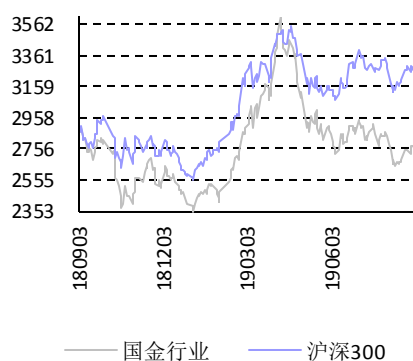


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金基础化工指数	2748.42
沪深300指数	3799.59
上证指数	2886.24
深证成指	9365.68
中小板综指	8815.02



胶黏剂行业深度报告：产业重心转移，集中度提升，国内企业迎来发展机遇

行业观点

- **胶粘剂下游应用广泛，市场空间广阔。**胶粘剂被广泛应用于包装、建筑材料、汽车与交通运输、电子电器、新能源等领域。全球胶粘剂市场规模达到千亿级别，中国在全球胶粘剂行业中具有举足轻重的地位，市场规模约占三分之一。
- **产品结构不断优化，环保型、高性能胶粘剂备受青睐。**随着国家对于 VOC 排放、有毒有害物质排放的监管不断加强，胶粘剂产品结构不断优化。含有挥发溶剂的传统型胶粘剂用量逐步下滑，无溶剂、低挥发的环保型胶粘剂成为推广的重点。
- **胶粘剂行业向成熟期不断过渡，行业集中度将不断提升。**我国胶粘剂产业起步较晚，依托于国内工业的发展，最初胶粘剂行业主要集中于低端产品，低门槛催生了众多的中小企业，导致行业集中度低。从世界胶粘剂行业发展历史来看，我们认为，未来若干年中国胶粘剂行业向成熟期过渡，行业集中度会不断提高。
- **全球胶粘剂市场重心转移，国内企业迎来发展机遇。**近年来，胶粘剂市场规模结构不断变化，其中亚太地区市场规模占比不断提升。此外，欧美化工巨头研发投入增速逐渐放缓，产品创新难度逐步增大，未来竞争力会逐步下降，这为国内企业的创新发展带来机遇。
- **新兴产业的发展将驱动胶粘剂企业的创新研发。**胶粘剂高端市场目前被国外化工巨头占据，我国新兴产业正在经历着高速发展，一方面给胶粘剂行业带来井喷式需求，另一方面也对胶粘剂产品提出了更高的要求。高附加值、高技术含量胶粘剂的研发已迫在眉睫，这将驱动我国胶粘剂企业的研发创新和产品升级。
- **原材料价格回落，产业链利润往下游转移。**胶粘剂的主要原材料有 MDI、丙烯酸、环氧树脂和有机硅等。基础化工品价格经历了 2016-2017 的暴涨，相关企业进入新一轮产能扩产周期，基础化工品供需格局逐渐宽松，预计未来随着原材料价格的低位盘整，产业链利润将逐步往下游转移。

投资建议

- 伴随全球经济趋缓以及贸易摩擦的抬头，我国胶粘剂行业迎来极佳的发展机遇；国家在新兴产业的支持力度不断加大为材料的创新提供了良好土壤；随着行业集中度的提升以及下游与材料企业研发合作的加强，胶粘剂龙头企业将迎来切入中高端领域的契机，调整产品结构、提升盈利能力将是龙头企业做大做强必经之路。我们建议重点关注国内胶粘剂龙头企业回天新材（布局领域广，在电子、汽车等高端领域不断强化优势），关注风电胶粘剂龙头企业康达新材（近两年风电投资的显著增长带动材料需求，收购必控科技在军工领域快速扩展），关注热熔胶龙头上海天洋（热熔胶产能搬迁合并，热熔墙布高速增长）。

风险提示

- 市场竞争加剧；原材料价格上涨；下游需求不及预期

蒲强 分析师 SAC 执业编号：S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

内容目录

一、胶黏剂产品丰富，下游应用领域广泛	5
1.1 种类多样的胶黏剂	5
1.2 胶黏剂应用广泛，包装建筑仍是主要应用领域	6
二、市场整体稳步增长，应用领域不断拓宽	7
2.1 胶黏剂市场稳步增长，中国市场占全球三分之一	7
2.2 胶黏剂应用广泛，新兴领域的发展将带动需求的增长	8
软塑包装：市场空间大，未来朝环保型方向发展	8
建筑：城镇化加速，推动建筑用胶需求增长	9
汽车：传统车需求平稳，新能源汽车带动需求增长	9
交通运输：项目建设逐步落地，促进胶黏剂需求增长	12
新能源：风电、光伏和动力电池是主要应用领域，政策助力下游发展。	13
电子器件：产品更新换代速度快，胶黏剂需求不断增长	16
其他应用：胶黏剂在军工中有重要的应用	17
三、产业重心往亚太转移，行业集中度提升，进口替代加速	18
3.1 产品结构不断优化，环保型、高性能胶黏剂备受青睐	18
3.2 行业集中度不断提升，行业格局将重塑	18
3.3 产业重心向亚洲转移，产品创新难度增大，国内企业将迎来机遇	20
3.4 新兴领域发展将驱动配套胶黏剂产品的技术创新	22
3.5 大宗原材料价格回落，产业链利润将往下游转移	23
四、投资建议	24
回天新材：胶黏剂龙头企业，布局领域广	24
康达新材：光伏、风电龙头，外延拓展军工领域	25
上海天洋：热熔胶龙头企业，热熔墙布增长迅速	25
五、风险提示	26

图表目录

图表 1：胶黏剂产业链	5
图表 2：胶黏剂分类（按照主剂的化学成分）	5
图表 3：胶黏剂分类（原材料来源）	5
图表 4：胶黏剂分类（化学成分及固化方式）	6
图表 5：胶黏剂下游应用细分	6
图表 6：2015 年全球胶黏剂下游应用占比	7
图表 7：2016 年全球胶黏剂下游应用占比	7
图表 8：全球胶黏剂市场规模（亿美元）	7
图表 9：不同地区胶黏剂市场规模（亿美元）	7
图表 10：中国胶黏剂市场规模（亿元）及增速（%）	8

图表 11: 中国胶黏剂产量 (万吨) 及增速 (%)	8
图表 12: 我国塑料软包装行业产量 (万吨) 及增速 (%)	8
图表 13: 中国建筑幕墙工程总产值 (亿元)	9
图表 14: 中国房地产业生产总值 (亿元)	9
图表 15: 装配式建筑相关文件.....	9
图表 16: 胶黏剂在汽车中的应用.....	10
图表 17: 汽车用胶黏剂概览.....	10
图表 18: 中国汽车产量 (万辆) 及增速 (%)	11
图表 19: 中国新能源汽车产销量 (万辆)	11
图表 20: 2018 年中国新能源汽车相关政策.....	11
图表 21: 高速铁路无砟铁轨剖析图.....	12
图表 22: CRTSII 型滑动层粘结原理图	12
图表 23: 胶黏剂在高铁中的应用.....	12
图表 24: 我国中长期高速铁路网规划图.....	12
图表 25: 我国城市轨道交通线路情况.....	13
图表 26: 胶黏剂在风电光伏领域的应用.....	13
图表 27: 中国风电装机容量 (万千瓦) 及增速.....	14
图表 28: 中国太阳能光伏装机容量 (百万瓦特) 及增速.....	14
图表 29: 胶黏剂在动力电池领域的应用.....	14
图表 30: 锂电池所用胶黏剂概览.....	14
图表 31: 我国锂电池出货量 (GWh) 及增速 (%)	15
图表 32: 锂电池政策.....	15
图表 33: 燃料电池的构造.....	16
图表 34: 我国燃料电池出货量 (MWh) 及增速 (%)	16
图表 35: 胶黏剂在手机中的应用.....	16
图表 36: 手机用胶黏剂概览.....	16
图表 37: 规模以上电子信息制造业:主营业务收入 (亿元)	17
图表 38: 规模以上电子信息制造业:利润总额 (亿元)	17
图表 39: 军工电子胶黏剂应用.....	17
图表 40: 航天航空用途胶黏剂应用.....	18
图表 41: 船舶中胶黏剂应用.....	18
图表 42: 胶黏剂产品结构化调整趋势.....	18
图表 43: 胶黏剂企业在中国市场的销售收入 (亿元)	19
图表 44: 国内主要胶黏剂公司产量和销量情况 (吨)	19
图表 45: 汉高胶黏剂业务并购发展历程.....	19
图表 46: 近年来胶黏剂行业并购案例梳理.....	19
图表 47: 胶黏剂行业竞争格局趋势.....	20
图表 48: 全球胶黏剂市场规模区域分布.....	20
图表 49: 汉高胶黏剂业务收入及增速 (百万欧元)	21

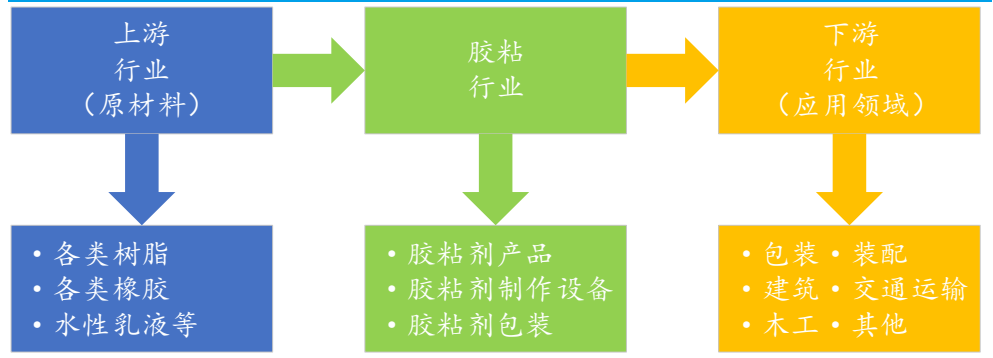
图表 50: 1999-2018 年汉高研发费用及增速 (百万欧元)	21
图表 51: 胶黏剂行业相关政策.....	22
图表 52: 集成电路进出口情况 (亿美元)	23
图表 53: 新能源汽车产量 (万辆) 及增速 (%)	23
图表 54: 韩国、日本胶黏剂研发方向.....	23
图表 55: 胶黏剂主要原材料价格情况 (元/吨)	24
图表 56: 营业收入、归母净利润 (百万元) 及增速.....	24
图表 57: 分产品毛利率情况 (%)	24
图表 58: 营业收入、归母净利润 (百万元) 及增速.....	25
图表 59: 2018 年分产品毛利率情况 (%)	25
图表 60: 营业收入、归母净利润 (百万元) 及增速.....	26
图表 61: 2018 年分产品毛利率情况 (%)	26

一、胶黏剂产品丰富，下游应用领域广泛

1.1 种类多样的胶黏剂

- 胶黏剂是指具有良好的粘胶性能，能在两个物体表面间形成薄膜并把他们牢固粘接在一起的材料，一般由粘接物质、固化剂、增韧剂、稀释剂和改性剂等组分配制而成，被广泛应用于包装、电子电器、建筑材料、汽车与交通运输、机械制造、新能源、医疗卫生、航空航天等领域。

图表 1：胶黏剂产业链



来源：新材料在线，国金证券研究所

- 胶黏剂按主剂的化学成分可分为有机硅胶黏剂、聚氨酯胶黏剂、环氧树脂胶黏剂、丙烯酸类胶黏剂、合成橡胶类胶黏剂等。

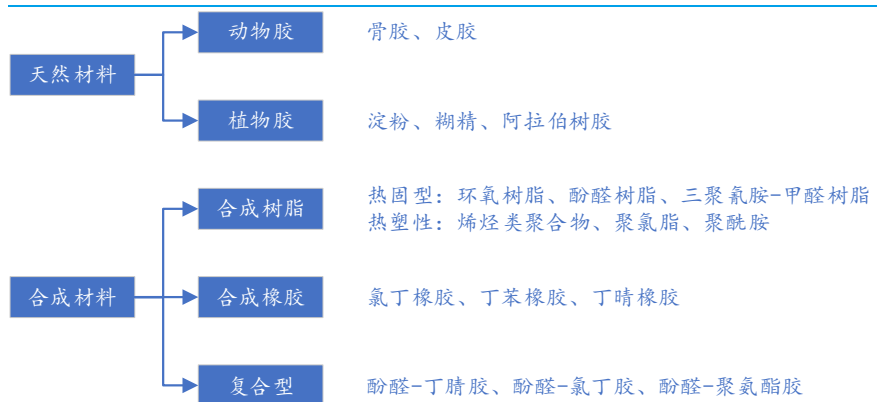
图表 2：胶黏剂分类（按照主剂的化学成分）

分类	特点
有机硅胶黏剂	耐寒、耐热、耐老化、防水、防潮、伸缩疲劳强度高、永久变形小、无毒
聚氨酯胶黏剂	粘接后在低温或超低温时仍能保持材料理化性质，主要应用于制鞋、包装、汽车、磁性记录材料等领域
环氧树脂胶黏剂	可对金属与大多数非金属材料之间进行粘接，广泛用于建筑、汽车、电子、电器及日常家庭用品方面
丙烯酸类胶黏剂	主要用于生产压敏胶黏剂，也用于纺织和建筑领域
合成橡胶类胶黏剂	用于木材加工、建筑、装饰、汽车、制鞋、包装、纺织、电子、印刷装订等领域

来源：新材料在线，国金证券研究所

- 胶黏剂根据原材料来源分类，可分为天然材料和合成材料。天然材料性能和合成材料差距较大，应用场景非常有限，天然材料主要有动物胶和植物胶。合成材料目前超过 5000 多种，主要分为合成树脂、合成橡胶和复合型胶黏剂。

图表 3：胶黏剂分类（原材料来源）



来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

- 胶黏剂根据化学成分及固化方式不同，可以分为溶剂型胶黏剂、水基型胶黏剂、热熔型胶黏剂、反应型胶黏剂等几大类。

图表 4：胶黏剂分类（化学成分及固化方式）

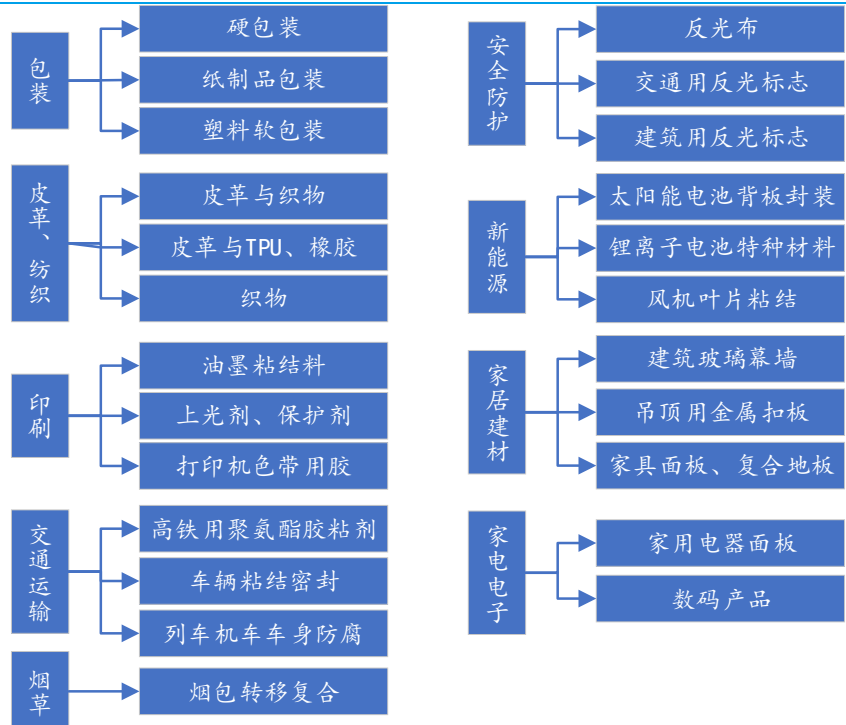
分类名称	胶粘原理	产品特点及市场前景
溶剂型胶黏剂	将树脂或橡胶等基料溶解于适当的有机溶剂，由有机溶剂的挥发及与基料进行化学反应固化而产生粘合力	环保性较差，技术要求较低，毛利率也较低，且生产成本较高，近年来市场逐步萎缩
水基型胶黏剂	可溶于水的高分子物质溶解成适当浓度的水溶液，或不溶性高分子物质，借助于表面活性剂的作用，在水中分散成微粒子，然后配制成胶黏剂	环保性能好，技术要求较低，毛利率较低，生产成本也较低，应用范围广泛，近年来保持稳定增长
热熔型胶黏剂	将固体聚合物加热熔融后粘接，随后冷却固化而发挥粘合力	环保性能较好，技术要求较高，应用范围在逐年扩大，毛利率较高，近年来市场需求增长较快
反应型胶黏剂	由不可逆的化学变化引起固化而产生粘接力	环保性能好，技术要求高，产品毛利率高，近年来应用范围不断扩大，市场增长迅速、主要为工程胶黏剂

来源：回天新材招股说明书，国金证券研究所

1.2 胶黏剂应用广泛，包装建筑仍是主要应用领域

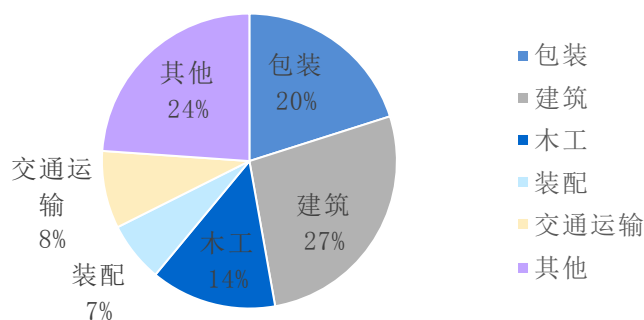
- 建筑包装行业依然是胶黏剂主要应用领域。胶黏剂在汽车制造及维修、电子电器、工程机械、风能、太阳能发电、电子元件密封、设备部件的粘接等行业具有广泛的应用。目前，胶黏剂市场占比最大的行业仍然是包装行业和建筑行业，两者合计占比达到 50%左右。

图表 5：胶黏剂下游应用细分



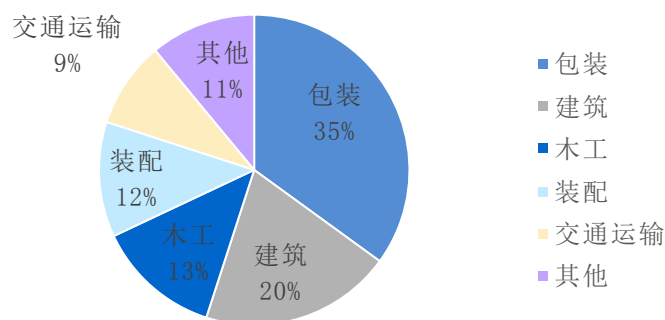
来源：高盟新材招股说明书，国金证券研究所

图表 6：2015 年全球胶黏剂下游应用占比



来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

图表 7：2016 年全球胶黏剂下游应用占比



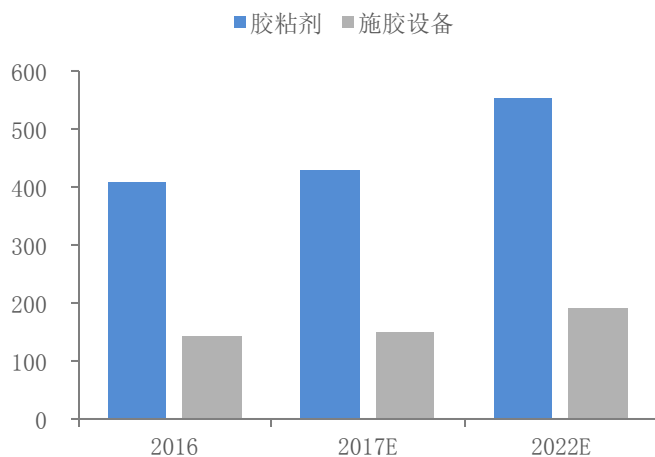
来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

二、市场整体稳步增长，应用领域不断拓宽

2.1 胶黏剂市场稳步增长，中国市场占全球三分之一

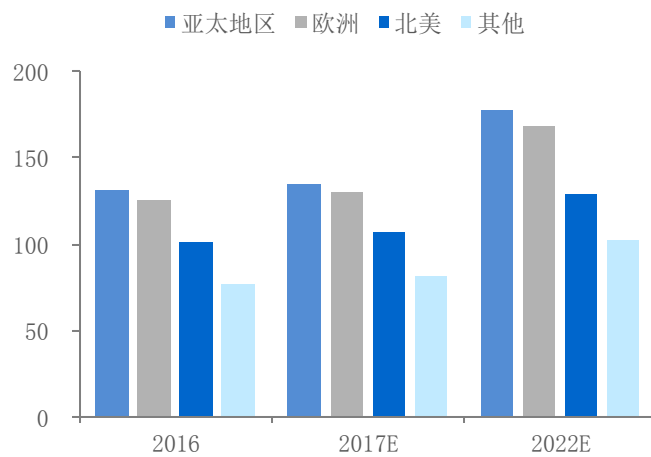
- 胶黏剂市场规模逐年增加，亚太地区增速引领全球。2016 年全球胶黏剂市场规模 406 亿美元，施胶设备试产规模 143 亿美元，总规模达 549 亿美元。根据 BCC Research 预计，2017-2022 年，全球胶黏剂市场的复合增长率将达到 5.3%，而亚太地区将以 5.7% 的增速引领全球胶黏剂市场，未来胶黏剂市场发展前景向好。

图表 8：全球胶黏剂市场规模（亿美元）



来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

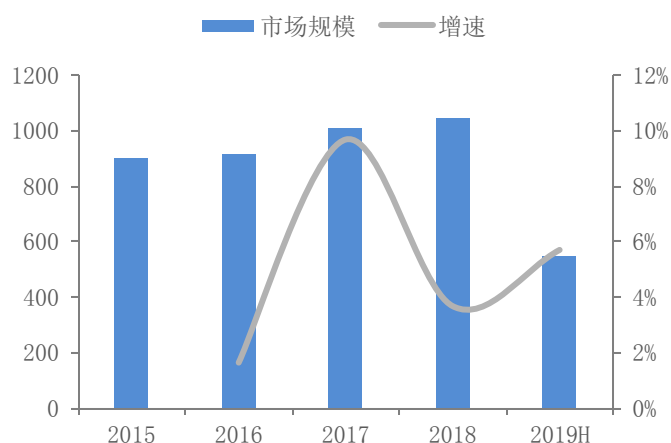
图表 9：不同地区胶黏剂市场规模（亿美元）



来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

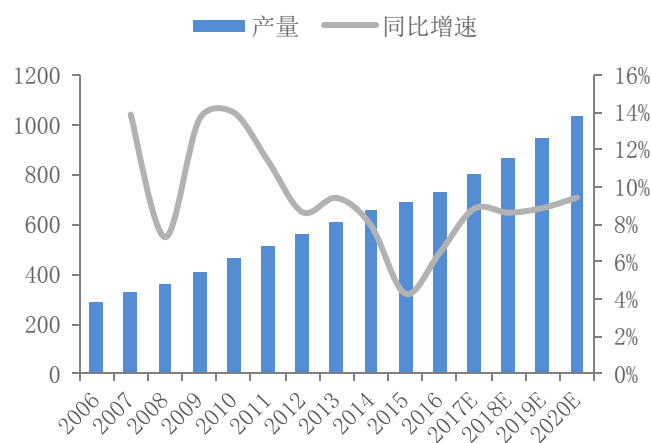
- 我国胶黏剂工业起步晚，但发展迅速。中国胶黏剂工业从 1958 年起步，当初在世界胶黏剂领域的份额几乎为零，经过 60 年的发展，中国胶黏剂已经在世界胶黏剂领域占有一席之地。从市场规模来看，据中国胶黏剂和胶黏带工业协会统计，2018 年中国胶黏剂市场规模达到 1027.8 亿元，占全球市场规模三分之一左右。根据中国胶黏剂和胶黏带工业协会发布的《中国胶粘带和胶黏剂市场报告及“十三五”发展规划》显示，2020 年，我国胶黏剂产量将达 1033.7 万吨，销售额 1328 亿元，我国胶黏剂行业将保持稳定增长态势。

图表 10：中国胶黏剂市场规模（亿元）及增速（%）



来源：胶黏剂在线，国金证券研究所

图表 11：中国胶黏剂产量（万吨）及增速（%）



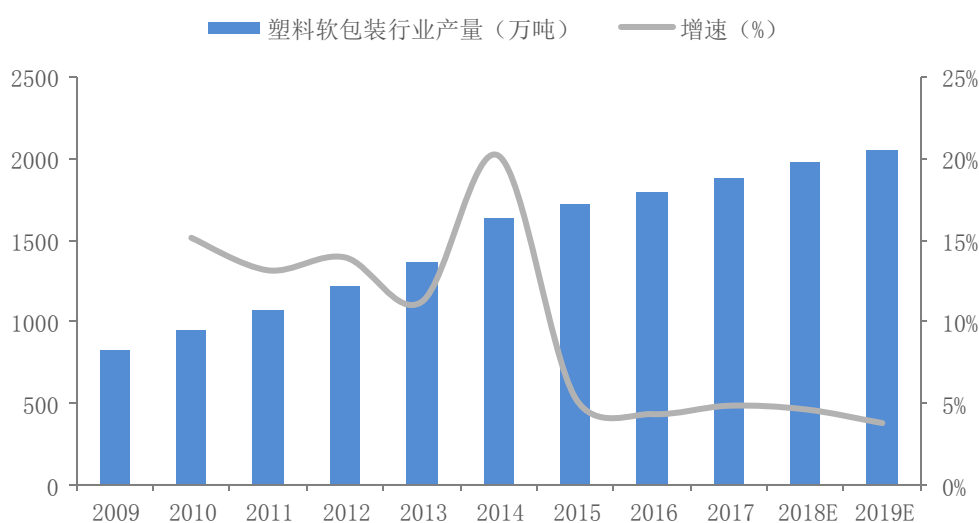
来源：胶黏剂在线，国金证券研究所

2.2 胶黏剂应用广泛，新兴领域的发展将带动需求的增长

软塑包装：市场空间大，未来朝环保型方向发展

- 软塑包装领域所使用的胶黏剂主要以溶剂型聚氨酯粘合剂、无溶剂型粘合剂、水性粘合剂三大类为主。溶剂型聚氨酯粘合剂因其性能优异一直在软包装领域占有重要份额；无溶剂粘合剂具有突出的环保性、安全性、经济性，在软包装领域迅速发展；水性粘合剂包括水性丙烯酸复合粘合剂、水性聚氨酯复合粘合剂两大类，以综合涂布成本低、无 VOC 排放、可有效利用原有溶剂型胶黏剂涂布设备生产等优势，是软包装粘合剂领域不可或缺的重要组成部分。
- 2015 年全球软包装市场规模达 2100 亿美元左右，其中塑料软包装市场规模达 917 亿美元。预计在 2016-2022 年全球塑料软包装市场规模将以 4.4% 增速的增长，到 2022 年全球塑料软包装市场规模将达到 1243 亿美元。2017 年我国塑料软包装市场规模为 782 亿元，产量达到 1900 万吨，随着下游行业需求的增加，预计 2019 年整体规模将达到 900 亿元，产量预计 2050 万吨。

图表 12：我国塑料软包装行业产量（万吨）及增速（%）



来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

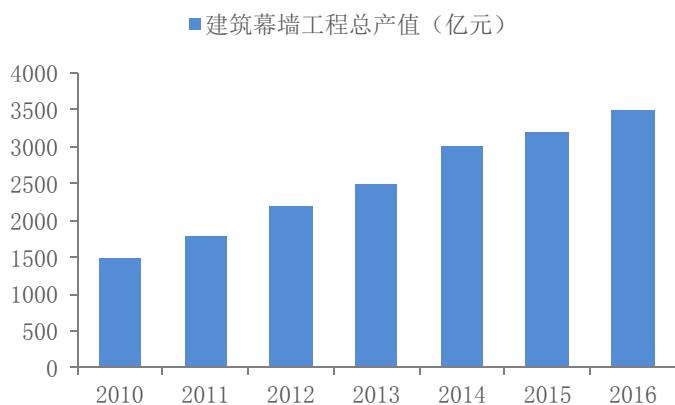
- 软包装胶黏剂逐步向安全性、环保性、经济性等方向发展。《GB9685-2008 食品容器、包装材料用添加剂使用卫生标准》中明确限定了与食品类接触材料所允许使用的材料清单及其应用过程的迁移限量。《GB/T10004-

2008《包装用塑料复合膜、袋干法复合、挤出复合标准》中也明确限定了包装材料总的溶剂残留及禁止类溶剂种类及限量要求。随着国家环保政策的全面实施以及对 VOC 排放的严格要求，软包装复合粘合剂逐步向功能化、安全性、环保性、经济性等方向发展。

建筑：城镇化加速，推动建筑用胶需求增长

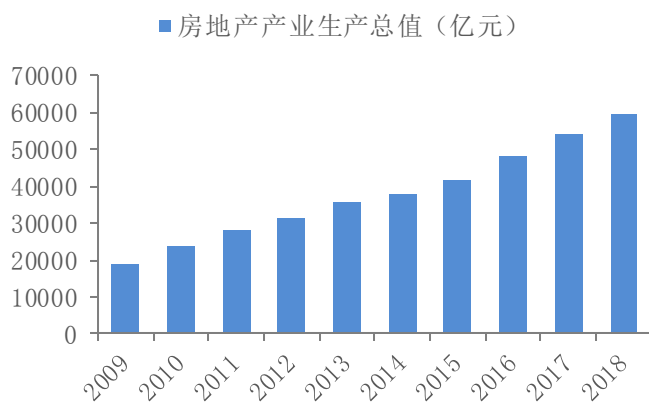
- **建筑领域用胶逐步向绿色环保转变。**过去，建筑领域用胶主要以溶剂型胶水为主，现在已经逐步退出市场。目前，无溶剂密封胶、结构胶、水性胶粘剂、热熔胶等高性能产品受到市场重视，被广泛应用于人造草坪、集成式房屋建筑、外墙节能技术等领域。
- **城镇化加速，建筑胶需求不断向好。**胶黏剂在建筑领域的应用仅次于软塑包装领域，2017年我国建筑胶粘剂消费量为237万吨，同比增长10.7%，市场规模达到百亿元。建筑胶被广泛应用于建筑的粘结和密封，我国是世界最大的幕墙生产及消费国，建筑幕墙使用量占世界2/3左右，2017年我国建筑幕墙行业总产值2500亿元，同比增长13.6%，随着我国城镇化进程的加速，我国的建筑胶需求将不断向好。

图表 13：中国建筑幕墙工程总产值（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：中国房地产业产业生产总值（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：装配式建筑相关文件

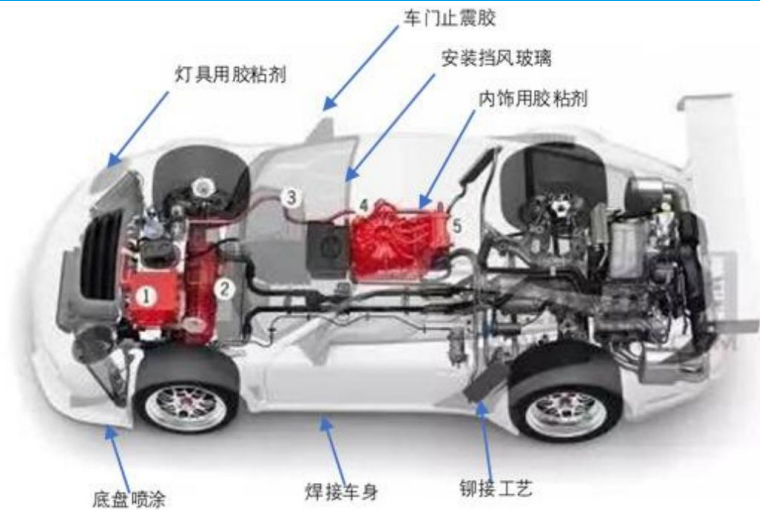
时间	部门	文件	主要内容
2017年2月24日	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	力争用10年左右时间，到2025年使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%
2017年3月	住房城乡建设部	《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》	到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，其中重点推进地区达到20%以上，积极推进地区达到15%以上，鼓励推进地区达到10%以上

来源：政府官网，国金证券研究所

汽车：传统车需求平稳，新能源汽车带动需求增长

- **胶黏剂是汽车生产中不可或缺的原材料。**在汽车制造中，良好的粘接技术的使用可以提高驾乘的舒适性，降低噪音、减震、轻量化、降低能耗、简化工艺，提高产品质量，因此，胶黏剂在车辆设计、制造中起到了不可替代的作用。根据功能来分，胶黏剂在汽车中的应用主要分为车体用胶、动力系统用胶、维修用胶。

图表 16：胶黏剂在汽车中的应用



来源：公开资料，国金证券研究所

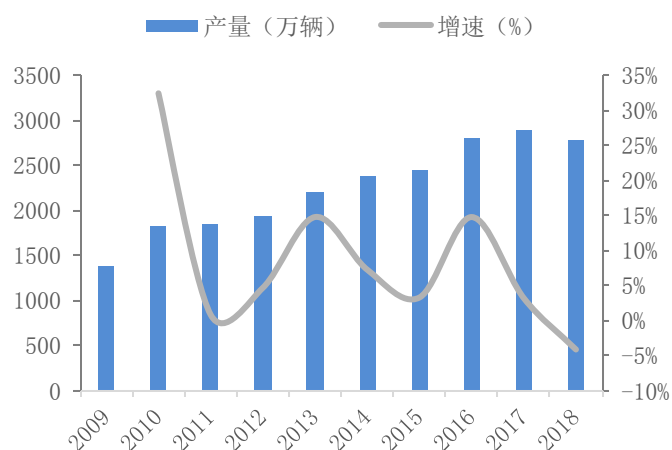
图表 17：汽车用胶黏剂概览

用途	所用胶黏剂
1、车体用胶	
汽车车身用胶黏剂	丙烯酸酯型压敏胶、SBS 型压敏胶
汽车车体结构用密封胶黏剂	PU 胶黏剂、橡胶型密封胶黏剂、聚硫密封胶黏剂
汽车内饰用胶黏剂	氯丁型胶黏剂、水性聚氨酯胶黏剂、丙烯酸酯压敏胶、聚烯烃热熔胶、丁基密封胶、水基装饰胶黏剂
汽车顶棚用胶黏剂	EVA 热熔胶、聚酰胺热熔胶、聚酯热熔胶、聚烯烃热熔胶、环氧树脂胶黏剂、SBS 热熔胶
车窗玻璃用胶黏剂	聚氨酯密封胶、热熔压敏胶、热熔聚氨酯
电焊用胶黏剂	PVC 焊缝密封胶、橡胶电焊密封胶、环氧树脂胶黏剂
汽车地板用胶黏剂	橡胶型胶黏剂
车灯用胶黏剂	聚氨酯热熔胶、聚酰胺热熔胶、聚烯烃热熔胶、环氧胶黏剂、有机硅密封胶、丁基热熔胶
2、动力系统	
螺杆和螺栓、汽缸垫片、发动机用胶黏剂	厌氧胶、有机硅密封胶、环氧树脂密封胶
3、维修用胶	
发动机缸体和水箱用胶黏剂	丙烯酸胶黏剂、厌氧胶、环氧树脂胶黏剂
内饰、侧边条用胶黏剂	热熔胶

来源：新材料在线，国金证券研究所

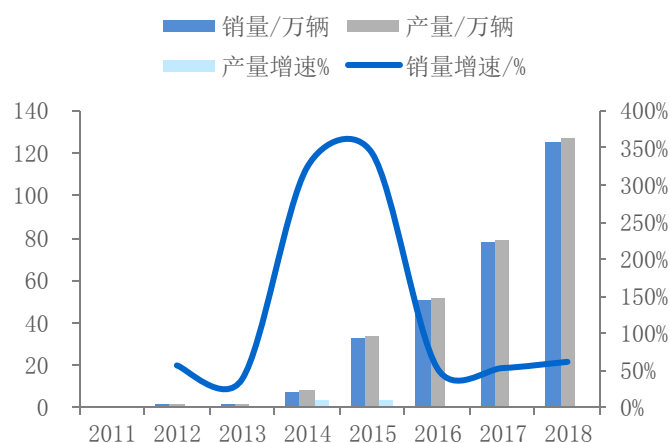
- 汽车产销量整体保持稳定。2018 年，受多方因素影响，我国汽车产销分别完成 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，分别同比下降 4.2% 和 2.8%。预计未来，随着去库存周期陆续结束，我国汽车销量将逐渐复苏。此外，新能源汽车发展潜力巨大，工信部《汽车产业中长期发展规划》明确了提出：到 2020 年，中国新能源汽车年产量将达到 200 万辆，到 2025 年，中国新能源汽车销量占总销量的比例达到 20% 以上。预计未来，新能源汽车的增长带动胶黏剂需求的增长。
- 根据《全球汽车胶黏剂市场 2020 年展望》预测，2020 年全球汽车胶黏剂市场预计将由 2015 年的 37.4 亿美元增长到 55.6 亿美元，复合增长率增加 8.2%。综合来看，汽车产业的升级将带动汽车用胶黏剂消费增长。

图表 18: 中国汽车产量(万辆)及增速(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 中国新能源汽车产销量(万辆)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 2018 年中国新能源汽车相关政策

时间	单位	文件名称	文件要点
2月13日	财政部、科技部、工信部、发改委	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	1. 提供纯电动乘用车能力密度 2. 降低新能源客车和新能源专用车补贴标准
2月26日	工信部等七部委	《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》	明确动力电池生产企业产品的设计要求生产要求 and 回收责任
3月2日	工信部等七部委	《新能源汽车动力蓄电池回收利用试点实施方案》	到 2020 年, 建立完善动力蓄电池回收利用体系, 探索形成动力蓄电池回收利用创新商业模式
3月7日	国家能源局	《2018 年能源工作指导意见》	2018 年将积极推进充电桩建设, 年内计划建成充电桩 60 万个, 其中公共充电桩 10 万个, 私人充电桩 50 万个
4月2日	工信部、财政部、国税总局	《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》	购置新车时已享受购置税优惠的车辆, 后续转让, 交易时不再补缴车辆购置税
4月4日	商务部	《对美国加征关税商品清单》	商务部公布对美国加征关税商品清单。其中, “同时装有点燃(压燃)往复活塞内燃发动机及驱动电动机可通过接插外部电源进行充电的其他车辆”、“仅装驱动电动机的其他车辆”等商品名称赫然出现在清单中
4月19日	财政部、工信部、科技部、发改委	《关于开展 2017 年及以前年度新能源汽车推广应用补贴资金清算申报的通知》	对于 2015 年度 2016 年销售上牌但未获补贴的车辆按照对应年度补贴标准执行
4月26日	中汽协和中国汽车动力电池产业创新联盟	《汽车动力蓄电池和氢燃料电池行业白名单暂行管理力法》	中国汽车动力电池产业创新联盟将对企业白名单实施动态管理, 每 3 年对白名单内的企业进行复评, 电池产业创新联盟白名单企业如有违规将被撤销其白名单资格
5月22日	国务院关税税则委员会	《关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》	自 2018 年 7 月 1 日起, 降低汽车整车及零部件进口关税
6月19日	工信部	《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	各平行进口乘用车供应企业应及时报送其所进口的乘用车燃料消耗量和新能源乘用车相关数据
6月28日	发改委和商务部	《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018 年版)》	汽车行业取消专用车新能源汽车外资股比限制, 汽车整车制造的中方股比不低于 50%
8月7日	工信部	《关于开展新能源客车安全隐患专项排查工作的通知》	要求新能源乘用车载货汽车生产企业, 开展安全隐患专项排查工作。《通知》要求, 各企

业在 2018 年 10 月底前完成排查并将排查结果上报装备工业发展中心
力争用 3 年时间“进一步优化充电基础设施发展环境和产业格局”

12 月 10 日 发改委 《提升新能源汽车充电保障能力行动计划》
12 月 24 日 财政部 《2019 年进出口暂定税率等调整方案》

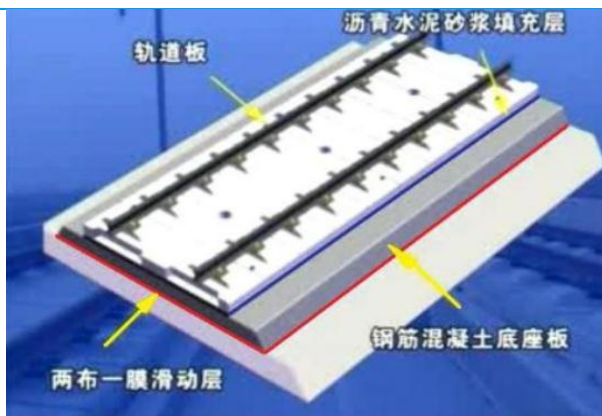
2019 起取消新能源车用电池等进口暂定税率

来源：政府网站，国金证券研究所

交通运输：项目建设逐步落地，促进胶黏剂需求增长

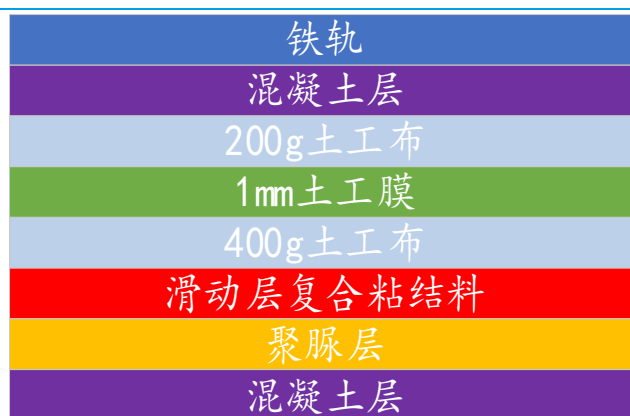
- 胶黏剂在高速铁路方面主要用于无砟铁路铺设，具有粘接性能好、减震、降噪等性能。也广泛用于列车的玻璃、车体、内饰镜等材料的粘接。此外，在列车、机车的表面防腐涂漆中也有广泛应用，具有粘接强度高、密封度好、耐水、耐疲劳等性能。
- 高铁用聚氨酯胶粘剂主要包括：日本高铁技术的 CRTS I 型凸型台聚氨酯胶粘剂、德国高铁技术的 CRTS II 型滑动层粘接料、我国自主创新设计的 CRTS III 型聚氨酯胶粘剂。

图表 21：高速铁路无砟铁轨剖析图



来源：高盟新材招股说明书，国金证券研究所

图表 22：CRTS II 型滑动层粘结原理图



来源：高盟新材招股说明书，国金证券研究所

- 高速铁路迅猛发展，胶黏剂市场空间广阔。2018 年底，我国铁路营业里程达到 13.1 万公里以上，其中高铁 2.9 万公里以上，具有世界上最现代化的铁路网和最发达的高铁网。国家《中长期铁路网规划》指出：到 2020 年，铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市；到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右，网络覆盖进一步扩大，路网结构更加优化。随着高速铁路建设的迅猛发展，预计高速铁路建设用胶黏剂的增速每年在 1 万吨以上，未来 10 年内铁路胶黏剂用量将达到约 10 万吨左右，市场前景非常广阔。

图表 23：胶黏剂在高铁中的应用



来源：高盟新材《招股说明书》，国金证券研究所

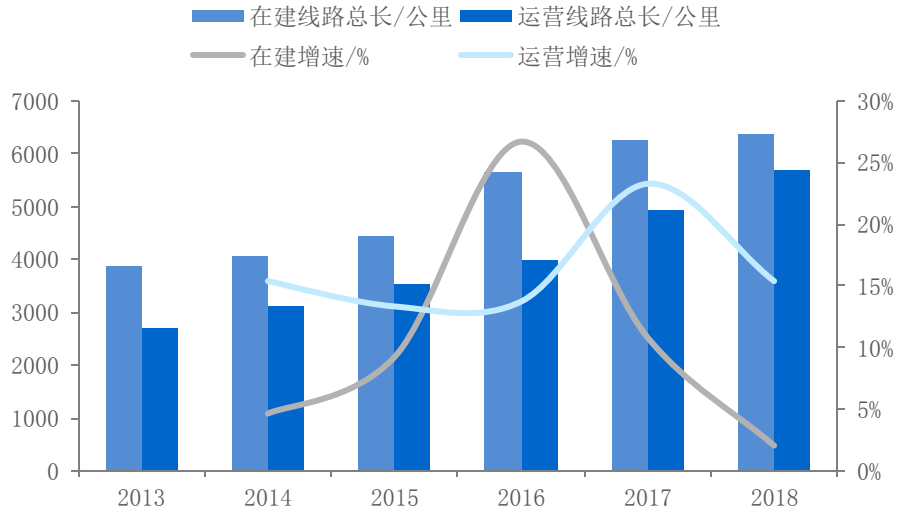
图表 24：我国中长期高速铁路网规划图



来源：新材料在线，国金证券研究所

- **城市轨道交通迎来建设热潮，胶粘剂需求空间巨大。**胶黏剂同样广泛使用于地铁中，司机室前挡风玻璃、侧窗玻璃需要胶黏剂粘结和密封，此外，胶黏剂在门槛、电器柜、轨道车辆部件链接方面有重要的作用。随着我国经济、人口的迅猛发展，城市轨道交通迎来大规模建设热潮，目前全国有 53 个城市轨道交通建设获得国家批复，其中 35 个城市已开通地铁运营。2016-2018 年，我国城市轨道交通累计新增运营线路长度 2143.4 公里。

图表 25：我国城市轨道交通线路情况

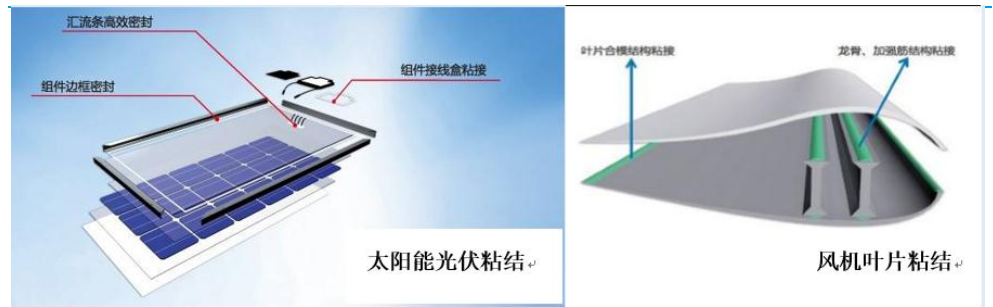


来源：中国城市轨道交通协会，国金证券研究所

新能源：风电、光伏和动力电池是主要应用领域，政策助力下游发展。

- 在太阳能领域，胶黏剂主要用于太阳能光伏电池板的密封粘结、边框的密封、铝材和玻璃的粘结；在风能领域，胶黏剂主要用于风能发电机螺纹及密封、风机变速箱的密封、叶片的粘结。

图表 26：胶黏剂在风电光伏领域的应用



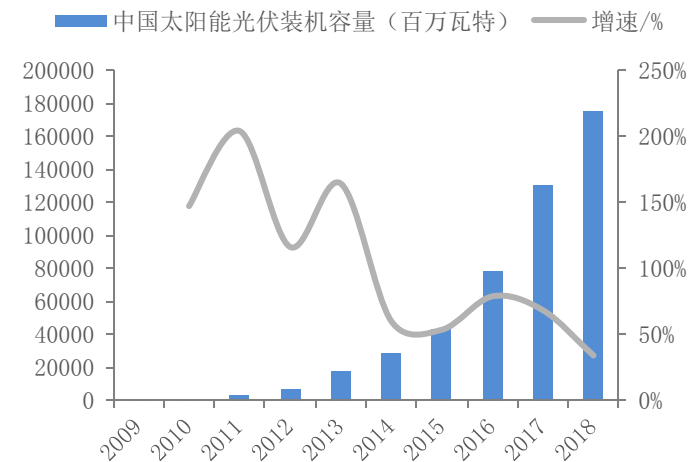
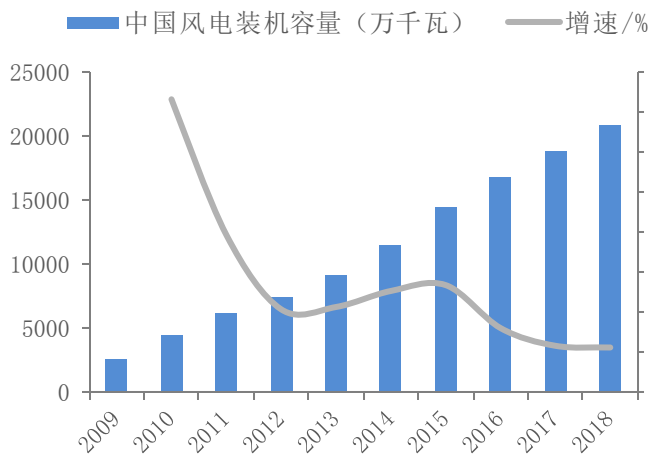
来源：公开资料，国金证券研究所

- **风电、光伏持续回暖，带动胶黏剂需求增长。**国家发改委、能源局《关于印发清洁能源消纳行动计划（2018-2020 年）的通知》提到：2020 年，全国弃风率要控制在 5% 以内，明确了部分省份风电消纳目标，弃风率的控制下降，将提高风电投资积极性，推动行业健康稳定发展，未来新增装机有望反弹；国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》，2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不在补贴，2018 年底之前核准未并网项目规模近 100GW，预计形成抢装。风电市场的回暖将带动胶黏剂的需求，预计到 2020 年底，我国风能所需胶黏剂为 3.5 万吨/年。
- 2018 年，全球光伏新增装机约 1.03 亿千瓦，我国光伏发电新增装机 4426 万千瓦，仅次于 2017 年新增装机，继续位居全球首位。预计未来，我国光伏产业继续保持稳增长态势。此外，未来随着海外市场的复苏，光伏装

机将保持稳定增长，综合来看，新能源行业的持续健康发展将为光伏胶粘剂带来更广阔的市场空间。

图表 27：中国风电装机容量（万千瓦）及增速

图表 28：中国太阳能光伏装机容量（百万瓦特）及增速

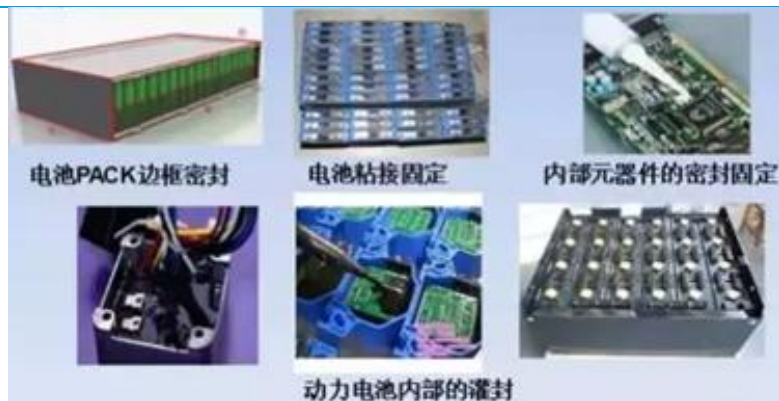


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 黏胶剂是锂电池重要的辅助材料，对锂电池性能有重要影响。锂电池所用胶粘剂虽然本身没有容量，在电池中所占比重很小，但却是整个电极的力学性能主要来源，对电极的生产工艺和电化学性能有着重要影响。主要为：1.为动力电池提供防护效果；2.实现安全可靠的轻量化设计；3.作为散热材料辅助散热；4.帮助电池应对更复杂的使用环境。胶黏剂主要用于电池 PACK 边框密封、电池粘接固定、内部元器件的密封固定、动力电池内部的灌封等。

图表 29：胶黏剂在动力电池领域的应用



来源：博唐咨询，国金证券研究所

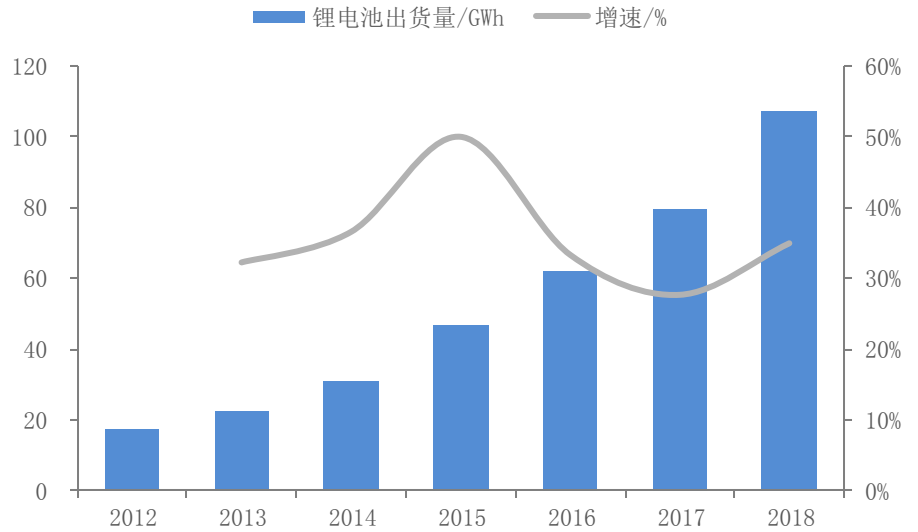
图表 30：锂电池所用胶黏剂概览

组装部件	具体用胶
PACK 密封	MS 胶、导热硅胶
结构粘接	丙烯酸结构胶、双组分聚氨酯结构胶、硅胶、UV 胶
结构导热	环氧导热胶、导热硅胶
电池灌封	导热灌封有机硅
零部件锁固	厌氧胶
铭牌粘接	高性能丙烯酸结构胶、低温固化环氧胶
线路结构保护	黄胶

来源：博唐咨询，国金证券研究所

- 2018 年我国锂电池出货量 107.22GWh，同比增长 34.96%，国家逐步出台多项政策推动锂电池产业发展，预计锂电池的发展将为胶黏剂的需求带来新的增长空间。

图表 31：我国锂电池出货量 (GWh) 及增速 (%)



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

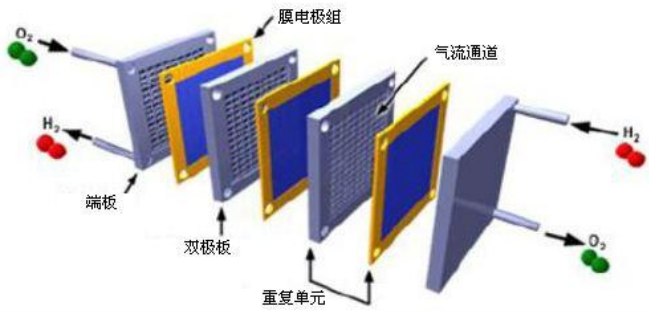
图表 32：锂电池政策

时间	发文单位	文件名称
2017.2	工信部、国家发改委、科技部、财政部	促进汽车动力电池产业发展行动方案
2017.4	工信部、国家发改委、科技部	汽车产业中长期发展规划
2017.7	工信部	重点新材料首批次应用示范指导目录 (2017 年版)
2017.9	工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局	乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法
2018.6	国务院	打赢蓝天保卫战三年行动计划
2017.9	财政部工信部，科技部，国家发改委	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

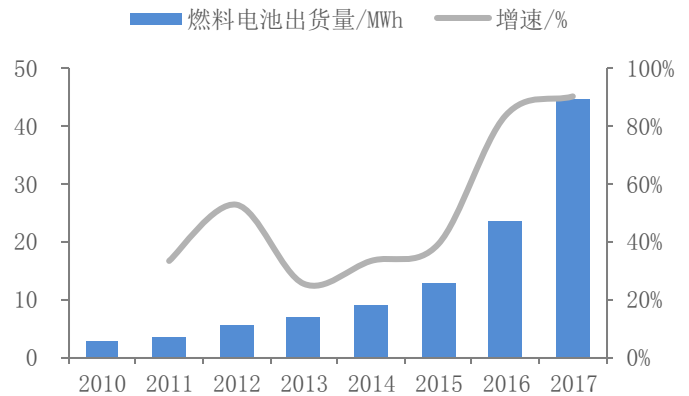
来源：中商产业研究，国金证券研究所

- 胶黏剂在氢燃料电池中具有重要的应用。氢燃料电池由很多小电池单元组成，单元电池是由膜电极，阴极板和阳极板组合而成，各层之间用胶黏剂密封，防止氢气和氧气泄漏，这些单元电池层层叠加形成燃料电池组件。此外，由于氢分子极小，即使一个很小的缝隙也非常容易导致泄漏，因小火花而引发爆炸燃烧，所以要求胶黏剂必须能够提供电池单元间良好的气体密封。2017 年我国燃料电池出货量 44.7MWh，同比增长 90.21%。随着燃料电池应用的推广和出货量的不断增长，胶黏剂需求不断提升。

图表 33: 燃料电池的构造



图表 34: 我国燃料电池出货量 (MWh) 及增速 (%)



来源:《激光焊接燃料电池》, 国金证券研究所

来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

电子器件: 产品更新换代速度快, 胶黏剂需求不断增长

- 胶黏剂在电子器件方面具有重要的用途。胶黏剂在电子元器件的生产、组装部件灌封等方面发挥着重要作用, 胶黏剂的使用有利于提高电子元器件的抗冲击震动、防尘防潮、电绝缘导热的能力。

图表 35: 胶黏剂在手机中的应用



来源: 新材料在线, 国金证券研究所

图表 36: 手机用胶黏剂概览

应用部位	胶黏剂品种
主板用胶黏剂	环氧胶黏剂、导热导电胶、有机硅胶黏剂、点焊胶、UV 胶、丙烯酸胶黏剂
壳体用胶黏剂	聚氨酯热熔胶、丙烯酸树脂胶黏剂、反应型热熔胶
屏幕与边框用胶黏剂	聚氨酯热熔胶、UV 胶、反应型热熔胶、丙烯酸树脂胶黏剂、耐高温胶黏剂
LOGO 用胶黏剂	热熔压敏胶、有机硅胶黏剂、不干胶、丙烯酸酯胶黏剂
摄像头固定用胶黏剂	OCA 光学胶、UV 胶
侧按键粘接用胶黏剂	UV 胶、快干胶
FPC 天线与机壳粘合用胶黏剂	不干胶、UV 胶、压敏胶
摄像模组用胶黏剂	UV 胶、快干胶、环氧树脂胶黏剂、有机硅胶黏剂
音腔盒盖子用胶黏剂	UV 胶、热熔胶、瞬干胶、环氧树脂胶黏剂、有机硅胶黏剂

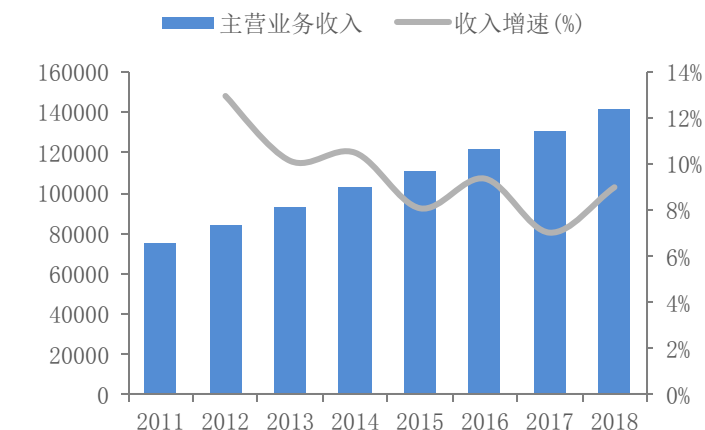
来源: 新材料在线, 国金证券研究所

- 我国电子信息行业运行呈现总体平稳、稳中有进态势, 2018 年我国规模以上电子信息制造业实现主营业务收入 142041 亿元, 主同比增长 9.0%, 利

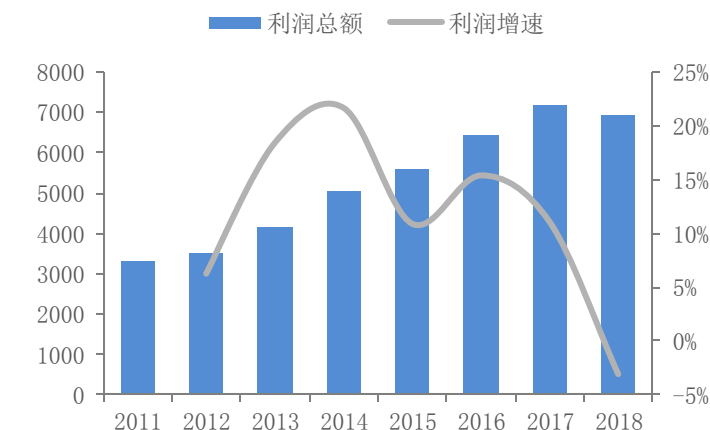
润总额 6957 亿元，同比下降 3.1%。随着我国电子信息产业的发展，5G 的逐步应用，国内电子元器件发展迅速，对胶黏剂的需求也日益剧增。

图表 37: 规模以上电子信息制造业:主营业务收入(亿元)

图表 38: 规模以上电子信息制造业:利润总额(亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

其他应用: 胶黏剂在军工中有重要的应用

- 胶黏剂在军工电子、船舶、航空航天等领域有重要的应用。

图表 39: 军工电子胶黏剂应用

材料 1	待粘材料 材料 2	典型结构件及用途说明	推荐选择胶黏剂种类
薄金属板	喷漆或塑面	金属铭牌、装饰条和绝缘垫片等轻质结构件粘接	压敏胶带
环氧衬垫, 环氧板	印制板, 金属, 漆面		
PMMA、PC 等	铝氧化层, 喷面	显示玻璃和导轨件等非金属材料粘在板面上, 同时具有密封防水作用	瞬干胶+硅橡胶
硅橡胶垫板	铝氧化层, 漆面	密封圈粘在板面上, 同时具有密封防水作用	活化剂+硅橡胶
硅胶垫圈, 橡胶密封条	金属或漆面	密封圈粘在盖板上, 同时具有密封防水作用	硅橡胶
铜屏蔽丝网	铝导电氧化层	屏蔽丝网粘在盖板凹槽内	通用性瞬干胶
元器件	印制板	电阻和电容等元器件加固, 具有固定和减震作用	有机硅橡胶
散热器	芯片	散热器粘在芯片上, 同时具有导热作用	导热硅橡胶
导电橡胶条	铝导电氧化层	导电橡胶条粘在盖板凹槽内	导电硅橡胶
器件, 屏蔽罩	印制板	器件引脚和屏蔽罩粘在印制板上, 起导电连接作用	导电环氧胶

来源: 新材料在线, 国金证券研究所

图表 40：航天航空用途胶黏剂应用

胶黏剂功能	典型结构及用途说明	胶黏剂种类
热防护粘接胶黏剂	主要用在航天飞行器，返回式卫星，导弹头的防热层的粘接。	环氧聚酰胺胶，硅橡胶
防热密封胶	用于航天飞行器零部件的粘接	丁腈/酚醛胶，环氧/酚醛胶，硅橡胶
耐低温胶黏剂	运载火箭液氢液氧储箱上聚酰亚胺与铝储箱的粘接。	聚氨酯改性环氧胶，聚醚聚氨酯胶
阻尼密封胶	运载火箭，导弹，卫星，飞船等	丁基橡胶，硅橡胶，丁腈橡胶，聚氨酯胶
空间级胶黏剂	飞船，卫星等需耐真空，耐辐射等的部位	硅橡胶

来源：新材料在线，国金证券研究所

图表 41：船舶中胶黏剂应用

胶黏剂使用部位	被粘接材料	胶黏剂种类
船体复合材料	玻璃钢与钢，铁，玻璃钢之间的粘接	环氧/聚硫橡胶
船体金属结构	碳钢，高强度钢，铸钢，铸铁，铝合金等的粘接	丁腈/酚醛胶
潜艇消声瓦安装	组成消声瓦的材料，如丁苯橡胶、聚氨酯与玻璃纤维复合材料，聚硫橡胶等的粘接	氯丁橡胶
船舶泡沫材料	聚氨酯泡沫塑料，酚醛泡沫塑料与蜂窝结构材料的粘接	丁腈/环氧胶
船舶地板材料	聚氯乙烯人造革地板与钢板，铝合金地板的粘接	酚醛树脂胶
船舶内饰	仪器，仪表，管路附件，塑料板，壁纸等的粘接固定	阻燃环氧胶，聚氨酯胶
船舶机械系统	船舶尾轴与螺旋桨的粘接，船舶主机、辅机垫片的固定	环氧胶

来源：新材料在线，国金证券研究所

三、产业重心往亚太转移，行业集中度提升，进口替代加速

3.1 产品结构不断优化，环保型、高性能胶黏剂备受青睐

- **胶黏剂产品将朝环境友好型发展。**传统的胶黏剂在使用过程中含有苯、甲苯等挥发性有机溶剂，危害人体健康及污染环境，并在存储或者制备中存在燃烧或者爆炸的危险。随着保护环境、珍惜资源的理念日益深入人心，高固含量、无溶剂、水性、光固化等环境友好型胶黏剂将越来越受到重视。
- **政策助力加快胶黏剂产业升级。**我国对 VOC 排放、有毒有害物质排放的监管不断加强，将采用市场调控和行政干预并举的办法，淘汰一批档次劣质产品，促进各类无溶剂、低挥发、高固含量型等产品的发展，这也将促使传统的胶黏剂企业转型升级。

图表 42：胶黏剂产品结构化调整趋势

趋势	产品
淘汰类	淘汰部分产能落后和有毒有害物质含量高的产品，如 107 胶（缩甲醛胶）
限制类	溶剂类通用型胶黏剂，力争比重从 11%左右下降到 3%
发展类	发展水基型、热熔型、无溶剂型、生态型、光固化型（UV 型）、低温和常温固化型、高固含量型等环保节能胶黏剂

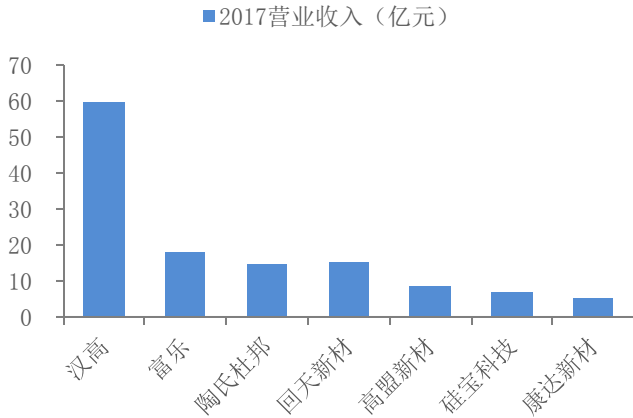
来源：公开资料，国金证券研究所

3.2 行业集中度不断提升，行业格局将重塑

- **我国胶黏剂行业中小企业居多，行业集中度低。**我国胶黏剂行业起步较晚，且企业众多，据不完全统计，目前我国胶黏剂企业多达 3500 多家，且大多数为中小型企业，其中 1800 多家为作坊式企业，年销售收入达 5000 万

元以上的企业不足百家。从销售额来看，位于前三位的企业都是跨国企业，汉高稳居世界胶黏剂行业老大，同样也是中国市场的老大，2017年在中国销售额达60亿元；富乐通过并购中国工程胶黏剂行业龙头企业北京天山公司之后成为中国胶黏剂行业的第二，2017年销售额在18亿元左右；陶氏杜邦合并，其子公司“材料科技”部门(道康宁、陶氏、杜邦)胶黏剂业务也有15亿左右，第四位以后才是中国胶黏剂企业，如回天新材、高盟新材等。行业前四位销售额合计市场份额不足15%，行业集中度低。

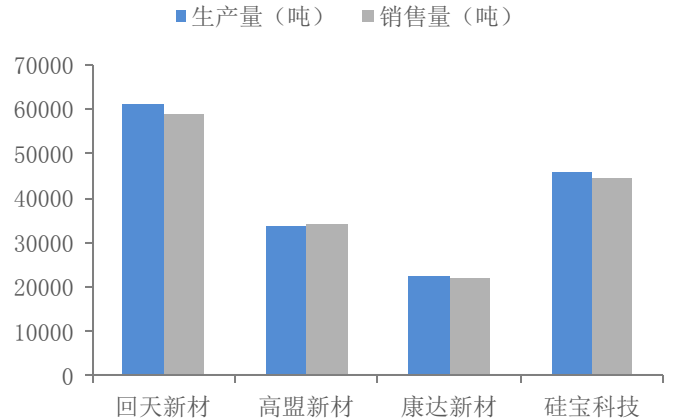
图表 43：胶黏剂企业在中国市场的销售收入（亿元）



来源：公司年报，国金证券研究所

备注：跨国公司数据为胶黏剂业务在中国区的营业收入

图表 44：国内主要胶黏剂公司产量和销量情况（吨）



来源：公司年报，国金证券研究所

- **未来行业集中度将不断提升。**从世界胶黏剂行业发展历史来看，以胶黏剂龙头汉高为例，汉高公司通过一系列的并购不断整合行业，成为胶黏剂行业的龙头，此过程也推动了行业集中度的不断提升。我们认为，未来若干年中国胶黏剂行业会向成熟期过度，集中度将不断提高，近年来中国胶黏剂市场并购案例不断增加，已经出现这样的趋势。

图表 45：汉高胶黏剂业务并购发展历程

时间	收购对象	所处领域
1995	德国 Teroson(泰罗松)	
1997	美国 Loctite (乐泰)公司	工程胶黏剂、密封剂和抗腐蚀剂
2000	Dexter	
2008	国民淀粉化学公司	胶黏剂和电子材料

来源：公开资料，国金证券研究所

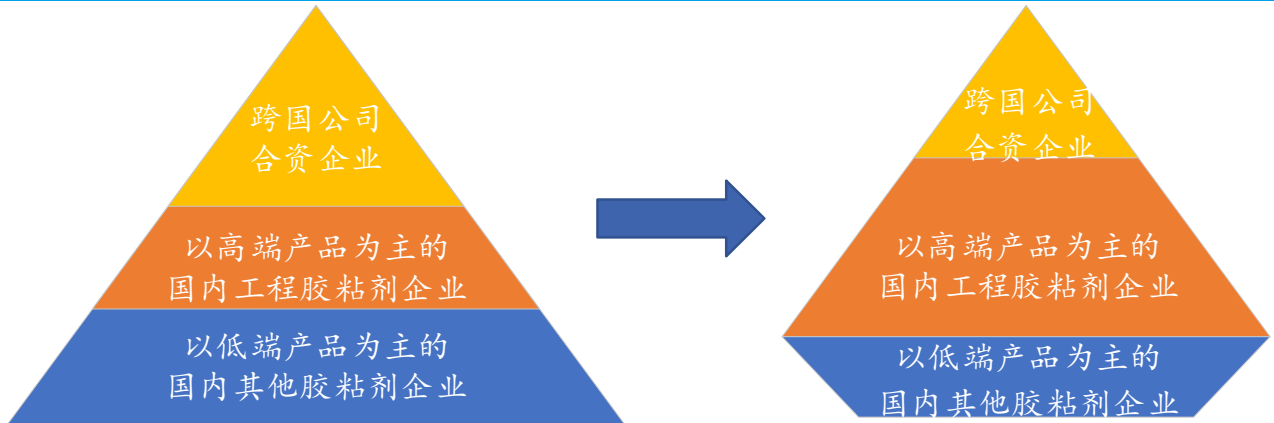
图表 46：近年来胶黏剂行业并购案例梳理

时间	收方	收购对象	收购情况
2015年2月2日	富乐	北京天山	出资14亿元人民币(约2.3亿美元)收购北京天山95%股权
2016年8月16日	汉高	金鹏化工	出资1.8亿元与金鹏化工成立合资公司
2017年9月28日	上海天洋	信友新材	出资5678.05万元收购信友新材66%股权
2016年10月	国家集成电路产业基金	烟台德邦公司	出资2144.04万元
2019年8月31日	集泰股份	兆舜科技	出资4672.5万元收购兆舜科技75%股权

来源：公开资料，国金证券研究所

- 国内企业主要占据中低端市场，未来行业格局将重塑。我国胶黏剂低端市场的生产企业为中小型企业，整体产能过剩、利润率低；少数拥有自主知识产权的国内企业，具有一定的技术积累，可以生产较高技术含量和较高利润率的产品，逐步占据了中高端市场；而高端市场主要是国际化工巨头占据，他们拥有强大的研发能力和品牌优势，通过在国内建立合资企业或生产基地，占据着高端市场。预计未来，随着环保风暴及安全检查的要求，大量的不在化工园区，不能达到安全标准的胶黏剂企业会持续退出市场。在安全、环保的政策推动下，我国胶粘剂行业将会逐步向集中格局转变，小而多的中小型企业将很难在利润率低的低档产品市场中生存，规模化将是未来发展的趋势。

图表 47：胶黏剂行业竞争格局趋势

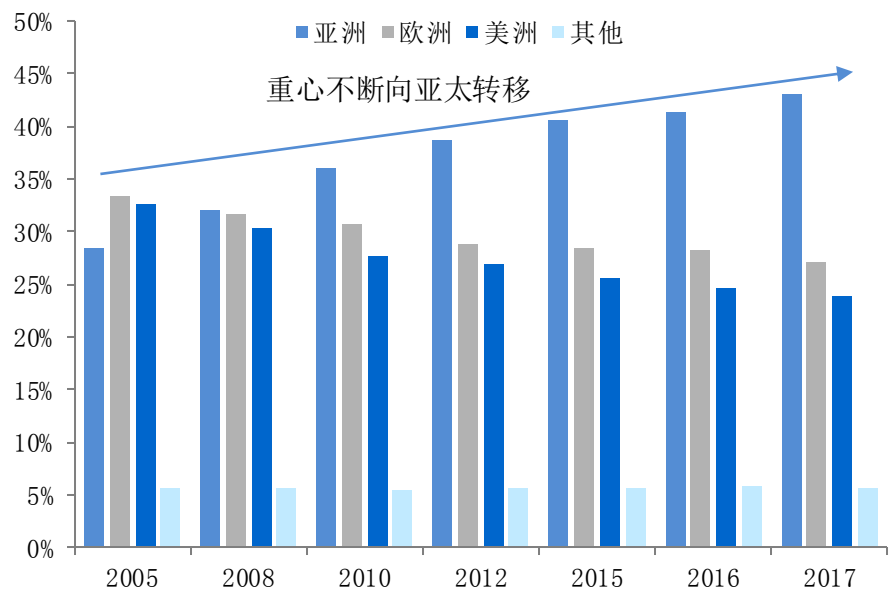


来源：国金证券研究所

3.3 产业重心向亚洲转移，产品创新难度增大，国内企业将迎来机遇

- 亚洲地区胶粘剂市场高速增长，占比不断提高。随着亚洲经济的发展，工业化程度加速，汽车制造、轨道交通、工业机械等行业稳定发展，不断带动胶黏剂市场需求，亚洲逐步成为全球胶黏剂市场的核心。2005 年，亚太市场规模占全球 28%，2017 年，亚太市场规模占比达到 43%，随着全球产业转移，亚洲整体经济的崛起，亚太地区胶粘剂市场年复合增速达 5%-6%，可预见未来还将保持增长。

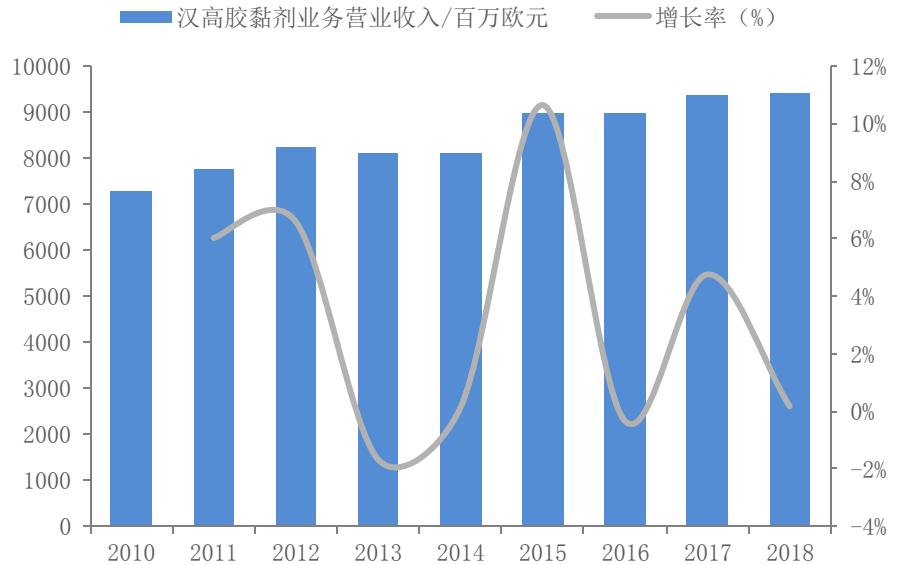
图表 48：全球胶黏剂市场规模区域分布



来源：公开资料，国金证券研究所

- **国外巨头胶黏剂业务收入增速下降。**近年来，随着全球经济下行压力加剧，胶黏剂巨头汉高在胶黏剂业务板块收入虽保持一定的增长，但是增速不断下滑。

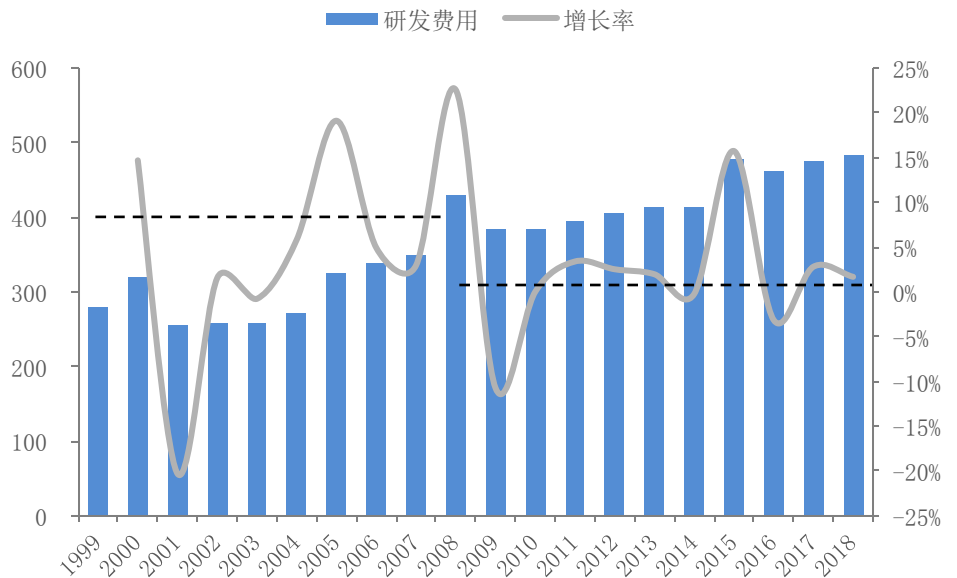
图表 49：汉高胶黏剂业务收入及增速（百万欧元）



来源：汉高年报，国金证券研究所

- **研发投入放缓，产品创新难度增大。**从汉高年报数据来看，2008年之后，研发占营业收入比重止步不前，研发投入逐步放缓。化工研发具有不确定性、长周期性的特点，研发投入的放缓意味着产品推陈出新难度的加大。短期而言，虽然化工巨头相较于国内企业在技术上仍然具有一定优势，但是未来竞争力会逐步下降，这为国内企业的创新发展带来机遇。

图表 50：1999-2018 年汉高研发费用及增速（百万欧元）



来源：汉高年报，国金证券研究所

- **中美、日韩贸易摩擦，进度替代将加速。**中美和日韩贸易战愈演愈烈，背后深层次也有对全球产业升级的一次争夺，率先推动新兴产业的发展有利于掌控技术优势和市场优势，我国出台了一系列政策支持高新科技产业的发展。

图表 51：胶黏剂行业相关政策

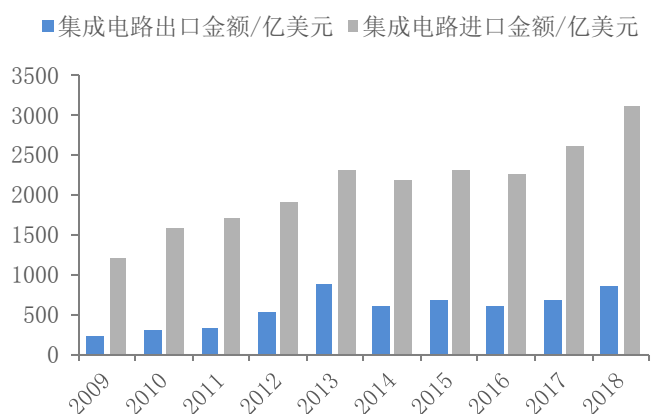
时间	发布部门	政策	概要
2006年2月	国务院	《国家中长期科学和技术发展规划纲要 2006-2020》	将精细化工产业列为重点领域及制造业类优先主题。
2011年6月	中国石油和化学工业联合会	《石油和化学工业“十二五”科技发展指南》	将改性型、水基型、热熔型、光固化型、高固含量等新型胶黏剂产品制备技术和耐高温、高阻燃、高强输送带等胶管胶带高端产品制备技术列为主要研究内容。
2011年6月	中国胶黏剂和胶粘带工业协会	《中国合成胶黏剂和胶带行业“十二五”发展规划》	要求推进胶黏剂和胶粘带产业的发展，促进产业结构升级，走上新型可持续发展道路，提出的目标包括：产量和销售额保持平稳较快增长、产品结构优化升级、新产品开发取得实效、健全和完善质量保障体系、节能减排和环保工作取得明显进展、品牌建设取得成效。
2011年12月	工信部	《工业转型升级投资指南》	明确高性能高品质胶黏剂为石化行业的重点投资方向，要求提升工业产品质量，加强自主品牌培育，提高工业核心竞争力。
2013年5月	发改委	《产业结构调整指导目录(2011年本)(2013年修正)》	将改性型、水基型胶黏剂列为鼓励类。
2015年4月	商务部	《外商投资产业指导目录(2015年修订)》	将精细化工产业中的胶黏剂行业列为“鼓励投资产业”。
2015年8月	国务院	《中国制造 2025》	规划提出要加大基础专用材料研发力度，提高专用材料自给能力和制备技术水平。
2017年1月	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录(2016版)》	将高效密封剂、密封胶和胶带列重点产品和服务指为国家重点支持的新材料产业。
2017年1月	工信部、发改委、科技部、财政部	《新材料产业发展指南》	进一步健全新材料产业体系，下大力气突破一批关键材料，提升新材料产业保障能力，支撑中国制造实现核网现由大变强的历史跨越。
2019年6月	国家发展改革委、商务部	《鼓励外商投资产业目录(2019年版)》	精细化工：胶黏剂、密封胶，水性油墨、电子束固化紫外光固化等低挥发性油墨、环保型有机溶剂，高性能涂料，高固体份、无溶剂涂料及配套树脂，水性工业涂料及配套水性树脂被列为鼓励投资产业

来源：政府官网，国金证券研究所整理

3.4 新兴领域发展将驱动配套胶黏剂产品的技术创新

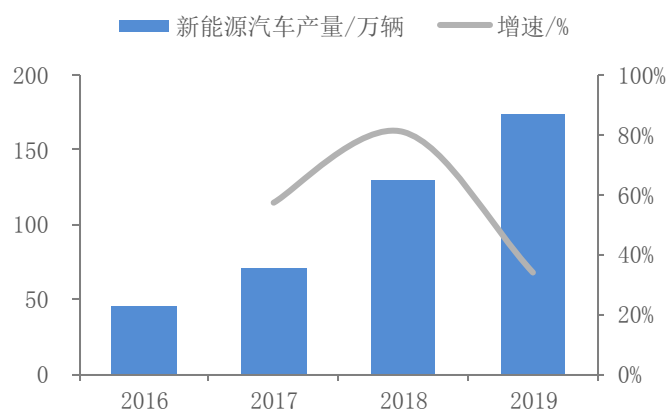
- 新兴产业发展方兴未艾，终端市场庞大需求推动胶黏剂技术创新。** 半导体、新能源等众多新兴产业在我国经历着从无到有的发展。我国半导体行业需求庞大，但是众多材料依赖于进口，且进出口金额差距逐年扩大，庞大市场需求推动企业对高端胶黏剂产品的研发。此外，新能源汽车的发展，动力电池领域庞大的市场需求也推动着相关产品的研发升级。

图表 52: 集成电路进出口情况 (亿美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 53: 新能源汽车产量 (万辆) 及增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 虽然目前我国的胶粘剂产量已跃居世界第三位, 但主要以生产通用型和中低档的胶粘剂为主, 而高性能、高附加值的胶粘剂品种的产量比例还较低, 与国外同类产品相比, 还有较大的提升空间。近年来, 韩国、日本不断加大对汽车、电子、医疗等新兴领域胶黏剂研发投入, 这将倒逼我国胶粘剂企业的研发创新。

图表 54: 韩国、日本胶黏剂研发方向

应用领域	研发方向
韩国	
电子电器领域	高性能超薄薄膜用压敏胶、柔性板或可旋转显示屏用胶粘剂、透明电磁屏蔽膜 (TES) 用压敏胶、非腐蚀性光学结合触摸屏面板用压敏胶、光学透明胶 (OCA)
汽车	结构胶粘剂、耐高温胶粘剂
建筑	耐久性结构胶粘剂和增强型混凝土用胶粘剂
医药	生物基胶黏剂
日本	
包装	再生纸用非粉碎性热熔胶、层压制品用丙烯酸乳液和聚氨酯分散型胶黏剂
汽车	胶黏剂的零件和内饰用反应型热熔胶、封闭式光束灯用弹性热熔胶
电子电气	多功能、快速紫外光固化胶黏剂

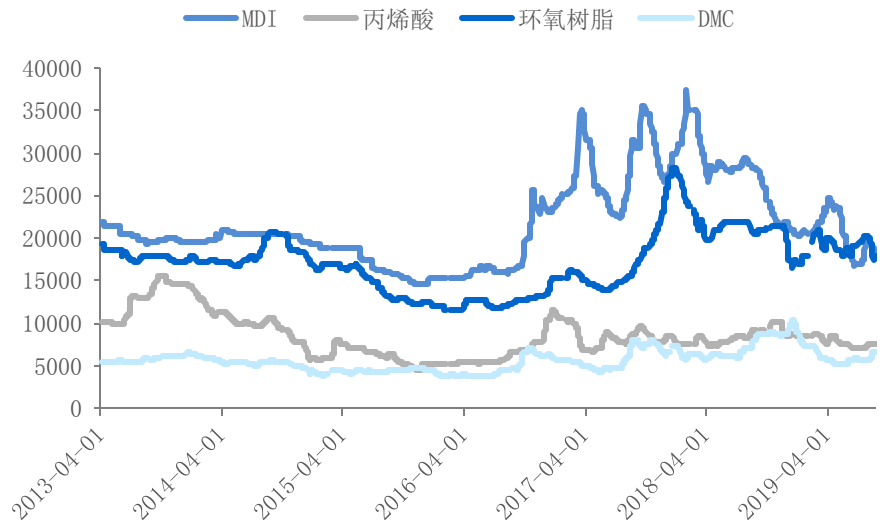
来源: 中化新网, 国金证券研究所整理

- 综合来看, 我们认为, 高铁、轨道交通、航空航天、新能源等新兴领域的快速崛起, 不但给胶黏剂行业带来井喷式需求, 同时对产品的质量也提出了更高的要求, 这将促进我国胶黏剂企业的科技创新和产品升级, 在这一背景下, 拥有一定的技术积累和资金优势的胶黏剂企业将随着产业升级脱颖而出。

3.5 大宗原材料价格回落, 产业链利润将往下游转移

- 胶黏剂的主要原材料有 MDI、丙烯酸、环氧树脂和有机硅等。经历了 2016-2017 基础化工产品价格的暴涨, 化工企业进入新一轮产能扩产周期, 供需格局逐渐宽松, 2018 年二季度之后, 大宗原材料的价格逐步回落, 预计未来, 产业链利润将逐步往下游转移。

图表 55：胶黏剂主要原材料价格情况（元/吨）



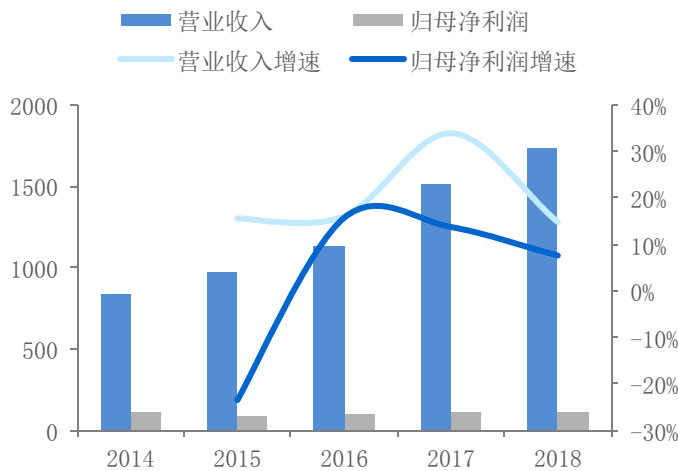
来源：Wind，国金证券研究所

四、投资建议

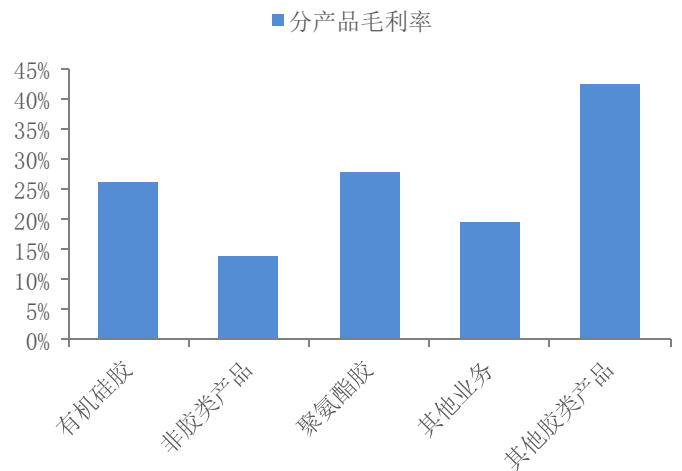
回天新材：胶黏剂龙头企业，布局领域广

- **胶黏剂龙头企业，产品种类丰富。**公司是专门从事胶黏剂和新材料研发、生产、销售的高新技术企业，是国内最大的胶黏剂企业之一。目前拥有上海、广州、常州及湖北四大生产基地，公司的胶黏剂产品主要用于新能源、电子、汽车、工业、包装、建筑、高铁等领域。公司目前拥有有机硅胶、聚氨酯胶和其他胶类产品产能分别为 5 万吨/年、3 万吨/年、0.5 万吨/年。
- **内生外延，未来增长可期。**公司在建有年产 2 万吨聚氨酯胶黏剂项目及年产 1 万吨车辆用新材料项目，预计 2019 年底投产。项目投产后，公司主要产品的产能、生产技术水平将进一步提升。此外，公司参与投资设立产业基金，未来将重点投资与公司主营业务相关的高端胶黏剂制造、新材料等新兴产业领域，延伸公司上下游产业链。
- **中美贸易摩擦背景下，有望加速进口替代。**中美贸易摩擦下，我国逐步出台政策大力推动各项高技术进口替代，回天新材自 2017 年 1 月开始为华为相关产品配套提供胶黏剂，未来替代有望加速，回天新材也有望借此进入发展快车道。

图表 56：营业收入、归母净利润（百万元）及增速



图表 57：分产品毛利率情况（%）



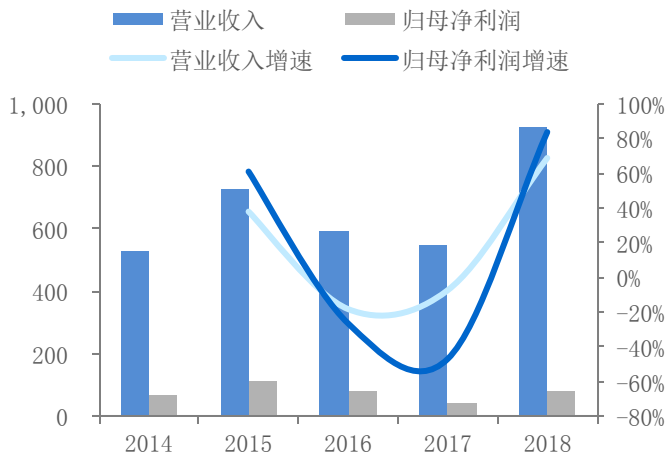
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

康达新材：光伏、风电龙头，外延拓展军工领域

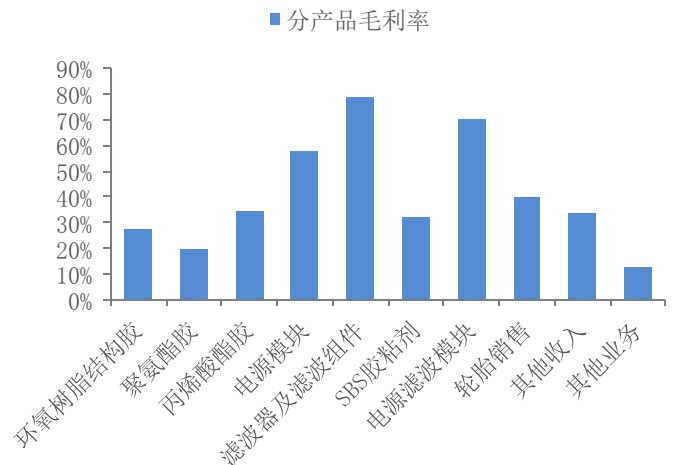
- **公司胶粘剂种类众多，主要用于风电市场。**公司拥有包括环氧胶、聚氨酯胶、丙烯酸胶、SBS 胶粘剂等八大类系列、数百种规格型号的产品。公司产品主要应用于风电叶片制造、软材料复合包装、轨道交通、海军船舶工程等领域，其中风电叶片用环氧胶、丙烯酸胶、聚氨酯胶等多项产品新能达到国际同类产品的水平。
- **风电市场回暖，光伏领域不断渗透。**风电行业是公司环氧胶的主要应用领域，2018 年我国新增并网风电装机 2059 万千瓦，累计并网装机容量达到 1.84 亿千瓦，占全部发电装机容量的 9.7%。风电发电量 3660 亿千瓦时，占全部发电量的 5.2%，随着未来风电新增装机容量的不断上升，将带动公司胶粘剂销量的增长。另外，公司募投的丁基材料有望在光伏领域实现放量应用。
- **外延增长，布局军工领域。**公司 2018 年完成收购必控科技，正式进入军工电磁兼容领域，未来，公司有望与必控科技在渠道、研发领域有望充分合作，协同效应明显。随着“十三五”国家战略性新兴产业发展规划中明确航空领域要加大电磁兼容投入，将带动各个军品领域对电磁兼容的研发投入和产品需求，电磁兼容相关产品的市场需求会飞速发展，公司发展有望再上一个新的台阶。

图表 58：营业收入、归母净利润（百万元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 59：2018 年分产品毛利率情况 (%)

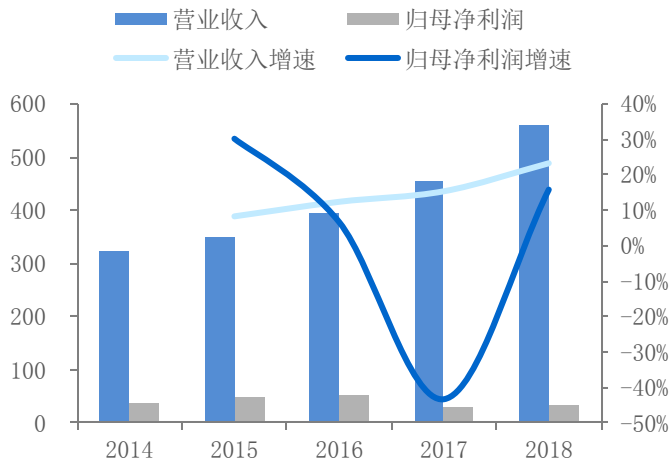


来源：Wind，国金证券研究所

上海天洋：热熔胶龙头企业，热熔墙布增长迅速

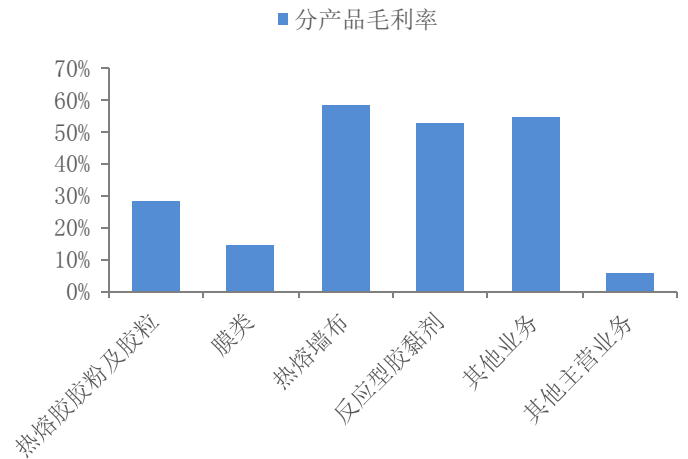
- **公司是国内最大的 PA、PES 热熔胶产品生产企业之一，也是国内最大的热熔胶网膜产品生产企业之一，**其产品包括热熔胶胶粒胶粉、热熔胶网膜、太阳能电池封装用 EVA 胶膜、热熔胶胶膜等，主要应用于服装衬布、鞋材、汽车内装饰、太阳能电池等领域。
- **昆山基地和南通基地产能搬迁合并，改善产能供需矛盾。**昆山基地从 2014 年至今，熔胶产能利用率每年超过 100%，2019 年南通基地和昆山基地生产线搬迁合并之后，有助于降低两地生产管理、运行成本，提升管理效率，产能和产量进一步提升带来业绩增长。目前试生产工作已趋于稳定，产量增长明显。
- **热熔墙布业务增长迅速。**热熔墙布具有防潮防霉、施工便捷等特点，且不含甲醛、苯等挥发物质，可以用于精装房装修、二手房翻修、酒店、会所等场所。我国热熔墙布市场处于发展期，目前市场上没有一家企业占有显著市场份额，由于公司对热熔墙布的持续推广，2019 年上半年公司热熔墙布业务持续增长，其中热熔墙布销量同比增长 135.92%，销售收入同比增长 68.57%，预计未来，随着公司推广力度的加大，热熔墙布业务发展向好。

图表 60: 营业收入、归母净利润 (百万元) 及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 61: 2018 年分产品毛利率情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

五、风险提示

市场竞争加剧风险; 原材料价格波动风险; 下游需求下滑风险。

特别鸣谢: 感谢实习生李昱奇、张岸琳同学的支持!

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH