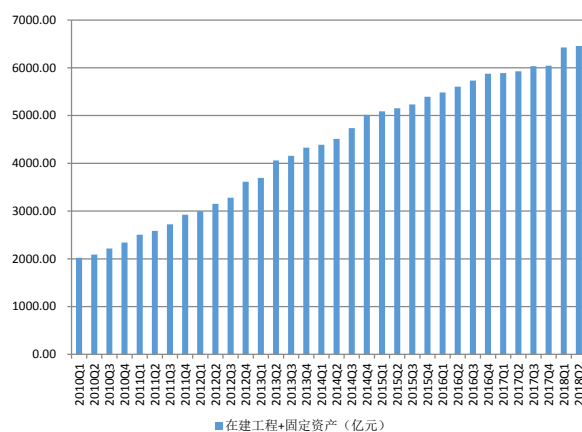
图 4 历年基础化工行业库存示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

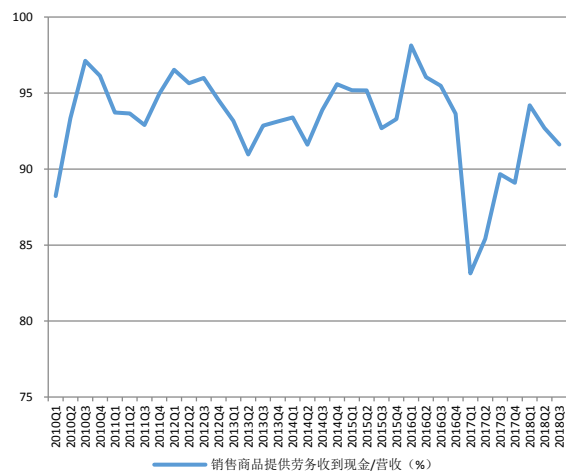
据 Wind 数据显示,基础化工行业在建工程和固定资产之和呈现上升趋势,尤其是 2018 年 Q1 出现了较大跃升,随着环保督查持续深入,供给格局进一步优化,龙头企业扩产动力较足。从销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入比值来看,2017 年 Q1 季度出现较大下滑,之后逐步回升至历史平均水准,一方面是由于产品涨价导致营收快速增长,另一方面是下游客户对突然涨价的承受能力较低,而刚需采购又必须照常进行,但 2018 年 Q2 和 Q3 季度销售商品提供劳务收到现金和营收比值再度下滑。

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、印染等环保趋严行业维持较好增速

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

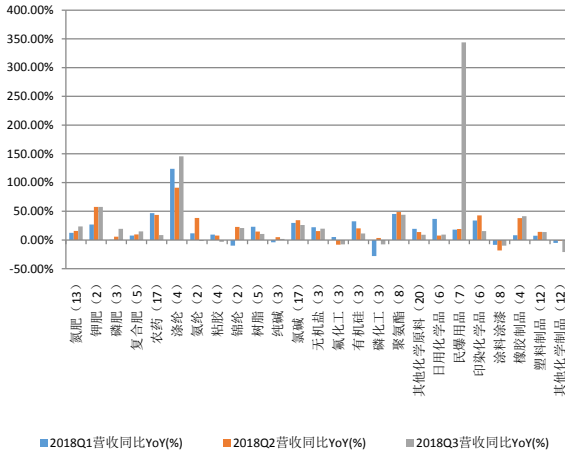
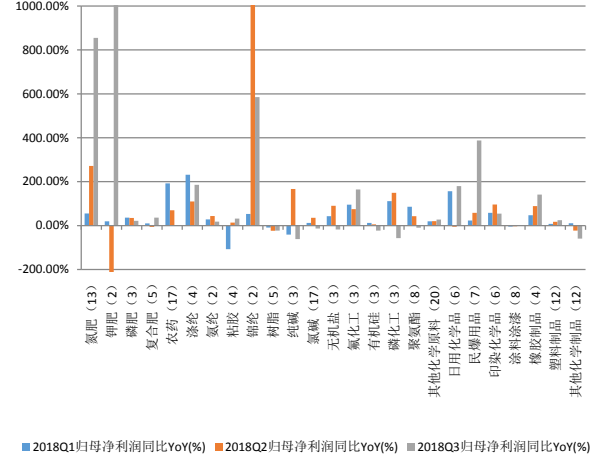


图 8 2018 年上半年基础化工子行业归母净利润 YoY



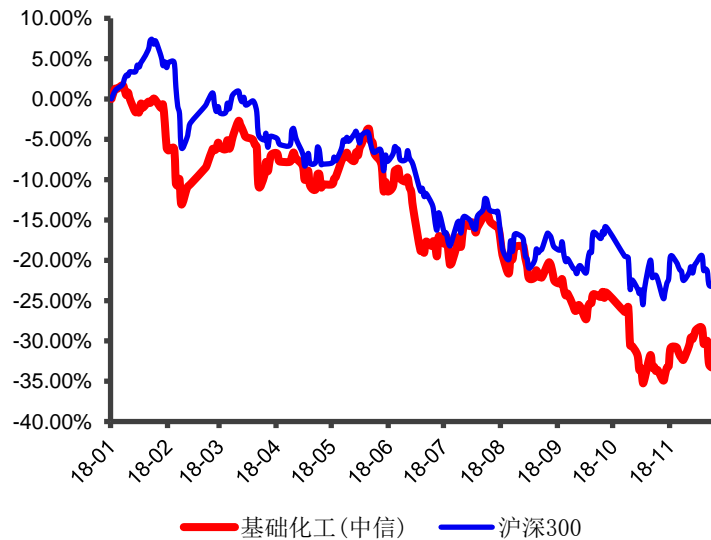
数据来源: Wind 上海证券研究所

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 2018 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、蓝晓科技、神马股份、青松股份、利安隆等，涨幅为 134.77%、110.48%、102.99%、86.95% 和 83.69%。

图 9 2017 年初至今 A 股基础化工板块表现



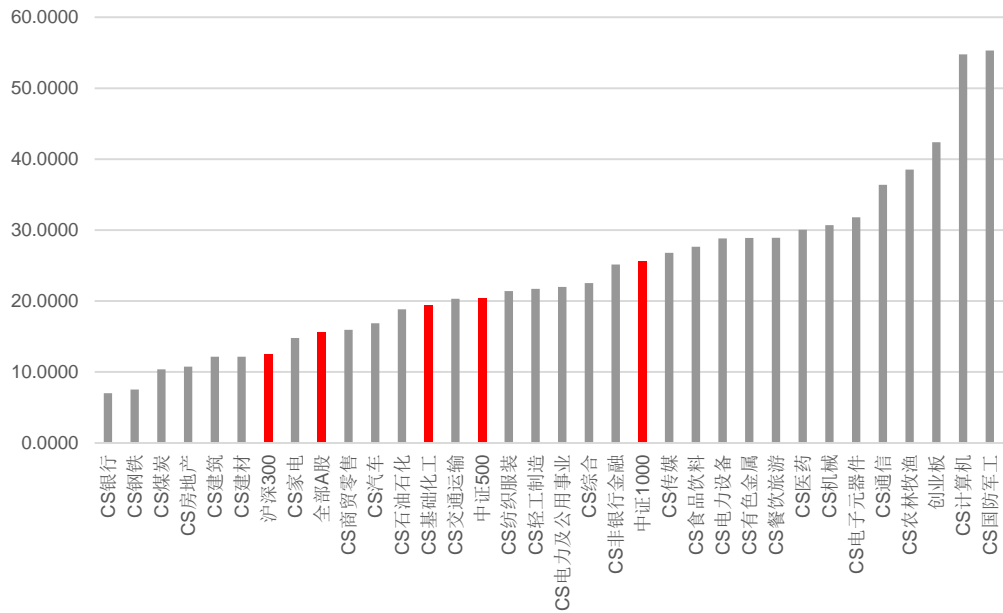
数据来源: wind, 上海证券研究所

从估值上看，基础化工 PE (TTM) 为 23.72 倍 (剔除负值后为 19.41 倍)，处于近五年来较低位置。

从行业比较来看，基础化工行业属于估值属于中等偏低位置

(30 个行业从低到高排 11)，低于中证 500 和中证 1000，但高于沪深 300。

图 10 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、油价高位盘整，化工品有望回暖

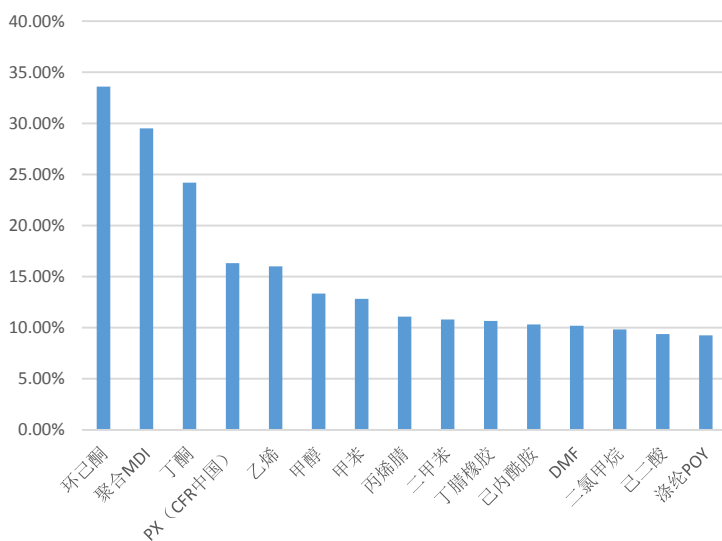
### 2.1 化工品底部盘整，未来向上概率较大

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，预计将会维持较高价格中枢。

经百川资讯统计，127 种化工品中较年初上涨的品种有 46 个，环己酮、聚合 MDI、丁酮、乙烯、甲醇、甲苯、丙烯腈、二甲苯、丁腈橡胶、己内酰胺、DMF 等涨幅居前，均超过了 10%；维生素产品、萤石、丁二烯、醋酸、重质纯碱、TDI 等跌幅居前，20 个产品跌幅超过 10%。



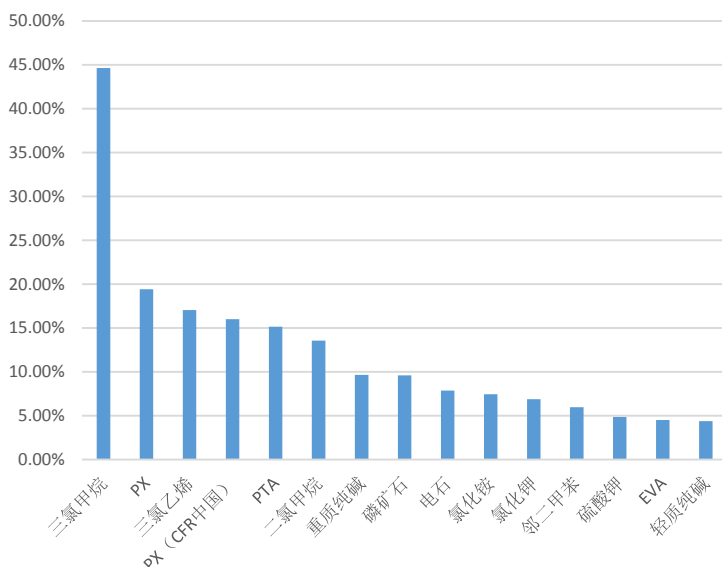
图 11 价格较 19 年初涨幅居前产品示意图



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

与 2018 年同期相比，价格上涨的品种仅有 28 个，三氯甲烷、PX、三氯乙烯、PTA、二氯甲烷、重质纯碱、磷矿石、电石、氯化铵、氯化钾、邻二甲苯涨幅居前，均超过 5%；维生素产品、制冷剂产品、苯胺、四氯乙烯、PC、醋酸等跌幅居前，22 个产品跌幅超过 30%。

图 12 价格较 18 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

我们认为化工品筑底阶段正在进行，从一季度情况来看，上涨品种多于下跌品种，多数行业底部信号已经确认，未来随着环保督查持续深入，多数行业供需格局能够维持稳定。行业集中度相对较高的细分子行业尽管存在年内周期波动，但价格中枢将企稳，甚至

回升。

## 2.2 油价进入震荡期，中期仍具有基本面支撑

年初以来，油价进入上行通道，布油突破 67 美元后进入震荡市，美油库存降低超预期及 OPEC 减产对油价形成了强力支撑，并且委内瑞拉局势继续恶化导致原油出口不断下降，对市场的悲观预期暂时得以消退。我们预计中短期来看油价仍将维持高位震荡。

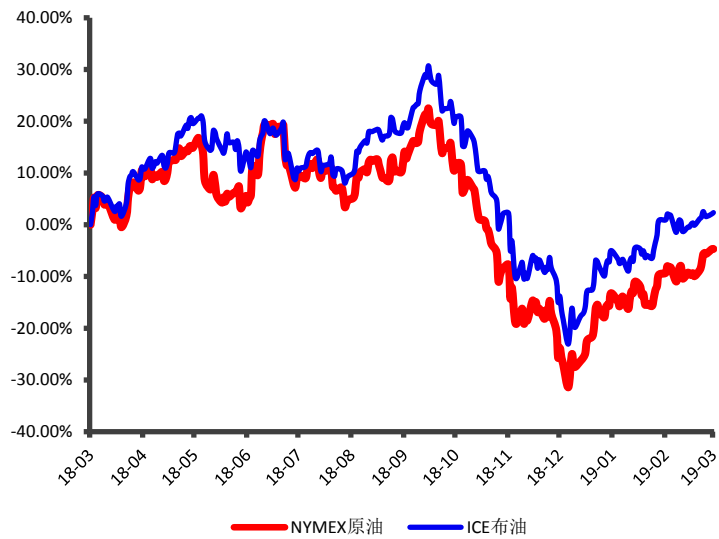
供应方面：美国能源信息署(EIA)公布的数据显示，截至 3 月 8 日当周，美国原油库存减少 386.2 万桶至 4.491 亿桶，市场预估为增加 265.5 万桶。更多数据显示，上周俄克拉荷马州库欣原油库存减少 67.2 万桶，连续 3 周录得增长后再度录得下滑。虽然美国精炼油库存增加 38.3 万桶，连续 3 周录得下滑后再度录得增长，市场预估为减少 185.8 万桶，但美国汽油库存减少 462.4 万桶，连续 4 周录得下滑，且创 2018 年 10 月 26 日当周(20 周)以来最大降幅，市场预估为减少 253.2 万桶。此外，上周美国国内原油产量减少 10 万桶至 1200 万桶/日，创 2018 年 12 月 14 日当周(13 周)以来新低。

美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)周五(3 月 8 日)公布数据显示，截至 3 月 8 日当周，美国石油活跃钻井数减少 9 座至 834 座，连续第三周下降且创近 10 个月最低。更多数据显示，截至 3 月 8 日当周美国石油和天然气活跃钻井总数减少 11 座至 1027 座。

美国石油协会(API)公布数据显示，上周美国原油库存意外减少，汽油库存降幅超预期，精炼油库存小幅增加。API 公布，截至 3 月 8 日当周，美国上周原油库存减少 258 万桶至 4.49 亿桶，预期增加 286.1 万桶；库欣原油库存减少 110 万桶。此外，上周汽油库存减少 580 万桶；上周精炼油库存增加 19.5 万桶。API 数据还显示，美国上周原油进口减少 52.3 万桶/日至 640 万桶/日。

需求方面：美国能源信息署(EIA)公布的短期能源展望显示，2019 年中布伦特原油期货价格预计将会下跌 0.8%，至每桶 60.52 美元。与此同时，该局对今年 WTI 期货价格的预期则维持不变，仍为每桶 54.19 元。另外，能源信息署还预测称，2020 年布伦特原油期货和 WTI 期货的平均价格分别将达每桶 60.76 美元和每桶 64.76 美元，并预计美国原油产量将会增长至 1286 万桶/天。

图 13 NYMEX 原油及 ICE 布油价格走势示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

### 三、传统主线：关注优质低估值龙头

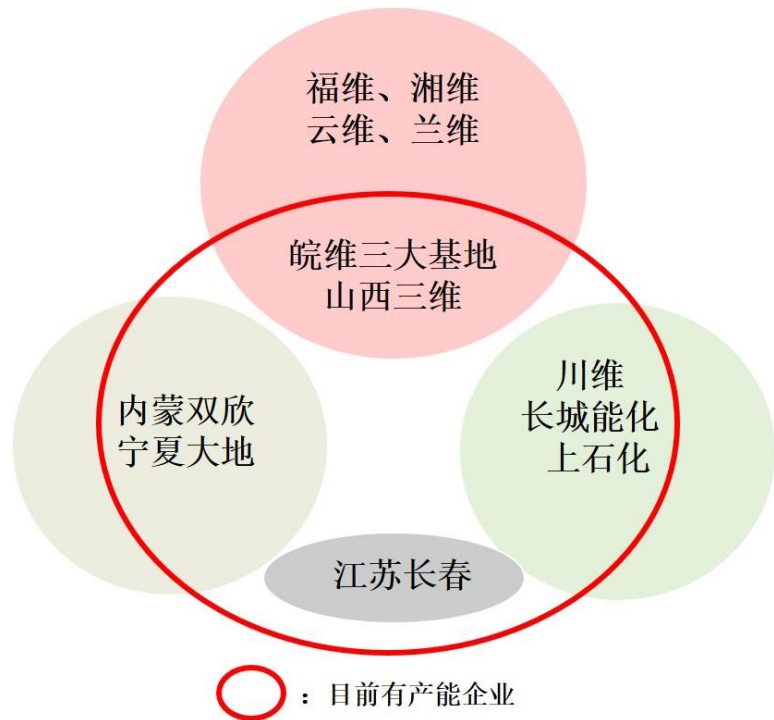
我们认为大部分传统周期行业拐点已过，景气期中业绩弹性将会相对较弱，估值进一步修复的空间较小。基于对煤价中长期高位支撑不足判断，我们认为 PVC、PVA 等煤化工细分行业利润有望进一步改善；高污染的三氯蔗糖行业有望在 2019 年格局更加明朗，且弱周期及消费属性赋予其长期的被关注价值；染料产品价格年后企稳回升，行业集中度仍在提升；农化子行业关注产能扩张及具有成本优势的龙头企业。

#### 3.1 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 行业仍处于复苏期的中早期，市场集中度较高，类似于染料行业整合初期，未来空间较大。

我国 PVA 产量增长迅速，目前占全球产能的 60%；2012 年为上个周期拐点，转入低迷期，2017 年起回暖。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，实际上行业有效产能并不高。国内产能主要产能由传统系、中石化系和西北民营系组成。行业被动去产能持续多年，传统系淘汰了多家设备老、成本高的企业。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。经我们测算，主要厂商名义产能 102.5 万吨，开工率超过 75%。

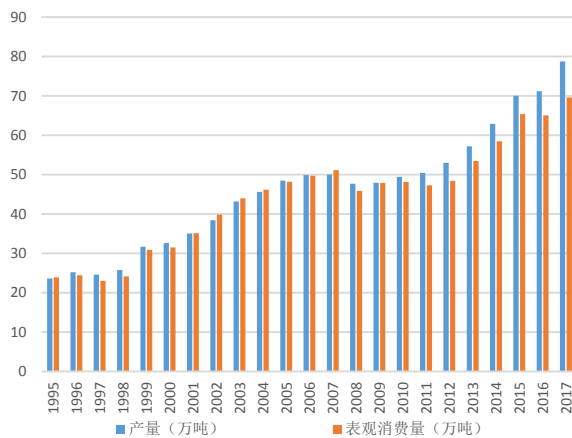
图 14 PVA 行业主要产能来源示意图



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

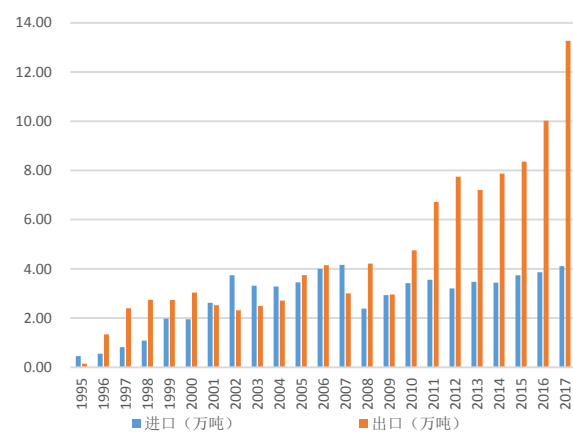
从进出口数据来看，我国 PVA 进口量远低于出口量，且趋于稳定，而出口量近年来连创新高。2010 年出口量在 4 万吨左右，之后在 2011 和 2017 年上两次台阶，2017 年出口量达到 13.27 万吨，同比增长 32.3%。

图 15 历年我国 PVA 产量及表观消费量示意图



数据来源：维纶工业协会 上海证券研究所

图 10 历年我国 PVA 进出口量示意图



数据来源：维纶工业协会 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，形成了类似于染料行业整合初期的态势，并且三季度 PVA 价格连续出现提升，复苏拐点已得到确认。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）有望高度受益。

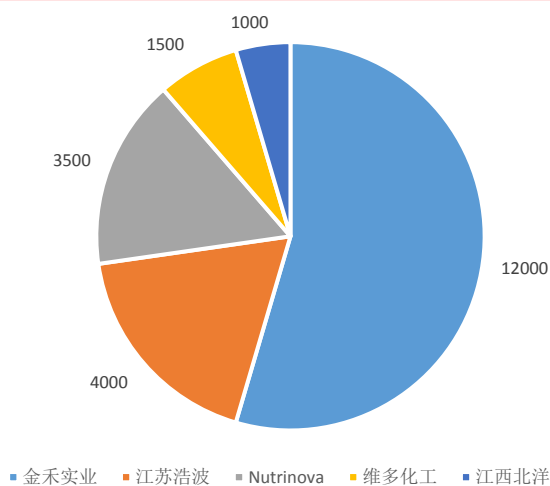
### 3.2 高倍甜味剂行业

高倍甜味剂是人工合成甜味剂的一个类别，阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜等产品逐步被市场接受。目前，安赛蜜及三氯蔗糖正在成为市场主流，对前几代产品进行逐步替代。

安赛蜜方面，目前金禾实业是全球最大生产商，拥有 12000 吨年产能，全球市占率超过 50%。浩波科技 4000 吨产能面临搬迁问题，中小厂商生产难以稳定，龙头企业受益，安赛蜜 18 年价格上涨至 5 万/吨，随着渗透率提升，未来仍有上涨空间。

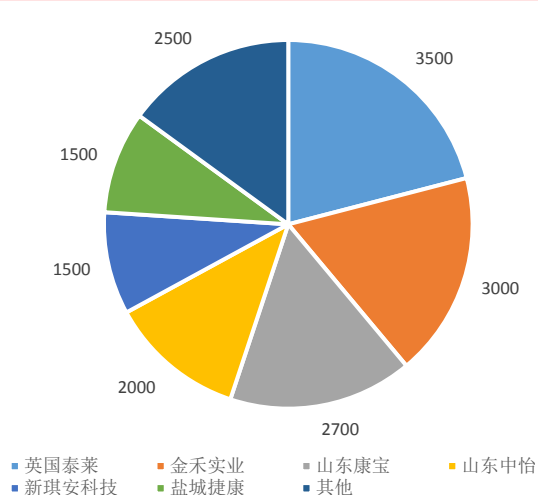
三氯蔗糖方面，英国泰莱是最早进行三氯蔗糖研发和批量生产的企业，目前拥有 3500 吨产能；国内企业中，金禾实业拥有 3000 吨产能，山东康宝 2700 吨产能，山东中怡 2000 吨产能，但存在部分产能因环保等各种问题无法顺利释放的问题。18 年三氯蔗糖价格在 20-25 万/吨，低于多数中小厂商成本。未来随着成本线压制和环保趋严，行业龙头有望享受市占率及价格的双提升（行业龙头：金禾实业）。

图 117 安赛蜜市场格局示意图



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 128 三氯蔗糖市场格局示意图



数据来源：新思界产业研究中心，上海证券研究所

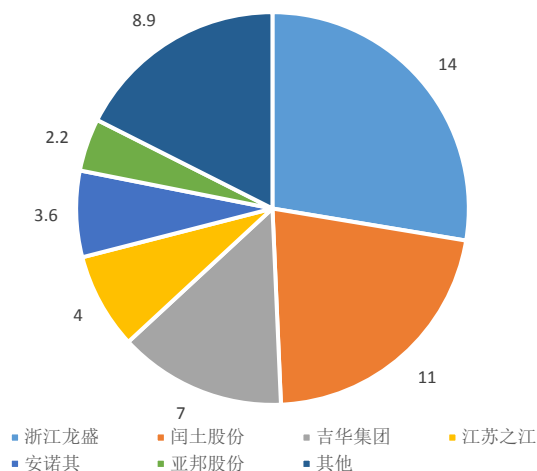
### 3.3 染料行业

行业格局：染料行业处于产能过剩状态，全国产能 133 万吨，同比增长 5.56%，其中分散染料 58 万吨，活性染料 46 万吨，CR5 分别为 72.4%和 58.7%。由于行业寡头垄断格局已现，所以行业格局较稳定，难有新进入者，行业龙头定价权较好。

行业整合：染料生产过程中存在较为严重的三废，随着国家环保督查持续深入，行业内部分低端落后产能被迫关停或被处罚停产有助于行业集中度进一步提高，中间体也会受到很大影响，配套有中间体生产线的龙头将能够更好地控制成本；此外，龙头企业专利保护也是行业整合的另一手段。未来随着环保趋严，中间体及染料

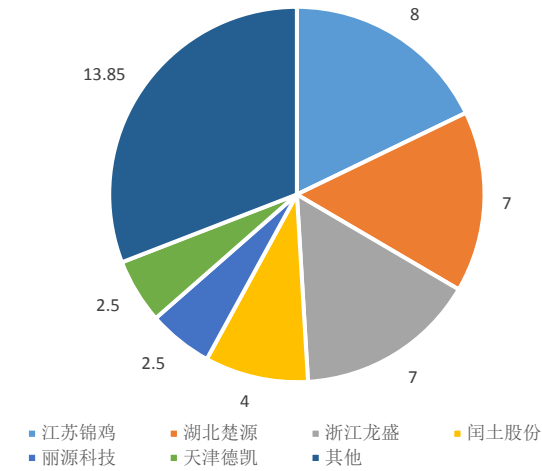
价格仍将维持高位，行业龙头（浙江龙盛）将高度受益。

图 19 分散染料市场格局示意图



数据来源：产业信息网，上海证券研究所

图 20 活性染料市场格局示意图



数据来源：产业信息网，上海证券研究所

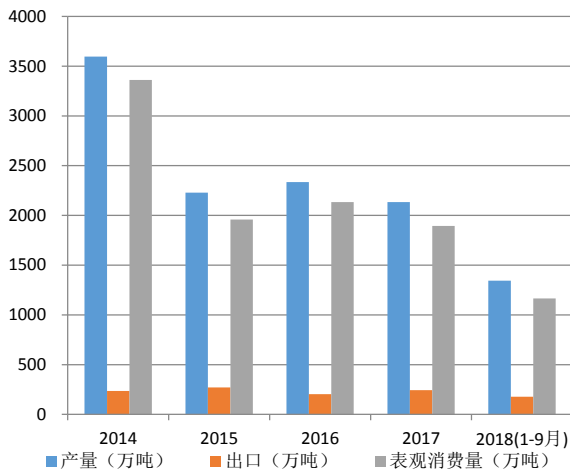
### 3.4 磷肥行业

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。

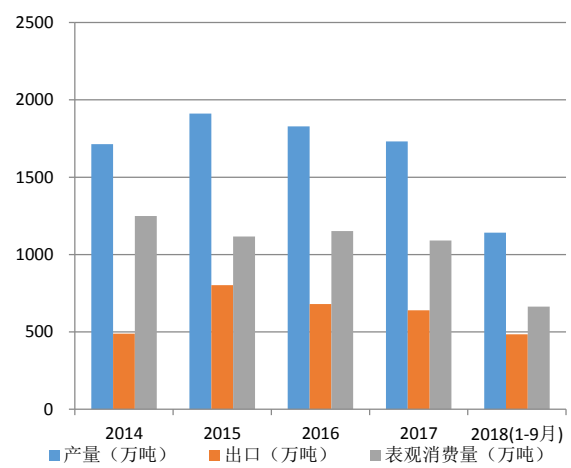
据 IFA 统计，2017 年全球磷肥产能约 6000 万吨，合计其中国内磷肥总产能约为 2150 万吨（折五氧化二磷）。据百川资讯统计，2017 年国内磷酸一铵和磷酸二铵实物产量分别为 2134 万吨和 1731 万吨，同比减少 8.62% 和 5.3%，而 2018 年 1-9 月分别为 1343 万吨和 1141 万吨，同比减少 24.23% 和 16.27%。从出口量方面来看，一铵的出口量减少 20%，跌幅小于产量跌幅，二铵同比增长 5.35%，远好于产量数据。我们认为国内供给收缩仍然是趋势，掌握上游资源的大型企业将会高度收益（新洋丰、云天化等）。

图 21 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 22 历年国内二铵产量、出口量及表观消费量示意图

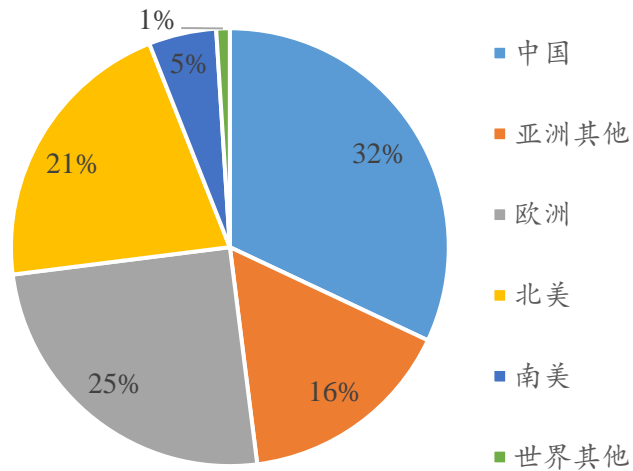


数据来源：百川资讯，上海证券研究所

### 3.5 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）。

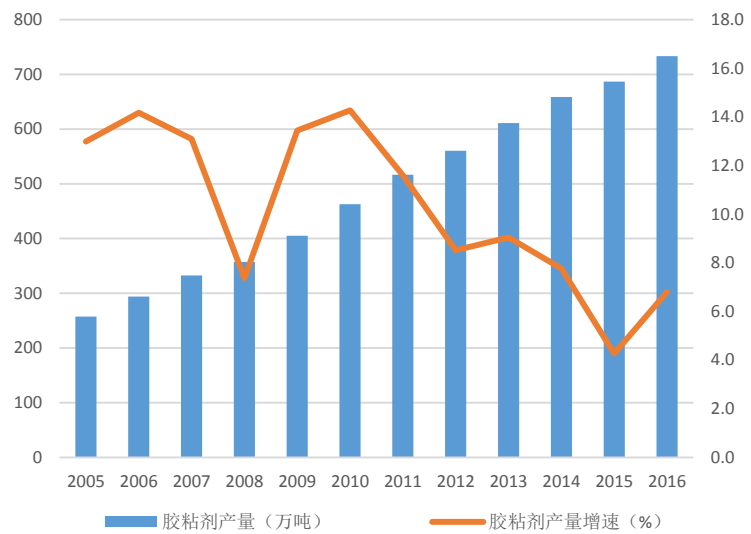
图 23 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



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%。

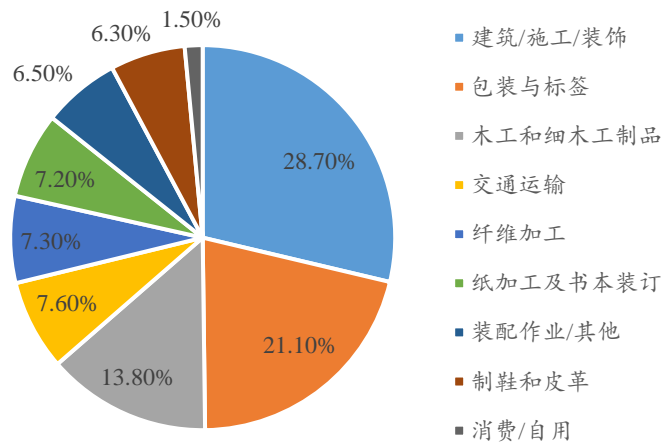
图 24 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



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 135 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。

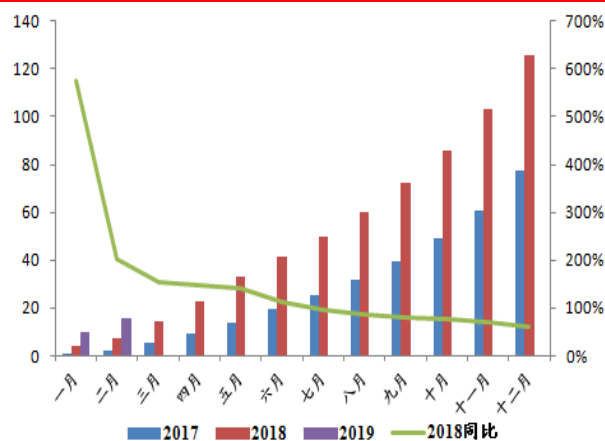
近期随着上游有机硅原材料大幅下跌，DMC、107 生胶等多个原材料一个月内出现了 20-30% 的下跌，胶粘剂企业的成本有望降低，消耗完前期的高价原材料库存之后，企业利润将会加速释放。前期布局完善的行业公司龙头（回天新材等）将高度受益。

### 3.6 锂电材料

#### 3.6.1 下游新能源车需求高增拉动上游

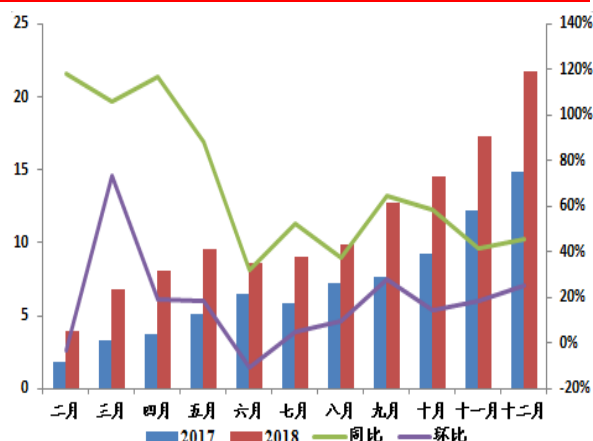
新能源汽车产销量持续高增。从中汽协发布的统计数据来看，2018 年全年新能源汽车累计实现产销量分别为 127 万辆和 125.60 万辆，同比分别增长 60% 和 62%。2019 年 1、2 月份分别实现新能源车产量 10.14 万和 5.27 万辆，同比分别增长 155% 和 43%。新一轮补贴政策出台前抢装效应显著。“十三五”规划更是为新能源汽车未来发展指明方向，在 2020 年我国将计划实现产销 200 万辆以上的新能源汽车。因此我们认为受益于下游市场高增速，锂电中上游材料将显著受益。

图 26 2017-2019 年新能源汽车累计产量（万辆）



数据来源：中汽协，上海证券研究所

图 147 2017-2018 年新能源汽车单月产量（万辆）

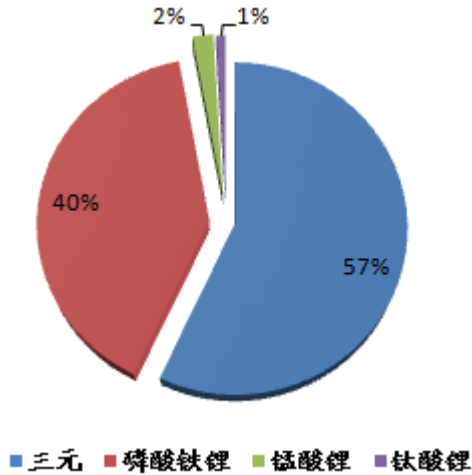


数据来源：中汽协，上海证券研究所

下游新能源车产销量的高速增长带动上游锂电池的需求高速增长。2018 年全年动力锂电池装机量 56.98GWh，同比增长 53.83%。其中三元电池装机电量约 30.70GWh，同比增长 92%，磷酸铁锂电池装机电量约 21.57GWh，同比增长 20%。相比 2017 年全年装机情况，NCM 的占比有了很大提升，取代磷酸铁锂成为装机量最高的

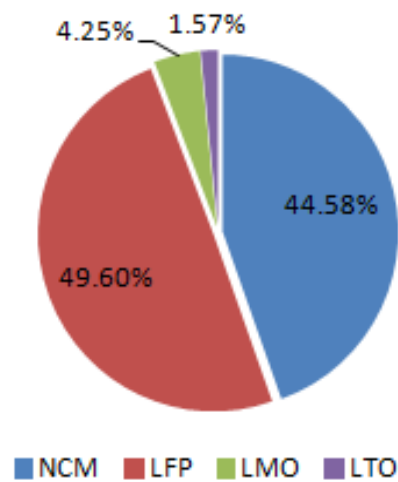
电池类型，主要考虑为受高能量密度高续航里程政策导向的影响。

图 158 2018 年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

图 169 2017 年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

单车带电量显著提升。我们测算乘用车和商用车的平均单车带电量，2018 年新能源乘用车单车带电量 31.42KWh，同比提升 29.09%；新能源商用车单车带电量 123.43KWh，同比提升 5.70%。

### 3.6.2 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年补贴政策即将发布，补贴退坡格局已定，但我们认为高能量密度高续航里程将依旧是政策鼓励方向。同时可以关注充电桩等配套设施。

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%。从动力领域来看，2018 全年动力软包电池装机量为 7.62GWh，占比 13.38%，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。

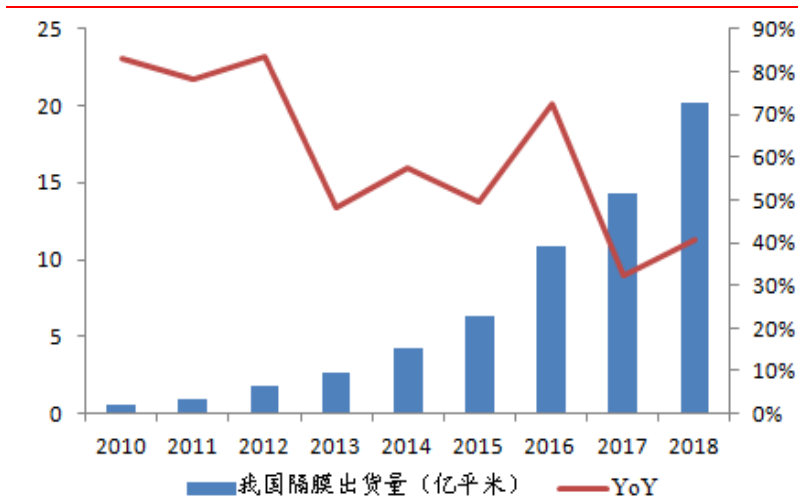
### 3.6.3 全球电动化进程加速，进军海外的高端隔膜龙头将受益

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负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 2018 年的 20.2 亿平米，年复合增长率高达 56.90%。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。

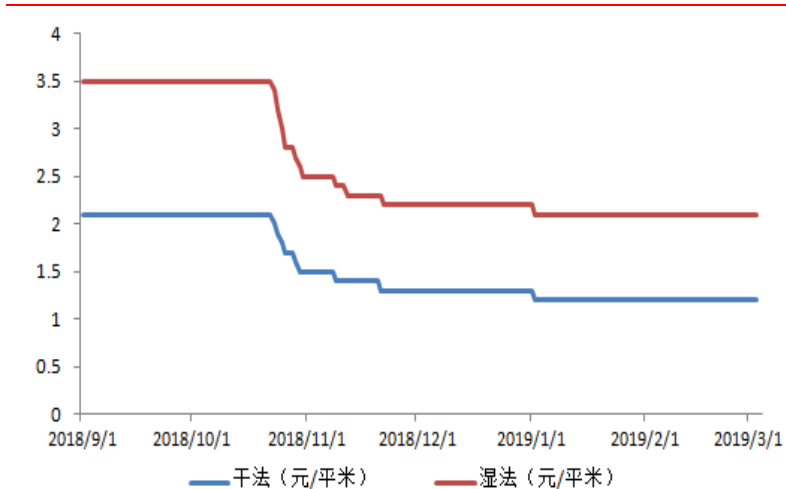
图 30 我国锂电池隔膜销量及同比变化情况



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,干法隔膜的均价由 2018 年初 2.5 元/平下跌至 2019 年 3 月初的 1.20 元/平,跌幅 52%,湿法基膜的跌幅也超过了 50%。

图 31 近六个月锂电池隔膜市场价格



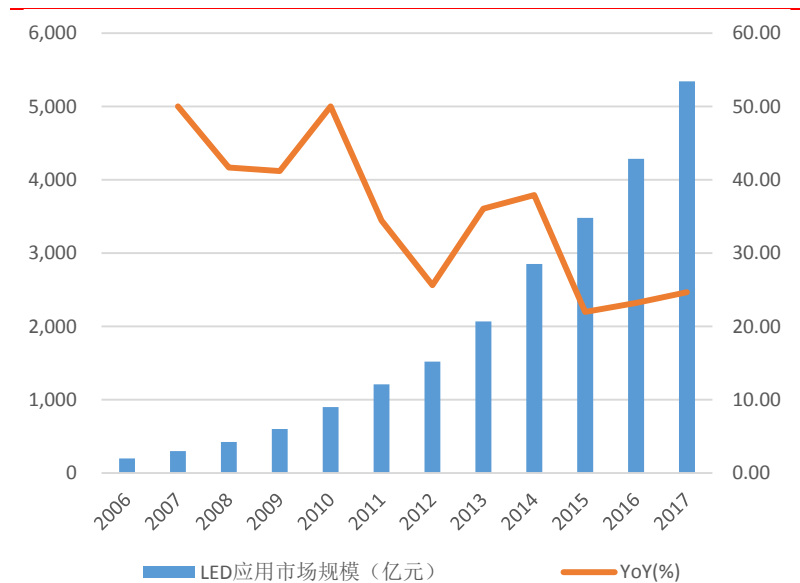
数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

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,2020 年出货目标 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。

### 3.7 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对 DLP 替代，未来将有望受益于 mini/micro LED 的推广及应用。据国家半导体照明工程研发及产业联盟统计，2017 年 LED 显示市场规模达到 5343 亿元，同比增长 24.66%，继续维持较高行业增速。而从下游应用来看，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。

图 32 国内 LED 应用市场规模示意图



数据来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟，上海证券研究所

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、洲明科技）将高度受益。

## 四、重点推荐公司

### 4.1 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

## 4.2 金禾实业

### 剥离华尔泰影响业绩，食品添加剂毛利率下滑

公司营业收入及净利润均出现下滑吗，其主要原因是剥离华尔泰及部分产品出现降价所致。公司大宗化学品 2018 年实现营收 17.15 亿元，同比下降 12.11%，毛利率 32.25%，同比提升 3.17 个百分点。剔除华尔泰影响后，公司营收增长 2.53%，归母净利润下滑 8.42%。公司食品添加剂业务 2018 年实现营业收入 17.53 亿元，同比增长 7.80%；毛利率为 42.76%，同比下降 8.66 个百分点。主要是三氯蔗糖及乙基麦芽酚等产品降价所致。

### 安赛蜜价格稳步提升，三氯蔗糖产能迅速扩张

公司高倍甜味剂产品主要有安赛蜜和三氯蔗糖，目前公司拥有年产 12000 吨安赛蜜和 3000 吨三氯蔗糖产能。公司是全球最大安赛蜜生产商，产品价格连续多年维持稳步上升，18 年单吨含税价涨至为 5.5 万元左右，并且 19 年仍在提升。三氯蔗糖是公司近年来的重要发展方向，从初始 500 吨产线，到 1500 吨产能扩建，再到技改扩至 3000 吨，产能的扩大及释放都较为顺利，尽管产品价格出现了大幅下降，但公司的成本优势显著，有望复制安赛蜜的成功之路。此外，受行业扩产及潜在扩产计划影响，乙基麦芽酚产品价格出现了大幅回落，中短期内预计将呈现供大于求的市场格局。

### 产业链协同提供成本优势，定远一期进展顺利

公司在传统的合成氨行业基础上，持续拓展产业链，实现了横向和纵向延伸，形成基础化工和精细化工的产业链协同；公司自产的高压蒸汽用于自供和发电，发电后的中压蒸汽进入生产环节，生产之后的低压蒸汽再进入高压管网用于发电；同时，三氧化硫、双乙烯酮等核心原材料实现自供；多项举措保障了公司低成本、高效率运行，在行业内拥有明显的竞争优势。

此外，公司新项目扩产进展有条不紊，以金轩科技作为实施主体的循环经济产业园一期项目中年产 4 万吨氯化亚砷、年产 1 万吨

糠醛、30MW 生物质锅炉热电联产和污水处理项目的土建主体工程均已按时封顶，关键设备订货已完成，预计将于 19 年年中建成投产。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司在 2019、2020 和 2021 年将实现营业收入 47.47、52.73 和 57.19 亿元，同比增长 14.85%、11.09% 和 8.47%，归属于母公司股东净利润为 9.76、11.46 和 13.12 亿元，同比增长 7.06%、17.48% 和 14.45%，每股 EPS 为 1.75、2.05 和 2.35 元。

#### 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4132.80	4746.59	5273.06	5719.47
年增长率	-7.75%	14.85%	11.09%	8.47%
归属于母公司的净利润	911.58	975.92	1146.47	1312.16
年增长率	-10.83%	7.06%	17.48%	14.45%
每股收益 (元)	1.63	1.75	2.05	2.35

数据来源：Wind 上海证券研究所

### 4.3 浙江龙盛

#### 染料及中间体价格中枢上移推动业绩提升，节后价格再反弹

公司 2018 年预计实现归属于母公司股东净利润 40-42 亿元，同比增加 15.26-17.26 亿元，同比增长 61.69%-69.78%；扣非后归属于母公司股东净利润为 37-39 亿元，同比增长 102.41%-113.35%。公司业绩增长主要原因是染料及中间体价格同比出现大幅提升。从单季度数据来看，2018 年前三季度扣非后归母净利润分别为 7.64、10.49 和 12.63 亿元，而 Q4 季度扣非后归母净利润 6.23-8.23 亿元，环比出现下降，主要是因为 Q3 季度末染料价格出现了环比回落。据七彩云电商统计，活性黑和 H 酸价格 18 年 8 月开始回落，从 35-37 和 46-48 元/公斤降至 12 月的 25-26 和 33-34 元/公斤，分散黑 18 年 9 月开始回落，从 41-43 元/公斤降至 34-35 元/公斤。目前来看，节后染料及中间体价格出现企稳回升，分散黑、H 酸、对位酯均有 2 元/公斤左右涨幅。随着旺季到来、环保回头看再临及苏北化工园区关停企业名单公示，预计 19 年上半年染料价格将再现普涨行情，全年价格中枢有望同比小幅提升。

#### 中间体持续向好，地产业务将逐步发力

间苯二酚自三井和 INDSPEC 退出后，行业供给不足，价格从 2017 年 Q2 季度的单吨 4 万一路上扬，2018 年 Q3 季度均价提升至 9 万/吨，带动公司中间体业务毛利大幅提升。此外，公司地产业务有序开展。公司重点项目是上海的华兴新城、大统基地和黄山路项目，华兴新城项目居民动迁工作已近尾声；大统基地已取得总体设计文件批复和建设用地批准书；黄山路项目一期工程报批顺利，二



期已完成方案设计，地产板块将在未来为公司带来丰厚利润。

此外，公司 18 年 12 月公告称拟实施 5-10 亿元股份回购，并于 19 年 2 月 28 日公告累计回购股份 6700 万股，成交金额超 6.48 亿元，彰显公司信心。

#### 盈利预测与估值

基于染料及中间体价格 18 年中枢大幅上移，我们上调对公司的业绩预测。预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 201.40 亿、228.25 亿和 272.11 亿元，增速分别为 33.37%、13.33% 和 19.21%；归属于母公司股东净利润分别为 41.44 亿、45.33 亿和 57.59 亿元，增速分别为 67.53%、9.38% 和 27.05%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.27、1.39 和 1.77 元。

#### 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15100.90	20140.32	22824.98	27210.62
年增长率	22.22%	33.37%	13.33%	19.21%
归属于母公司的净利润	2473.79	4144.33	4532.93	5758.88
年增长率	21.92%	67.53%	9.38%	27.05%
每股收益 (元)	0.76	1.27	1.39	1.77

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 4.4 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试产。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

## 4.5 利亚德

### 夜游板块拖累业绩，小间距维持高增长

公司 2018 年净利润增速大幅低于之前预期水平，主要系夜游板块不及预期及去年同期美国平达和 NP 公司递延所得税影响所致。夜游板块受政策影响较大，自政策收紧之后，多地政府对于相关项目的审查趋严，投入缩减甚至停止，公司也对夜游项目进行了更为严格的审核和筛选。公司未来重心将集中在显示业务上，继续扩大全球市场占有率，继续引领全球显示技术的发展。2018 年，公司新签订单及新中标订单总额 118 亿元，其中小间距电视新签订单及新中标订单同比增速 40% 以上。此外，经营性现金流净额实现 8.5 亿元；有业绩承诺的所有公司均完成或超额完成业绩承诺。

### LED 显示保持优势，文旅、VR 稳步增长

智能显示是公司目前营收占比最大的板块，也是未来持续重点发展的方向，公司通过持续的研发引领市场，目前公司的智能显示市占率和品牌影响力方面都位居市场首位。在产品方面，公司开发多种产业链显示产品，根据不同客户需求和类型开发新产品，如智能会议系统。技术方面，继续向更小间距突破，已经在发布会上首次公开推出 Micro 产品。销售方面，针对不同客户类别，采用大客户形式、直销及渠道销售方式。

此外，公司文化旅游和 VR 板块稳步增长，尽管部分客户也是政府部门，但因占比较小，且付款方式与直销的显示业务一样。VR 板块依托 NP 的技术和产品，进行国内市场的开拓，未来随着产品开发和市场渗透，有望维持快速增长。

#### 盈利预测与估值

基于公司一季报业绩回暖，且环比出现提升，我们认为在夜游板块相对紧缩的情况下，公司整体增速仍然可观，估值水平有望得到修复。我们预计公司在 2018-2020 年将实现营业收入 77.51、98.32 和 119.31 亿元，同比增长 19.79%、26.86% 和 21.34%，归属于母公司股东净利润为 12.60、16.55 和 21.06 亿元，同比增长 4.13%、31.37% 和 27.26%，每股 EPS 为 0.50、0.65 和 0.83 元。

#### 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6470.80	7751.29	9832.92	11931.11
年增长率	47.80%	19.79%	26.86%	21.34%
归属于母公司的净利润	1209.78	1259.78	1655.03	2106.17
年增长率	80.88%	4.13%	31.37%	27.26%
每股收益 (元)	0.48	0.50	0.65	0.83

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 4.6 当升科技

业绩略超市场预期，产品高端享受技术溢价

公司2018年净利润略超市场预期。我们认为主要得益于：1) 动力电池装机量持续高增。上海有色网数据显示，2018年我国新能源汽车动力电池装机总量为56.89GWh，同比增长56.88%，其中，三元电池装机量占比58.17%，同比增加13 pcts。2) 公司毛利率上升，产品结构逐步转向高端而享受技术溢价。2018年三季度以来，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，价差不断拉大；公司高端产品高镍三元正极材料（NCM811）价格更是基本持稳。公司海外销售Mb计价，与国内电解钴原材料价差扩大，对公司毛利率支撑作用明显。3) 公司受益于规模效应，费用率有所下降。

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，已于2017年内启动江苏当升锂电正极材料三期工程，将为公司新增1.8万吨高镍正极材料产能。同时，公司开展常州锂电新材料产业基地的筹建工作，远期规划建成年产能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，预计2023年之前陆续建成投产。随着新增高镍产能的不断投产，公司产品结

构也将继续向高端挺进。高镍正极降本增效，是高能量密度政策导向下的行业趋势。公司作为高镍三元正极材料的领军者，将充分享受行业红利。

#### 进入国内外高端供应链，积极推动产业链上下游协作

国内锂电装机居前的电池企业均是公司客户，包括宁德时代、比亚迪、孚能科技、深圳比克等。公司早在2015年就已向海外著名动力电池客户批量销售高镍动力多元材料。公司在海外拥有一批诸如三星SDI、LG化学、SKI等海外优质电池企业客户，长期以来一直有紧密的业务合作。公司与特斯拉、大众、宝马、现代、日产等国际一线车企也保持着密切的交流与合作，部分国际著名车企配套动力电池已通过认证并开始导入公司动力型正极材料产品，预计2019年逐步实现放量。我们认为公司将显著受益于全球电动化进程的加快。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司2018、2019、2020年营业收入分别为37.30亿、51.90亿和70.69亿元，增速分别为72.87%、39.14%和36.19%；归属于母公司股东净利润分别为3.23亿、4.40亿和6.15亿元，增速分别为29.07%、36.41%和39.74%；全面摊薄每股EPS分别为0.74、1.01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	3730.47	5190.65	7068.96
增长率(%)	61.70%	72.87%	39.14%	36.19%
归属母公司股东净利润	250.02	322.69	440.18	615.10
增长率(%)	151.97%	29.07%	36.41%	39.74%
每股收益(元)	0.68	0.74	1.01	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（PVC、PVA）、高倍甜味剂、染料、农化等细分行业，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、珠光材料等。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

#### 传统：关注优质低估值龙头

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。基于对煤价中长期高位支撑不足判断，我们认为PVC、PVA等煤化工细分行业利润有望

进一步改善;高污染的三氯蔗糖行业有望在 2019 年格局更加明朗,且弱周期及消费属性赋予其长期的被关注价值;染料产品价格年后企稳回升,行业集中度仍在提升;农化子行业关注产能扩张及具有成本优势的龙头企业。重点关注公司为皖维高新、金禾实业、浙江龙盛。

#### 新材料:寻找拐点向上细分行业

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;国六标准实施大限将至,尾气处理材料有望高度受益;珠光材料行业高壁垒特性将加速国内龙头的全球份额提升;此外,半导体耗材受益于下游产能转移及国产化进程提速,小而美龙头有望通过新订单获取带来业绩爆发。重点推荐公司为回天新材、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。