

行业底部复苏，重视供需格局

2024 年基础化工策略报告

2023 年 12 月 28 日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
基础化工	-5.83	-6.39	-17.63
沪深 300	-5.70	-9.65	-13.19

周策

执业证书编号:S0530519020001  
zhouce67@hncasing.com

分析师

相关报告

- 1 2023 年基础化工策略报告：行业严冬褪去，静待企业花开 2023-01-03
- 2 财信证券湘股化工行业专题报告：上游原材料高景气，化工业绩表现亮眼 2022-09-21
- 3 轮胎行业深度报告：轮胎行业云消雾散，国产企业乘风而起 2022-07-05

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
荣盛石化	0.33	31.31	0.33	31.10	0.77	13.50	增持
桐昆股份	0.05	276.46	0.95	15.72	2.07	7.21	买入
回天新材	0.52	19.10	0.76	13.14	1.01	9.81	买入
硅宝科技	0.64	25.50	0.76	21.41	0.85	19.13	增持

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- 2023 年，全球局势持续动荡，国际贸易保护主义抬头。国内经济受疫情疤痕效应影响，需求呈现弱复苏。在这样的背景下，化工行业受到了明显影响，由于化工产品的生产和贸易涉及到全球供应链的各个环节，为避免全球供应链调整带来的不确定性，许多化工企业开始考虑生产多元化布局来降低风险，部分新增产能向东南亚转移。同时，国内下游需求恢复较为缓慢，部分化工行业仍面临开工率不足，利润水平维持低位的困境。
- 2023 年初至 12 月 19 日，申万化工指数下跌 18.5%，跑输市场主要指数，跌幅超过上证综指 12.6 个百分点，超过沪深 300 指数 4.2 个百分点。从估值来看，截止 2023 年 12 月 20 日申万基础化工板块 PE(TTM，整体法) 27.1 倍，较年初的估值水平上升了 11.3，主要是整体利润下滑被动推高了板块估值。子板块中，塑料和橡胶的估值水平偏高，PE (TTM，整体法) 分别为 31.25 倍、34.37 倍；农化制品和化学原料估值较低，分别为 13.25 倍、18.87 倍。
- 展望 2024 年，外部流动性因素逐渐好转，国内稳经济政策发力，有望同时抬升行业业绩和估值。国内地产政策在三季度已放松限制，对于产业链上游的拉动未来有待显现，同时消费市场的需求也正随着经济的好转逐步改善。外部环境的不确定性正在趋于缓和，国际原油价格稳定在 80 美元/桶左右，降低了原材料波动给化工行业造成的压力，有利于大部分产业链环节的利润修复。我们看好两个方向，炼化企业在经历了历史性低谷后，行业需求有望迎来边际好转，企业本身不断的资本扩张强化了一体化优势，在行业景气恢复阶段企业将展现出更强的业绩弹性，建议关注：荣盛石化、桐昆股份。国产材料替代是自主可控需求下的必经之路，粘胶剂行业有望借助新能源行业的发展完成产业转型，短期来看原材料有机硅价格的回落成为企业业绩修复的拐点，建议关注：回天新材、硅宝科技。
- **风险提示：**国际局势动荡加剧；国内经济复苏不及预期；新能源材料市场内卷加剧，新能源产业出口不及预期。

## 内容目录

<b>1 行业底部企稳，边际改善显现</b> .....	<b>4</b>
<b>2 石化行业布局持续分化，涤纶市场率先见底</b> .....	<b>7</b>
2.1 龙头差异化布局效果显现，资本开支维持高水平.....	8
2.2 下游地产和消费基本企稳，静待需求恢复.....	9
2.3 涤纶长丝率先进入复苏周期.....	10
<b>3 胶粘剂需求高增，国产替代助成长</b> .....	<b>12</b>
3.1 享受光伏产业发展红利，光伏胶稳增长.....	13
3.2 电子封装胶国产替代空间广阔.....	14
3.3 电池胶需求高增长，助力企业产品延伸.....	15
3.4 原材料产能扩张，成本压力缓解.....	17
<b>4 投资建议</b> .....	<b>18</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 2023 年 1 月 1 日-2023 年 12 月 18 日申万化工指数.....	4
图 2: 2023 年布伦特原油价格走势.....	5
图 3: 申万基础化工 2022-2023 年营业收入情况.....	5
图 4: 申万基础化工 2022-2023 年净利润情况.....	5
图 5: 基础化工子板块 2022-2023 年净利润走势 (1).....	6
图 6: 基础化工子板块 2022-2023 年净利润走势 (2).....	6
图 7: 2023 年 1 月 1 日-12 月 20 日申万化工子板块涨跌幅 (流通市值加权).....	6
图 8: 2023 年 1 月 1 日-12 月 20 日申万化工子板块 PE 估值 (TTM, 整体法).....	6
图 9: 2019 年-2023 年申万基础化工 PE 估值数据 (TTM, 整体法).....	7
图 10: 主要炼化企业 2023 年前三季度净利润及增速.....	8
图 11: 2022 年-2023 年 Q3 炼化企业毛利率情况.....	8
图 12: 2020-2023 年炼企构建资产的现金支出情况.....	9
图 13: 2018-2023 年房地产投资、销售以及开工增速.....	9
图 14: 2020-2023 年社会零售总额及同比.....	9
图 15: 2019-2023 年涤纶长丝价格以及价差情况.....	10
图 16: 涤纶长丝行业库存情况.....	11
图 17: 全国坯布库存天数情况.....	11
图 18: 涤纶产业链开工率情况.....	12
图 19: 浙江地区织机开工率情况.....	12
图 20: 我国胶粘剂产量和销售额情况.....	13
图 21: 我国光伏累计装机和新增装机量.....	14
图 22: 我国光伏组件出口情况.....	14
图 23: 全球以及中国智能手机出货量.....	15
图 24: 2016-2023 年中国大家电销售额.....	15
图 25: 新能源动力电池用胶情况.....	16
图 26: 我国汽车销量数据.....	16
图 27: 我国新能源销量数据.....	16

---

图 28: 2020-2023 年有机硅价格.....	17
图 29: 2018-2023 年有机硅产能增长情况.....	17
表 1: 2023 年传统石化产品新增产能情况.....	7
表 2: 2023 年新增涤纶长丝产能情况.....	11
表 3: 全球和国内光伏背膜及密封胶市场预期.....	14
表 4: 近年有机硅新增产能情况.....	17

## 1 行业底部企稳，边际改善显现

2023年，全球局势持续动荡，国际贸易保护主义抬头。国内经济受疫情疤痕效应影响，需求呈现弱复苏。在这样的背景下，化工行业受到了明显影响。由于化工产品的生产和贸易涉及到全球供应链的各个环节，为避免全球供应链调整带来的不确定性，许多企业开始考虑生产多元化布局来降低风险，部分新增产能向东南亚转移。同时，国内下游需求恢复较为缓慢，部分化工行业仍面临开工率不足，利润水平维持低位的困境。2023年初至12月19日，申万化工指数下跌18.5%，跑输市场主要指数，跌幅超过上证综指12.6个百分点，超过沪深300指数4.2个百分点。

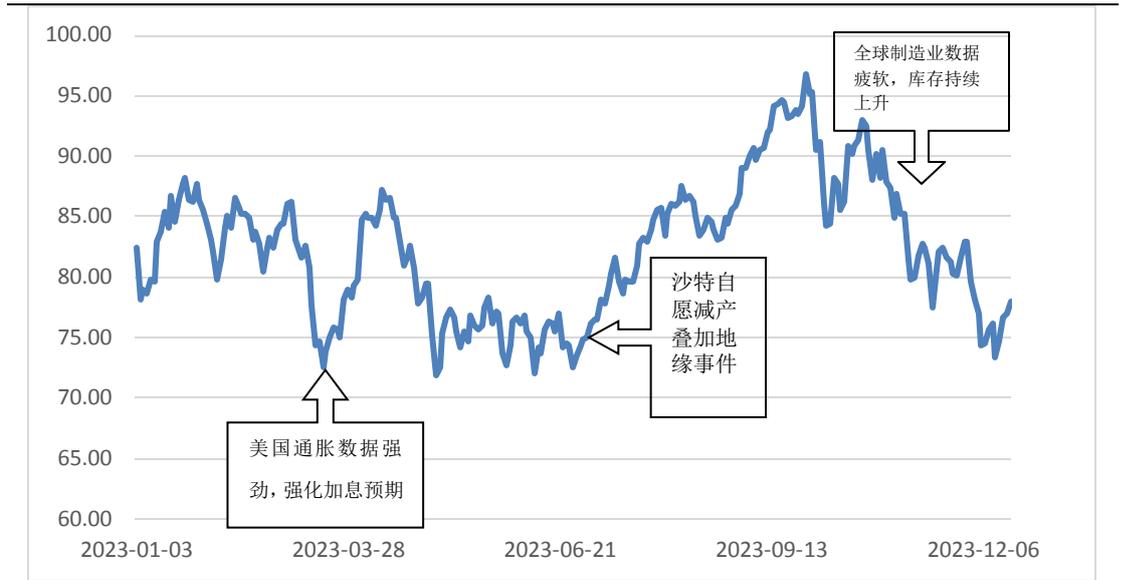
图 1：2023 年 1 月 1 日-2023 年 12 月 18 日申万化工指数



资料来源：iFind，财信证券

2023年原油和煤炭价格均呈现波动下降的趋势，缓和了化工行业的成本压力。2023年国际原油价格中枢较2022年相比有所下降。上半年，美国通胀数据强劲加剧了美国加息预期，对油价产生了一定压力，叠加中国经济数据在上半年表现略低于预期，布伦特原油价格在2季度创下年内最低价格71美元/桶。随着沙特自愿减产的年底及地缘局势关系紧张，国际油价下半年较上半年呈现反弹走势。国内动力煤供应同比有所增加，煤炭企业扎实推进煤炭增产保供工作，煤炭产能继续释放，同时煤炭进口大幅增长，煤炭供应比较充足，整体价格逐步趋向合理区间。截至2023年10月24日，国内动力煤参考价格为810元/吨，较2023年初下跌22.86%，较上季度上涨10.81%，较2022年同期下跌24.72%。

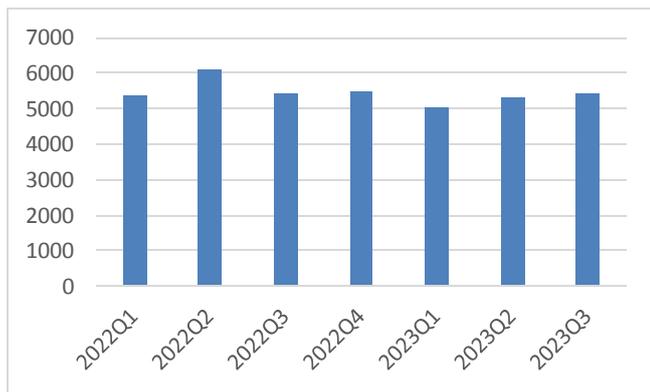
图 2：2023 年布伦特原油价格走势图



资料来源: iFind, 财信证券

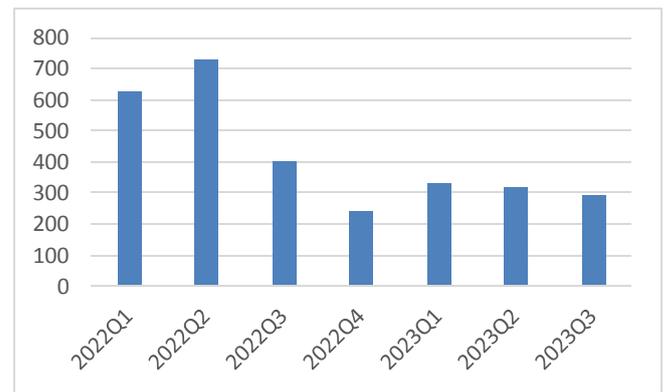
申万基础化工板块 2023 年收入呈现底部缓慢回升的态势,单 3 季度收入 5414 亿元,较 1 季度增长 377 亿元,但净利润却呈现逐季下滑的态势,单 3 季度净利润 296 亿元,较 1 季度下降 38 亿元。在原材料价格没有抬升的背景下,行业出现以量换价的情况。虽然收入端有所上涨,但是加工价差被压缩,利润不增反降。其中,化学原料、化学制品以及农化制品净利润位于低位徘徊,塑料和化学纤维的利润水平在 2022 年下半年见底回升,但仍处于较低水平。整体来看,化工行业景气度恢复有限,各板块利润水平仍处于历史底部区间。

图 3：申万基础化工 2022-2023 年营业收入情况



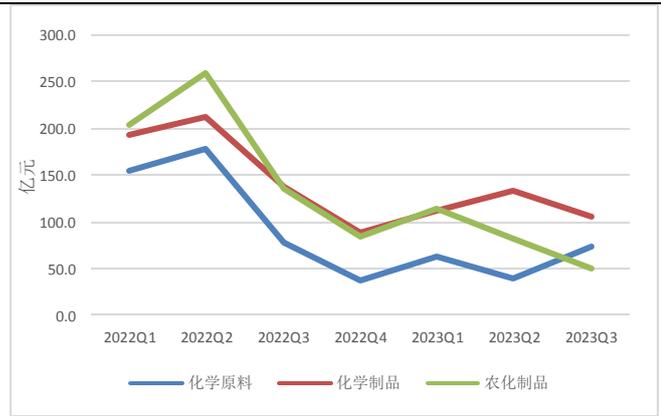
资料来源: iFind, 财信证券

图 4：申万基础化工 2022-2023 年净利润情况



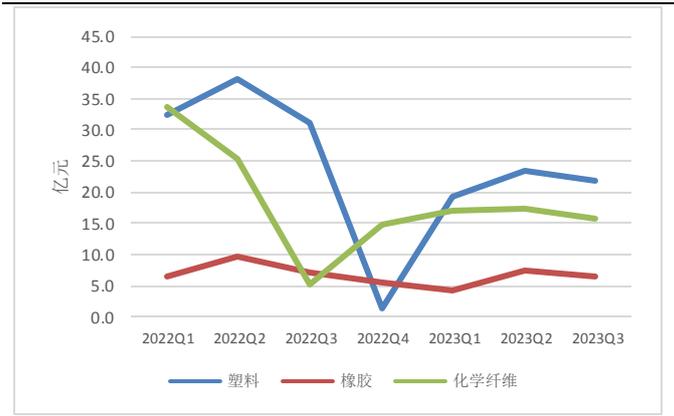
资料来源: iFind, 财信证券

图 5：基础化工子板块 2022-2023 年净利润走势（1）



资料来源：iFind，财信证券

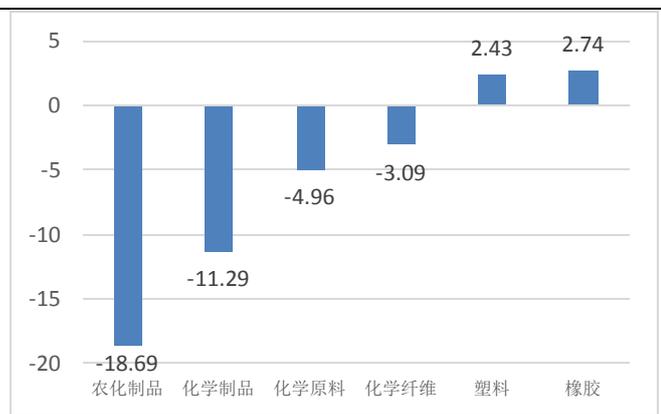
图 6：基础化工子板块 2022-2023 年净利润走势（2）



资料来源：iFind，财信证券

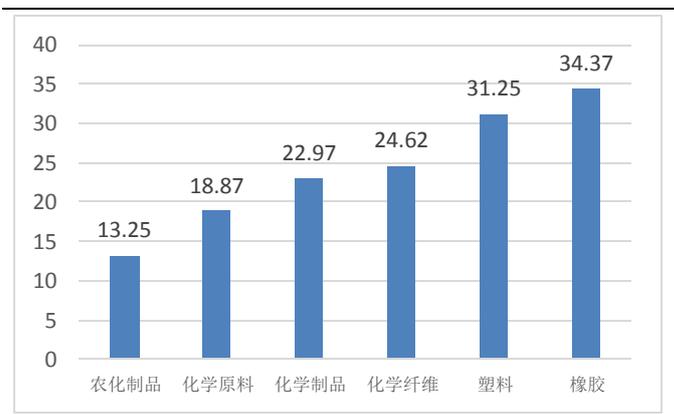
2023 年，化工子板块中跌幅较大的是农化制品和化学制品，跌幅分别为-18.69%和-11.29%，农化制品主要受产品价格周期高位回落影响，化学制品则受地产基建需求拖累。塑料和橡胶表现较好，其中橡胶板块受益于下游轮胎需求的回升，部分助剂公司抗跌性强；塑料则受益于部分新能源材料的放量，整体表现较好。从估值来看，截止 2023 年 12 月 20 日申万基础化工板块 PE (TTM, 整体法) 27.1 倍，较年初的估值水平上升了 11.3 倍，主要是整体利润下滑被动推高了板块估值。子板块中，塑料和橡胶的估值水平偏高，PE (TTM, 整体法) 分别为 31.25 倍、34.37 倍；农化制品和化学原料估值较低，分别为 13.25 倍、18.87 倍。

图 7：2023 年 1 月 1 日-12 月 20 日申万化工子板块涨跌幅（流通市值加权）



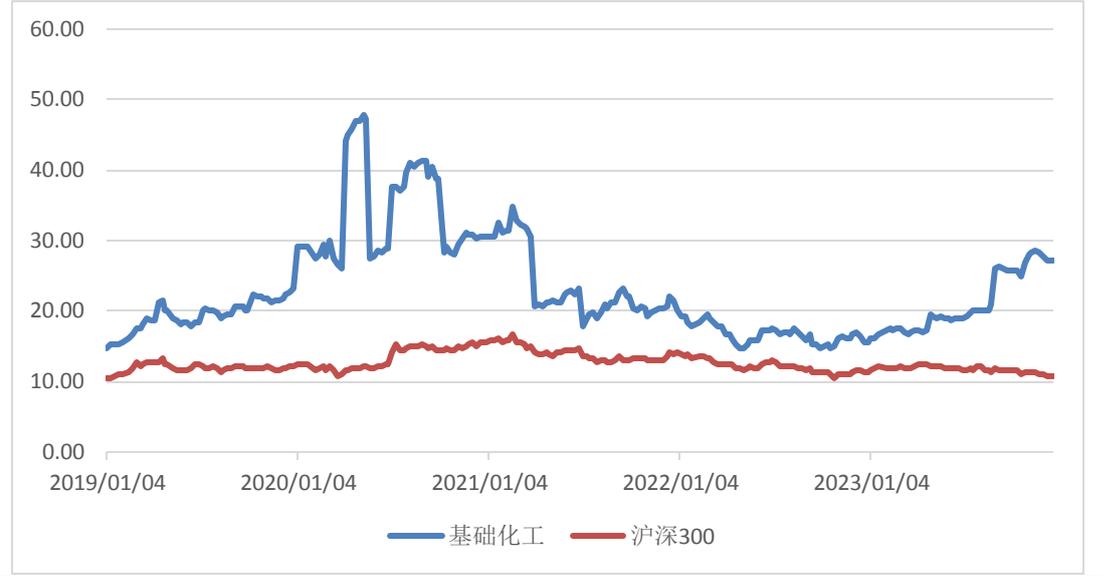
资料来源：iFind，财信证券

图 8：2023 年 1 月 1 日-12 月 20 日申万化工子板块 PE 估值 (TTM, 整体法)



资料来源：iFind，财信证券

图 9：2019 年-2023 年申万基础化工 PE 估值数据（TTM，整体法）



资料来源：iFind，财信证券

## 2 石化行业布局持续分化，涤纶市场率先见底

2023 年，石化行业仍处于产能消化期。在经历了 2022 年大量新增产能投放冲击后，2023 年新增的产能总量有所放缓，主要是释放的产能以炼化配套的烯烃、芳烃产能为主，包括中石油广东石化 120 万吨乙烯、80 万吨纯苯；中石化海南炼化 100 万吨乙烯、70 万吨二甲苯以及 25 万吨纯苯等。年初以来，国际原油价格宽幅震荡，下游需求修复较慢，产品价差与盈利水平收窄明显，总体盈利较去年同期有所下滑，但从单季度来看，2、3 季度好于 1 季度，产品价差环比有所改善。

炼化产品价差环比改善，其中成品油、芳烃表现较优。在芳烃-PTA 聚酯化纤产业链，下游纺织品、服装是重要的终端消费应用市场。上半年 PX 表现强势，PTA 加工费总体处于低位运行，聚酯化纤受下游织造开工率逐步提升及订单增加的影响，盈利能力从二季度开始逐步修复。

表 1：2023 年传统石化产品新增产能情况

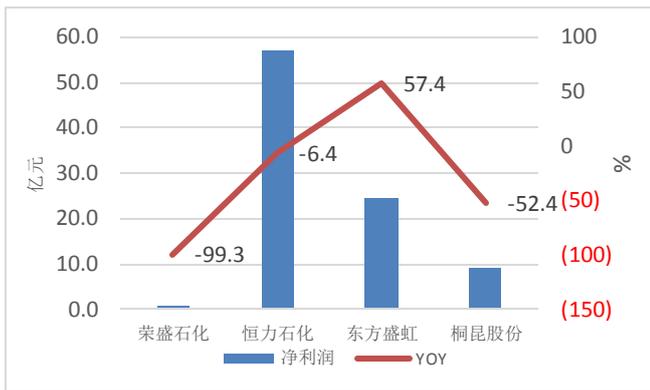
项目名称	项目主体内容	投产时间
中石油广东石化	120 万吨乙烯、80 万吨纯苯	2023 年 2 月
中石化海南炼化	100 万吨乙烯、70 万吨二甲苯、25 万吨纯苯	2023 年 2 月
浙江兴兴新能源	100 万吨乙烯、92 万吨纯苯	2023 年 5 月

资料来源：百川盈孚，财信证券

上市民营炼化企业在 2023 年前 3 季度利润水平整体趋于下降，但由于企业布局逐渐分化，利润增速的差异也体现出来。荣盛石化前 3 季度净利润下滑 99.3%，一方面受烯烃价差低迷的影响，另一方面是研发费用和财务费用上升拉低了业绩；恒力石化则通过

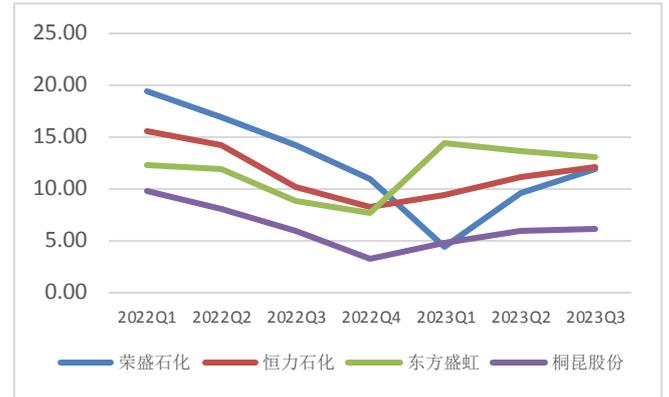
子公司康辉新材布局功能性薄膜和可降解材料稳定了业绩水平；东方盛虹前 3 季度业绩同比达到 57.4%，一方面是炼化项目投产带来的收入增量，另一方面新能源材料和芳烃景气度较好，促使公司业绩明显回升。桐昆股份前 3 季度受参股公司浙江石化业绩的拖累，叠加化纤业务回升力度有限，业绩仍出现大幅同比下降。从毛利率水平来看，恒力石化、东方盛虹以及桐昆股份整体业务均在 2022 年四季度见底，2023 年业务毛利率处于逐渐回升的态势。

图 10：主要炼化企业 2023 年前三季度净利润及增速



资料来源：iFind，财信证券

图 11：2022 年-2023 年 Q3 炼化企业毛利率情况



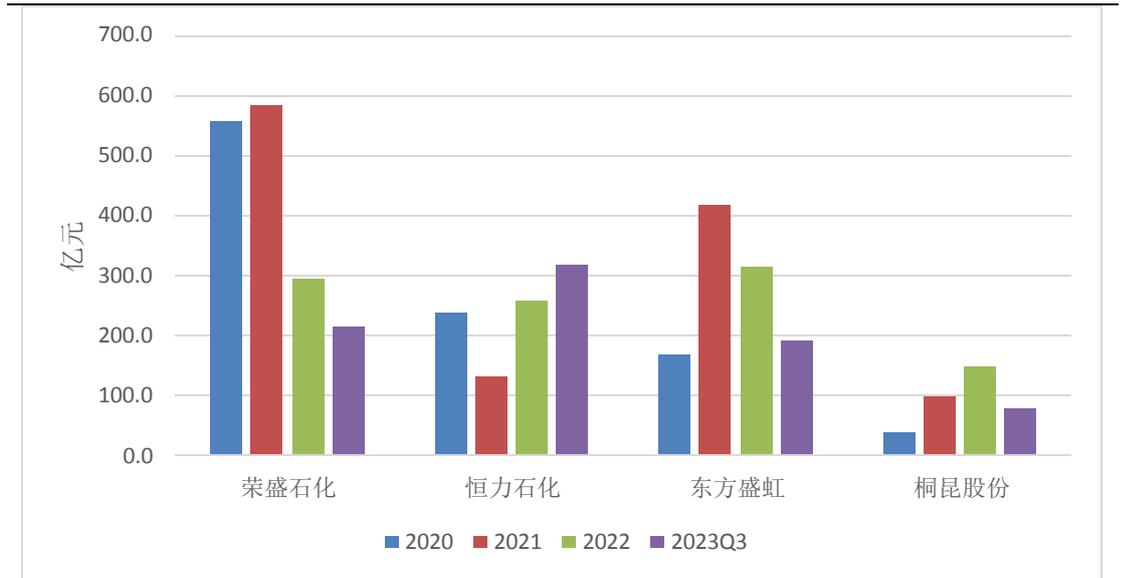
资料来源：iFind，财信证券

## 2.1 龙头差异化布局效果显现，资本开支维持高水平

经过 1-2 年的产能布局，龙头炼化企业逐渐在产品结构上拉开了差异。除传统的烯烃和芳烃材料有交集外，各企业逐渐在细分产品领域占据了头部市场。荣盛石化加速高端精细化化工材料布局，主要覆盖了 EVA、DMC、PC、ABS、 $\alpha$ -烯烃、POE、己二腈、PMMA 等产品，已实现 30 万吨 EVA 和 20 万吨 DMC 产能落地。恒力石化切入可降解材料和工程薄膜市场，已实现年产 80 万吨功能性薄膜、45 万吨 PBS/PBAT/PBT 可降解新材料。东方盛虹则重点布局新能源材料，在 30 万吨 EVA 材料的基础上成功完成 POE 中试，未来将推进 30 万吨 POE 产能建设。

从资本开支规模上来看，2023 年龙头企业的资本开支与 2022 年基本持平，支出的绝对额保持较高水平，2023 年前 3 季度 4 家炼化企业资本开支达到 803 亿，同比增长 7.5%。其中恒力石化由于 2021 年炼化产能扩张受限，延后了公司的资本开支计划，并加大了近两年的开支规模；荣盛石化和东方盛虹在完成炼化一体化项目的大额开支后，细分材料领域的支出规模略有所下降。桐昆股份目前主要在化纤产业链发力，资本开支规模有所下降，但公司正在规划建立自己主导的炼化项目，未来的资本开支水平有望提升。

图 12：2020-2023 年炼企构建资产的现金支出情况

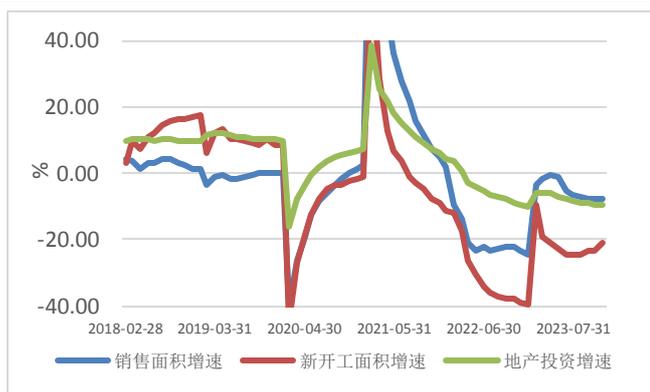


资料来源：iFind，财信证券

## 2.2 下游地产和消费低位运行，静待需求恢复

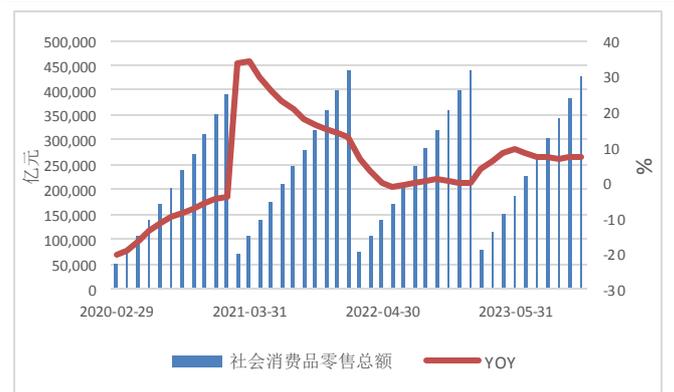
2023 年化工品下游需求恢复程度偏弱，行业景气度恢复不明显。2022 年 1-11 月的房地产销售面积增速为-8.0%，行业仍处于寒冬期。地产销售增速在 2023 年 1 季度有短暂的回升，随后销售增速继续下行探底。在地产政策不断放松的背景下，投资和销售增速在 3 季度出现有触底迹象，需求的修复仍待继续观察。国内消费需求在疫情放松后呈现弱恢复态势，2023 年 1-11 月社会消费品零售总额同比增长 7.2%，但消费结构上出现部分领域降级消费的情况，整体需求仍有待进一步恢复。

图 13：2018-2023 年房地产投资、销售以及开工增速



资料来源：iFind，财信证券

图 14：2020-2023 年社会零售总额及同比



资料来源：iFind，财信证券

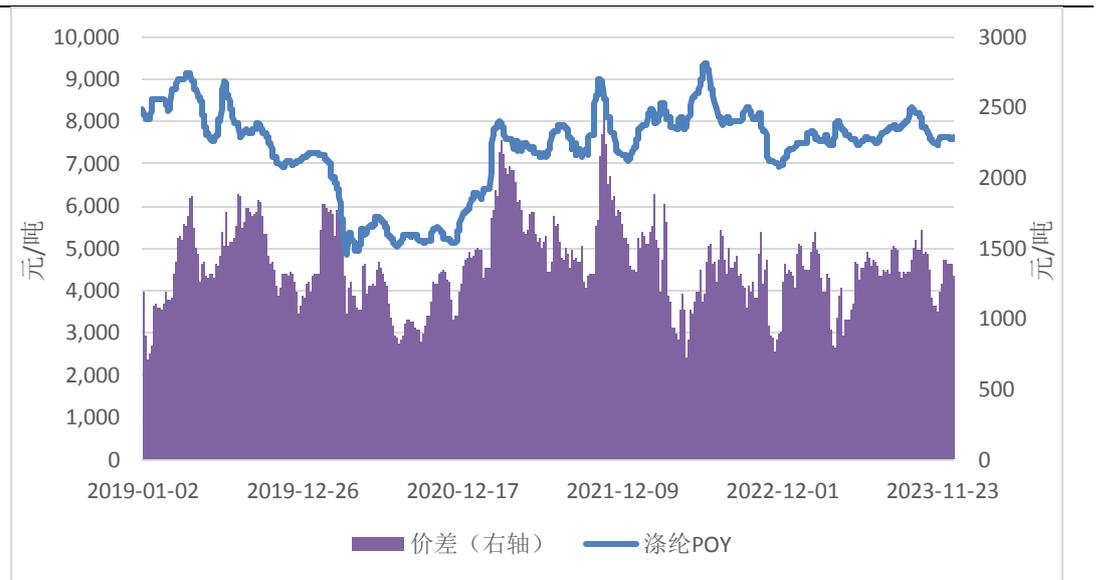
政策层面定调房地产行业的供需关系已经发生重大变化，2023 年政策端持续发力松绑房地产。从 7 月末政治局会议定调行业新形势以来，政策端积极信号不断释放，随后住建部明确政策优化方向：降首付、降利率、认房不认贷。四大一线城市纷纷落地“认房不认贷”、重点一二线城市限购松绑大幕已拉开。预计支持刚需改善的地方放松政策仍将持续。经济复苏强度是信心修复的关键，地产行业的弱复苏有望成为抓手之一。消费

方面，当下政策的核心是着力扩大国内需求，其中，恢复和扩大消费被置于优先位置。未来消费的回升关键着力点在于经济恢复的预期回升，居民收入预期得到改善。政策一方面继续加大对中低收入家庭的扶持力度，提高其消费能力，促进消费市场的均衡发展；另一方面也鼓励企业创新，提升产品质量和服务水平，以适应消费者日益增长的需求。同时，过去受到疫情影响而延迟释放的需求有望在未来逐步释放，进一步推动消费市场的繁荣。

### 2.3 涤纶长丝率先进入复苏周期

2023年，涤纶长丝市场价格受原油以及聚酯原料影响较为明显，年内价格变动的主导因素多为成本面波动。受OPEC+成员减产以及外围冲突影响，原油市场持续高位运行，同时PX、PTA市场供需较为紧张，成本面支撑凸显下，涤纶长丝现金流利润压缩明显，1季度涤纶长丝价格的整体上涨主要受成本推动。从2季度开始，下游需求逐渐好转，叠加上游原材料价格的缓和，涤纶长丝市场的整体价差稳定在1200-1500元/吨的水平，企业摆脱了前期亏损的状态，景气度逐渐好转。

图 15：2019-2023 年涤纶长丝价格以及价差情况



资料来源：iFind，财信证券

2023年，长丝产能仍处于龙头企业引领扩展的局面。截止12月13日，涤纶长丝共计新增投产415万吨，全部为龙头企业的产能投放，龙头企业的行业占有率得到了进一步提升。大规模的投产，推动长丝行业进入到“寡头竞争”的格局中，龙头企业大规模抢占市场份额，放大自身优势与资金壁垒，在提升行业占有率的同时，也加速了落后产能的退出，使得长丝行业集中度再一次得到提升。

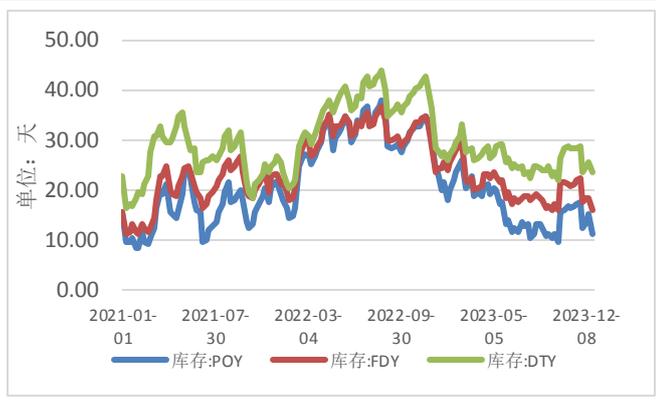
表 2：2023 年新增涤纶长丝产能情况

企业名称	新增产能（万吨）	投产日期	产品	地点
桐昆沐阳项目	30	2023 年 2 月	涤纶长丝	宿迁
新凤鸣新拓	40	2023 年 2 月	涤纶长丝	徐州
桐昆新疆项目	30	2023 年 3 月	涤纶长丝	新疆
桐昆恒超	60	2023 年 3 月	涤纶长丝	嘉兴
恒逸恒鸣	20	2023 年 3 月	涤纶长丝	嘉兴
嘉通能源	30	2023 年 3 月	涤纶长丝	南通
恒力恒科	25	2023 年 4 月	涤纶长丝	南通
港虹纤维	20	2023 年 4 月	双组份长丝	吴江
桐昆沐阳项目	30	2023 年 5 月	涤纶长丝	宿迁
嘉通能源	30	2023 年 6 月	涤纶长丝	南通
桐昆沐阳项目	30	2023 年 7 月	涤纶长丝	宿迁
新凤鸣新拓	40	2023 年 8 月	涤纶长丝	徐州
桐昆沐阳项目	30	2023 年 9 月	涤纶长丝	宿迁
嘉通能源	30	2023 年 10 月	涤纶长丝	南通

资料来源：百川盈孚，财信证券

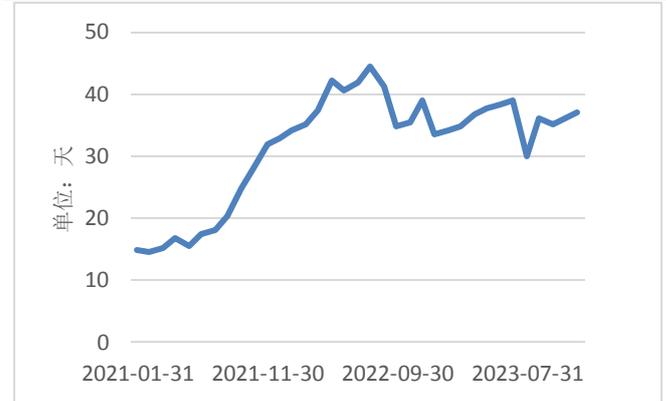
2023 年以来行业库存水平持续下降，一方面内需叠加出口的增长，提振了涤纶长丝市场的销售，另一方面在经历了过去两年行业低迷期后，涤纶长丝企业对库存的把控更谨慎，主动推动去库进程。产业链开工率较为明显的反映出行业需求的好转，涤纶长丝环节的开工率进入二季度后稳定在 80-90%之间，中枢恢复到开放前的水平。同时，下游织机环节的开工率水平也在震荡上行，需求好转的趋势明显。

图 16：涤纶长丝行业库存情况



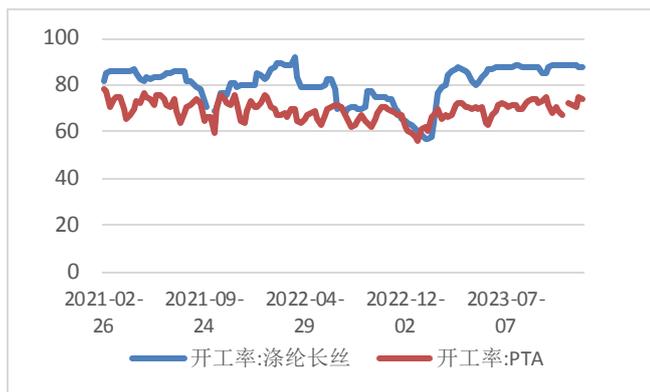
资料来源：iFind，财信证券

图 17：全国坯布库存天数情况



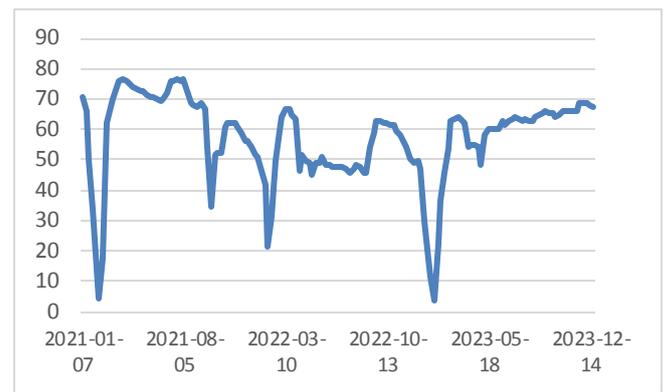
资料来源：iFind，财信证券

图 18：涤纶产业链开工率情况



资料来源：iFind，财信证券

图 19：浙江地区织机开工率情况



资料来源：iFind，财信证券

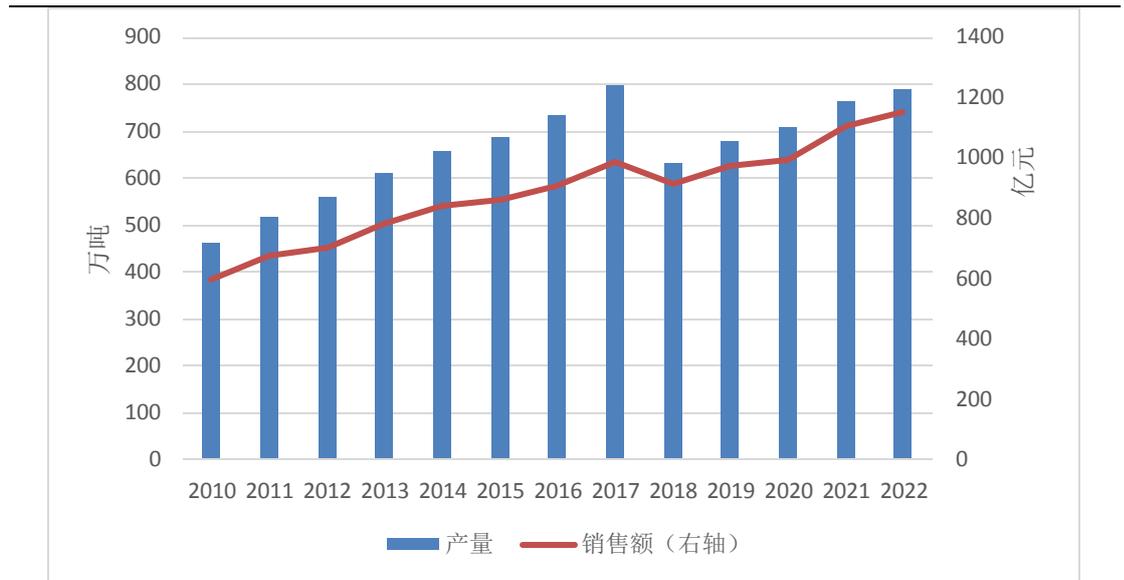
我们认为 2024 年行业有望逐步走出底部区域，一方面是地产行业的筑底并逐渐企稳将给下游纺服产业链信心，产业链库存水平有望迎来上行周期。另一方面在行业经历了一轮低谷期的洗牌，在景气周期上行期企业有望掌握更强的议价能力。

### 3 粘胶剂需求高增，国产替代助成长

近年来，伴随着我国工业产值和工业产品需求的快速增长，以及全球胶粘剂企业的生产与消费中心逐渐向我国转移，我国胶粘剂行业的生产规模迅速扩大，产品产销量保持高速增长。据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，2022 年我国胶粘剂行业总产量约 788.4 万吨，销售额约 1151.4 亿元人民币，分别比 2021 年增长 3.30% 和 4.37%。

虽然经过几十年的发展，我国已成为全球粘胶剂产量最大的国家，但从结构上来看，国内粘胶剂产品仍偏重于低端建筑、包装类产品，高端的产品市场仍由汉高、3M、富乐、道康宁等国际巨头所主导，这些国际公司起步早，研发能力强，品牌优势明显，牢牢把控着全球高端产品市场，其中汉高粘胶剂业务全球占比超过 20%。国内低端粘胶剂市场一方面面临激烈的市场竞争，原材料价格波动叠加劳动力成本上升压缩了企业的利润；另一方面下游需求也发生了结构性变化，随着新能源行业的崛起，光伏、风电、动力电池对于粘胶剂的需求占比越来越高，同时行业需求增速也十分快速。电子粘胶剂市场也在自主可控的产业链建设中逐步提高了国产化比例。

图 20：我国胶粘剂产量和销售额情况



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，财信证券

### 3.1 享受光伏产业发展红利，光伏胶稳增长

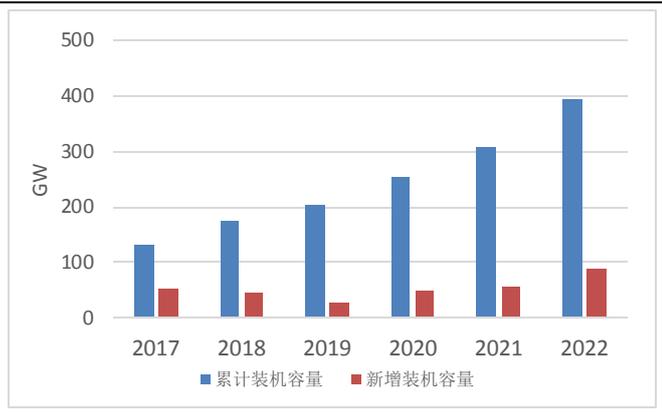
胶粘剂是光伏组件中重要的一部分，虽然成本占比不高，但胶粘剂在光伏组件中扮演着至关重要的角色，其选择和使用直接影响到光伏组件的质量和性能。在制造和组装光伏组件时，需要选择具有高透光性、耐候性、高粘附性等优良性能的胶粘剂，以确保光伏组件的质量和长期稳定性。

在政策引导和市场需求双轮驱动下，我国光伏新增装机量、累计装机量高速增长，并连续多年位居全球首位。到目前我国光伏产业在制造业规模、产业化技术水平、应用市场拓展、产业体系建设等方面均位居全球前列，成为可以同步参与国际竞争并达到国际领先水平的战略性新兴产业。随着光伏产业链的原材料、组件价格逐步下降，光伏 LCOE 持续走低，2021 年开始，除户用光伏以外，光伏项目全面去补贴，进入平价时代。平价时代的光伏产业展现出了强劲的成长动力，2021 年全国装机量逆势增长，达到 54.93GW。2022 年全国累计装机容量增长至 392.62GW，新增装机达到 87.41GW。

同时，我国是光伏组件重要的出口国，国内光伏组件在产品性能、定价竞争力等方面具有较强优势，产品性价比明显优于海外光伏组件产品，在国外市场上拥有较为良好的口碑。欧美及日韩市场对我国光伏组件的需求量逐步上升，且非洲、南美等新型光伏应用市场的快速增长，导致其对组件的需求亦同步上升。根据中国光伏行业协会数据，我国光伏组件出口量由 2017 年的 30GW 快速增长至 2022 年的 154.8GW，年均复合增长率达到 38%。

在全球“碳中和”政策的背景下，光伏行业的发展潜力巨大。中国光伏行业协会预计，十四五”期间全球每年新增光伏装机约 232-330GW，其中国内年均光伏新增装机规划在 70-110GW。

图 21：我国光伏累计装机和新增装机量



资料来源：iFind，财信证券

图 22：我国光伏组件出口情况



资料来源：iFind，财信证券

根据中国光伏协会预测，2025 年全球和中国的新增光伏装机量分别达到 330GW、110GW。根据单 GW 光伏组件分别需要约 640 吨密封胶，预计到 2025 年，密封胶市场需求将达到 38 亿元，年均增长速度达到约 12%。

表 3：全球和国内光伏背膜及密封胶市场预期

	2022 年 A	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
全球新增装机(GW)	230	263	297	330
国内新增装机(GW)	87	95	102	110
密封胶单耗 (吨/GW)	640	640	640	640
胶粘剂价格 (万元/吨)	1.9	1.85	1.85	1.8
全球太阳能密封胶市场规模 (亿元)	28.0	31.2	35.1	38.0
国内太阳能密封胶市场规模 (亿元)	10.6	11.2	12.1	12.7

资料来源：iFind，中国光伏业协会，财信证券

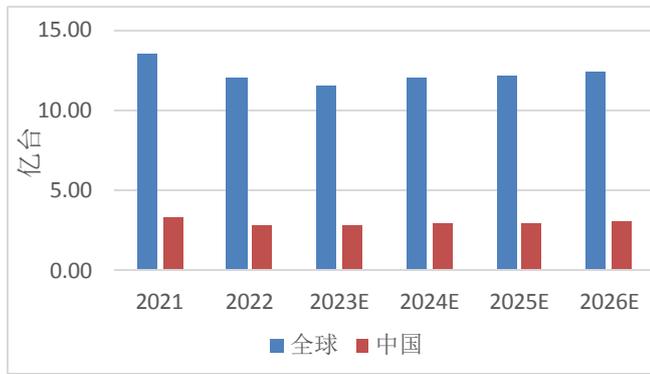
### 3.2 电子封装胶国产替代空间广阔

胶黏剂是支撑电子工业的基本材料，在电子电器产业中应用非常广泛，从芯片制造到大型的终端电子电器产品，都需要使用胶黏剂。电子电器产业涉及的面非常广，因而电子电器胶黏剂几乎包含了所有的胶黏剂门类，包括有机硅胶、聚氨酯胶、环氧胶、丙烯酸酯胶、溶剂型胶、改性醇酸树脂涂料等。电子电器领域虽然用量较小，但其应用的特殊性和功能性决定了其较高的附加值。一般情况下建筑领域用胶毛利率在 20% 左右，而电子领域可以达到 40% 以上。贸易战以来，华为等企业在高端胶黏剂使用上受到国外制约，逐步培育国内企业做供应商，部分企业抓住时机，加快切入高端电子领域步伐。在此背景下，我国胶黏剂行业呈现出持续、快速、稳定发展的态势，胶黏剂产销量持续快速增长。在电子领域，国内企业主要集中在中低端元器件的灌封和密封；芯片封装、消费电子、汽车电子和 PCB 板等高端胶粘应用则主要由富乐、汉高、3M、陶氏等外资企业主导。

在我国经济持续增长、信息化进程不断推进的背景下，我国电子信息产业持续向好发展，同时全球电子元器件、家用电器等产业向东转移，我国成为全球最主要的电

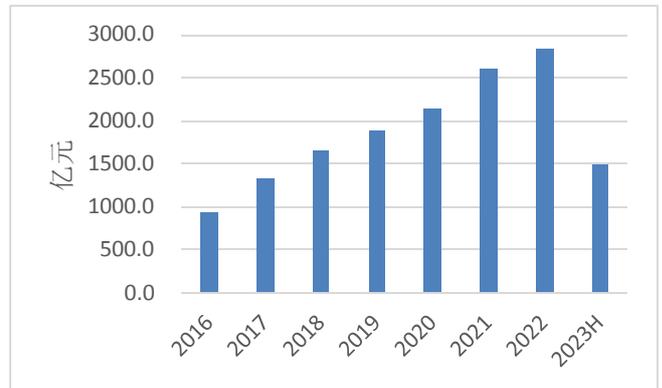
子产品生产国之一,电子产品产能规模上升进一步带动了我国市场对电子胶粘剂的需求。根据国际市场研究机构 Markets and Markets 的统计,2022 年全球电子胶粘剂市场规模约为 45.4 亿美元,其中中国电子胶粘剂市场规模超过 100 亿元。预计 2027 年全球电子胶粘剂市场规模将上升至 61 亿美元,年复合增长率约为 6.10%。

图 23: 全球以及中国智能手机出货量



资料来源: IDC, 财信证券

图 24: 2016-2023 年中国大家电销售额



资料来源: wind, 财信证券

根据 IDC 数据显示,2021-2023 年受国内外宏观经济等客观因素影响,全球智能手机出货量逐年下降,预估 2023 年全球智能手机出货量至 11.5 亿台,同比下降 4.7%。随着宏观经济形势向好,该机构预计 2024 年市场会出现复苏,实现同比增长 4.5%,并在未来五年内保持较低的个位数增长,五年复合年增长率为 1.7%。未来中国智能手机市场有望在 2024 年出货重新回到 3 亿市场大盘,同比增长 6.2%。

近几年,国内家电行业通过产品升级、附加值提升,成为工业稳增长、促消费的重要引擎,并且逐步在高端市场完成对国际品牌的进口替代。2016-2022 年期间,大家电销售额从 943 亿元增长至 2835 亿元,在下游需求周期波动中实现了平稳增长。

### 3.3 电池胶需求高增长,助力企业产品延伸

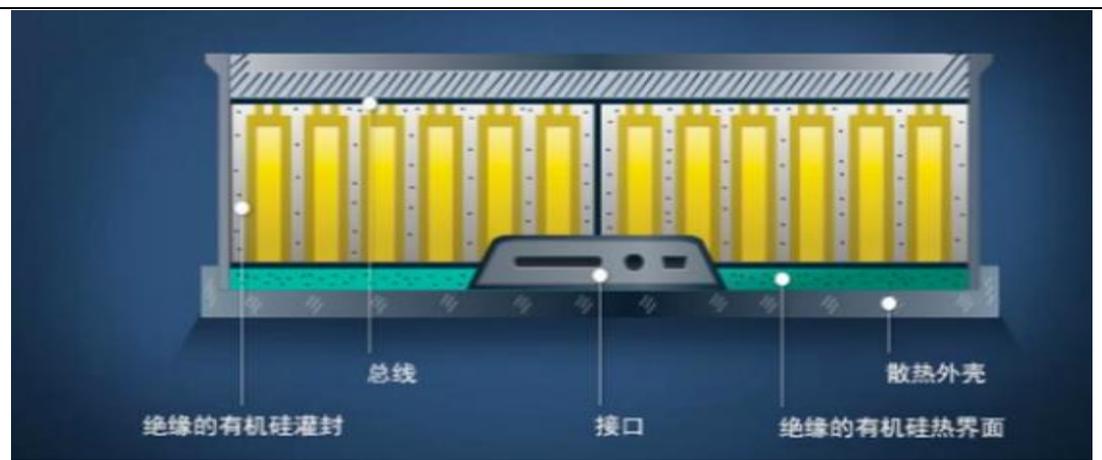
随着 2020 年以来电动汽车渗透率的快速提升,电动车背后的产业链也享受了发展的红利。电池是新能源汽车动力来源,电芯为其最小单元;一定数量的单体电芯连接形成电池模组。模组主要包括电芯、侧板、端板、底板等组件,上述组件均需涂胶粘合。电池模组与温控系统、冷却系统、防护系统等装配为箱体的电池包,将其装在汽车底座与汽车连接。新能源汽车及工业胶粘剂应用于电池模组装配和 PACK 的多个环节中,主要包括:PACK 密封、电池粘接固定、内部元器件的密封固定、动力电池内部的灌封等。胶粘剂用量通常为电池总材料的 2-5%,成本占电池制造成本的 1% 以下,但可将电池性能提高 5-10%,是锂离子电池生产的必备材料之一。

新能源汽车及工业胶粘剂虽然在电池中所占比重较小,却是整个电池包的力学性能主要来源,对电池的生产工艺和电化学性能有着重要影响。新能源汽车及工业胶粘剂在电池中的作用主要体现在以下几个方面:第一,为电池提供防护;第二,实现安

全可靠的轻量化设计；第三，作为辅助散热材料；第四，帮助电池应对更复杂的使用环境。根据高工锂电的数据统计，从 2015 年到 2022 年，我国的动力电池出货量从 16Gwh 快速增长到 480Gwh，复合增长率为 62.56%，进而带动提升新能源汽车及工业胶粘剂的需求量。

锂电池胶粘剂产品核心技术在于原材料和原材料的生产制造工艺，技术壁垒高，目前高端水性胶粘剂 SBR 市场基本被 ZEON、JSR、双日等日本厂商垄断。国内行业企业主要从事 SBR、PAA 等胶粘剂的中低端产品研发生产，正在向高端胶粘剂市场导入。随着锂电池在我国的大规模生产,作为重要的辅助材料之一，锂电池用水性胶粘剂的本土化将成为必然的趋势。

图 25：新能源动力电池用胶情况



资料来源：胶粘剂观察，财信证券

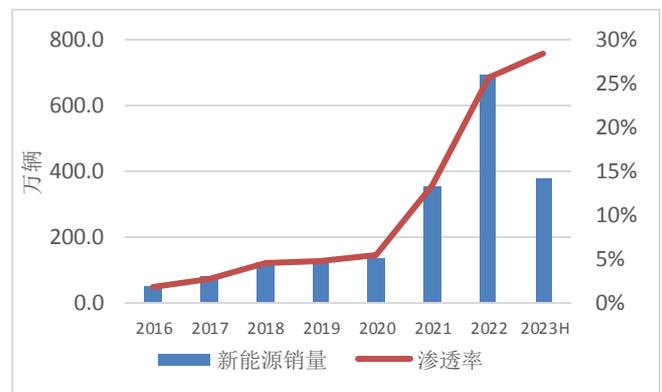
我国汽车市场逐渐饱和，总销量在 2017 年达到 2887 万辆后进入瓶颈期，总销量难以突破前高。但新能源汽车在技术和产品逐渐成熟的背景下实现了渗透率的快速提升，2022 年国内新能源车销量达到 688.7 万辆，渗透率达到 25.6%；2023 年上半年新能源车销量继续增长达到 374.7 万辆，渗透率提高到 28.3%。在当下各大车企均大力布局新能源车的情况下，新能源车渗透率有望进一步提升，国务院发展研究中心王青预计到 2025 年国内新能源车销量有望达到 1200 万辆。

图 26：我国汽车销量数据



资料来源：iFind，财信证券

图 27：我国新能源销量数据



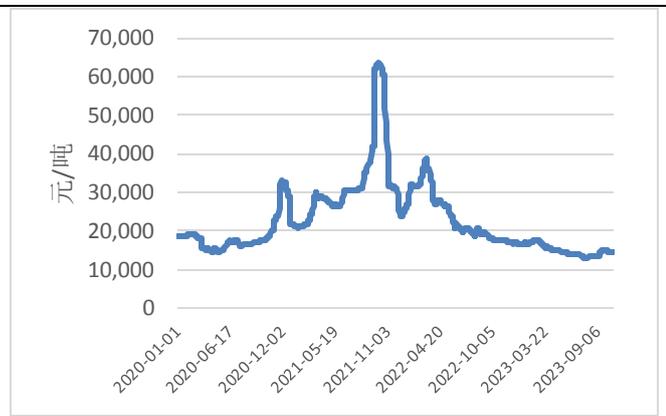
资料来源：iFind，财信证券

### 3.4 原材料产能扩张，成本压力缓解

有机硅胶的原材料主要为有机硅聚合物，在2021年三季度期间，由于国内严格执行能耗双控，导致西南地区的工业硅产能大量减产，有机硅价格从20000元/吨大幅上涨至60000元/吨的水平，对下游有机硅胶市场产生了严重的利润挤压。2022年有机硅价格逐渐下降，有机硅业务成本端压力有所缓解。

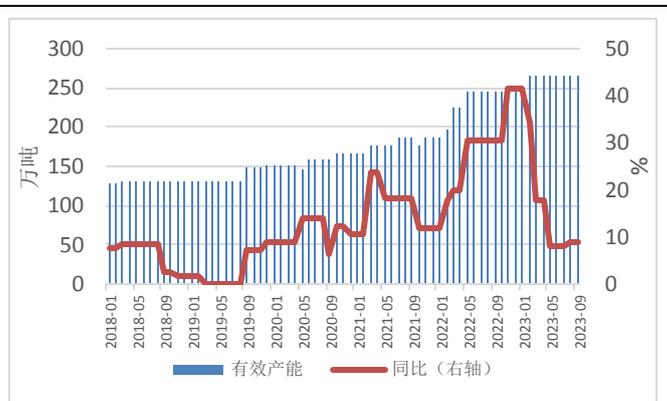
下游需求旺盛叠加上游有机硅行业产能限制造就了2021年有机硅行业超额的盈利，加快了有机硅企业扩产提速，未来五年内有大量产能投放。据百川盈孚统计，2022-2024年，我国有机硅中间体新增产能将分别达到55、97.5、46万吨，年均复合增速达28%。其中合盛硅业、兴发科技、鲁西化工等多个20万吨的大项目均在2023年投产，预计产能的快速投产将有效的压制未来有机硅价格，为下游产业提供稳定的供应价格。

图 28：2020-2023 年有机硅价格



资料来源：百川盈孚，财信证券

图 29：2018-2023 年有机硅产能增长情况



资料来源：百川盈孚，财信证券

表 4：近年有机硅新增产能情况

项目	省份	产能 (万吨)	投产时间
兰州东金硅业有机硅	上海市	20	2025-12
大全能源有机硅项目	内蒙古自治区	20	2024-12
云南能投有机硅二期项目	云南省	10	2024-12
恒星化学有机硅二期项目	内蒙古自治区	10	2024-12
恒业成有机硅项目	内蒙古自治区	15	2024-10
蓝星星火有机硅扩产项目	江西省	10	2023-12
唐山三友有机硅扩产项目	河北省	10	2023-12
鲁西化工有机硅单体项目一期	山东省	20	2023-12
中天东方氟硅搬迁扩产项目	浙江省	7.5	2023-12
湖北兴瑞扩产项目	湖北省	10	2023-10
兴发有机硅项目	内蒙古自治区	20	2023-06
合盛鄯善有机硅三期项目	新疆维吾尔自治区	20	2023-02
合盛鄯善有机硅二期项目	新疆维吾尔自治区	20	2022-05
内蒙恒星有机硅项目	内蒙古自治区	10	2022-03
山东东岳有机硅项目	山东省	15	2022-03

云南能投有机硅项目	云南省	10	2022-01
兴发集团项目	湖北省	6	2020-05

资料来源：百川盈孚，财信证券

## 4 投资建议

2023 年在外部流动性不断收紧，下游需求复苏缓慢的背景下，化工行业的估值持续在底部徘徊。展望 2024 年，外部流动性因素逐渐好转，国内稳经济政策发力，有望同时抬升行业业绩和估值。国内地产政策在三季度已放松限制，对于产业链上游的拉动有待显现，同时消费市场需求在经济逐步复苏的背景下有望逐步好转。外部环境的不确定性正在趋于缓和，国际原油价格稳定在 80 美元/桶左右，降低了原材料波动给化工行业造成的压力，有利于大部分产业链环节的利润修复。

我们看好两个方向，一是炼化企业在经历了历史性低谷后，行业需求有望迎来边际好转，企业本身不断的资本扩张强化了一体化优势，在行业景气恢复阶段企业将展现出更强的业绩弹性，建议关注：荣盛石化、桐昆股份。二是国产材料替代是自主可控需求下的必经之路，粘胶剂行业有望借助新能源行业的发展完成产业转型，短期来看原材料有机硅价格的回落成为企业业绩修复的拐点，建议关注：回天新材、硅宝科技。

## 5 风险提示

国际局势动荡加剧，资源品价格仍有反复；

国内经济需求恢复不及预期，相关行业盈利水平难以修复；

新能源材料市场内卷加剧，行业毛利率水平超预期下降；

海外能源价格波动造成下游新能源产业出口不及预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438