

中性

——维持

日期：2019年05月28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/中期策略

周期筑底关注弱周期龙头，聚焦新材料成长领域

—2019年基础化工行业中期投资策略

■ 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，传统主线中我们建议关注弱周期及消费类子行业（PVA、磷肥、高倍甜味剂、日化、部分农药等），新材料主线中建议关注胶粘剂、面板及半导体配套材料、尾气净化材料、珠光材料、LED应用、锂电材料（正极、隔膜等）、光伏材料等。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

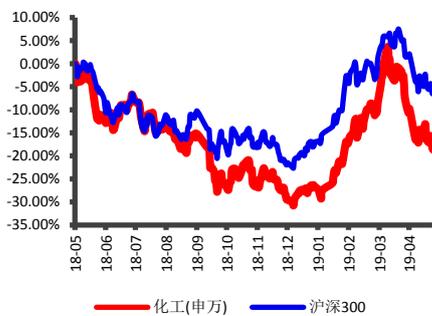
传统：关注弱周期及消费类龙头

我们认为大部分传统周期行业第一波产品价格见底已经陆续确认，短期内预计将会平稳；但从中期来看，龙头企业扩产持续进行，环保督查边际改善效应削弱，行业供需关系或将持续恶化，影响产品价格及利润水平，甚至部分进口替代空间较大的子行业也存在这些问题。因此，我们认为聚氨酯、煤化工等子行业估值进一步修复的空间较小，但ROE等数据较好，白马龙头具有长期关注价值，尤其是超跌后的机会；弱周期及消费类子行业经营相对较为稳定，我们建议关注供需格局持续优化的PVA行业（皖维高新）、磷肥行业，三氯蔗糖价格触底的高倍甜味剂行业（金禾实业），分散度较高及国产品牌升级的日化品行业。此外，对于产品仍有涨价动力的部分杀虫剂产品也值得关注。重点关注公司为皖维高新、金禾实业。

新材料：关注优质成长龙头

随着国内产品技术持续提升，陆续出现了多个进口替代子行业，并且替代品种仍在增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大且升级能力强的优势使得包括面板在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。从另一方面来看，外资化企持续在国内投建生产企业、寻求并购标的，期望能够获取优质资源和扩大市场，但大型外企的管理成本及经营模式使其难以应对国产替代进程，逐步退入金字塔塔尖区域，尽管塔尖区域附加值较高，但对于中端市场的掌控力的消退也将市场份额逐步让出。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、面板及半导体配套材料行业、珠光材料行业、尾气处理材料，并关注高速增长LED应用行业（利亚德等）。同时，新能源行业具有一定的逆周期属性，符合国家改善能源结构的要求。虽然补贴力度退坡，但随着产业技术的不断进步、下游市场需求的持续增长以及海外市场的打开，政策的作用边际弱化，行业逐渐步入市场化主导的成长期。我们建议关注新能源汽车的上游锂电材料（宁德时代、亿纬锂能、当升科技、恩捷股份）以及光伏材料（隆基股份、通威股份）。重点推荐公司为回天新材、利亚德、恩捷股份、

近12个月行业指数与沪深300比较
(截止至2019年5月24日)



报告编号：HLX19-HG-06

相关报告：

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

隆基股份、通威股份。

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。

重点推荐股票业绩预测（截止 2019 年 5 月 27 日）：

代码	股票	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
600063	皖维高新	2.85	0.07	0.12	0.15	40.7	23.8	19.0	1.1	增持
002597	金禾实业	18.03	1.63	1.75	2.05	11.1	10.3	8.8	2.7	增持
300041	回天新材	8.63	0.28	0.38	0.5	30.8	22.7	17.3	2.1	增持
300296	利亚德	7.7	0.5	0.66	0.86	15.4	11.7	9.0	2.5	增持
002812	恩捷股份	54.82	1.21	1.76	2.17	45.3	31.1	25.3	6.4	增持
601012	隆基股份	23.9	0.93	1.12	1.43	25.7	21.3	16.7	4.4	增持
600438	通威股份	15.46	0.52	0.78	1.05	29.7	19.8	14.7	4.1	增持

数据来源：wind 上海证券研究所

目 录

一、化工行业概况	5
1.1 行业景气顶点已过，净利润同比出现下滑	5
1.2 子行业：民爆、粘胶、日化仍有增长，多数利润下滑	6
1.3 基础化工行业市场继续呈现弱势	7
二、油价存下跌预期，化工品走势存疑	8
2.1 化工品继续筑底，未来走势或将继续分化	8
2.2 油价反弹或将结束，短期高油价承压	10
三、传统主线：关注优质弱周期及消费类龙头	11
3.1 PVA 行业	11
3.2 高倍甜味剂行业	13
3.3 磷肥行业	13
四、新材料主线：关注优质成长龙头	14
4.1 胶粘剂：原材料降价伊始，利润率有望提升	15
4.2 锂电材料：下游高增，强者恒强	17
4.2.1 下游新能源车需求高增拉动中上游	17
4.2.2 补贴大幅退坡，坚持扶优扶强	18
4.2.3 跻身海外供应链的隔膜龙头受益于全球电动化加速	19
4.3 光伏材料：国内市场即将启动，海外需求续热	21
4.3.1 海外需求续热，装机稳步向上	21
4.3.2 政策陆续落地，国内需求即将启动	22
4.4 LED 应用：小间距继续井喷，新技术加速接棒	24
五、重点推荐公司	25
5.1 皖维高新	25
5.2 金禾实业	27
5.3 回天新材	28
5.4 利亚德	29
5.5 恩捷股份	30
5.6 隆基股份	31
5.7 通威股份	32
六、总结	33
七、风险提示	34

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 近两季度基础化工子行业营收 YoY	7
图 8 近两季度基础化工子行业归母净利润 YoY	7
图 9 2019 年初至今 A 股基础化工板块表现	7
图 10 A 股行业估值情况	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 历年国内一铵产量、出口量及表观消费量示意图	14
图 20 历年国内二铵产量、出口量及表观消费量示意图	14
图 21 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图	15
图 22 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图	16
图 23 胶粘剂下游细分市场示意图	16
图 24 2017-2019Q1 新能源汽车累计产量 (万辆)	17
图 25 2017-2019Q1 新能源汽车累计销量 (万辆)	17
图 26 2017-2019Q1 动力电池装机 (GWh) 及变化	18
图 27 2018 车型月度装机 (GWh) 及乘用车装机占比	18
图 28 2017 年动力电池企业装机量占比	18
图 29 2018 年动力电池企业装机量占比	18
图 30 我国锂电池隔膜销量及同比变化情况	19
图 31 全球新增光伏装机及变化	21
图 32 我国新增光伏装机及变化	21
图 33 光伏组件当月出口数量 (MW)	22
图 34 光伏组件当月出口金额 (亿美元)	22
图 35 硅片价格变化	22
图 36 光伏电池片价格变化	22
图 37 国内 LED 应用市场规模示意图	25

表

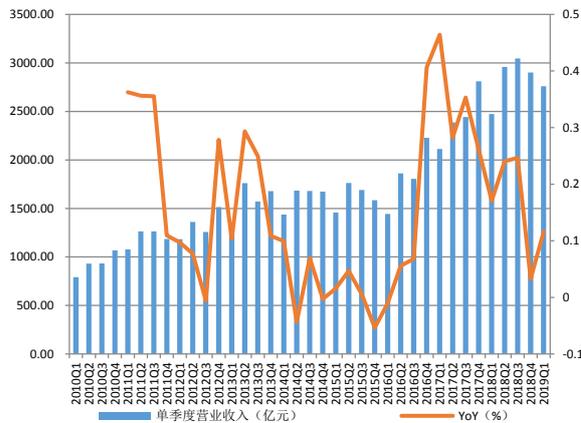
表 1 2018、2019 纯电动乘用车补贴基数及调整系数	19
表 2 全球各大车企新能源汽车的战略规划	20
表 3 2018-2019 光伏电价情况	23
表 4 第一批光伏平价项目并网情况	24

一、化工行业概况

1.1 行业景气顶点已过，净利润同比出现下滑

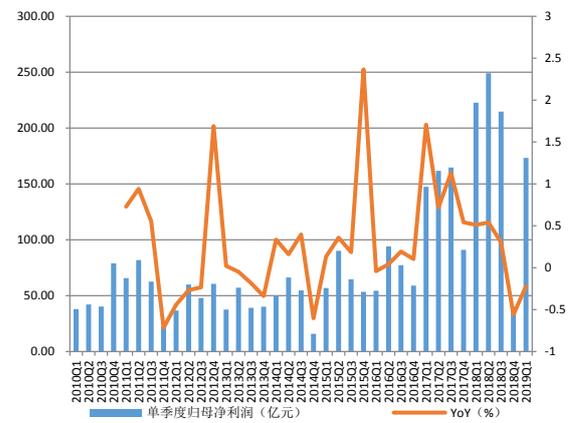
我们选取了 172 家 2010 年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，基础化工行业 172 家企业单季度营业收入之和自 2016 年 Q2 季度起呈现同比上升趋势，并且在 2017 年 Q1 季度达到增速峰值 (46.41%)，之后增速呈现下滑趋势，2018 年 Q4 季度一度只有个位数增长，19 年 Q1 季度增速略有回升，提升至 11.59%；从归母净利润情况来看，2017 年 Q1 季度增速达到 170% 之后逐步下滑，2018 年 Q4 季度增速变负值，19 年 Q1 季度尽管降幅缩窄，但仍有 22% 的降幅。基础化工行业整体进入景气期后增长乏力，尽管环保趋严能够剔除一些落后及小产能，但龙头企业扩产仍然会导致行业供给出现恶化，我们预计未来行业整体波动将以油价中枢为指导，平稳期表现将会与行业内补库存、去库存小周期较为一致，若油价下跌，将有整体价格中枢下移可能。

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

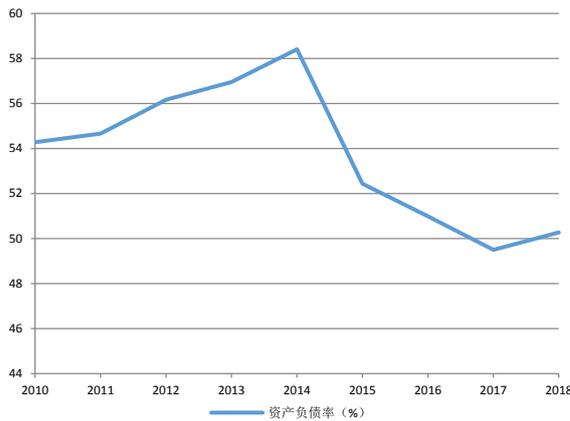
图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

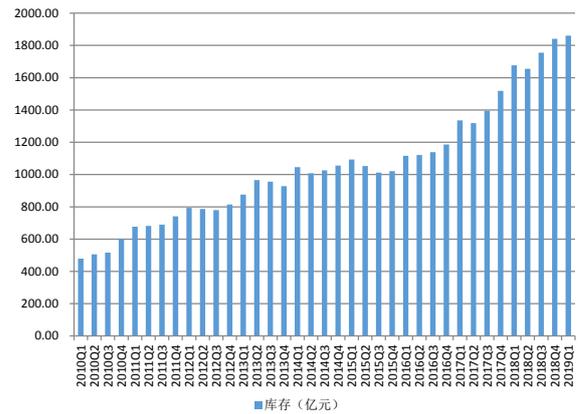
据 Wind 数据显示，2014 年之后负债率出现下降，2017 年降至 49.50%，为近年来低位，随着企业扩产启动，18 年负债率有所提升。从库存情况来看，随着龙头企业产能扩张及产品价格提升影响，库存水平自 16 年起也逐步提升，但 18 年多数化工品价格高位回落，而库存仍在持续提升，行业供需格局一定程度上出现恶化，加速了去库存周期的到来。

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

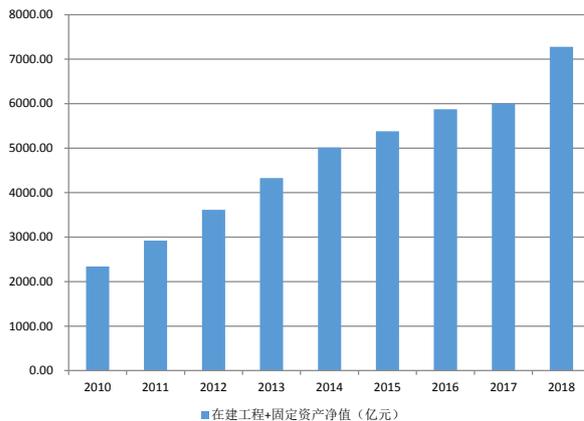
图 4 历年基础化工行业库存示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

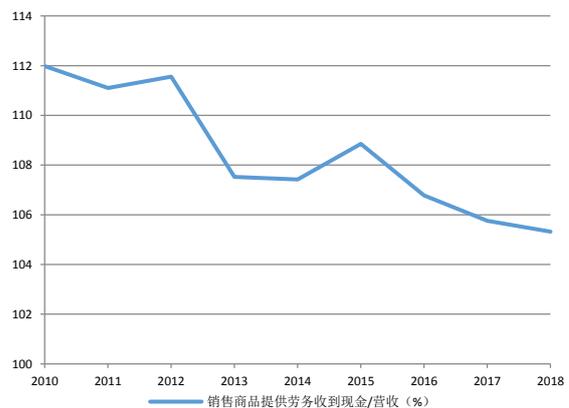
据 Wind 数据显示,基础化工行业在建工程和固定资产之和呈现上升趋势,尤其是 2018 年出现了较大提升,随着环保督查持续深入,规模优势显现,龙头企业逐步扩产补充清退产能空缺。尽管销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入比值逐步下降,但仍高于 100%。

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: 民爆、粘胶、日化仍有增长, 多数利润下滑

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,民爆、氯碱、钾肥、磷化工、涤纶、锦纶等子行业 19 年 Q1 增速较好,复合肥、塑料制品、氟化工有所下滑;归母净利润方面,民爆、粘胶、树脂、印染、锦纶等子行业同比涨幅较大,农药、氮肥、复合肥、纯碱、氟化工、聚氨酯、塑料制品等子行业出现下滑。

图 7 近两季度基础化工子行业营收 YoY

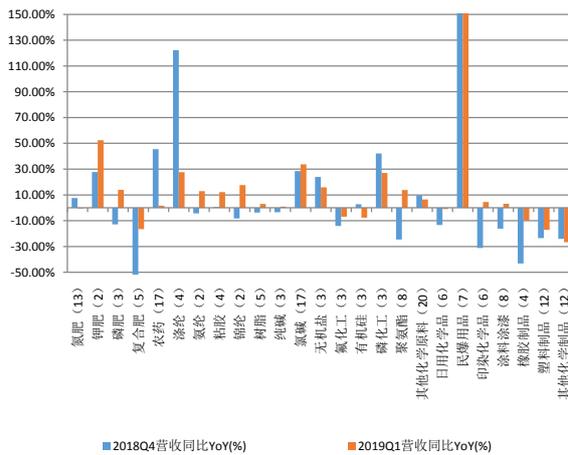
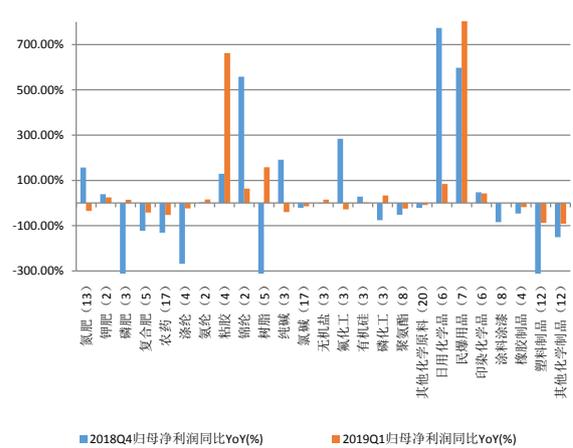


图 8 近两季度基础化工子行业归母净利润 YoY



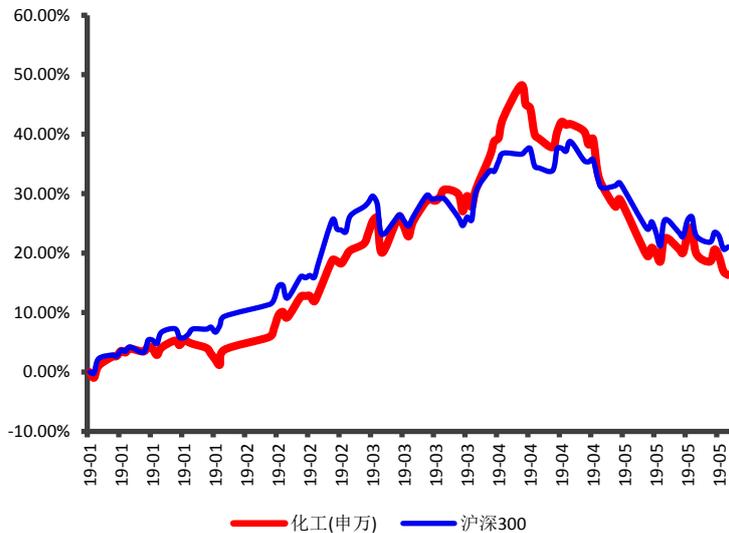
数据来源: Wind 上海证券研究所

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 2019 年年初至今, 基础化工板块略跑输于沪深 300 指数, 但部分题材股表现强劲, 华昌化工、元力股份、德威新材、百傲化学、凯龙股份均实现翻倍; 白马股万华化学、扬农化工、浙江龙盛、鲁西化工等均走势强劲。

图 9 2019 年初至今 A 股基础化工板块表现

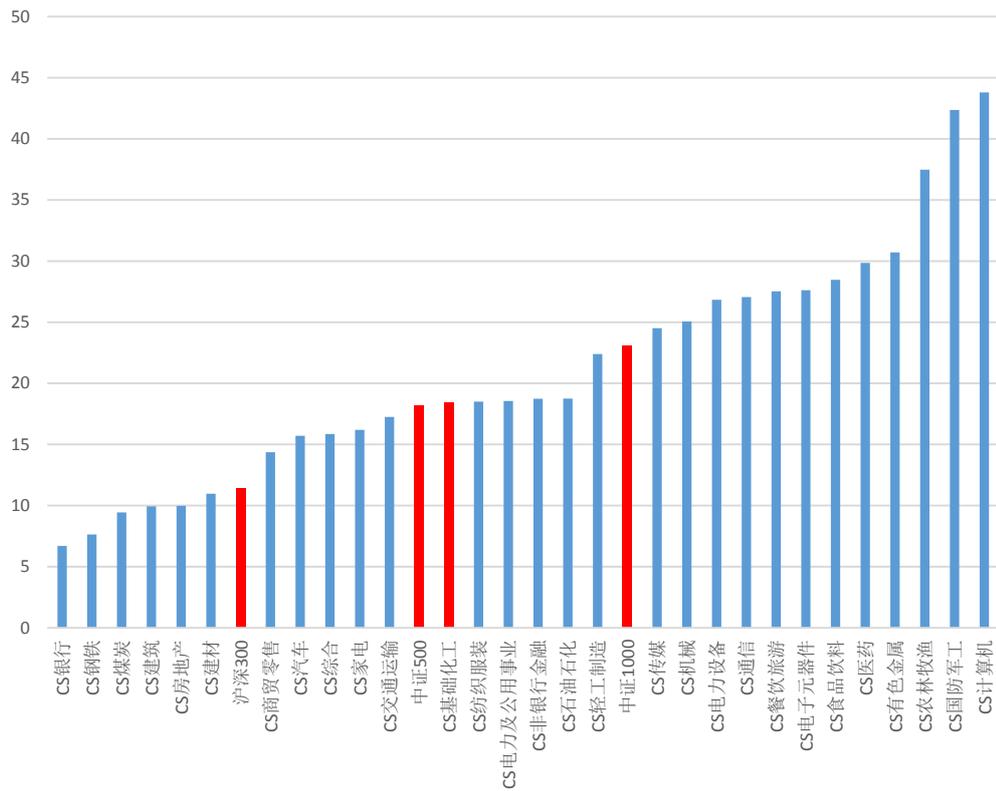


数据来源: wind, 上海证券研究所

从估值上看, 基础化工 PE (TTM) 为 21.63 倍 (剔除负值后为 18.41 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 12), 低于中证 1000, 高于中证 500 和沪深 300。

图 10 A 股行业估值情况



数据来源: wind, 上海证券研究所

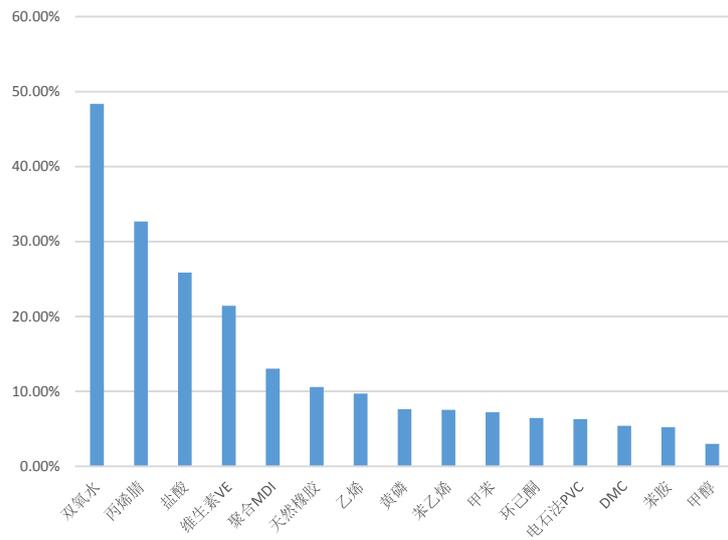
二、油价存下跌预期，化工品走势存疑

2.1 化工品继续筑底，未来走势或将继续分化

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 35 个，双氧水、丙烯腈、盐酸、VE、聚合 MDI、天胶等涨幅居前，均超过了 10%；烧碱、醋酸、硫酸、PA66、R125、VC 等跌幅居前，43 个产品跌幅超过 10%，整体跌幅大于涨幅。

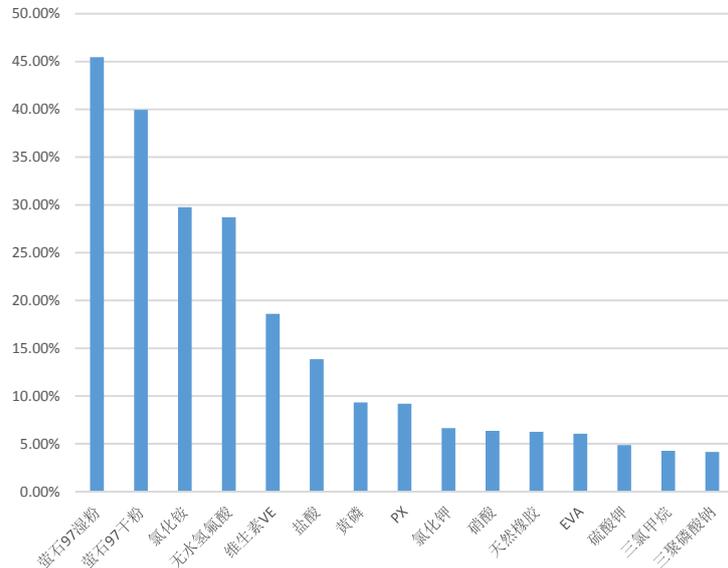
图 11 价格较 19 年初涨幅居前产品示意图



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 23 个，萤石、氯化铵、无水氢氟酸、VE、盐酸涨幅居前，均超过 10%；TDI、醋酸、苯胺、PC、DMC、107 胶、丙酮、VC、生胶等跌幅居前，11 个产品跌幅超过 40%，23 个产品跌幅超过 30%，同比下跌幅度较大。

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轮流进行，从一季度情况来看，多数行业第一期底部信号已经确认，未来随着环保督查持续深入及新产能投放的互相制约，多数行业供需格局能够维持相对稳定状态。但贸易摩擦升级短期内不排除对化工行业下游需求造成影响，叠加油价下跌预期存在，行业存在二次筑底的可能性。对于行业集中度

相对较高的细分子行业尽管存在年内周期波动，但供需格局稳定，价格中枢将企稳，甚至回升。

2.2 油价反弹或将结束，短期高油价承压

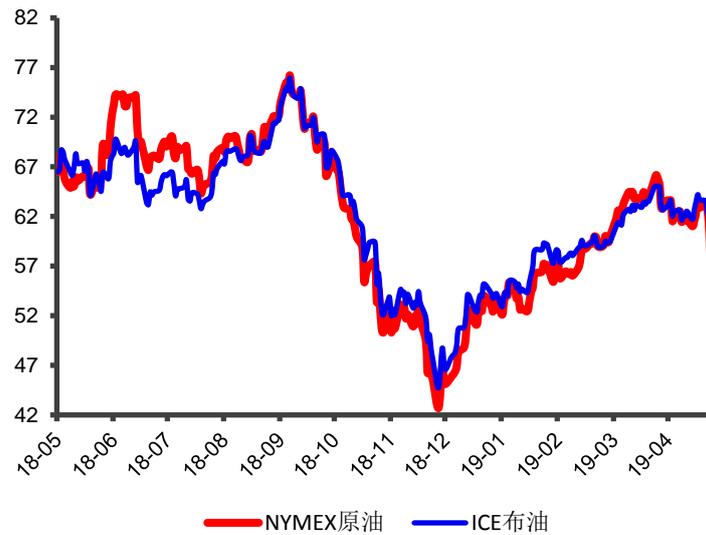
年初以来，油价进入上行通道，美油和布油一度突破 66 和 73 美元，OPEC 减产及地缘政治对油价形成了强力支撑，委内瑞拉局势继续恶化导致原油出口不断下降，美国对伊朗制裁及中东动荡局势使得对市场的悲观预期暂时得以消退。但我们认为随着美油产量提升及地缘政治影响的边际效应持续减弱，除非中东地区出现失控状态，中短期来看油价将难以维持高位。

供应方面：美国能源信息署(EIA)公布报告显示，截至 5 月 17 日当周，美国原油库存增加 474 万桶至 4.768 亿桶，升至 2017 年 8 月以来最高，市场预估为减少 59.9 万桶。更多数据显示，上周俄克拉荷马州库欣原油库存增加 126.6 万桶，连续 5 周录得增长，且升至 2017 年 12 月以来最高水平。与此同时，美国精炼油库存增加 76.8 万桶，创 2 月 15 日当周(14 周)以来最大增幅，市场预估为减少 4.8 万桶。美国汽油库存增加 371.6 万桶，创 1 月 25 日当周(17 周)以来最大增幅，市场预估为减少 29.9 万桶。此外，上周美国国内原油产量增加 10 万桶至 1220 万桶/日。

美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)周五(5 月 17 日)公布数据显示，截至 5 月 17 日当周，美国石油活跃钻井数减少 3 座至 802 座，连降两周且五周内四周录得下降。更多数据显示，截至 5 月 17 日当周美国石油和天然气活跃钻井总数减少 1 座至 987 座。

需求方面：EIA 在月度《短期能源展望》报告预计，2019 年美国石油日需求将增加 36 万桶。2020 年，美国石油需求将增加 25 万桶。该机构预计，2019 年 4 月-9 月，美国将成为汽油、混合油的净出口国，这是 1960 年以来首次。在页岩油的推动下，美国已成为全球最大的原油生产国，2018 年的产量接近 1100 万桶，打破了 1970 年创下的年度纪录。EIA 在此前发布的年度能源展望报告中已经预测，随着美国原油和天然气产量的增加以及国内需求的减少，美国明年将成为能源净出口国，为 70 年来首次。

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：关注优质弱周期及消费类龙头

我们认为大部分传统周期行业第一波产品价格见底已经陆续确认，短期内预计将会平稳；但从中期来看，龙头企业扩产持续进行，环保督查边际改善效应削弱，行业供需关系或将持续恶化，影响产品价格及利润水平，甚至部分进口替代空间较大的子行业也存在这些问题。因此，我们认为聚氨酯、煤化工等子行业估值进一步修复的空间较小，但 ROE 等数据较好，白马龙头（万华化学、华鲁恒升、鲁西化工）具有长期关注价值，尤其是超跌后的机会；弱周期及消费类子行业经营相对较为稳定，我们建议关注供需格局持续优化的 PVA 行业（皖维高新）、磷肥行业（新洋丰、云天化），三氯蔗糖价格触底的高倍甜味剂行业（金禾实业），分散度较高及国产品牌升级的日化品行业（上海家化、珀莱雅）。此外，对于产品仍有涨价动力的部分杀虫剂产品也值得关注（湖南海利）。

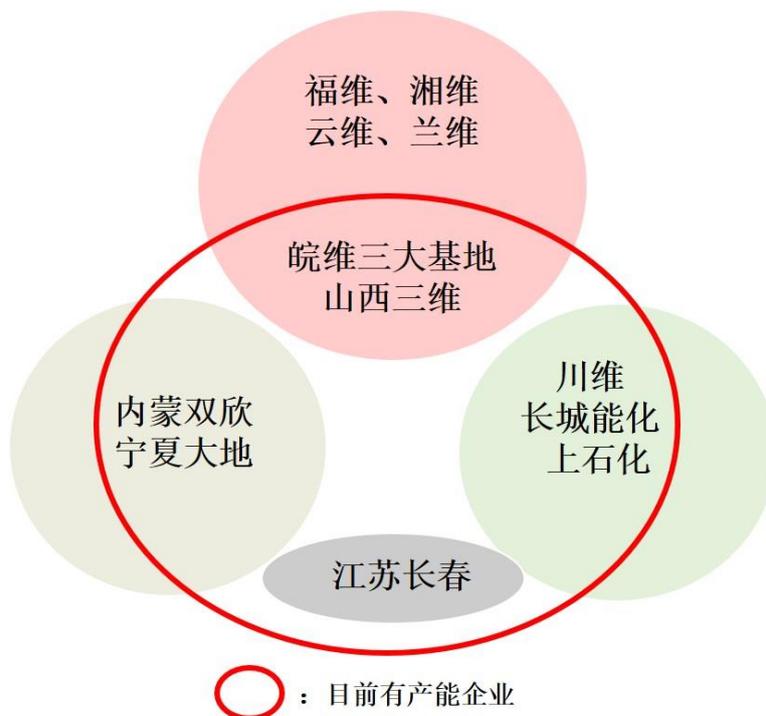
3.1 PVA 行业

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%。

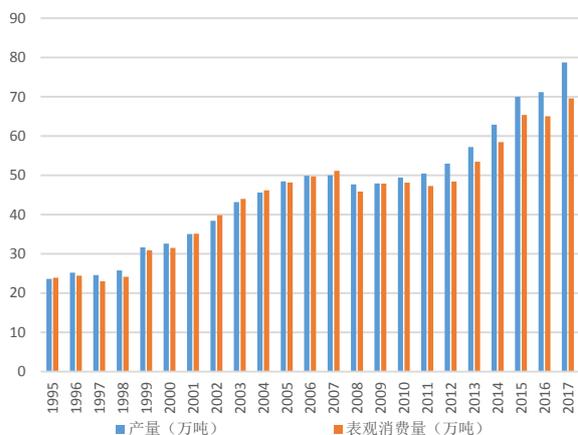
图 14 PVA 行业主要产能来源示意图



数据来源: 百川资讯 上海证券研究所

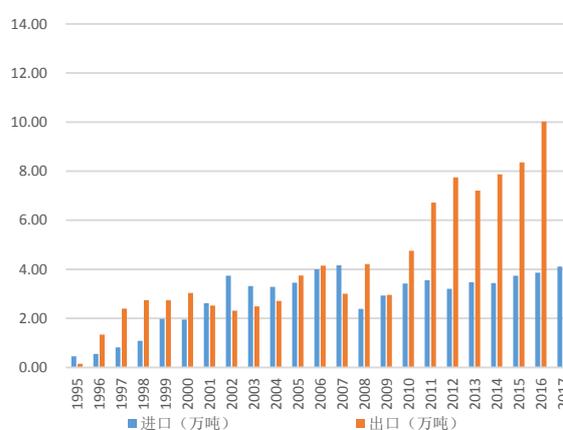
从进出口数据来看,我国 PVA 进口量远低于出口量,且趋于稳定,而出口量近年来连创新高。2010 年出口量在 4 万吨左右,之后在 2011 和 2017 年上两次台阶,2017 年出口量达到 13.27 万吨,同比增长 32.3%。

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 16 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。

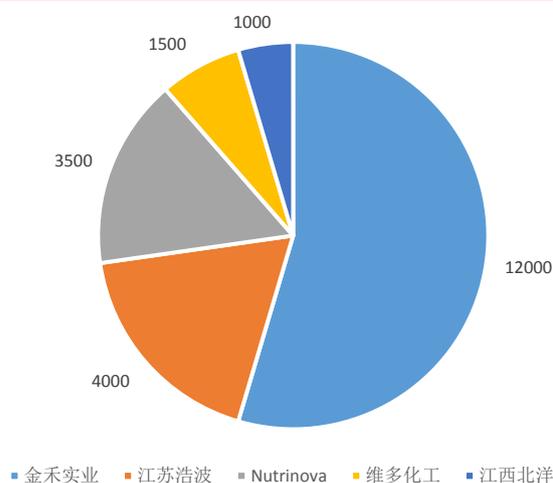
3.2 高倍甜味剂行业

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。

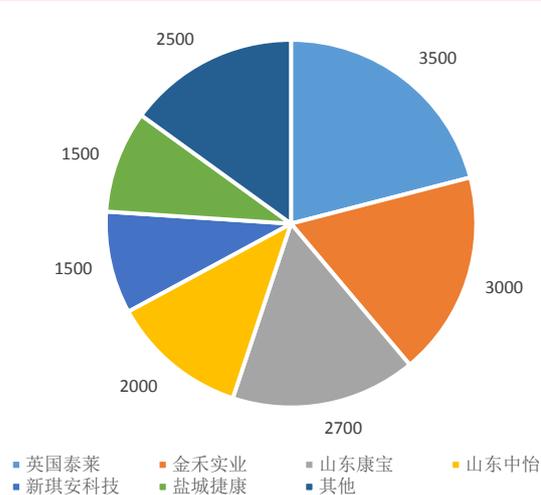
三氯蔗糖方面,英国泰莱是最早进行三氯蔗糖研发和批量生产的企业,目前拥有 3500 吨产能;国内企业中,金禾实业拥有 3000 吨产能,山东康宝 2700 吨产能,山东中怡 2000 吨产能,但存在部分产能因环保等各种问题无法顺利释放的问题。18 年三氯蔗糖价格在 20-25 万/吨,低于多数中小厂商成本。未来随着成本线压制和环保趋严,行业龙头有望享受市占率及价格的双提升(行业龙头:金禾实业)。

图 17 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 18 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 磷肥行业

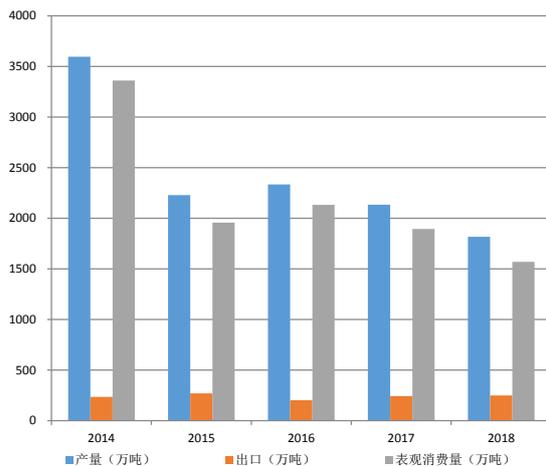
国内磷肥行业目前处于景气稳定期,受上游限产影响,行业供给继续收缩,下游需求方面相对稳定,海外出口仍然量较大。

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,产品价格大幅上涨,对磷肥生产企业带来了较大的成本提升,加速了行业出清,随着下游产

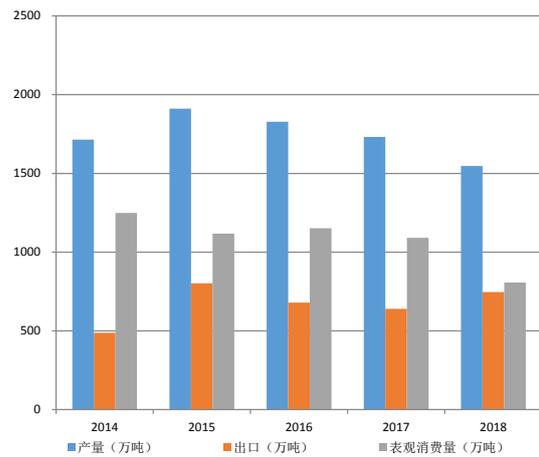
量减少，磷矿石价格也在近期出现回落。

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%，2018 年分别为 1818 万吨和 1548 万吨，同比减少 14.80% 和 10.61%，较 14 年的 3597 万吨和 1714 万吨有大幅回落。从出口量方面来看，17 和 18 年一铵的出口量同比增长 20.04% 和 2.39%，二铵出口量同比增长 -5.84% 和 16.69%，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受益（新洋丰、云天化等）。

图 19 历年国内一铵产量、出口量及表观消费量示意图 图 20 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



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

四、新材料主线：关注优质成长龙头

随着国内产品技术持续提升，陆续出现了多个进口替代子行业，并且替代品种仍在增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大且升级能力强的优势使得包括面板在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。从另一方面来看，外资化企持续在国内投建生产企业、寻求并购标的，期望能够获取优质资源和扩大市场，但大型外企的管理成本及经营模式使其难以应对国产替代进程，逐步退入金字塔塔尖区域，尽管塔尖区域附加值较高，但对于中端市场的掌控力的消退也将市场份额逐步让出。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、面板及半导体配套材料行业（飞凯材料、鼎龙股份、晶瑞股份等）、珠光材料行业（坤彩科技）、尾气处理材料，并关注高速增长 LED 应用行业（利亚德、洲明科技等）。

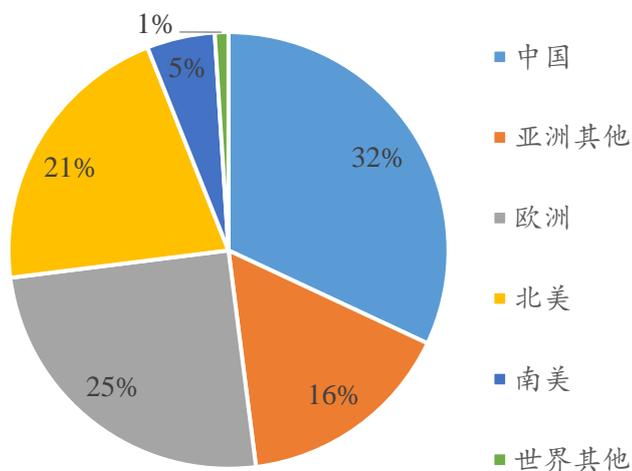
新能源行业具有一定的逆周期属性，符合国家改善能源结构的要求。虽然补贴力度退坡，但随着产业技术的不断进步、下游市场

需求的持续增长以及海外市场的打开，政策的作用边际弱化，行业逐渐步入市场化主导的成长期。我们建议关注新能源汽车的上游锂电材料（宁德时代、亿纬锂能、当升科技、恩捷股份）以及光伏材料（隆基股份、通威股份）。

4.1 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）。

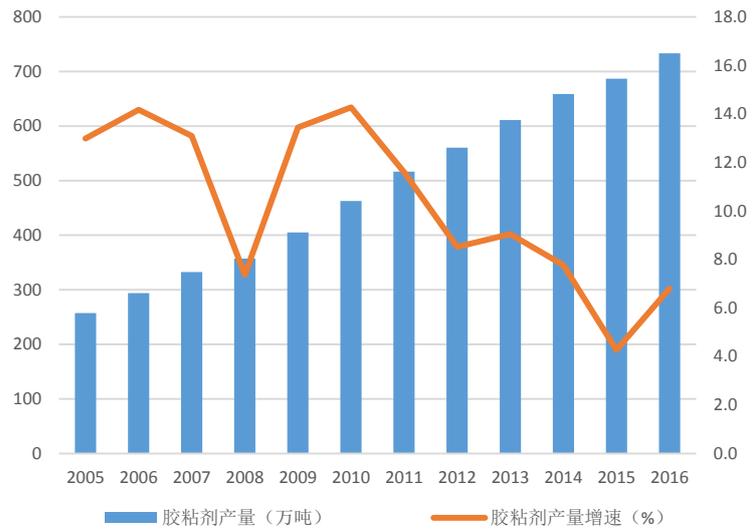
图 21 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



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%。

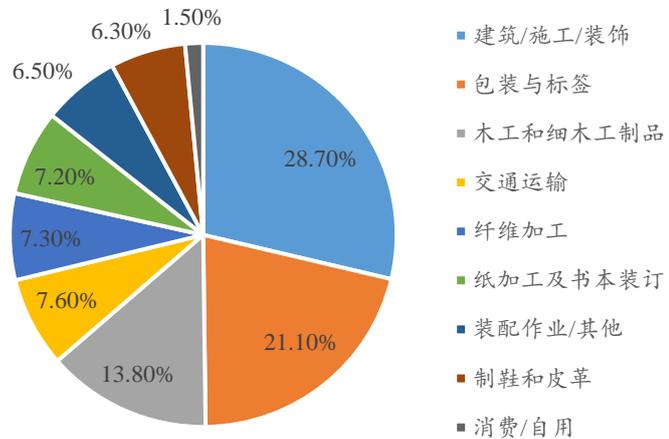
图 22 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



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 23 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。

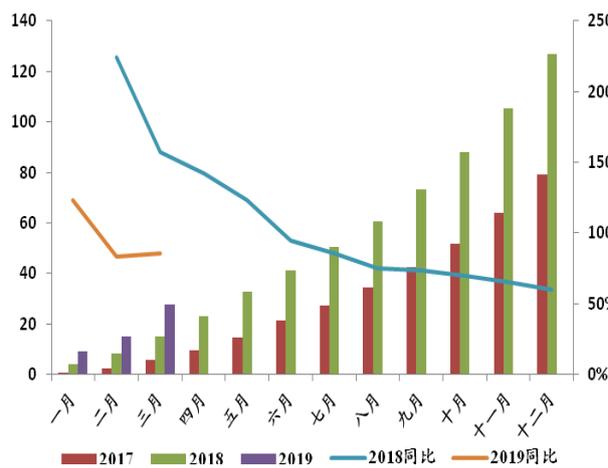
随着上游有机硅及聚氨酯原材料大幅下跌，DMC、107 生胶、聚合 MDI 等多个原材料同比出现了大幅下跌，胶粘剂企业的成本中枢有望持续改善，企业利润将会加速释放。前期布局完善的行业公司龙头（回天新材等）将高度受益。

4.2 锂电材料：下游高增，强者恒强

4.2.1 下游新能源车需求高增拉动中上游

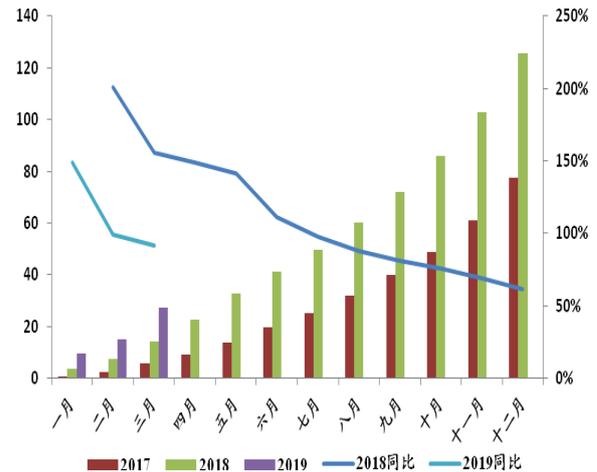
新能源汽车产销量持续高增。2018 年新能源汽车产销量维持高速增长。中汽协数据显示，2018 年全年新能源汽车累计实现产销量分别为 127.05 万辆和 125.60 万辆，同比分别增长 60% 和 61.65%。2019 年一季度补贴新政尚未出台，下游抢装明显。2019 年一季度新能源汽车累计实现产销 27.81 万辆和 27.42 万辆，同比分别增长 85.40% 和 91.75%。“十三五”规划要求在 2020 年我国将计划实现产销 200 万辆以上的新能源汽车。

图 24 2017-2019Q1 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 25 2017-2019Q1 新能源汽车累计销量（万辆）



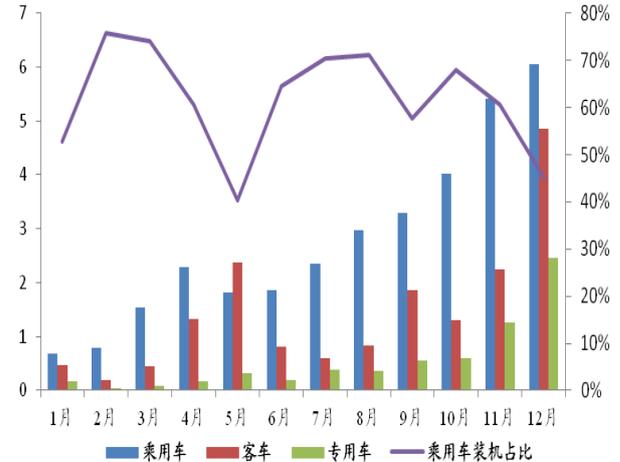
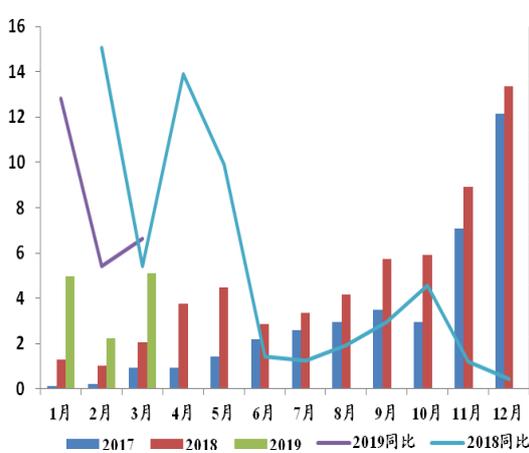
数据来源：中汽协，上海证券研究所

下游新能源车产销量的高速增长拉动上游锂电材料的需求。2018 年全年实现动力电池装机 56.98GWh，同比增长 53.83%。其中新能源乘用车装机量 33.06GWh，占比达 58.01%；新能源客车装机 17.33GWh，占比 30.41%；新能源专用车装机 6.6GWh，占比 11.58%。

2019 年一季度实现动力电池装机 12.32GWh，同比增长 178.73%。

图 26 2017-2019Q1 动力电池装机 (GWh) 及变化

图 27 2018 车型月度装机 (GWh) 及乘用车占比



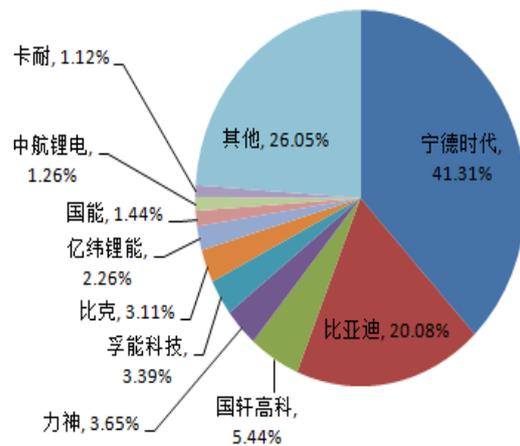
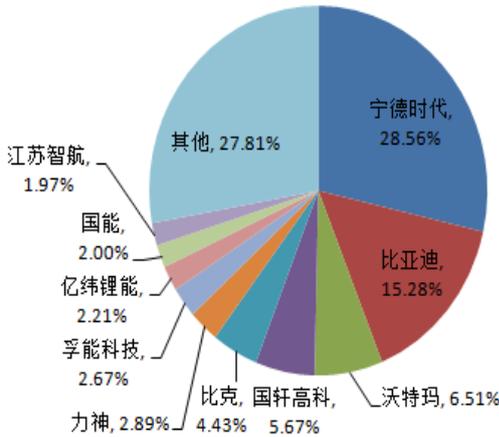
数据来源: GGII, 上海证券研究所

数据来源: GGII, 上海证券研究所

行业集中度提升。2018 年共有 93 家电池芯厂实现了装机供应，较 2017 年减少 9 家。其中 CATL 以 23.54GWh 装机排在首位，占比 41.31%；比亚迪以 11.44GWh 装机排名第二，占比 20.08%；两家合计占比超六成。2019Q1 两家合计实现装机 9.16GWh，占比提升至 74%。2018 年装机 CR5 达 73.87%，CR10 达 83.06%。而 2017 年装机 CR5 为 60.45%，CR10 为 72.19%，行业集中度显著提升。

图 28 2017 年动力电池企业装机量占比

图 29 2018 年动力电池企业装机量占比



数据来源: 真锂研究, 上海证券研究所

数据来源: 真锂研究, 上海证券研究所

4.2.2 补贴大幅退坡，坚持扶优扶强

2019 年 3 月 26 日，财政部、工业和信息化部、科技部和发展改革委四部委联合发布了《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》。重点内容包括：1、国补大幅退坡，补贴基数综合下降程度超 50%；2、2019 年 3 月 26 日至 6 月 25 日为过渡期，期间按 2018 年补贴的 0.1 倍（不符合 2019 指标）和 0.6 倍（符合 2019 指标）

- 补贴；3、过渡期后地补取消，转为支持充电（加氢）等配套设施；
4、电池技术门槛提高，但调整系数下修。

表 1 2018、2019 纯电动乘用车补贴基数及调整系数对比

纯电动续航里程 (km)	2019 补贴基数(万元)	2018 补贴基数(万元)	电池能量密度 (Wh/kg)	2019 调整系数	2018 调整系数
150~200	0	1.5	105~120	0	0.6
200~250	0	2.4	120 (125) ~140	0.8	1
250~300	1.8	3.4	140~160	0.9	1.1
300~400	1.8	4.5	>=160	1	1.2
>=400	2.5	5			

数据来源：财政部、工信部等四部委，上海证券研究所

补贴退坡幅度较大，并向上游动力电池企业传导，动力电池环节或面临进一步降价压力。头部企业在成本、技术、客户等方面的优势凸显，行业集中度有望进一步提升、以量补价，建议关注动力电池行业的绝对龙头（宁德时代）。主要厂商的磷酸铁锂电池的能量密度已达 140Wh/kg，随着补贴大幅退坡，铁锂电池的性价比优势开始显现。同时，车企为弱化供应链风险而寻求与优质二线电池企业合作的意向越发明显。铁锂电池装机高增、斩获海外大客户订单的二线电池企业龙头（亿纬锂能等）有望高度受益。

4.2.3 跻身海外供应链的隔膜龙头受益于全球电动化加速

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。隔膜是锂电材料中技术壁垒较高的材料，也是毛利率最高材料。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。GGII 数据显示，2018 年我国锂离子电池隔膜销量 20.2 亿平米，自 2010 年起 CAGR 高达 56.90%。

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

在能源安全、温室效应、大气污染等因素影响驱动下, 全球范围内推动新能源汽车的发展与普及、减少燃油车的销售与使用, 已成为汽车行业发展重要趋势。全球主流车企纷纷制定了新能源汽车发展规划, 电动化进程加速。

表 2 全球各大车企新能源汽车的战略规划

车企	新能源汽车战略规划
大众	2020 年前在中国推广 13 款新能源汽车, 产能达到 30 万辆; 2025 年实现新能源车型 80 款, 推出 30 款纯电动汽车, 年产 100 万辆, 年销量占整个集团汽车销量的 25%-30%; 2026 年之后不再对燃油车进行研发投资
宝马	制定“第一战略”, 2020 年之前所有车系都具备电动化选项; 2025 年实现新能源汽车销量占据总销量的 15-25%
通用	2020 年将推出超过 9 款新能源汽车; 2023 年前在中国推出 20 余款纯电动车型
福特	2025 年底在中国推出 50 款汽车车型, 其中包括 8 款纯电动汽车车型
奔驰	投资 100 亿欧元开发新能源汽车, 设立全新完整新能源汽车系列子品牌 EQ
戴勒姆	2025 年前推出 10 款电动车型; 2025 年纯电动汽车销量占比 15-25%
丰田	制定全球电气化战略, 混合动力车 2020 年以前全球年销量达到 150 万辆; 2030 年零排放电动汽车和燃料电池汽车的年销量达到 100 万辆左右
日产	2020 年销售车辆的 20% 为零排放汽车, 2025 年电动车占总销售额的 40%
本田	电动化作为未来 10 年最核心战略之一; 2025 年前推出 20 款以上的电动化车型; 2030 年前新能源产品占比 2/3
沃尔沃	全球电气化战略, 全系车型引入插电混动选项, “三步走”新能源战略; 2025 年实现新能源汽车占据总销量的 50%, 新能源汽车销量达到 100 万辆
三菱	2020 年前向市场投放 14 款新能源汽车, 新能源车占比 20%
标志雪铁龙	到 2021 年推出 7 款插电车型和 4 款纯电车型
菲亚特	到 2018 年推出 4 款插电混合动力新能源车; 到 2025 年, 菲亚特的绝大多数车型都将采用混合动力

数据来源: 容百科技招股说明书, 上海证券研究所

LG 化学是欧美新能源车型电池储备最多的企业。LG 化学 2017 年动力电池出货量在 4.5GWh 左右, 2020 年出货目标 90GWh, 增量可观。一般来说, 出口海外的隔膜产品价格要远高于内销的产品价格, 在国内补贴退坡、大打价格战的大环境下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出货 LG 化学, 并成为三星 SDI 在中国唯一认证的隔膜供应商。随着全球电

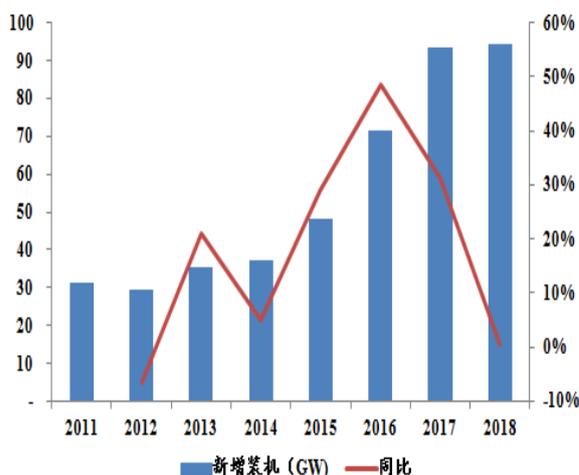
动化的加速,出货海外的高端隔膜龙头企业(恩捷股份、星源材质)将显著受益。

4.3 光伏材料:国内市场即将启动,海外需求续热

4.3.1 海外需求续热,装机稳步向上

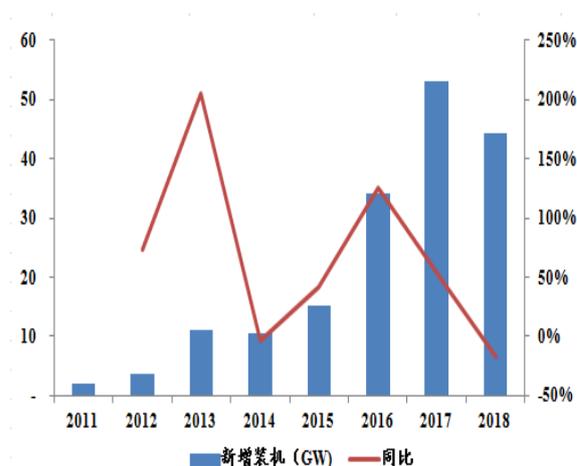
2018年,“5.31新政”加剧了光伏市场化竞争,行业部分落后产能遭到淘汰,国内需求和光伏产品价格快速下跌,行业资源向优质企业集中。虽然新政对国内市场造成了冲击,但也加速了光伏系统造价成本的下降,仅2018年下半年,光伏产业链各环节产品价格跌幅均超过了20%,同时由于海外光伏装机的非技术性成本较低,海外需求受到拉动,光伏的经济性助力全球光伏市场需求增长。国际能源署数据显示,2018年中国新增光伏装机44.22GW,同比下降16.60%;2018年全球新增光伏装机94.25GW,同比上涨0.62%。剔除中国装机数据后,全球新增装机50.03GW,同比上涨23.08%。随着欧洲诸多国家2020指标年的临近,及澳大利亚、印度等新兴光伏市场的快速发展,我们预计2019年全球新增光伏装机约120GW,保持稳步增长。

图 31 全球新增光伏装机及变化



数据来源: IRENA, 上海证券研究所

图 32 我国新增光伏装机及变化



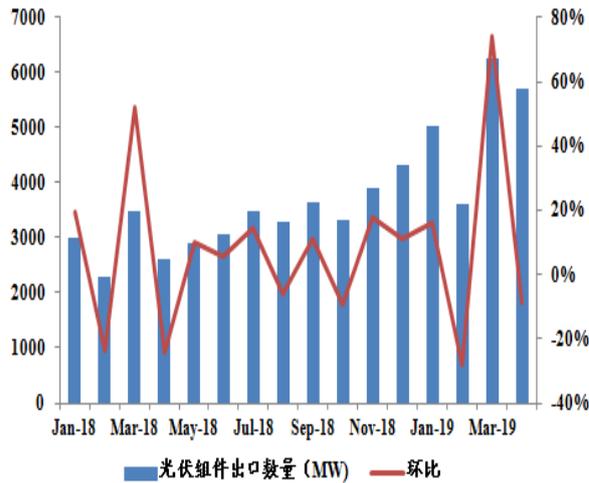
数据来源: IRENA, 上海证券研究所

19Q1 光伏电池片、组件出口同比高增,海外市场续热。

2019年Q1我国光伏电池片出口至64个国家,出口总额约4亿美元,同比增长35.71%;出口数量2.78GW,同比增长100.5%;从出口市场看,前五位市场分别是韩国、印度、越南、土耳其和德国。韩国取代印度成为我国电池片出口第一大市场,占总出口额的19.87%。2019年Q1我国光伏组件产品出口至186个国家,出口额为43.9亿美元,同比增长31.89%;出口量16.78GW,同比增长77.63%。

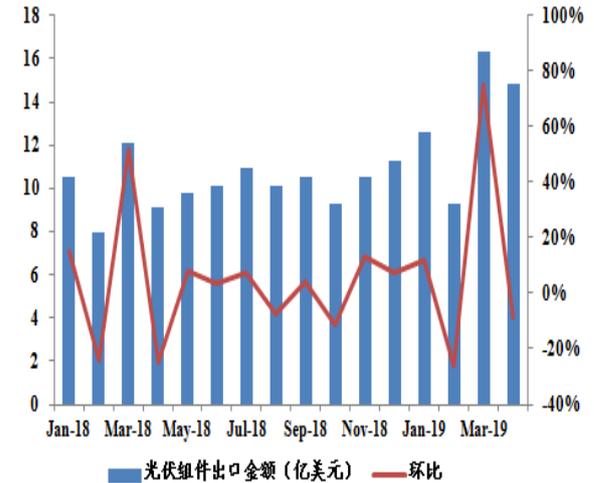
从出口地区看，我国组件出口前五位市场分别是越南、荷兰、印度、日本和澳大利亚。其中越南取代印度成为我国组件出口第一大市场，同时对墨西哥、西班牙、乌克兰、巴基斯坦等欧盟、拉美和中东地区出口同比大幅增长。

图 33 光伏组件当月出口数量 (MW)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

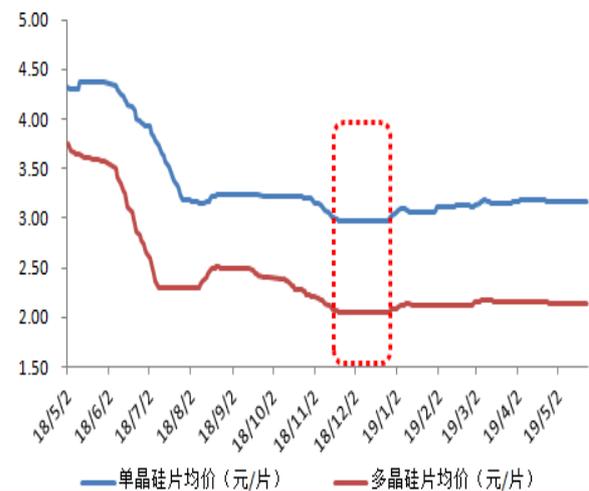
图 34 光伏组件当月出口金额 (亿美元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

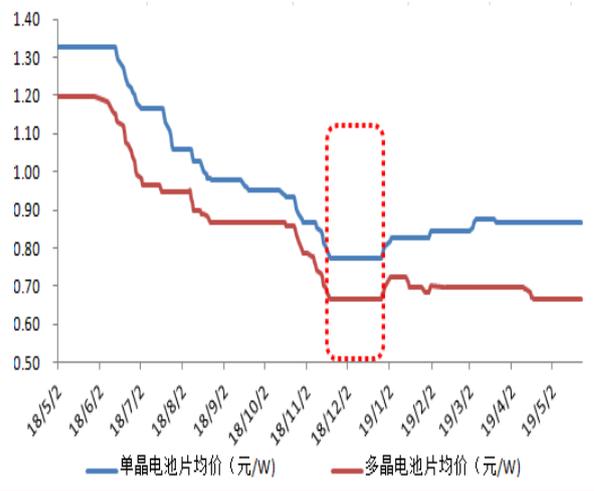
由于海外市场需求的拉动，光伏产业链产品价格自 2018 年底企稳反弹，硅片龙头隆基股份、中环股份纷纷上调硅片价格，2019 年一季度行业整体盈利能力环比显著提升，行业回暖趋势明确。

图 35 硅片价格变化



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 36 光伏电池片价格变化



数据来源: Wind, 上海证券研究所

4.3.2 政策陆续落地，国内需求即将启动

2019 年 4 月 12 日，国家能源局综合司发布《关于 2019 年风电、光伏发电建设管理有关要求的通知（征求意见稿）》、《2019 年风电建设管理工作方案》和《2019 年光伏发电建设管理工作方案》三份文件。新政策下，国家能源局将不再设定全年的光伏补贴装机规模，

转而在财政部框定的补贴总量（30 亿元）下确定装机规模，其中，7.5 亿元用于户用光伏（折合约 350 万千瓦）、补贴竞价项目按 22.5 亿元补贴（不含光伏扶贫）组织项目建设。除扶贫、户用项目外，其余需要国家补贴的光伏发电项目均须采取招标等竞争性配置方式。项目补贴竞价由地方组织申报、国家统一排序。国家能源局将根据修正后的申报补贴项目上网电价报价由低到高排序遴选纳入补贴范围的项目，将补贴资金优先用于补贴需求下降快、能尽快实现平价的项目和地区。

2019 年 4 月 30 日，国家发改委发布了《关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》，明确了 2019 年光伏补贴电价标准。此次政策更改过去的标杆电价为指导电价，指导电价也就是补贴电价的上限，最高不超过这个标准。三类资源区指导价分别为每千瓦时 0.40 元、0.45 元和 0.55 元（需竞价）。另外，“自发自用、余量上网”的工商业分布式补贴指导价为每千瓦时 0.10 元（需竞价），户用光伏补贴标准为每千瓦时 0.18 元，村级扶贫电站价格不变。

表 3 2018-2019 光伏电价情况

单位：元/kwh	2018 (5.31 前)		2018 (5.31 后)	2019	
	地面电站	村级光伏扶贫电站	地面电站	地面电站	村级光伏扶贫电站
I 类资源区	0.55	0.65	0.5	0.4	0.65
II 类资源区	0.65	0.75	0.6	0.45	0.75
III 类资源区	0.75	0.85	0.7	0.55	0.85
户用分布式扶贫	0.42		0.42		
工商业分布式(自发自用、余量上网)	0.37		0.32	0.1	
户用				0.18	

数据来源：国家发改委，上海证券研究所

2019 年 5 月 15 日，国家发改委、能源局发布《关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知》，对各省级行政区域设定可再生能源电力消纳责任权重，建立健全可再生能源电力消纳保障机制。文件要求：各省级能源主管部门牵头承担消纳责任权重落实责任，售电企业和电力用户协同承担消纳责任，电网企业承担经营区消纳责任权重实施的组织责任。新能源消纳保障长效机制的建立，有利于新能源发电健康、可持续发展，提升新能源在我国电力结构中的地位，促进能源结构转型。

2019 年 5 月 22 日，国家发改委、能源局公布了 2019 年第一批风电、光伏发电平价上网项目名单，共 250 家项目，合计装机 20.76GW。其中光伏发电项目 168 个，合计装机容量 14.78GW。此次发布的评价名单中明确给出 2019 年底前投产（或部分投产）的

光伏发电项目共 49 个，合计装机约 4.61GW，整体规模符合预期。

表 4 第一批光伏平价项目并网情况

单位:万千瓦	省份	总装机容量	2019 年	2020 年	2020 年后	存量转平价
1	广东	238	133	105		
2	陕西	204	13	191		
3	广西	193	19	85	89	
4	河南	27	17	10		
5	黑龙江	165	165			
6	河北	131	0	131		
7	山东	91	0	91		
8	山西	100	10	90		
9	辽宁	119	19	88		12
10	江苏	109	50	59		
11	安徽	67	35	28		4
12	湖北	34	0	34		
Total		1478	461	912	89	16

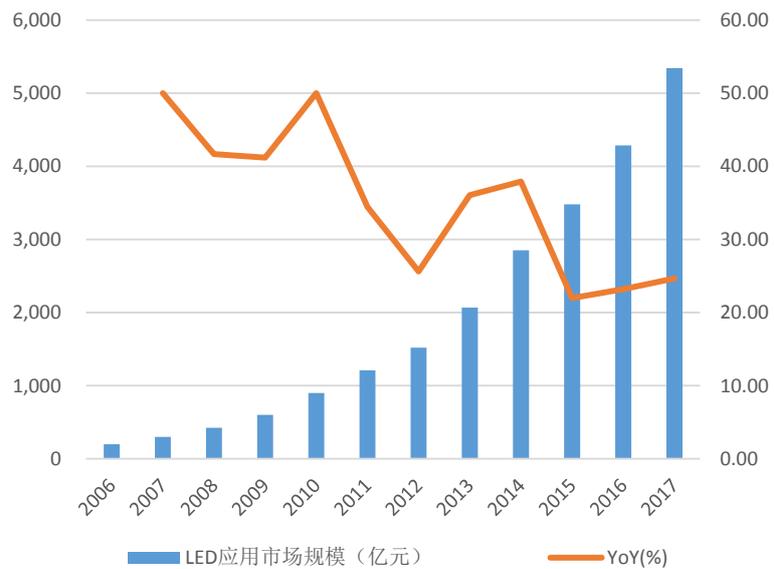
数据来源：国家能源局，上海证券研究所

我们维持 2019 年国内光伏新增装机约 40-45GW 的预测，其中包括：1) 约 30GW 补贴项目（补贴竞价项目+户用光伏项目）；2) 约 5GW 平价项目；3) 约 5-10GW 光伏扶贫和领跑者计划项目。随着光伏行业政策的逐步明晰，项目申报、竞价排序等工作也将开展，我们预计国内光伏需求将于 6-7 月启动，材料供给有望趋紧，行业龙头（隆基股份、通威股份）将显著受益。

4.4 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 37 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。

五、重点推荐公司

5.1 皖维高新

PVA 价格中枢同比提升，水泥量价齐升

公司主营业务营收维持增长，其中 PVA 营收 18.56 亿元，同比增长 17.18%，毛利率 18.07%，同比增加 4.12 个百分点；水泥熟料营收 9.27 亿元，同比增长 43.58%，毛利率 44.97%，同比增加 2.12 个百分点；PVA 超短纤、切片、VAE 乳液、胶粉业务营收同比增长

3.69%、29.06%、14.18%和 36.96%。公司主要业绩增量来自于 PVA、水泥价格上涨和蒙维水泥熟料产能逐步释放。从价格来看，2018 年 PVA 产品（不含税）均价为 9748.79 元/吨，同比上升 18.83%，水泥及熟料（不含税）均价为 321.66 元/吨和 247.76 元/吨，同比上涨 25.06%和-2.02%。公司 2019 年计划销售 PVA 22.5 万吨、水泥 195 万吨、熟料 139.6 万吨，较 18 年的 19.0 万吨、182.7 万吨和 136.7 万吨有所提升。

PVA 行业三足鼎立，下游应用拓展优化供需格局

近年来，随着湘维等产线较老的传统系生产商陆续退出，我国 PVA 主要生产商形成了皖维系、中石化系及西北民营系的三足鼎立格局，市场集中度较高，有效产能减少。传统的织物浆料、纸加工等占比均有所下降，聚合助剂占比提升明显，粘合剂用量也有所提升；相比国外的消费结构，PVB 生产及 PVA 膜用量仍有提升空间。因此，未来受益于下游产业链拓展及出口增长，PVA 市场供需结构将持续优化，产品价格有望呈现缓慢上涨趋势，企业盈利能力将进一步改善。

PVA 下游市场持续开拓，产业链配套完备

公司覆盖的 PVA 下游产品有 PVA 纤维、PVB 树脂、PVA 光学膜等，实现了从化工原料到下游的产业链延伸。其中，新兴领域中 PVB 树脂产能 10000 吨/年，PVA 光学膜产能 500 万平米/年，并且皖维集团与浙江陌盛成立合资公司，首家实现 PVA - PVB 树脂 - PVB 中间膜产业链全覆盖国内企业，拥有 2 万吨 PVB 中间膜产能（约消耗 1.4 万吨 PVB 树脂）。PVA 光学膜方面，18 年 3 月公司公告与安徽居巢经济开发区投资有限公司共同投资设立德瑞格（70% 权益），将投资建设年产 700 万平偏光片项目，完成 PVA 光学膜-偏光片产业链延伸，目前项目正在进行土建和设备采购。此外，18 年 10 月公司公告拟自筹 2.5 亿元投资新建年产 700 万平 3400mmPVA 光学膜项目，目前正在进行土建和设备采购。产业链配套齐全将使公司在 PVA 下游拓展中具备较强的成本优势及响应能。

盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 64.52 亿、67.39 亿元和 70.18 亿元，增速分别为 10.15%、4.46%和 4.14%；归属于母公司股东净利润分别为 2.21 亿、2.87 亿和 3.71 亿元，增速分别为 69.59%、30.07%和 29.19%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.12、0.15 和 0.19 元。

数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5857.24	6451.58	6739.10	7017.91

年增长率	24.47%	10.15%	4.46%	4.14%
归属于母公司的净利润	130.10	220.64	286.99	370.77
年增长率	52.61%	69.59%	30.07%	29.19%
每股收益（元）	0.07	0.12	0.15	0.19

数据来源: Wind 上海证券研究所

5.2 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

5.3 回天新材

胶粘剂业务高速增长，新客户拓展稳步推进

公司胶粘剂业务继续高速增长，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 22.92%、37.08%和 14.31%。胶粘剂占比处于逐步提升，2016-2018 年胶粘剂占公司主营业务收入的比例分别为 69.22%、73.39%、79.38%，提升至近八成。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，乘用车胶正式导入外企合资主机厂；轨交领域中，轨交车辆装配用胶营收同比翻倍，并中标多家主机厂年度订单；电子电器领域，照明、显示屏、家电、汽车电子等行业维持高速增长，电源用胶稳中有升，PUR 热熔胶实现进口替代，供货家电龙头企业；软包装领域，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，营收同比增长 80%以上，优质客户占比提升，装配式建筑用胶持续推进。

光伏业务影响业绩，研发能力支撑后期增速

受光伏 531 新政影响，2018 年下半年公司光伏板块业务出现大幅下滑，18 年全年公司销售太阳能背膜 1461.29 万平米，同比减少 10.71%，而同时太阳能背膜生产的人工工资及折旧有所提升，造成毛利率下滑。

公司研发投入 7281.29 万元，新品研发项目 53 项，其中进入量产阶段 8 项，中试 9 项，研发完成并稳定生产 11 项。单组份聚氨酯密封胶、免玻璃底涂胶、客车大顶胶、动力电池结构胶、手持终端用 PUR 热熔胶、高导热逆变器灌封胶等多个产品取得突破进展。新增产能方面，湖北基地 18 年 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 18 年 9 月底完成有机硅产线安装扩产工作，广州回天有机硅产线 18 年 3 月底完成设备安装、投产。新增产能较好地保障了公司未来的成长性。

盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 20.69、24.93 和 30.17 亿元，同比增速 18.95%、20.49% 和 21.02%；归属于母公司股东净利润 1.59、2.14 和 2.80 亿元，同比增速 34.32%、34.13% 和 31.00%，每股 EPS 分别为 0.38、0.50、0.66 元。

数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1739.67	2069.36	2493.33	3017.32
年增长率	14.81%	18.95%	20.49%	21.02%
归属于母公司的净利润	118.76	159.52	213.95	280.27
年增长率	7.61%	34.32%	34.13%	31.00%
每股收益 (元)	0.28	0.38	0.50	0.66

数据来源：Wind 上海证券研究所

5.4 利亚德

夜游板块小幅收缩，其余业务均维持较好发展

公司 2019 年一季度营收增速 23.50%，截止 2019 年 4 月 21 日新订单及新中标项目合计 41 亿元，同比增长 30%，其中智能显示 25.3 亿元，夜游经济 10.7 亿元，文旅 3.7 亿元，VR 1.3 亿元。按营收来看，Q1 季度智能显示业务实现营收 13.09 亿元，同比增长 36.15%，文旅营收 2.69 亿元，同比增长 55.77%，VR 营收 7250.62 万元，同比增长 20.62%，夜游经济 5.94 亿元，同比减少 4.28%，除夜游经济按计划收缩外，其余业务均取得了较好发展。

小间距井喷式发展，渠道拓展、新品开发提供有力支撑

公司重新聚焦智能显示业务后，板块发展超出市场预期，毛利率 35.51%，有小幅提升。LED 小间距业务继续井喷式发展，19 年 Q1 季度实现营业收入 7.06 亿元，同比增长 63.53%，占智能显示业务的 54%，其中直销 4.49 亿元，同比增长 74.24%，经销 2.57 亿元，同比增长 47.70%。LED 显示屏业务和 LCD 大屏拼墙业务营收分别为 3.30 亿和 2.72 亿元，同比增长 20.29% 和 6.87%。渠道销售方面，千店计划进展顺利，达到 500 家；新品方面，智能会议一体机、透明屏等新产品推广顺利，有望实现新增 5 亿元订单的目标；境外销售方面，小间距电视境外占比 27%，同比增长 128%，平达渠道小间距销售 1.36 亿元，同比增长 87%，占平达销售渠道的 33%。

文旅、VR 稳步推进，季节性回款差无碍经营发展

公司文化旅游和 VR 板块继续稳步增长，尽管文旅业务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，因此影响相对较小。VR 板块依托 NP 的技术和产品，进行国内市场的开拓，1.3 亿新签订单中境内订单近 2300 万，同比增长 909%，进一步验证了发展逻辑。

此外，公司 19 年 Q1 季度经营性现金流较差，主要原因为智能

显示一季度项目较多，增加库存备货 1.43 亿元，夜游经济确认重大项目增加存货，但回款周期较长所致。但智能显示业务回款较快，夜游经济项目优质，坏账风险较低，预计未来将会出现大幅好转。

盈利预测与估值

基于公司一季报业绩回暖及小间距产品增长超预期，在夜游板块发展相对放缓的情况下，公司整体增速仍然可观，因此，我们认为公司估值低于正常水平，修复空间较大。我们预计公司 2019、2020 和 2021 年将实现营业收入 97.71、122.97 和 151.40 亿元，同比增长 26.88%、25.86% 和 23.12%，归属于母公司股东净利润为 16.81、21.96 和 27.96 亿元，同比增长 32.93%、30.67% 和 27.29%。

数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7700.62	9770.59	12297.3	15140.3
年增长率	19.01%	26.88%	25.86%	23.12%
归属于母公司的净利润	1264.53	1680.91	2196.48	2795.81
年增长率	4.53%	32.93%	30.67%	27.29%
每股收益 (元)	0.50	0.66	0.86	1.10

数据来源：Wind 上海证券研究所

5.5 恩捷股份

上海恩捷高速增长，业绩承诺兑现

2018年，公司完成对上海恩捷90.08%股权的收购，新增湿法隔膜业务。公司2018年湿法隔膜业务实现收入13.28亿元，同比增长48.57%。上海恩捷实现净利润6.38亿元，超出5.55亿元的业绩承诺。其中，1-7月实现净利润2.72亿元，按53.86%计算归母净利润为1.47亿元；8-12月净利润为3.66亿元，按90.08%计算归母净利润为3.29亿元，累计实现归母净利润4.76亿元。

湿法隔膜出货领跑，产能扩张巩固龙头地位

市场份额、产能规模双第一。2018年，公司锂电湿法隔膜出货量4.68亿平方米，同比增长60%，在全球隔膜市场占14%的份额，在中国占45%的市场份额，全球第一。截至2018年底，公司湿法隔膜产能13亿平方米，其中上海恩捷有6条共3亿平方米产能的基膜生产线、21条共2.4亿平方米产能的涂布膜生产线；珠海恩捷有12条共10亿平方米产能的基膜生产线、40条共8亿平方米产能的涂布膜生产线，产能规模位居全球第一。公司计划在2019年底完成20条生产线的建设并投产，累计在建湿法隔膜产能约为15亿平方米，有望在2020年实现28亿平方米的产能规模，进一步巩固公司锂电隔膜龙头地位。

深度绑定巨头 LG 化学，跻身全球高端供应链

公司湿法隔膜产品的国内主要客户CATL、比亚迪、国轩、孚

能及力神及其他20家以上的国内锂电池企业，对公司湿法隔膜产品保持旺盛的需求。公司海外市场目前已切入松下、三星、LG化学三家锂电池巨头，上述三家客户已占海外锂电池市场80%以上。其中，LG化学主要为大众、现代、通用、沃尔沃、雷诺等国际整车品牌提供动力电池，其2020年动力电池产能目标高达90GWh，扩产进程不断提速。公司19年5月20日公告与LG化学签订5年6.17亿美元大单，主要以隔膜成品为主，且由于外销价格远高于国内市场，或将提升公司的整体盈利水平。

盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020、2021年营业收入分别为33.82、41.93和52.31亿元，增速分别为37.61%、23.99%和24.75%；归属于母公司股东净利润分别为8.35、10.29和12.96亿元，增速分别为61.13%、23.18%和25.96%；全面摊薄每股EPS分别为1.76、2.17和2.74元。

数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2457.49	3381.85	4193.05	5230.78
增长率(%)	16.23%	37.61%	23.99%	24.75%
归属母公司股东净利润	518.44	835.35	1028.94	1296.08
增长率(%)	40.79%	61.13%	23.18%	25.96%
每股收益(元)	1.21	1.76	2.17	2.74

数据来源：Wind 上海证券研究所

5.6 隆基股份

18年政策刹车影响大，18Q4-19Q1盈利能力持续向上

受“5.31”新政影响，公司2018年业务整体毛利率22.25%，同比下降10.02个百分点，其中公司主营产品单晶硅片及光伏组件毛利率分别下滑16.44和6.87个百分点。

海外光伏装机需求自2018年三季度末开始回暖。同时受益于国内领跑者项目需求的支撑，2018年底海内外电池片价格持续调涨，高效PERC电池片更是供不应求，拉动上游硅片升温。公司2018年Q4毛利率22.33%，环比上涨1.01个百分点，2019年Q1毛利率23.54%，环比上涨1.21个百分点。公司于2019年2月上调硅片价格至3.15元/片，涨幅达3.28%。我们预计2019年单晶硅片供给趋紧，叠加上游硅料价格下滑，公司作为硅片龙头企业，盈利能力有望继续回升。

单晶产能高速扩张，规模、成本、技术优势显著

截至2018年底，公司单晶硅片产能已达28GW，单晶组件产能已达8.8GW，公司计划单晶硅棒/硅片产能2021年底达到65GW，单晶电池片产能2021年底达到20GW，单晶组件产能2021年底达到30GW，公司已在全球光伏行业形成了领先的规模和成本优势。

公司产品非硅成本进一步降低。依托领先的单晶技术，公司目

前硅片非硅成本控制在 1 元以内，其中拉晶环节平均单位非硅成本同比下降 10.49%，切片环节平均单位非硅成本同比下降 27.81%，量产 PERC 电池的平均转换效率已达到 22.2%，彰显公司雄厚的技术储备和领先的研发优势。

盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020 和 2021 年营业收入分别为 305.05 亿、403.23 亿和 510.21 亿元，增速分别为 38.74%、32.19% 和 26.53%；归属于母公司股东净利润分别为 40.67 亿、51.92 亿和 62.44 亿元，增速分别为 58.98%、27.68% 和 20.26%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.12、1.43 和 1.72 元。

数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	21987.61	30505.06	40323.25	51020.67
增长率(%)	34.38%	38.74%	32.19%	26.53%
归属母公司股东净利润	2557.96	4066.75	5192.30	6244.03
增长率(%)	-28.24%	58.98%	27.68%	20.26%
每股收益(元)	0.93	1.12	1.43	1.72

数据来源：Wind 上海证券研究所

5.7 通威股份

光伏业务以量补价，饲料业务稳步发展

2018 年公司光伏业务实现营收 102 亿元，同比增长 8.72%，业务整体毛利率 27.74%，同比减少 0.95 个百分点。主要产品高纯晶硅、光伏电池片及组件产销量同比大幅增长。2018 年光伏行业受“5.31”新政影响，产业链各环节价格大幅下降，多晶硅跌幅更是达到 40%。随着产品价格下行，行业整体开工率下滑。然而公司光伏业务各制造环节仍保持满负荷状态运行，以量补价，支撑公司毛利水平。

高纯晶硅业务降本增效，进口替代提速

2018 年国内多晶硅产量 25.90 万吨，同比增长 7.91%，占全球总产量的 57.81%；国内进口 13.70 万吨，同比下降 13.80%，但进口仍占国内需求的 30% 左右。

2018 年，公司乐山、包头两个“5 万吨高纯晶硅及配套新能源项目”一期项目于 18 年四季度先后建成投产，达产后公司高纯晶硅产能将达到 8 万吨/年，生产成本将降至 4 万元/吨，规模效应明显。同时，公司有效提升了单晶料的比例，单晶料占比可达 70%，N 型单晶料在下游客户一次性验证通过。这将有效缓解国内高品质单晶用料供不应求的局面，加速进口替代进程。

高效电池片产能扩张，光伏发电业务迈向平价

2018 年，公司已形成 3GW 多晶、9GW 单晶，共 12GW 光伏电池的产能规模，位列全球太阳能电池制造企业第一位，并已与全球前

十大下游组件商中的九家建立长期战略合作关系。2019年3月公司启动了成都四期及眉山新建项目，预计2019年底公司太阳能电池规模将达到20GW，盈利能力有望回升，竞争优势将进一步增强。

公司光伏发电业务已在全国多个省市开发建设了“渔光一体”基地。2018年公司已建成以“渔光一体”为主的发电项目52个，装机并网规模1151MW，2018年实现发电84,314万度。公司加快推进光伏平价上网步伐，从第一批光伏平价名单来看，公司的平价项目规模约890MW。

盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020、2021年营业收入分别为374.76亿、454.36亿和527.53亿元，增速分别为36.10%、21.24%和16.10%；归属于母公司股东净利润分别为30.30亿、40.62亿和51.21亿元，增速分别为50.61%、34.06%和26.06%；全面摊薄每股EPS分别为0.78、1.05和1.32元。

数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535.17	37475.68	45435.79	52752.53
增长率(%)	5.54%	36.10%	21.24%	16.10%
归属母公司股东净利润	2012.04	3030.26	4062.49	5121.32
增长率(%)	96.35%	50.61%	34.06%	26.06%
每股收益(元)	0.52	0.78	1.05	1.32

数据来源：Wind 上海证券研究所

六、总结

我们的投资主线可以分为传统和新材料两条主线，传统主线中我们建议关注弱周期及消费类子行业（PVA、磷肥、高倍甜味剂、日化、部分农药等），新材料主线中建议关注胶粘剂、面板及半导体配套材料、尾气净化材料、珠光材料、LED应用、锂电材料（正极、隔膜、铝塑膜等）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：关注弱周期及消费类龙头

我们认为大部分传统周期行业第一波产品价格见底已经陆续确认，短期内预计将会平稳；但从中期来看，龙头企业扩产持续进行，环保督查边际改善效应削弱，行业供需关系或将持续恶化，影响产品价格及利润水平，甚至部分进口替代空间较大的子行业也存在这些问题。因此，我们认为聚氨酯、煤化工等子行业估值进一步修复的空间较小，但ROE等数据较好，白马龙头（万华化学、华鲁恒升、鲁西化工）具有长期关注价值，尤其是超跌后的机会；弱

周期及消费类子行业经营相对较为稳定，我们建议关注供需格局持续优化的 PVA 行业（皖维高新）、磷肥行业（新洋丰、云天化），三氯蔗糖价格触底的高倍甜味剂行业（金禾实业），分散度较高及国产品牌升级的日化品行业（上海家化、珀莱雅）。此外，对于产品仍有涨价动力的部分杀虫剂产品也值得关注（湖南海利）。**重点关注公司为皖维高新、金禾实业。**

新材料：关注优质成长龙头

随着国内产品技术持续提升，陆续出现了多个进口替代子行业，并且替代品种仍在增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大且升级能力强的优势使得包括面板在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。从另一方面来看，外资化企持续在国内投建生产企业、寻求并购标的，期望能够获取优质资源和扩大市场，但大型外企的管理成本及经营模式使其难以应对国产替代进程，逐步退入金字塔塔尖区域，尽管塔尖区域附加值较高，但对于中端市场的掌控力的消退也将市场份额逐步让出。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、面板及半导体配套材料行业（飞凯材料、鼎龙股份、晶瑞股份等）、珠光材料行业（坤彩科技）、尾气处理材料，并关注高速增长 LED 应用行业（利亚德、洲明科技等）。同时，新能源行业具有一定的逆周期属性，符合国家改善能源结构的要求。虽然补贴力度退坡，但随着产业技术的不断进步、下游市场需求的持续增长以及海外市场的打开，政策的作用边际弱化，行业逐渐步入市场化主导的成长期。我们建议关注新能源汽车的上游锂电材料（宁德时代、亿纬锂能、当升科技、恩捷股份）以及光伏材料（隆基股份、通威股份）。**重点推荐公司为回天新材、利亚德、恩捷股份、隆基股份、通威股份。**

七、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。