

中性

——维持

日期：2019年09月04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

## 聚焦弱周期细分行业，布局国产替代及真成长领域

### —2019年基础化工行业秋季投资策略

#### ■ 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，传统主线中我们建议关注弱周期及消费类子行业，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、光伏、风电等新能源材料。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产品价格触底企稳已经陆续确认，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，并且叠加油价持续低迷影响，化工品价格仍将低迷。因此，我们认为随着MSCI扩容影响，化工行业优质白马龙头具有长期关注价值；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，具有消费属性的高倍甜味剂行业（金禾实业），分散度较高及国产品牌升级的日化品行业。重点关注公司为皖维高新、金禾实业。

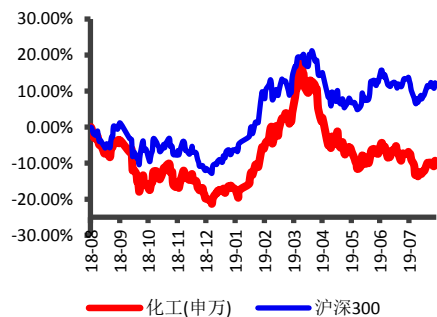
#### 新材料：关注优质成长龙头

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。并且随着美国对华科技领域限制范围扩大，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业、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小间距领域。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，平价渐行渐近。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、光伏行业龙头、风电行业龙头等。重点推荐公司为回天新材、利亚德、鼎龙股份、通威股份、金风科技、天顺风能。

#### 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8月27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条款。

## 重点推荐股票业绩预测（截止 2019 年 8 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	3.13	0.07	0.12	0.15	44.7	26.1	20.9	1.2	增持
002597	金禾实业	19.66	1.63	1.75	2.05	12.1	11.2	9.6	2.8	增持
300041	回天新材	9.59	0.28	0.38	0.5	34.3	25.2	19.2	2.4	增持
300296	利亚德	6.86	0.5	0.66	0.86	13.7	10.4	8.0	2.2	增持
300054	鼎龙股份	10.02	0.31	0.39	0.47	32.3	25.7	21.3	2.6	增持
600438	通威股份	14.9	0.78	1.07	1.36	19.1	13.9	11.0	3.7	增持
002202	金风科技	13.08	0.76	1.08	1.38	17.2	12.1	9.5	2.3	增持
002531	天顺风能	6.59	0.42	0.58	0.74	15.7	11.4	8.9	2.2	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
<b>二、油价低位震荡，化工品价格企稳</b> .....	<b>8</b>
2.1 化工品价格企稳，同比降幅仍然较大 .....	8
2.2 油价走势符合预期，短期仍将维持低位震荡 .....	10
<b>三、传统主线：关注优质弱周期及消费类龙头</b> .....	<b>11</b>
3.1 PVA 行业 .....	11
3.2 高倍甜味剂行业 .....	13
3.3 磷肥行业 .....	13
<b>四、新材料主线：关注优质成长龙头</b> .....	<b>14</b>
4.1 胶粘剂：原材料降价伊始，利润率有望提升 .....	15
4.2 半导体材料： .....	16
4.3 LED 应用：小间距继续井喷，新技术加速接棒 .....	18
4.4 锂电材料：下游高增，强者恒强 .....	19
4.4.1 下游新能源车需求高增拉动中上游 .....	19
4.4.2 国内补贴退坡、坚守龙头，关注跻身海外的材料企业 .....	20
4.5 光伏材料：国内市场启动+海外需求旺季助力产业链触底反弹 .....	22
4.5.1 淡季产业链价格触底，Q4 或迎反弹 .....	22
4.5.2 国内竞价项目落地，需求启动在即 .....	23
4.5.3 海外旺季临近 .....	24
4.6 风电材料：政策落地、三北解禁，平价前抢装确认 .....	25
4.6.1 弃风率持续下降、三北解禁，风电装机持续复苏 .....	25
4.6.2 风电电价政策落地，平价前抢装来临 .....	27
<b>五、重点推荐公司</b> .....	<b>28</b>
5.1 皖维高新 .....	28
5.2 金禾实业 .....	29
5.3 回天新材 .....	30
5.4 利亚德 .....	32
5.5 鼎龙股份 .....	33
5.6 通威股份 .....	34
5.7 金风科技 .....	35
5.8 天顺风能 .....	36
<b>六、总结</b> .....	<b>37</b>
<b>七、风险提示</b> .....	<b>38</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 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 年初至今 ICE 布油价格走势示意图 .....	10
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 .....	15
图 23 胶粘剂下游细分市场示意图 .....	16
图 24 晶圆制造材料占比 .....	18
图 25 国内 LED 应用市场规模示意图 .....	18
图 26 2017-2019H1 新能源汽车累计产量 (万辆) .....	19
图 27 2017-2019H1 新能源汽车累计销量 (万辆) .....	19
图 28 2017-2019H1 动力电池装机情况 (GWh) .....	20
图 29 近 3 个月光伏电池片价格情况 (元/W) .....	23
图 30 2016-2019 光伏组件出口情况 (MW) .....	25
图 31 我国风电新增装机情况 .....	26
图 32 全国弃风率情况 .....	26
图 33 2MW 机组投标价 .....	28

表

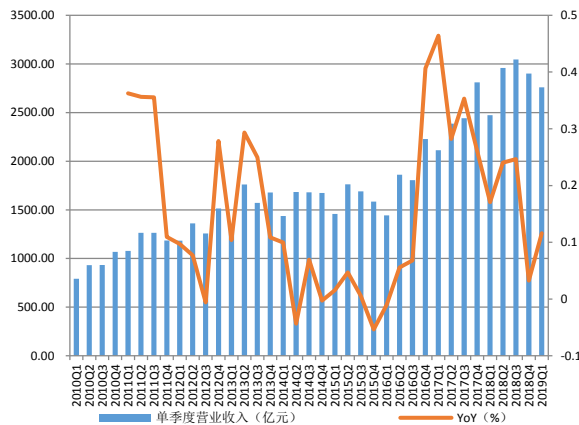
表 1 大陆 12 英寸晶圆厂产能情况 .....	17
表 2 2018、2019 纯电动乘用车补贴基数及调整系数对比 .....	20
表 3 全球各大车企新能源汽车的战略规划 .....	21
表 4 2018-2019 光伏电价情况 .....	23
表 5 风电电价退坡情况 .....	27

## 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

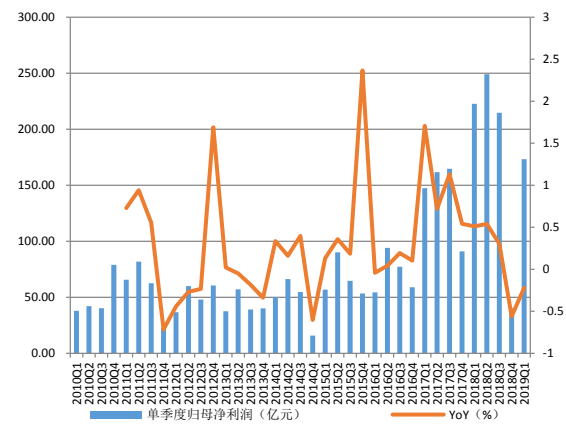
我们选取了 172 家 2010 年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，基础化工行业 172 家企业单季度营业收入之和自 2016 年 Q2 季度起呈现同比上升趋势，并且在 2017 年 Q1 季度达到增速峰值 (46.41%)，之后增速呈现下滑趋势，2018 年 Q4 季度一度只有个位数增长，19 年 Q1 季度增速略有回升，提升至 11.59%；从归母净利润情况来看，2017 年 Q1 季度增速达到 170% 之后逐步下滑，2018 年 Q4 季度增速变负值，19 年 Q1 季度尽管降幅缩窄，但仍有 22% 的降幅。基础化工行业整体进入景气期后增长乏力，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

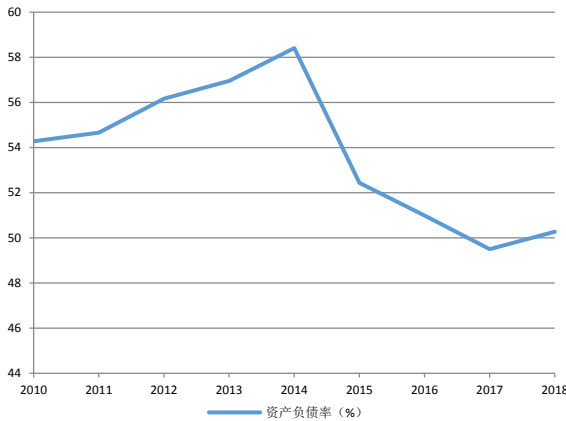
图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

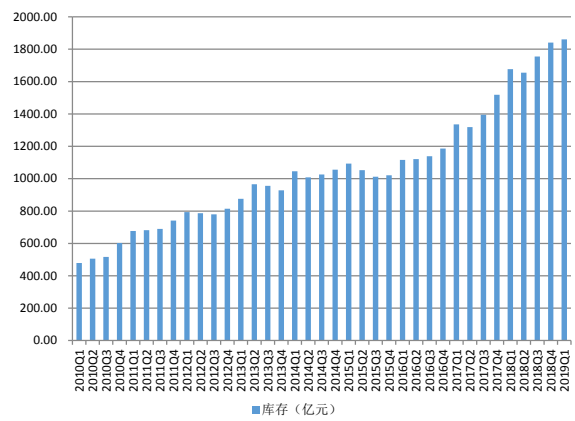
据 Wind 数据显示，2014 年之后负债率出现下降，2017 年降至 49.50%，为近年来低位，随着企业扩产启动，18 年负债率有所提升。从库存情况来看，随着龙头企业产能扩张及产品价格提升影响，库存水平自 16 年起也逐步提升，但 18 年多数化工品价格高位回落，而库存仍在持续提升，行业供需格局一定程度上出现恶化，加速了去库存周期的到来。

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

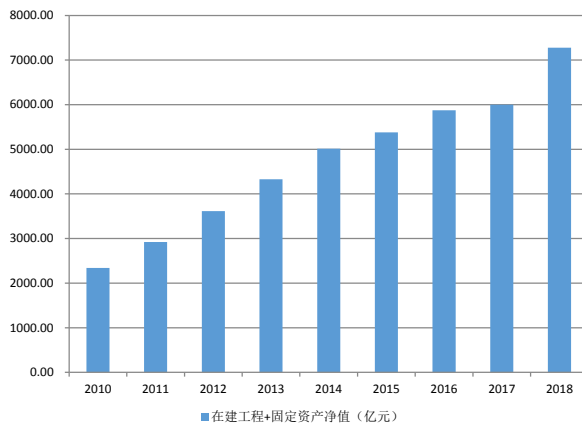
图 4 历年基础化工行业库存示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

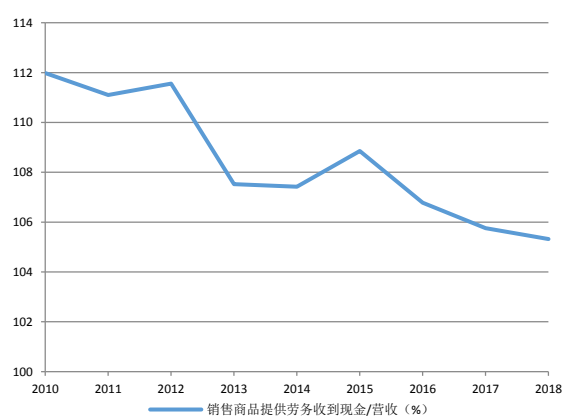
据 Wind 数据显示,基础化工行业在建工程和固定资产之和呈现上升趋势,尤其是 2018 年出现了较大提升,随着环保督查持续深入,规模优势显现,龙头企业逐步扩产补充清退产能空缺。尽管销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入比值逐步下降,但仍高于 100%。

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

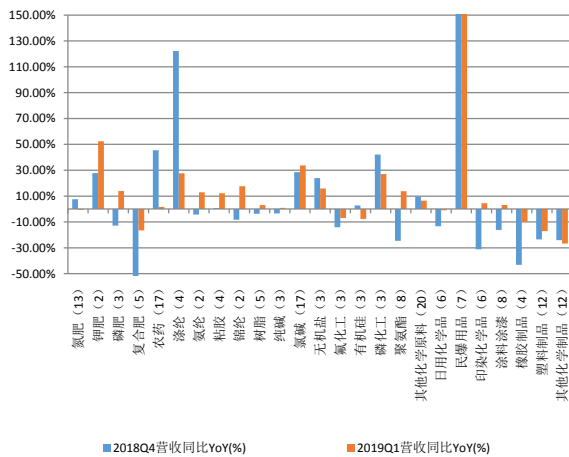
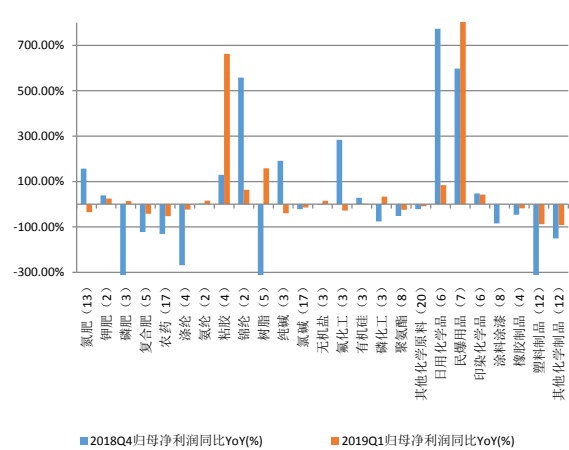


图 8 近两季度基础化工子行业归母净利润 YoY



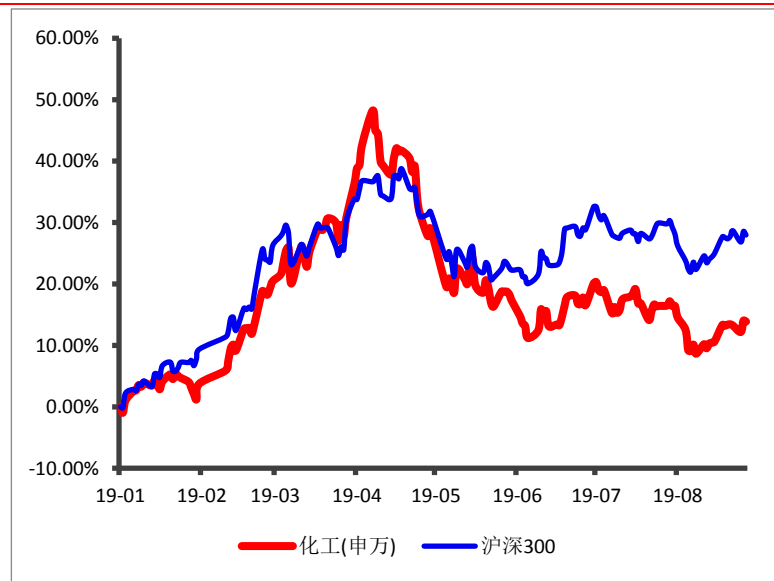
数据来源: Wind 上海证券研究所

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, 基础化工板块大幅输于沪深 300 指数, 但部分题材股表现强劲, 九鼎新材、百傲化学、三棵树、双象股份、凯龙股份、华昌化工、国瓷材料均实现翻倍; 白马股万华化学、浙江龙盛、华鲁恒升等均走势强劲, 涨幅超过 40%。

图 9 2019 年初至今 A 股基础化工板块表现

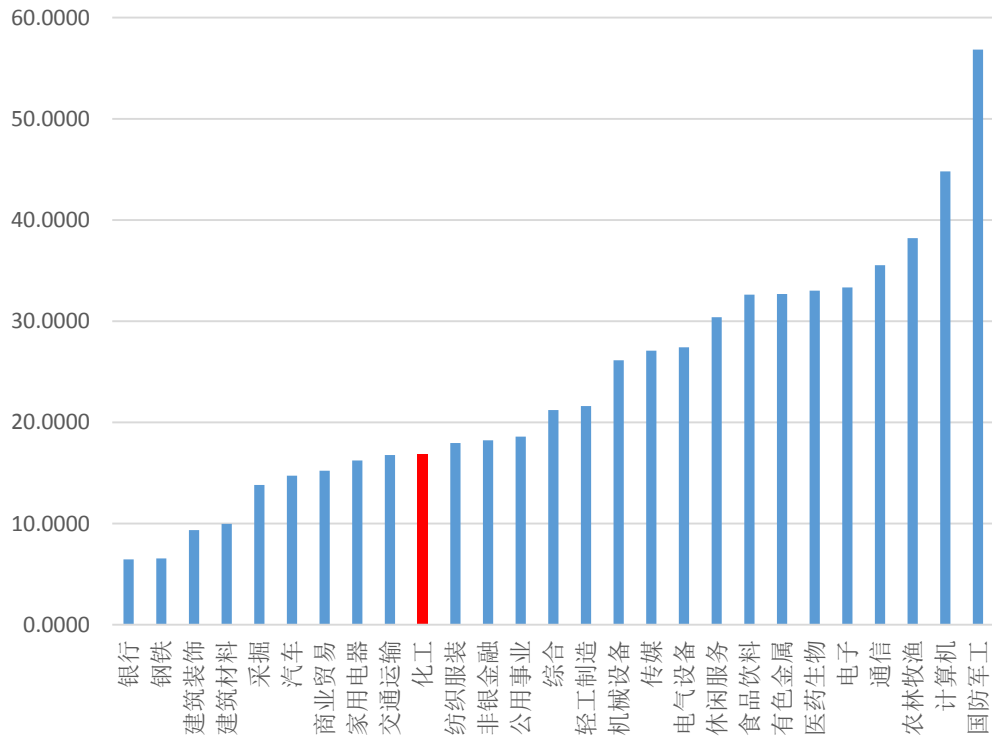


数据来源: wind, 上海证券研究所

从估值上看, 基础化工 PE (TTM) 为 18.7 倍 (剔除负值后为 16.8 倍), 仍然处于近五年来较低位置。而行业 PB 值也仅为 1.5 倍, 处于低估状态。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 (27 个行业从低到高排 10)。



图 10 A 股行业估值情况



数据来源: wind, 上海证券研究所

## 二、油价低位震荡，化工品价格企稳

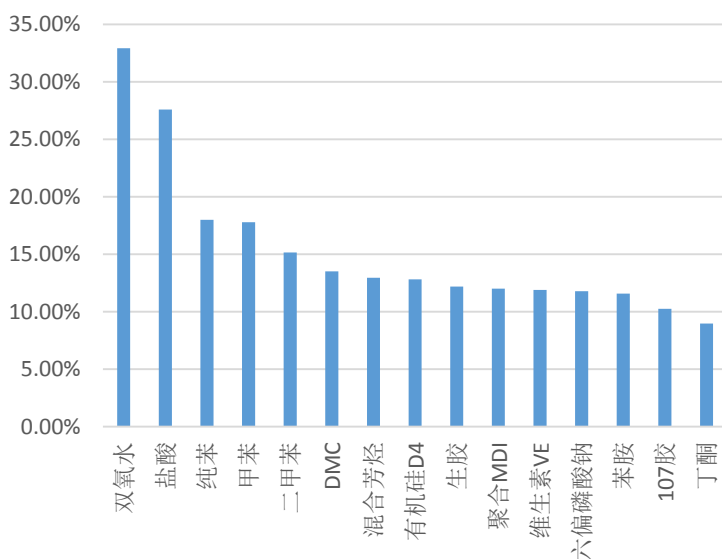
### 2.1 化工品价格企稳，同比降幅仍然较大

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，156 种化工品中较年初上涨的品种有 36 个，双氧水、盐酸、纯苯、甲苯、二甲苯、DMC、混合芳烃、有机硅、生胶、聚合 MDI、VE、苯胺等涨幅居前，均超过了 10%；硫酸、VB2、VB12、PA66、草铵膦、VD3、固体烧碱等跌幅居前，跌幅均超过 30%。但近一个月来看，化工品涨跌各一半左右，总体价格企稳。



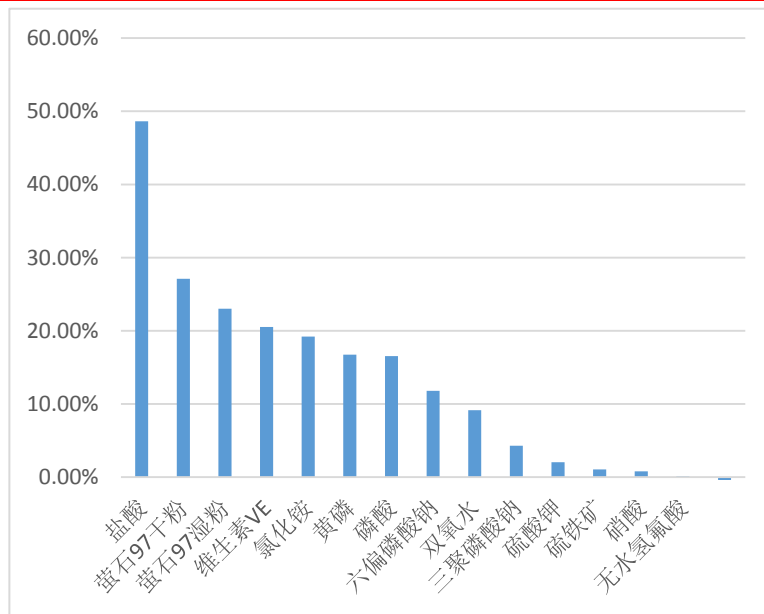
图 11 价格较 19 年初涨幅居前产品示意图



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 14 个，盐酸、萤石、VE、氯化铵、黄磷、磷酸等涨幅居前，均超过 10%；TDI、VD3、PTA、MEG、三氯甲烷、PC 等跌幅居前，5 个产品跌幅超过 40%，37 个产品跌幅超过 30%，同比仍不容乐观，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，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 油价走势符合预期，短期仍将维持低位震荡

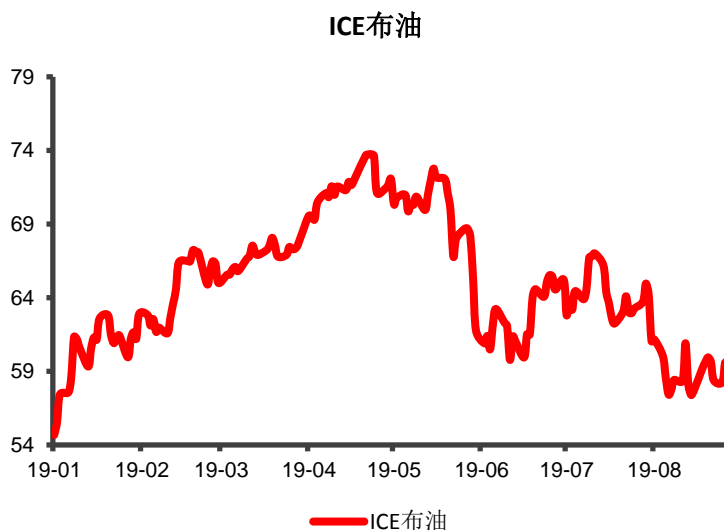
今年以来国际油价出现了大幅波动，年初受 OPEC 减产及地缘政治影响，国际油价开启反弹，美油和布油一度突破 66 和 73 美元，随着委内瑞拉局势边际影响改善，美国对伊朗制裁及中东动荡局势缓和及全球经济增速放缓，原油价格出现回落，符合我们之前的预期。我们认为中短期内油价仍将处于低位震荡状态。

供应方面：美国能源信息署(EIA)周三(8月21日)公布报告显示，截至8月16日当周，美国原油库存减少273.2万桶至4.378亿桶，市场预估为减少188.9万桶。美国精炼油库存增加261万桶，市场预估为增加58.4万桶。美国汽油库存增加31.2万桶，市场预估为增加6.9万桶。上周美国原油出口减少49.6万桶/日至721.8万桶/日；上周美国原油进口增加12万桶/日至280.3万桶/日。EIA数据显示，炼厂产能利用率上升1.1%至95.9%。此外，上周美国国内原油产量继续持平于1230万桶/日。更多数据显示，上周俄克拉荷马州库欣原油库存减少248.5万桶，连续7周录得下滑。

API公布，截至8月16日当周，美国原油库存减少345.4万桶至4.398亿桶，分析师预计为减少188.5万桶。库欣库存减少280.3万桶。此外，上周汽油库存减少40.3万桶，分析师预计为增加6.9万桶。

需求方面：美国能源信息署(EIA)发布短期能源展望报告，将2019年全球原油需求增速预期下调15万桶/日至107万桶/日；将2020年全球原油需求增速预期下调2万桶/日至140万桶/日。同时预计2019年美国原油产量为1236万桶/日，此前预期为1232万桶/日。

图 13 年初至今 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

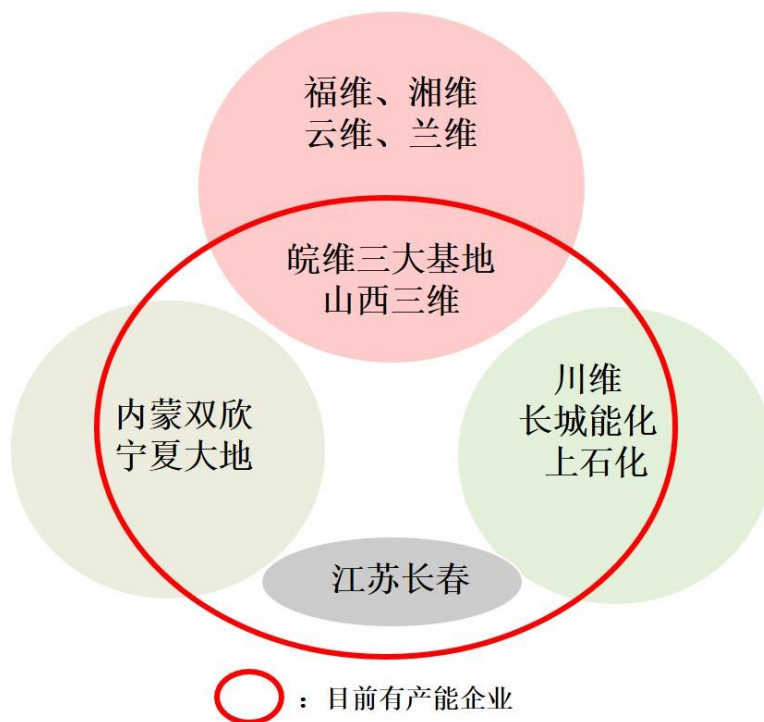
我们认为大部分传统周期行业产品价格触底企稳已经陆续确认,短期内预计将会平稳;但从中期来看,龙头企业扩产持续进行,环保督查边际改善效应削弱,行业供需关系或将持续恶化,并且叠加油价持续低迷影响,化工品价格仍将低迷。因此,我们认为随着MSCI扩容影响,化工行业优质白马龙头(万华化学、华鲁恒升、鲁西化工)具有长期关注价值,尤其是超跌后的机会;弱周期及消费类子行业经营相对较为稳定,我们建议关注供需格局持续优化的PVA行业(皖维高新)、磷肥行业(新洋丰、云天化),具有消费属性的高倍甜味剂行业(金禾实业),分散度较高及国产品牌升级的日化品行业(上海家化、珀莱雅)。

#### 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%。

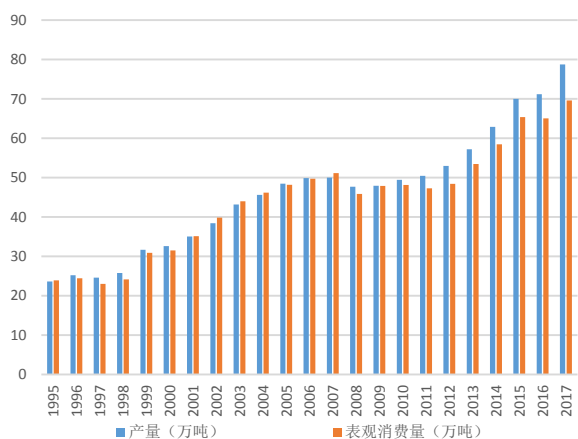
图 14 PVA 行业主要产能来源示意图



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

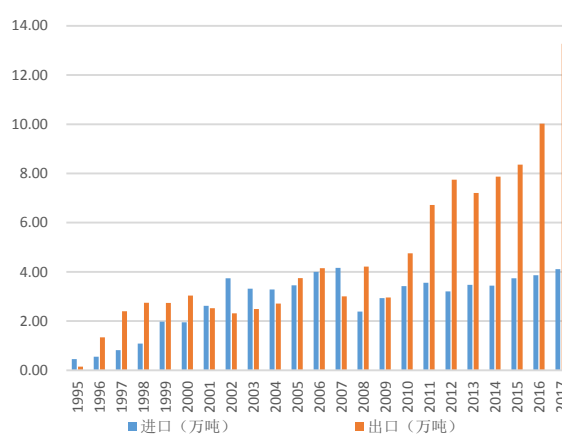
从进出口数据来看，我国 PVA 进口量远低于出口量，且趋于稳定，而出口量近年来连创新高。2010 年出口量在 4 万吨左右，之后在 2011 和 2017 年上两次台阶，2017 年出口量达到 13.27 万吨，同比增长 32.3%。

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。

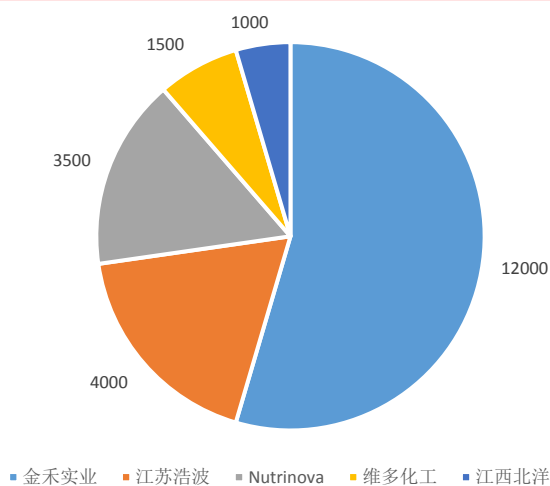
### 3.2 高倍甜味剂行业

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。

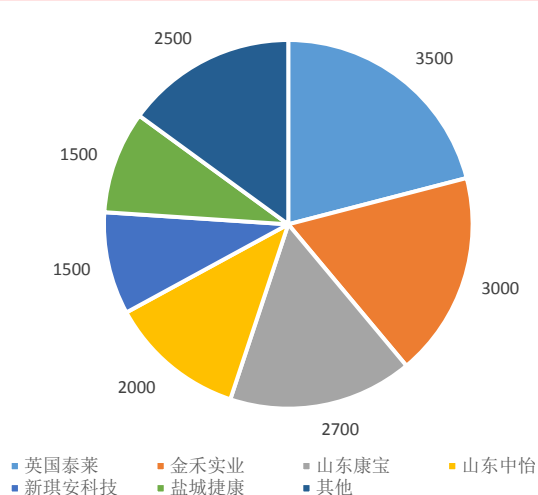
三氯蔗糖方面，英国泰莱是最早进行三氯蔗糖研发和批量生产的企业，目前拥有 3500 吨产能；国内企业中，金禾实业拥有 3000 吨产能，山东康宝 2700 吨产能，山东中怡 2000 吨产能，但存在部分产能因环保等各种问题无法顺利释放的问题。18 年三氯蔗糖价格在 20-25 万/吨，低于多数中小厂商成本。未来随着成本线压制和环保趋严，行业龙头有望享受市占率及价格的双提升（行业龙头：金禾实业）。

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

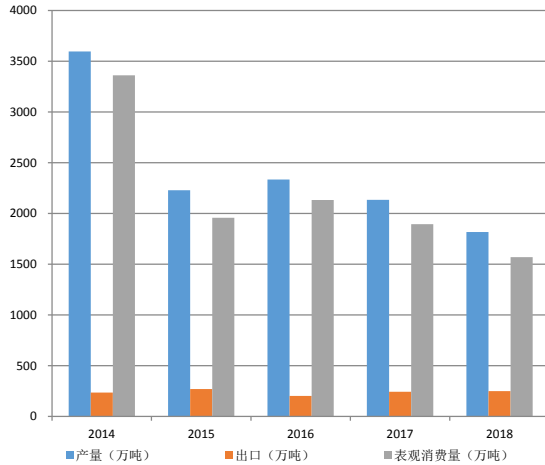
国内磷肥行业目前处于景气稳定期，受上游限产影响，行业供给继续收缩，下游需求方面相对稳定，海外出口仍然量较大。

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。

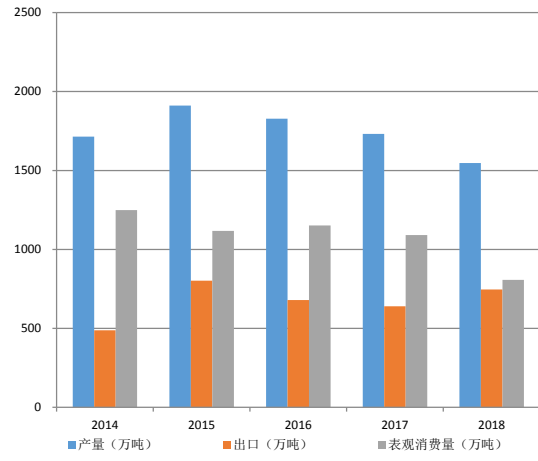
据百川资讯统计，2017 年国内磷酸一铵和磷酸二铵实物产量分别为 2134 万吨和 1731 万吨，同比减少 8.62% 和 5.3%，2018 年分别为 1818 万吨和 1548 万吨，同比减少 14.80% 和 10.61%，较 14 年的

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

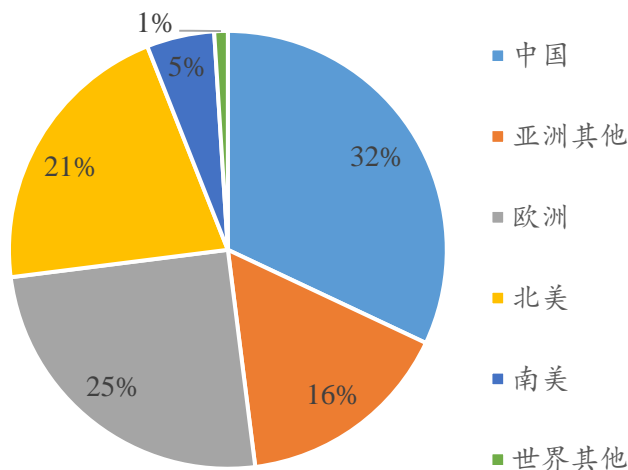
随着国内产品技术持续提升，陆续出现了多个进口替代子行业，并且替代品种仍在增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大且升级能力强的优势使得包括面板在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。并且随着美国对华科技领域限制范围扩大，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、面板及半导体配套材料行业（飞凯材料、鼎龙股份、晶瑞股份等）、珠光材料行业（坤彩科技）、尾气处理材料，并关注高速增长 LED 小间距领域（利亚德、洲明科技、奥拓电子等）。

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、当升科技、恩捷股份）、光伏材料（硅片龙头企业、通威股份、中环股份等）、风电材料（金风科技、明阳智能、天顺风能等）。

### 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）。

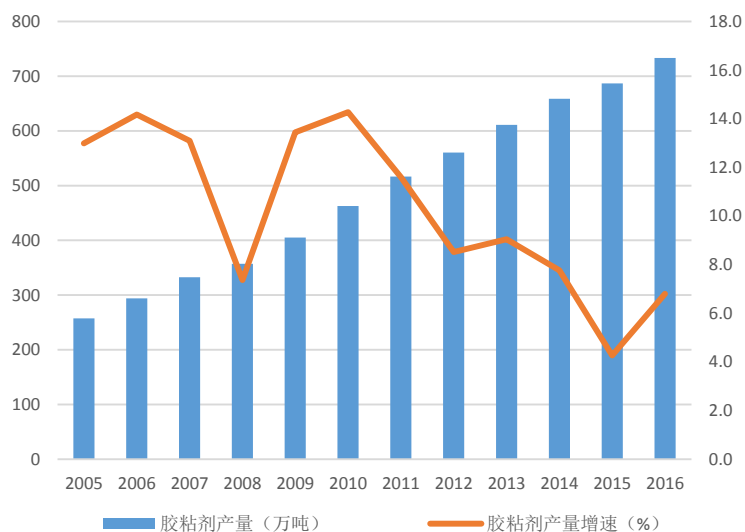
图 21 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



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



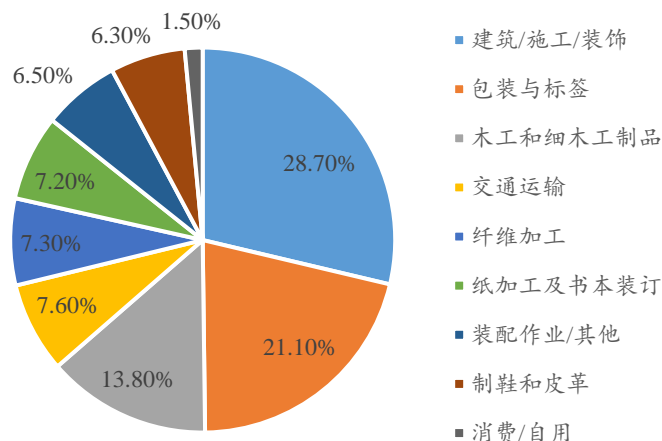
数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

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 半导体材料：

近年来，国内晶圆厂产能扩张持续加码，对晶圆制造材料的需求也大幅提升。截止 18 年底，我国晶圆制造厂 12 英寸月产能约为 60 万片，8 英寸 90 万片，6 英寸 200 万片。目前大陆 12 英寸晶圆厂扩产及在建产能数倍于现有产能，而 8 英寸现有的火爆需求也使

8 英寸晶圆厂持续出现新建产能。

表 1 大陆 12 英寸晶圆厂产能情况

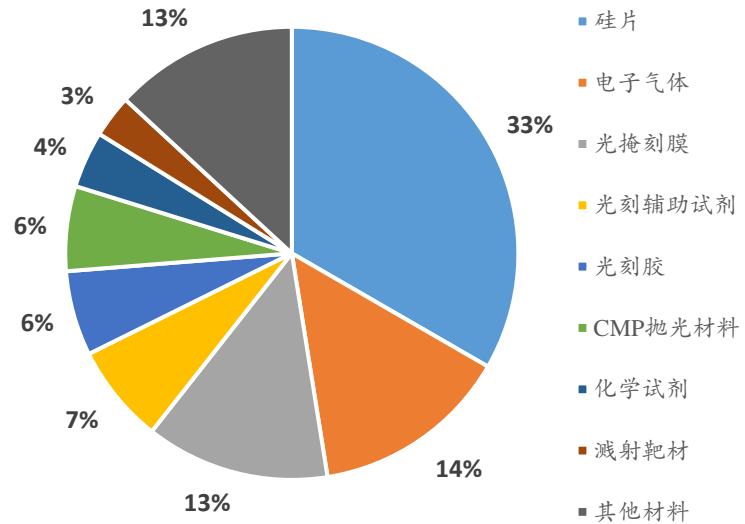
产线	状态	产能 (片/月)
上海华力 (二期)	投产	4 万
长江存储	投产	30 万 (2020 年)
睿力	投产	2 万 (2019 年)
台积电 (南京)	投产	1 万
英特尔 (大连)	投产	10 万
中芯国际 (深圳)	扩产	3 千到 4 万
合肥晶合	扩产	1 万到 2.5 万
联芯 (厦门)	扩产	1.7 万到 2.5 万
三星 (中国)	扩建	12 万到 20 万
海力士 (中国)	扩建	20 万
武汉新芯	扩建	1.2 万到 2 万
中芯南方	在建	3.5 万
华虹 (无锡)	在建	4 万
南京紫光	在建	30 万
成都紫光国芯	在建	30 万
厦门士兰集科	在建	8 万
重庆万国	在建	8 万
广州粤芯	在建	4 万
格芯 (成都)	在建	6.5 万
德淮半导体	在建	24 万
江苏时代芯存	在建	10 万
武汉弘芯	在建	9 万
上海积塔半导体	在建	5 万

数据来源: 集微网, 上海证券研究所

当前国际形势下, 美国等国对于国内技术的封锁和限制持续加码, 福建晋华被美国列入出口管制实体清单等事件带来的负面影响较大。因此, 晶圆制造的关键材料国产化迫在眉睫。

从晶圆制造材料拆分来看, 硅片仍是占比最高材料, 电子气体、光刻胶及辅助材料、超净高纯试剂、CMP 抛光垫及抛光液、溅射靶材等都是主要材料。目前国内制造材料国产化进程加速, 溅射靶材 (江丰电子)、超净高纯试剂 (晶瑞股份、江化微)、CMP 抛光材料 (鼎龙股份、安集科技) 均有国内企业通过验证实现替代。随着国产晶圆厂扩产落地, 实现国产替代的领域将高度受益。

图 24 晶圆制造材料占比

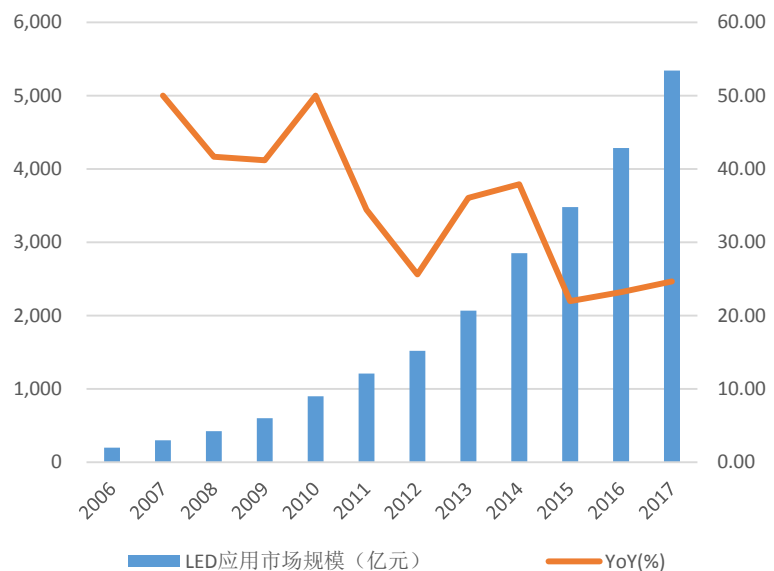


数据来源：中国产业信息网 上海证券研究所

### 4.3 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 25 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

小间距并喷期仍在延续，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。

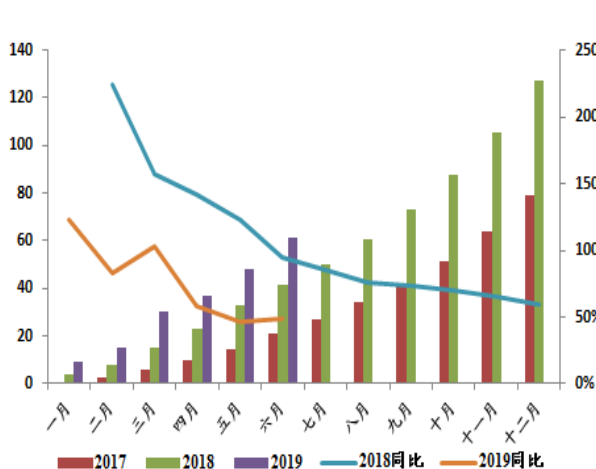
景观照明方面，高工产研数据显示，2017 年全球景观亮化市场规模达到 2750 亿元，其中中国市场规模达到 680 亿元，目前国内市场已经是景观亮化全球最大市场。受益于政策支持力度不减，并且单个项目需要资金占政府财政支出比重较低，景观亮化市场仍然维持较高增速，预计 2018 年市场规模将达到 780 亿元。多重利好支撑下，LED 应用行业龙头（利亚德、洲明科技、奥拓电子）将高度受益。

#### 4.4 锂电材料：下游高增，强者恒强

##### 4.4.1 下游新能源车需求高增拉动中上游

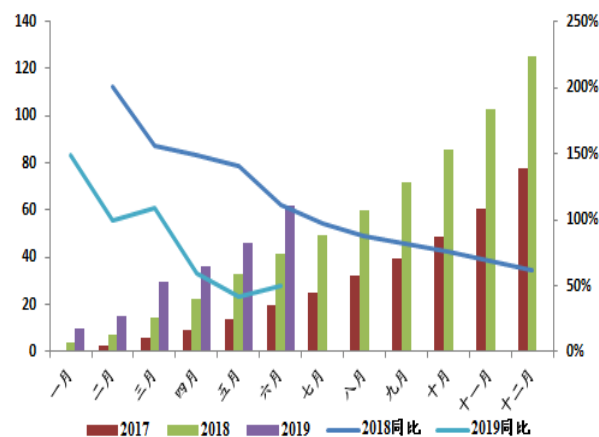
新能源汽车产销量持续高增。中汽协数据显示，2018 年全年新能源汽车累计实现产销量分别为 127.05 万辆和 125.60 万辆，同比分别增长 60%和 61.65%。2019 年上半年新能源车累计产量 61.38 万辆，同比增长 48.62%，累计销量 61.68 万辆，同比增长 49.71%。

图 26 2017-2019H1 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

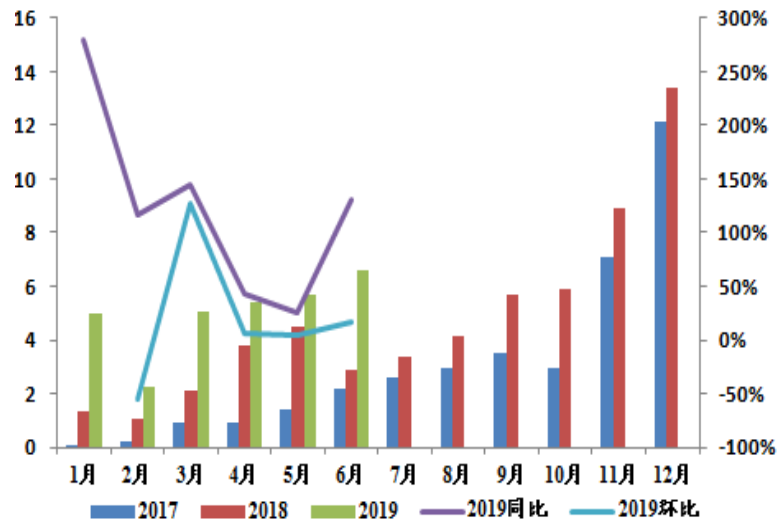
图 27 2017-2019H1 新能源汽车累计销量（万辆）



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。2019年上半年动力锂电装机 30.01GWh，同比大幅增长 93%。其中新能源乘用车实现装机 22.41GWh，同比增长 150%，客车实现装机 5.3GWh，同比下滑 7.73%，专用车实现装机 2.47GWh，同比增长 152%。

图 28 2017-2019H1 动力电池装机情况 (GWh)



数据来源: GGII, 上海证券研究所

#### 4.4.2 国内补贴退坡、坚守龙头，关注跻身海外的材料企业

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 2 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有望高度受益。

与此同时，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。随着全球电动化的加速，跻身海外高端供应链的锂电材料企业（当升科技、恩捷股份、星源材质）将显著受益。

表 3 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

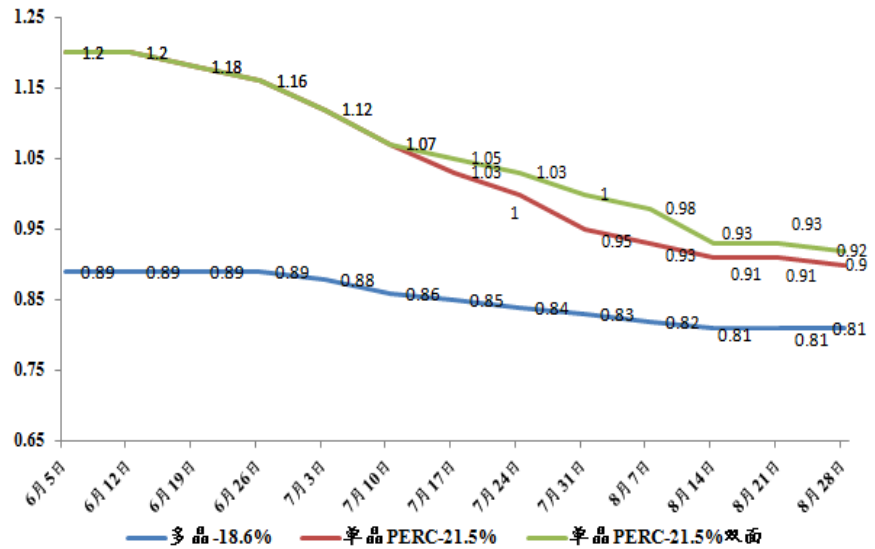
## 4.5 光伏材料：国内市场启动+海外需求旺季助力产业链触底反弹

### 4.5.1 淡季产业链价格触底，Q4 或迎反弹

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。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。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，明星产品单晶 PERC 电池更是出现“一片难求”的盛况，价格一直高位维持在 1.3 元/瓦左右。但到了二季度末，在国内的 630 小幅抢装结束，下半年竞价项目还未启动的现状下，加上适逢欧洲市场夏季假期，需求的阶段性下滑叠加上游产能大幅扩产的影响，光伏产业链价格持续跌价，其中尤以扩产幅度最大的 PERC 电池片环节最为明显。其中单晶 PERC 电池片价格自 6 月初的 1.2 元/W 下滑至 8 月底的 0.9 元/W，跌幅达 25%。目前来看，PERC 电池片价格仍未见止跌，主流成交价落在 0.90-0.92 元/W，此价格已经跌破旧 PERC 产线的现金成本水位，不仅整体减产幅度加大，后续价也难有空间持续下降。



图 29 近 3 个月光伏电池片价格情况 (元/W)



数据来源: PVinfolink, 上海证券研究所

#### 4.5.2 国内竞价项目落地，需求启动在即

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、余额上网”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 4 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、余额上网)	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。

2019年7月11日，国家能源局公布**2019年光伏发电项目国家补贴竞价名单**。今年共有4338个光伏发电项目申报国家补贴竞价，总装机容量24.56GW。最终纳入国家竞价补贴范围的共3921个项目，对应装机容量22.79GW。这22.79GW中，新建项目容量达21.92GW，将支撑下半年需求。

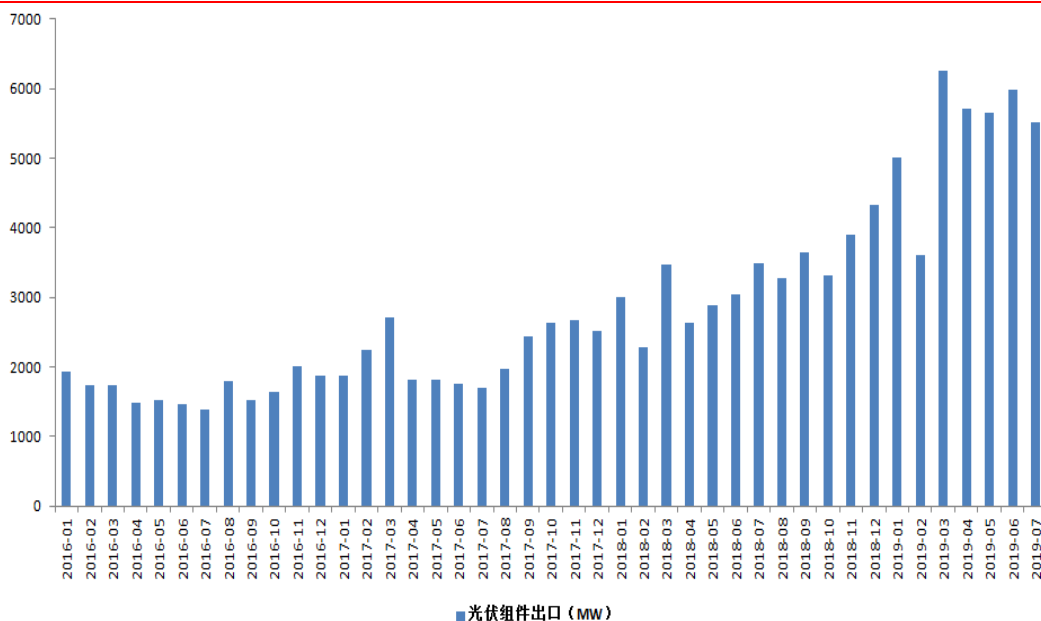
国家能源局同时发布全年光伏装机指引，预计今年光伏发电项目建设规模在**50GW左右**。国家能源局判断今年光伏发电项目建设规模在50GW左右，预计可有40-45GW左右年内建成并网，具体包括：补贴竞价项目（22.79GW）、户用光伏项目（3.5-4GW）、光伏扶贫项目（4.5GW）、平价示范项目（4.5GW）、领跑基地项目（4-5GW）、特高压配套外送项目（4-5GW）等。总量符合我们的预期，其中约30GW在今年下半年建设并网。近期，光伏项目招标陆续启动，行业景气度逐步提升，光伏旺季即将来临。我们预计国内市场9月中下旬将出现明显拉动，四季度迎来需求高峰，届时产业链供应有望趋紧，行业龙头将显著受益（硅片龙头企业、通威股份、中环股份等）

#### 4.5.3 海外旺季临近

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120-130GW**，保持稳步增长，其中下半年全球光伏需求约在**70-80GW左右**，环比上半年将有显著提升。

光伏电池片、组件出口同比高增，海外市场火热。今年上半年国内需求较为冷清，海外的强劲需求让庞大的组件产能有了释放空间，尤其是越南、欧洲市场存在超预期的情况。2019年1-6月份，我国组件海外出货量高达34GW，较去年同期增加超90%，促成了今年上半年的“淡季不淡”行情。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 302016-2019 光伏组件出口情况 (MW)



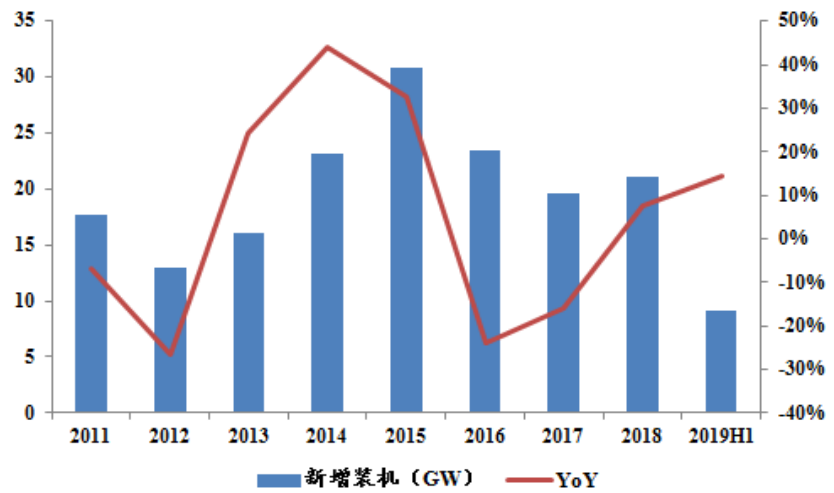
数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 4.6 风电材料：政策落地、三北解禁，平价前抢装确认

### 4.6.1 弃风率持续下降、三北解禁，风电装机持续复苏

2013-2015年国内风电抢装，当年新增装机容量30.75GW，同比增长32.5%；累计装机145GW，同比增长26.6%。2016、2017年装机连续下降，2018年迎来复苏。能源局数据显示，2018年，我国新增并网风电装机约20.59GW，较2017年有所复苏。7月26日，能源局发布2019年上半年风电装机情况：2019年1-6月，全国新增风电装机容量9.09GW，同比增长14.48%，其中海上风电40万千瓦，累计并网装机容量达到1.93亿千瓦。2019年1-6月，全国风电发电量2145亿千瓦时，同比增长11.5%。

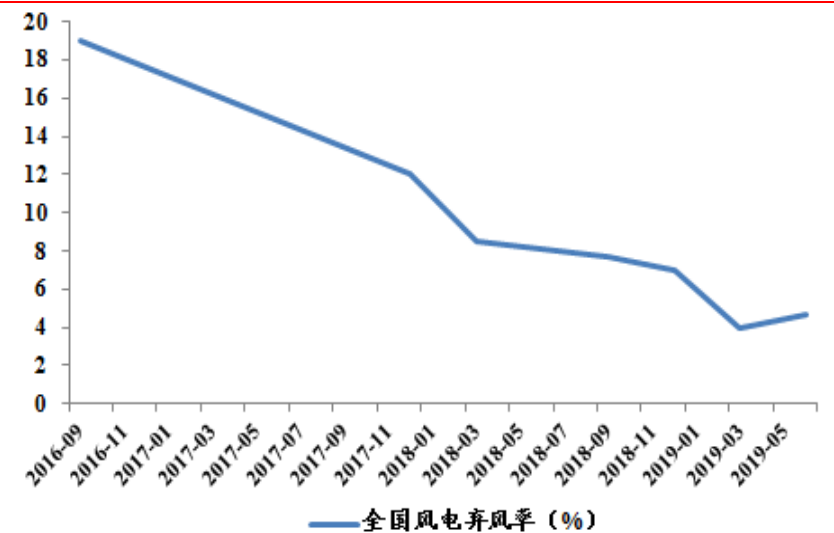
图 31 我国风电新增装机情况



数据来源：中国风能协会，上海证券研究所

弃风限电情况明显改善，实现“双降”。2018 年全年弃风电量 277 亿千瓦时，同比减少 142 亿千瓦时，平均弃风率 7%，同比下降 5 个百分点，弃风限电状况明显缓解。2019 年 1-6 月份，全国弃风电量 105 亿千瓦时，同比减少 77 亿千瓦时；全国平均风电利用率 95.3%，平均弃风率 4.7%，弃风率同比下降 4.0 个百分点。全国弃风电量和弃风率持续“双降”。

图 32 全国弃风率情况



数据来源：Wind，上海证券研究所

三北解禁，将贡献重要装机增量。由于部分地区的消纳问题，2017 年 2 月，能源局将内蒙古、黑龙江、吉林、宁夏、甘肃、新疆等六省纳入红色预警区域，同时规定红色预警地区不得核准建设新的风电项目，电网企业不得受理红色预警区域风电项目的新增并网

申请。2018年3月国家能源局将内蒙古、黑龙江和宁夏三省解禁。2019年3月吉林也迎来解禁，黑龙江由橙变绿。解禁地区将贡献显著的装机增量，其中内蒙古、黑龙江、宁夏2018年合计实现装机约3GW，同比大幅增长143%。

#### 4.6.2 风电电价政策落地，平价前抢装来临

**电价政策发布。**2019年5月21日，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，主要内容包括：1)自2021年1月1日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴；2)将陆上风电标杆上网电价改为指导价；3)2019年I~IV类资源区陆上风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元、0.52元；2020年指导价分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元、0.47元；4)2018年底之前核准的陆上风电项目，2020年底之前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019年1月1日至2020年底之前核准的陆上风电项目，2021年底之前仍未完成并网的，国家不再补贴。自2021年1月1日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。

表 5 风电电价退坡情况

资源区	2018年标杆电价	2019年指导价	降幅	2020年指导价	降幅
I类资源区	0.4	0.34	0.06	0.29	0.05
II类资源区	0.45	0.39	0.06	0.34	0.05
III类资源区	0.49	0.43	0.06	0.38	0.05
IV类资源区	0.57	0.52	0.05	0.47	0.05
海上风电（近海）	0.85	0.8	0.05	0.75	0.05
海上风电（潮间带）	0.75	0.7	0.05	参考陆上	

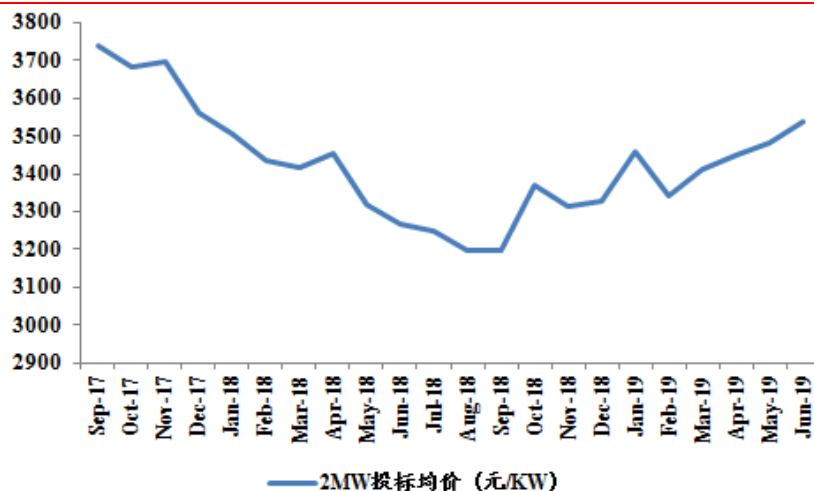
数据来源：国家发改委，上海证券研究所

**退坡时间节点明确，抢装热情高涨。**2019年新核准的项目将参与竞价，指导价为电价上限；2018年底之前核准的项目，2020年底之前要求并网，以锁定2018年核准电价。2019年新增核准项目享受补贴的并网时间为2021年底之前；存量的海上风电项目，需在2021年底之前并网以锁定2018年核准电价，2022年及以后并网的，执行并网年份的指导价。由于补贴退坡节点明确，投资商抢装热情明显提升。

**招标量显著增加，招标价回暖。**从招标量来看，2018年四季度起，市场公开招标量出现明显上升，同比增长23%，环比增长约61%。2019年上半年公开招标量约25.34GW，较去年同期增长超110%，

存量核准风电项目已进去快速建设周期，年度装机增长可期。从招标价格来看，金风科技公开数据显示，各机组投标均价企稳回升，价格维持在 3400 元/千瓦以上。2019 年 6 月 2MW 机型和 2.5MW 机型投标均价已分别回升至 3536 元/千瓦和 3583 元/千瓦，较去年三季度价格低点均显著回升。风电行业回暖明确，行业龙头企业将显著受益（金风科技、明阳智能、天顺风能等）。

图 33 2MW 机组投标价



数据来源：金风科技，上海证券研究所

## 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 18 年和 19 年 H1 主营业务营收维持增长，其中 PVA 营收 18.56 亿元和 11.10 亿元，同比增长 17.18% 和 19.73%，毛利率 18.07% 和 24.61%，同比增加 4.12 个百分点和 4.17 个百分点；水泥熟料营收 9.27 亿元和 5.15 亿元，同比增长 43.58% 和 32.25%，毛利率 44.97% 和 47.02%，同比增加 2.12 个百分点和 7.24 个百分点；PVA 超短纤和聚酯切片有所下滑，VAE 乳液、胶粉业务营收同比出现增长。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。

#### 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韶盛成立合资公司，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

公司大宗化学品 2018 年和 19 年 H1 实现营收 17.15 亿元和 7.50 亿元，同比下降 12.11% 和 15.40%，毛利率 32.25% 和 21.74%，同比提升 3.17 个百分点和下滑 15.35 个百分点。公司食品添加剂业务 2018 年和 19 年 H1 实现营业收入 17.53 亿元和 9.67 亿元，同比增长 7.80% 和 4.13%；毛利率为 42.76% 和 46.44%，同比下降 8.66 个百分点和提升 3.93 个百分点。



### 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，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、2019年H1胶粘剂占公

司主营业务收入的的比例分别为 69.22%、73.39%、79.38%和 77.77%，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，19 年 H1 有所回暖。公司的太阳能电池背膜业务由原来主要采用从外部采购 PET 膜、PVDF 膜等膜材料到绝大部分采用自产 PVDF 膜材料，实现了关键原材料进口替代。该产品投放市场以来反映良好，2016-2018 年度、2019 年上半年占公司主营业务收入的比例分别为 18.81%、16.11%、9.98%和 11.10%。

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 年上半年营收增速 12.19%，增速进一步收窄，截止 2019 年 8 月 16 日新订单及新中标项目合计 73 亿元，其中小间距电视 31 亿元。按营收来看，19H1 智能显示业务实现营收 27.56 亿元，同比增长 29.25%，文旅营收 3.16 亿元，同比增长 4.45%，VR 营收 1.69 亿元，同比增长 31.04%，夜游经济 7.97 亿元，同比减少 23.67%，除夜游经济按计划收缩外，其余业务均取得了增长。

### 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。LED 小间距业务继续井喷式发展，19 年 H1 实现营业收入 15.37 亿元，同比增长 36.15%，占智能显示业务的 53%，其中直销 10.08 亿元，同比增长 35.82%，经销 5.29 亿元，同比增长 36.80%。LED 显示屏业务和 LCD 大屏拼墙业务营收分别为 6.50 亿和 5.53 亿元，同比增长 45.37%和-0.56%。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。

### 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。

此外，公司 19 年 H1 经营性现金流较差，主要是一季度备货较多，造成显示板块一季度现金流低于日常水平。二季度，由于国内渠道销售受行业价格竞争影响出货量，以及深圳会展中心等大项目发货推迟，备货尚未完全消化，致使报告期智能显示现金流仍为负值。

### 盈利预测与估值

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 鼎龙股份

### 硒鼓整合期影响业绩，主营稳健投资收益增长

公司 18 年全年和 19 年 H1 营收下滑 21.33% 和 16.90%，主要原因是硒鼓行业处于整合期，销售收入下滑。归属于母公司股东净利润下滑 12.85% 和增长 7.05%，主要原因是主营业务经营稳健的基础上投资收益增加所致。转让南通龙翔部分股权确认的投资收益；主要参股子公司发展良好，对公司贡献利润同比增加。

### 耗材、芯片业务稳步增长，新兴领域双管齐下

公司彩色聚合碳粉业务继续维持稳定增长，其中正电彩粉和载体增速较快，公司通过佛莱斯通产能升级逐步提升产能，未来将达到 4000 吨彩粉产能。芯片方面，旗捷继续坚持产品创新，19 年 H1 实现营业收入 9878 万元，同比稳步增长。公司正通过实施并购和投资方式布局再生墨盒业务，打破公司在通用耗材成品领域只有硒鼓没有墨盒的局面。公司以增资及股权转让相结合的方式已经取得优秀再生墨盒供应商-珠海市天路环保科技有限公司 22% 股权。

公司新兴领域业务主要面向芯片（CMP 抛光垫及清洗液）和柔性显示（PI 浆料）。CMP 方面，产品已获八寸晶圆厂客户订单，十二寸晶圆厂部分制程通过客户验证，国内主流十二寸晶圆厂已经全面展开测试。并且，公司收购成都时代立夫控股权，将进一步加速产品推广。清洗液项目目前基本完成小试产品配方及检测评价工作。PI 浆料方面，公司子公司武汉柔显年产 1000 吨 PI 浆料产线正在进行内部装修及设备调入，预计 19 年四季度完成验收并形成量产产能，目前武汉柔显已经通过 ISO9001、ISO14001 和 ISO18001 体系认证，已申请 14 项国内专利（已授权 1 项）。预计未来 CMP 抛光垫及 PI 浆料将为公司提供较好的成长性。

### 盈利预测与估值

我们预测公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 16.39 亿、20.00 亿元和 25.50 亿元，增速分别为 22.53%、22.05% 和 27.48%；归属于母公司股东净利润分别为 3.69 亿、4.47 亿和 5.76 亿元，增速分别为 26.00%、20.90% 和 29.07%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.39、0.47 和 0.60 元。

### 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1337.60	1638.99	2000.44	2550.09
增长率(%)	-21.33%	22.53%	22.05%	27.48%
归属母公司股东净利润	293.13	369.35	446.55	576.35

增长率(%)	-12.85%	26.00%	20.90%	29.07%
每股收益(元)	0.31	0.39	0.47	0.60

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 5.6 通威股份

### Q2 业绩同环比高增，光伏业务整体量利齐升

2019年二季度公司实现营业收入99.55亿元，同比增38%，环比增61%；实现归母净利润9.6亿元，同比增60%，环比增96%。Q2整体毛利率21.86%，同比增加1.4个百分点，环比下滑0.39个百分点。公司上半年光伏业务实现营收81.59亿元，同比增长54%；光伏业务毛利率达29.17%，同比提升2.13个百分点。

### 电池片贡献主要业绩增量，下半年价格有望企稳回升

2019年上半年，公司太阳能电池满产满销，实现电池产销量约6GW，同比增长约97%。上半年公司太阳能电池片贡献净利润9.77亿元，是上半年公司利润的主要增长点。我们预计上半年公司电池业务毛利率超30%，处于行业领先。公司电池产能产能高速扩张，预计2019年底至2020年上半年整体产能将达20GW，目前新建产能的产能利用率已超110%，规模效应显著。目前由于需求空窗期，电池片价格持续下跌，均价位于每瓦0.91-0.93元附近，已跌破老旧电池产能的成本线，公司盈利能力领先，目前仍能保持15%-20%左右的毛利率。随着下半年国内需求启动及海外旺季的来临，我们预计电池片价格有望企稳回升。

### 硅料价格低位盈利承压，低成本新产能释放、盈利能力将回暖

公司上半年实现高纯晶硅销量 2.28 万吨，同比增长 162.85%，业务毛利率约 16.98%。在市场价格比去年同期下降 40%-50%的情况下，公司硅料产能依旧保持满产满销，单晶比例已超 80%。公司包头和乐山各 2.5 万吨新建产能目前产量已达 100 吨/天，产能利用率超 140%，且生产成本压缩至 4 万元/吨。随着新增产能产量爬坡及单晶用料占比持续提升（Q3、Q4 将达 80%-85%），公司高纯晶硅业务盈利能力将回暖。

### 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 379.85 亿元、454.58 亿元和 536.58 亿元，增速分别为 37.95%、19.67%和 18.04%；归属于母公司股东净利润分别为 30.18、41.44 和 52.95 亿元，增速分别为 50.01%、37.31%和 27.76%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.78、1.07 和 1.36 元。

**数据预测与估值：**

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535.17	37984.73	45457.97	53657.79
增长率(%)	5.54%	37.95%	19.67%	18.04%
归属母公司股东净利润	2012.04	3018.26	4144.47	5294.79
增长率(%)	96.35%	50.01%	37.31%	27.76%
每股收益(元)	0.52	0.78	1.07	1.36

数据来源：Wind 上海证券研究所

**5.7 金风科技**
**风机销量高速增长，在手订单充裕、结构优化**

2019年上半年，公司风力发电机组及零部件销售收入116.39亿元，同比增长45.26%；实现对外销售容量3190.75MW，同比上升50.37%。具体来看，公司1.5MW机组/2S/2.5S/3S/6S平台产品销量分别为49.5/2193.6/660/242.5/45.15MW，其中2.5S平台产品占比达20.68%，同比提升9.37个百分点，2S平台依旧为主流产品，占比达68.75%。

截至2019年6月30日，公司外部待执行订单总量为14.79GW，分别为：1.5MW机组189.6MW，2S产品5831.6MW，2.5S产品6742.5MW，3S产品1640.72MW，6S产品380.5MW，8MW机组8MW；公司外部中标未签订单6.40GW，包括1.5MW机组181.5MW，2S产品1583.3MW，2.5S产品2082.5MW，3S产品1958.75MW，6S产品598.2MW；在手外部订单共计21.20GW。在手订单结构不断优化，其中2.5S平台产品取代2S平台产品成为主流，占比提升至41.63%，3S平台产品占比提升至16.98%。

**低价风机订单持续消化，招标价回升将改善公司盈利能力**

2019年上半年，公司风机业务毛利率11.31%，同比大幅下滑10个百分点。报告期内，公司风机产品平均单位收入约3289元/千瓦，较去年同期下滑10.04%，主要由于前期签订的低价订单陆续消化所致。报告期内，风机产品单位成本约2917元/千瓦，较去年同期小幅上涨1.39%，单位毛利约372元/千瓦，较去年同期下滑52.26%。自2018年四季度以来，公司各机组投标均价企稳回升，价格维持在3400元/千瓦以上。公司披露2019年6月2MW机型和2.5MW机型投标均价已分别回升至3536元/千瓦和3583元/千瓦，较去年三季度价格低点均显著回升。一般来说，订单交付约有1年左右的滞后期，且随着下游抢装行情，公司前期低价订单将加速消化，盈利底部渐行渐近，我们预计今年四季度有望迎来量利齐升。

**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 391.42 亿元、502.94 亿元和 600.84 亿元，增速分别为 36.24%、28.49% 和 19.47%；归属于母公司股东净利润分别为 32.00 亿元、45.82 亿元和 58.40 亿元，增速分别为 -0.51%、43.20% 和 27.44%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.76 元、1.08 元和 1.38 元。

### 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28730.61	39142.29	50293.99	60084.07
增长率(%)	14.33%	36.24%	28.49%	19.47%
归属母公司股东净利润	3216.60	3200.16	4582.49	5840.04
增长率(%)	21.75%	-0.51%	43.20%	27.44%
每股收益(元)	0.72	0.76	1.08	1.38

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 5.8 天顺风能

### Q2 业绩高增速，盈利能力环比改善，费用率优化

2019 年二季度公司实现营业总收入 16.36 亿元，同比增长 66.26%，环比增长 94.30%；实现归母净利润 2.47 亿元，同比增长 55.35%，环比增长 183.91%。二季度公司盈利能力环比上升明显，二季度公司整体毛利率 28.98%，环比上升 3.39 个百分点，主要考虑为公司风塔业务毛利率环比改善，及毛利率较高的叶片及发电业务大幅增长所致。二季度公司整体费用率 10.78%，较一季度下降 4.3 个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为 5.75%/2.22%/2.81%。

### 风塔销量稳步增长，单吨毛利显著提升

受益于行业回暖，公司风塔等产品产销两旺。2019 年上半年，公司风塔及相关产品生产量 22.24 万吨，同比增加 43.39%；销售量 20.38 万吨，同比增加 21.74%。业务毛利率 20.48%，下滑 0.2 个百分点。上半年公司风塔单吨收入 9198 元，同比上涨 17.23%；单吨毛利 1884 元，同比大幅提升 16.09%。由于风塔的价格通常采用成本加成法来决定，受上游钢材价格波动明显，且由于交付节点与钢材采购节点的错位，因此钢材价格变化对售价的影响具有一定的滞后性。中国钢铁协会数据显示，中厚板价格自 2018Q3 触及 4500 元/吨的短期高点后加速回落。2019 年上半年虽有小幅抬升，但均价较去年上半年下滑约 7%。因此公司风塔单吨毛利有所回升。公司现有风塔产能约 48 万吨，山东鄞城新建产能 10 万吨，预计将于今年底完工投产。

### 风电叶片迎量利齐升，发电业务利润高速增长

2018 年，公司自建的常熟天顺叶片工厂顺利投产。公司风电叶



片业务坚持“双海战略”，加强在风电大型叶片制造、风电大型模具制造、风电叶片运维服务领域的布局 and 影响力。2019年上半年，公司风电叶片业务实现营业收入2.53亿元，同比大幅增长341.28%；业务毛利率29.42%，同比增长3.35个百分点，主要是由于上半年行业需求回暖，叠加风电设备大型化的长期趋势，国内大型风电叶片的供应出现了一定程度的紧缺。

公司在风电场开发领域取得较大进展，。2019年上半年公司发电业务板块上网电量 5.68 亿千瓦时，实现销售收入 2.78 亿元，销售收入同比增长 78.84%。发电业务毛利率高达 71.57%，同比增长 4.55 个百分点。截至 8 月 26 日，公司 2019 年新增并网容量为 215MW，累计并网容量 680MW，在手已核准项目 199.4MW，后续业绩增量可期。

### 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 52.69 亿元、66.10 亿元和 79.38 亿元，增速分别为 42.34%、25.44%和 20.09%；归属于母公司股东净利润分别为 7.47 亿元、10.37 亿元和 13.23 亿元，增速分别为 58.96%、38.96%和 27.57%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.42 元、0.58 元和 0.74 元。

### 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3701.90	5269.20	6609.62	7937.64
增长率(%)	16.79%	42.34%	25.44%	20.09%
归属母公司股东净利润	469.64	746.55	1037.41	1323.38
增长率(%)	21.75%	58.96%	38.96%	27.57%
每股收益(元)	0.72	0.42	0.58	0.74

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、隔膜等）、光伏行业、风电行业。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（如回天新材）、面板及半导体配套材料行业（如鼎龙股份）、珠光材料行业、尾气处理材料，并关注高速增长 LED 应用行业（如利亚德等）。

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，平价渐行渐近。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、光伏行业龙头（如通威股份）、风电行业龙头（如金风科技、天顺风能）。**重点推荐公司为回天新材、利亚德、鼎龙股份、通威股份、金风科技、天顺风能。**

## 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±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±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，任何机构和个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。