

中性

——维持

日期：2018 年 12 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

报告编号：HLX-18-JNJ01

首次报告日期：

相关报告：

证券研究报告/行业研究/行业专题报告

# 原材料价格回落，行业利润释放拐点到来

## ■ 点评

### 全球行业规模稳定增长，亚太、拉美区域增速较高

根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，我国胶粘剂产量维持了较好增长。2004 年国内产量约为 227.9 万吨，2016 年达到 733.5 万吨，年复合增速高达 10.23%。尽管近年来行业增速有所放缓，但随着经济增长，对胶粘剂的需求量仍然将维持稳定增长。

2014 年全球胶粘剂需求总量达到 1900 万吨，同比增长 3.26%，2007-2014 年年复合增速达 3.48%；其中亚太地区是全球最大的胶粘剂需求区域，年复合增速为 6.64%；拉美地区 2014 年需求量 100.7 万吨，2007-2014 年年复合增速为 4.34%，为增速第二高区域。

### 行业产品结构优化，水基型、热熔型快速增长

据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，中国大陆水基型胶粘剂 2013 年产量为 362.14 万吨，2016 年为 432.53 万吨，产量年复合增速在 6% 以上。热熔型胶粘剂 2013 年产量为 59.6 万吨，2016 年为 83.35 万吨，产量年复合增速在 11% 以上。

2016 年，台湾地区压敏胶销量 6.74 万吨，占 13.2%，同比增速 6.8%；热熔胶粘剂是同比增速最高的品类，销量 4.69 万吨，同比增速 12.4%，占比达到 9.2%。2014-2016 年，韩国醛基胶粘剂年均增长率为 9.5%，热熔胶粘剂年均增长率为 6.4%，压敏胶的年均增长率为 6.1%，增速均高于行业平均。

### 下游需求广泛，新兴市场增速高

胶粘剂产品下游应用广泛，抵御周期冲击的能力相对较好，传统的建筑、制鞋/皮革、木工、纺织等领域消耗量增速放缓或下降的同时，电子电器、新能源、轨交等多个领域的新增量能够较好的支撑行业发展。

据中国胶粘剂和胶粘带行业协会统计，目前国内胶粘剂市场下游需求最大的仍然是建筑/施工/装饰行业，市场占有率达到 29.2%，包装及标签占 21.4%，木工/细木工制品占 13.8%；增速方面，交通运输、建筑/施工、包装及标签、装配作业等行业增速较高，2013-2016 年增速均值在 8% 以上。台湾地区 2016 年电子电器、交通运输、纸加工/装订、家用市场同比增速较快，分别为 12.4%、6.4%、11.9% 和 7.1%，其市场份额达到了 5.3%、4.7%、4.5% 和 4.1%。2014-2016 年韩国胶粘剂下游交通运输市场年复合增速最高，达到了 16.51%，包装市场增速为 12.98%，位居第二。电子电器、木工、胶合板市场增速均超过了行业均值。

### 原材料价格高位回落，企业利润将逐步释放

MDI、TDI、有机硅、丙烯酸酯等原材料均在近两年出现大幅涨

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。

价，导致胶粘剂生产企业成本提升，多数国内上市及非上市胶粘剂企业利润出现了大幅下滑，营收增长和利润增长呈现不匹配现象。

近期，多数原材料价格有所回落。MDI 价格 2017 年 10 月达到 35000 元/吨，之后一路走低，目前仅为 12500 元/吨，处于近 10 年来较低价位；TDI 也在近期跌破近两年来新低，高位为 40000 元/吨左右，目前仅为 17000 元/吨；有机硅胶原材料 DMC、生胶、107 胶均在 2018 年 8 月底开始下跌，从 35000 元/吨左右跌至 20000 元/吨左右。因此，有机硅胶、聚氨酯胶毛利率边际改善将在高价原材料库存消耗完之后逐步体现。

## ■ 投资建议

我们认为胶粘剂行业在国内的增速将会较好，且消费属性好于其他新材料子行业，在经济存在放缓预期的情况下，胶粘剂行业将会有稳定的表现。并且行业内调结构将是长期的过程（需求端引导向电子电器、轨交、乘用车、新能源电池等高端领域转移，环保趋严引导溶剂型减少，水基型及热熔型增加），目前尚没有新的替代品出现，行业稳定增长的确定性较强，值得长期关注。

原材料价格提升导致产品毛利率下滑是前两年制约胶粘剂生产企业利润释放的重要因素，多数国内上市及非上市企业毛利率出现大幅下滑，利润与营收的变化趋势的差距较大。随着 MDI、TDI 等产品再度大幅下跌以及有机硅胶原材料（DMC、生胶、107 胶）上季度末出现大幅跳水，胶粘剂生产企业利润将能够得到较好的提升。预计高价原材料库存能在 1-2 个月内消耗完毕，因此，四季度起，利润增量将会逐步显现。尤其是销售增量已经打开的龙头企业将高度收益，**建议关注国内胶粘剂龙头企业回天新材。**

## ■ 风险提示

国内及海外经济下行超预期；原材料价格大幅波动；下游客户议价权增强；系统性风险。

### 重点推荐股票业绩预测（截止 2018 年 12 月 27 日）：

代码	股票	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
300041	回天新材	6.50	0.26	0.4	0.53	25.0	16.3	12.3	1.6	增持

数据来源：wind 上海证券研究所

## 目 录

一、胶粘剂行业：种类多样，应用广泛.....	5
二、行业格局：行业增速高于经济增速，产品种类增速呈现差异化.....	6
2.1 中国大陆：水基型、热熔型、有机硅胶增速快 .....	6
2.2 全球行业增速高于经济增速，亚太、拉美增速领跑 .....	9
三、下游市场：传统需求增速减弱，新兴领域增量可观.....	12
3.1 中国大陆：建筑、包装总量大，交运、建筑、包装增速高 ...	12
3.2 全球市场：建筑相关领域体量大，电子电器、交运增速较高	13
3.3 主要下游市场 .....	15
四、成本端：高价原材料已成过去，毛利率边际改善拐点已致 .....	18
五、投资建议.....	20
六、风险提示.....	20

## 图表

图 1 历年我国胶粘剂产量及增速示意图 .....	6
图 2 国内水基型胶粘剂产量及增速示意图 .....	7
图 3 国内水基型胶粘剂销售额及增速示意图 .....	7
图 4 国内溶剂型胶粘剂产量及增速示意图 .....	7
图 5 国内溶剂型胶粘剂销售额及增速示意图 .....	7
图 6 国内热熔型胶粘剂产量及增速示意图 .....	8
图 7 国内热熔型胶粘剂销售额及增速示意图 .....	8
图 8 国内反应型胶粘剂产量及增速示意图 .....	8
图 9 国内反应型胶粘剂销售额及增速示意图 .....	8
图 10 国内其他胶粘剂产量及增速示意图 .....	9
图 11 国内其他胶粘剂销售额及增速示意图 .....	9
图 12 全球粘合剂及施胶设备市场示意图 .....	10
图 13 台湾地区胶粘剂产量及增速示意图 .....	10
图 14 台湾地区胶粘剂销售额及增速示意图 .....	10
图 15 韩国胶粘剂产量及增速示意图 .....	11
图 16 韩国胶粘剂销售额及增速示意图 .....	11
图 17 韩国胶粘剂分类产量示意图 .....	12
图 18 韩国胶粘剂分类产量增速示意图 .....	12
图 19 历年中国胶粘剂下游市场拆分示意图 .....	13
图 20 历年中国胶粘剂下游市场占比示意图 .....	13
图 21 历年中国胶粘剂下游市场增速示意图 .....	13
图 22 历年韩国胶粘剂下游市场拆分示意图 .....	14
图 23 历年韩国胶粘剂下游市场占比示意图 .....	14
图 24 国内乘用车年产量及增速示意图 .....	15
图 25 国内商用车年产量及增速示意图 .....	15

图 26 国内光电子器件产量及增速示意图 .....	16
图 27 国内电子元件产量及增速示意图 .....	16
图 28 历年铁路、高铁营业里程及增速示意图 .....	17
图 29 历年动车组拥有量、增速及车辆密度示意图 .....	17
图 30 历年房地产投资完成额及房屋新开工面积示意图 .....	17
图 31 基建投资完成额增速示意图 .....	17
图 32 历年我国新增光伏装机容量示意图 .....	18
图 33 历年我国新增风电装机容量示意图 .....	18
图 34 历年聚 MDI 价格走势示意图 .....	19
图 35 历年 TDI 价格走势示意图 .....	19
图 36 历年 DMC 价格走势示意图 .....	19
图 37 历年生胶及 107 胶价格走势示意图 .....	19
表 1 胶粘剂分类、组分及特点 .....	5
表 2 2007-2014 年全球胶粘剂需求量数据 .....	9
表 3 台湾地区 2016 年胶粘剂销量数据 .....	11
表 4 台湾地区 2016 年胶粘剂下游市场拆分数据 .....	14

## 一、胶粘剂行业：种类多样，应用广泛

胶粘剂是能连接同种或两种或两种以上同质或异质的材料，且固化后具有足够强度的有机或无机的、天然或合成的一类物质。

胶粘剂按照成份可以分为天然高分子化合物(淀粉、动物皮胶、骨胶、天然橡胶等)、合成高分子化合物(环氧树脂、酚醛树脂、脲醛树脂、聚胺酯等热固性树脂和聚乙烯醇缩醛、过氯乙烯树脂等热塑性树脂，与氯丁橡胶，丁腈橡胶等合成橡胶)、或无机化合物(硅酸盐、磷酸盐等)。根据使用要求，在胶粘剂中经常掺入固化剂、促进剂、增强剂、稀释剂、填料等。按用途分类，还可分离温胶、密封胶、结构胶等。按使用工艺分类有室温固化胶、压敏胶等。应用胶合剂可连接异种材料和薄片材料，胶接处应力分布均匀。在集装箱制造中和修理中常用的有环氧树脂、氯丁橡胶和密封胶等。

按照行业协会统计分类可以分为水基型胶粘剂（聚丙烯酸酯乳液、聚醋酸乙烯乳液、醋酸乙烯-乙烯乳液、水性聚氨酯、水性氯丁胶）、溶剂型胶粘剂（SBS 树脂类、氯丁橡胶类、聚丙烯酸酯类）、热熔型胶粘剂（EVA 树脂类、合成橡胶基类、聚烯烃类等）、反应型胶粘剂（聚氨酯类、环氧树脂类、氰基丙烯酸酯类、改性丙烯酸酯类、厌氧胶）、其他（有机硅类、聚硫密封剂、聚氨酯密封剂等）。

**表 1 胶粘剂分类、组分及特点**

分类	组分	特点
水基型胶粘剂	聚丙烯酸酯乳液、聚醋酸乙烯乳液、醋酸乙烯-乙烯乳液、水性聚氨酯、水性氯丁胶	环保、低成本、不易燃、安全系数高、粘度易调控，但易腐蚀，极性较弱材质不适用，市场规模升最大，缓慢增长
溶剂型胶粘剂	SBS 树脂类、氯丁橡胶类、聚丙烯酸酯类	产品价值和耐水性均好于水基型产品，存在有害物质，不环保，市场呈现萎缩状态
热熔型胶粘剂	EVA 树脂类、合成橡胶基类、聚烯烃类等	胶结迅速、不含溶剂、可反复融化胶结，适用范围广，但热稳定性略差，强度不高，市场规模中等，增速较快
反应型胶粘剂	聚氨酯类、环氧树脂类、氰基丙烯酸酯类、改性丙烯酸酯类、厌氧胶	粘结性能好，工艺简单，适用范围广。市场规模较大，稳定增长
其他	有机硅类、聚硫密封剂、聚氨酯密封剂等	

数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

胶粘剂上游为化工制造业，由于胶粘剂种类繁多，且组分不一，因此上游原材料也有所不同。例如，有机硅胶粘剂主要原材料为硅氧烷等；聚氨酯胶粘剂主要原材料为多异氰酸酯、聚氨酯等；环氧胶主要原材料为环氧树脂；EVA 胶粘剂主要原材料为 EVA 树脂；厌氧胶主要原材料为丙烯酸酯类单体。

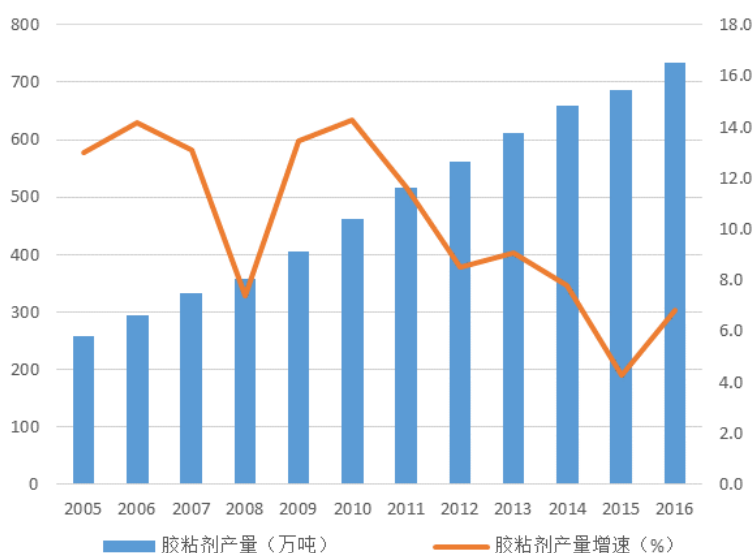
胶粘剂下游应用也较为广泛，覆盖纸加工、包装、标签、纤维加工、皮革、制鞋、木工、建筑、施工、装饰、装配作业、交运、新能源、电子等多个领域，与国民生活息息相关。因此胶粘剂行业的市场需求规模也逐步扩大。

## 二、行业格局：行业增速高于经济增速，产品种类增速呈现差异化

### 2.1 中国大陆：水基型、热熔型、有机硅胶增速快

根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，我国胶粘剂产量维持了较好增长。2004 年国内产量约为 227.9 万吨，2016 年达到 733.5 万吨，年复合增速高达 10.23%。尽管近年来行业增速有所放缓，但随着经济增长，对胶粘剂的需求量仍然将维持稳定增长。

图 1 历年我国胶粘剂产量及增速示意图

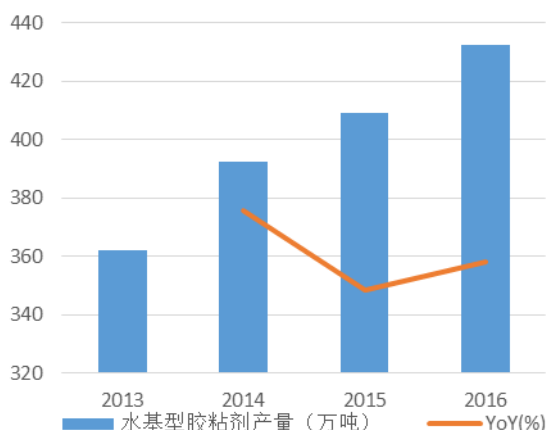


数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

从细分市场来看，水基型胶粘剂 2013 年产量为 362.14 万吨，2016 年为 432.53 万吨；2013 年销售额为 266.7 亿元，2016 年为 304.8 亿元，均处于稳步提升状态，产量年复合增速在 6% 以上，销售额年复合增速略低，但仍在 4% 以上。其中，聚丙烯酸酯乳液产品贡献了较大增量。

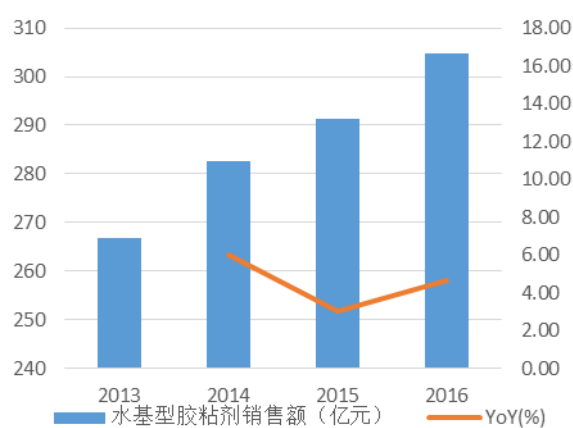


图 2 国内水基型胶粘剂产量及增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

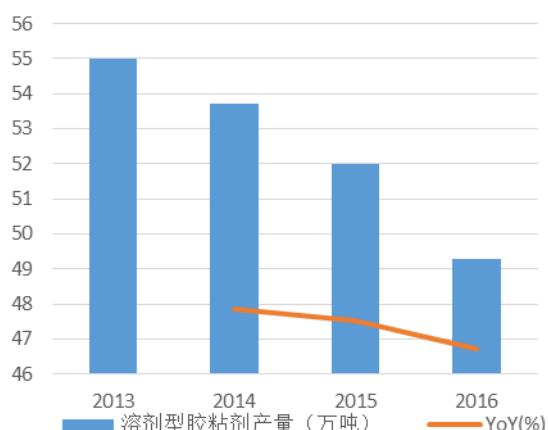
图 3 国内水基型胶粘剂销售额及增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

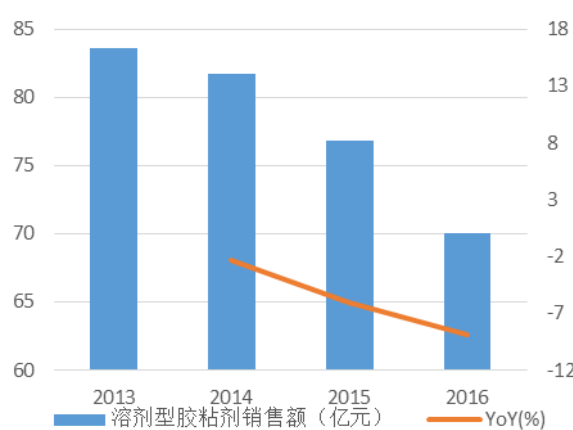
溶剂型胶粘剂 2013 年产量为 55 万吨，2016 年为 49.3 万吨；2013 年销售额为 83.6 亿元，2016 年为 70 亿元，均处于下降状态，产量年复合减速在 3% 以上，销售额年复合减速在 5% 以上。主要是受环保趋严影响所致。其中，仅有聚丙烯酸酯类胶粘剂产量有所提升，SBS 树脂类及氯丁橡胶类均下滑。

图 4 国内溶剂型胶粘剂产量及增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

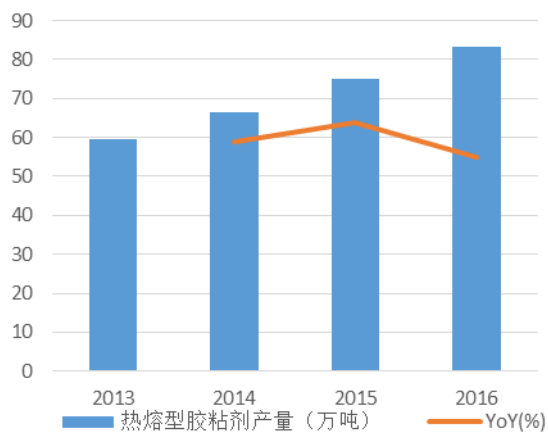
图 5 国内溶剂型胶粘剂销售额及增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

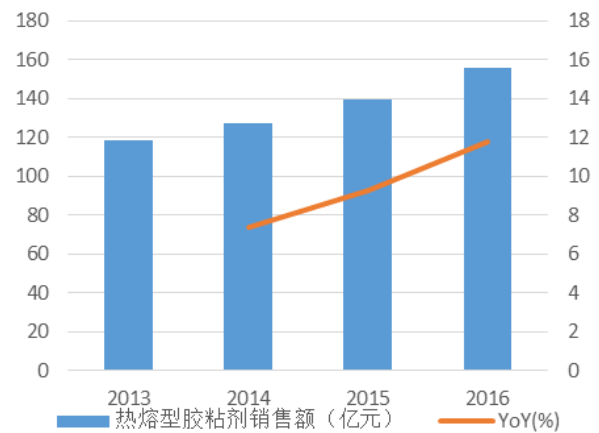
热熔型胶粘剂 2013 年产量为 59.6 万吨，2016 年为 83.35 万吨；2013 年销售额为 118.6 亿元，2016 年为 155.42 亿元，均处于快速提升状态，产量年复合增速在 11% 以上，销售额年复合增速在 9% 以上。其中，EVA 树脂类胶粘剂和合成橡胶基类胶粘剂贡献较大增量，聚烯烃类等其余产品略有增长。

图 6 国内热熔型胶粘剂产量及增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

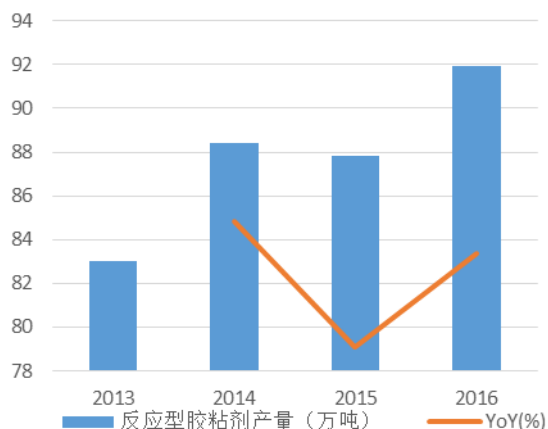
图 7 国内热熔型胶粘剂销售额及增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

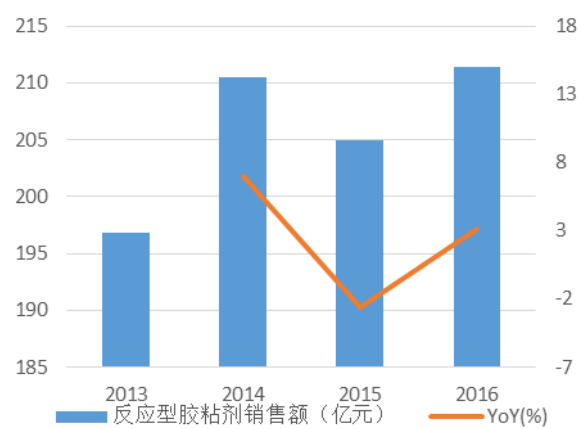
反应型胶粘剂 2013 年产量为 83 万吨，2016 年为 91.95 万吨；2013 年销售额为 196.8 亿元，2016 年为 211.4 亿元，均处于稳步提升状态，产量年复合增速在 3% 以上，销售额年复合增速在 2% 以上。其中主要增量来自于聚氨酯类胶粘剂，环氧树脂胶、厌氧胶、改性丙烯酸酯类及氰基丙烯酸酯类均趋于稳定。

图 8 国内反应型胶粘剂产量及增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

图 9 国内反应型胶粘剂销售额及增速示意图

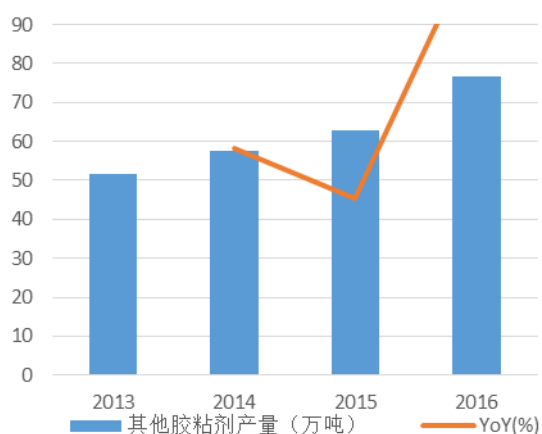


数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

其他类型胶粘剂 2013 年产量为 51.5 万吨，2016 年为 76.8 万吨；2013 年销售额为 110 亿元，2016 年为 155.5 亿元，均处于高速提升状态，产量年复合增速在 14% 以上，销售额年复合增速在 12% 以上。其中主要增量来自于有机硅类胶粘剂，聚氨酯密封胶在此分类中尽管也有较大增速，但总体产量较低。

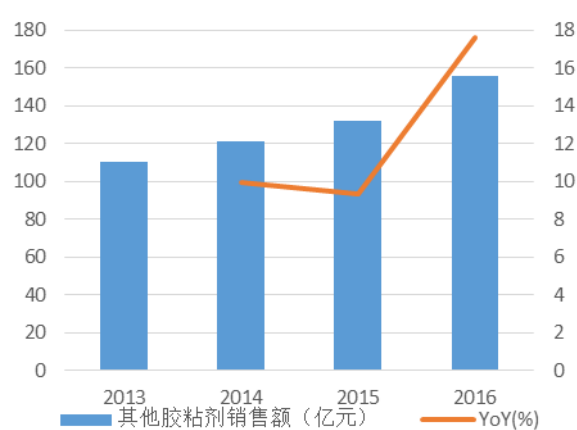


图 10 国内其他胶粘剂产量及增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

图 11 国内其他胶粘剂销售额及增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

## 2.2 全球行业增速高于经济增速，亚太、拉美增速领跑

### ➤ 全球区域：亚太、拉美区域增速高

需求量方面，据吉谷胶业公转书整理，2014 年全球胶粘剂需求总量达到 1900 万吨，同比增长 3.26%，2007-2014 年年复合增速达 3.48%；其中亚太地区是全球最大的胶粘剂需求区域，需求量从 2007 年的 530.7 万吨增长至 2014 年的 832.2 万吨，年复合增速为 6.64%；2014 年北美地区胶粘剂需求总量为 475 万吨，同比增长 2.04%，2007-2014 年年复合增速为 1.07%；西欧地区 2014 年需求量为 372.4 万吨，同比下滑 0.29%，2007-2014 年年复合增速为 1.09%；拉美地区 2014 年需求量 100.7 万吨，2007-2014 年年复合增速为 4.34%，为增速第二高区域。

表 2 2007-2014 年全球胶粘剂需求量数据

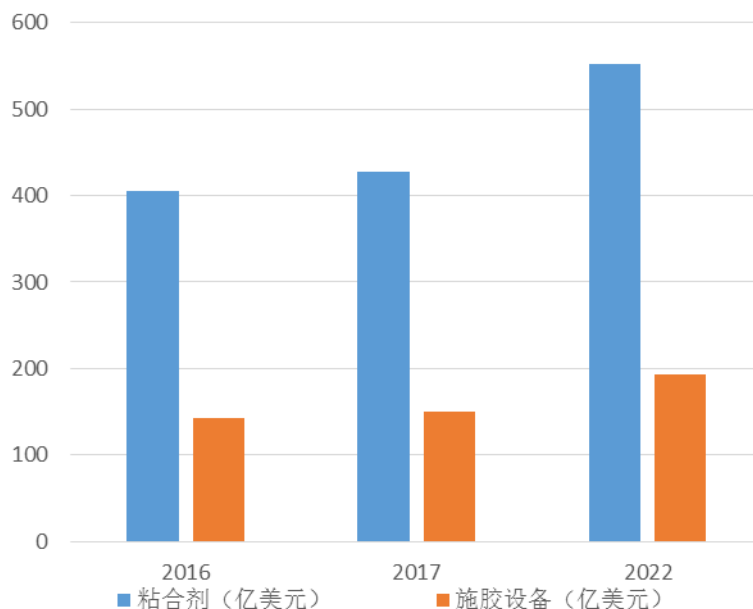
需求量 (万吨)	北美	拉美	西欧	东欧	亚洲	其他
2007	441	74.8	345.3	79.2	530.7	24
2008	441.5	81.1	358.8	85.8	572.5	20.3
2009	442.8	85.3	357.4	83.7	619.9	20.9
2010	449.6	88.2	368	84.9	654.3	20
2011	454.1	89.4	368.1	86	701.8	20.6
2012	464.1	96	364.6	92.5	737.9	23
2013	465.5	99.4	373.5	93.8	782	25.8
2014	475	100.7	372.4	96.9	832.2	22.8
CAGR (%)	1.07	4.34	1.09	2.92	6.64	(0.73)

数据来源：吉谷胶业公转书，上海证券研究所

市场规模方面，据智研咨询统计，2015 年全球粘合剂收入规模达到 450-480 亿美元，北美市场约为 120-140 亿美元。2009 年以来，胶粘剂行业复苏伊始，行业规模每年以 3-3.5% 的增速扩大，高于全

球经济不足 2.5% 的增速。据 BCC Research 统计, 2016 年全球胶粘剂和施胶设备市场分别达到 406 亿美元和 143 亿美元, 总规模为 549 亿美元, 预计 2022 年将分别达到 552 亿美元和 193 亿美元, 复合增速 5.3%。其中, 亚太地区将是未来几年增长较快的区域, 将以 5.7% 的年复合增速进行增长。

图 12 全球粘合剂及施胶设备市场示意图



数据来源: BCC Research, 上海证券研究所

#### ➤ 台湾地区: 水基型体量最大, 热熔型增速高

据乐胶网数据整理, 台湾地区 2016 年胶粘剂销量达 50.96 万吨, 同比增长 1.84%, 预计 2017 年销售量达 51.52 万吨, 同比增长 1.10%。2013-2017 年销售量年均增长率为 1.41%。从销售金额来看, 2016 年台湾地区胶粘剂的销售额达 367.00 亿新台币, 同比下降 1.20%。预计 2017 年台湾地区胶粘剂产品的销售额为 370.67 亿新台币, 同比增长 1.00%。2013-2017 年胶粘剂销售额年均增长率为 1.61%。

图 13 台湾地区胶粘剂产量及增速示意图

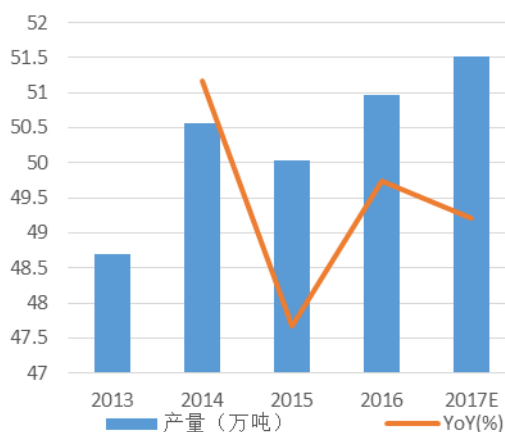
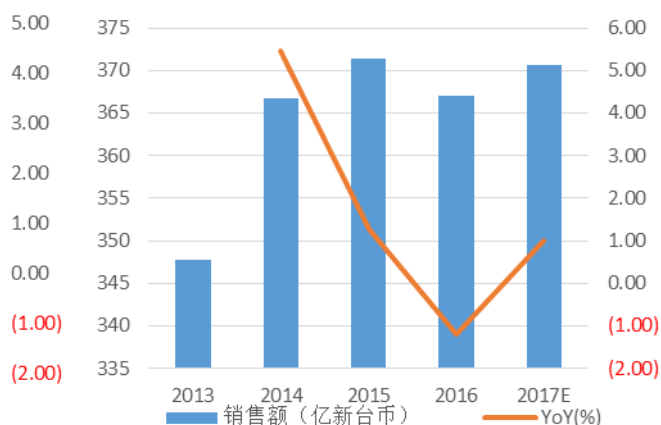


图 14 台湾地区胶粘剂销售额及增速示意图



数据来源：乐胶网，上海证券研究所

数据来源：乐胶网，上海证券研究所

按照醛基胶粘剂、溶剂型胶粘剂、水基型胶粘剂、热熔胶粘剂、反应型胶粘剂、压敏胶及密封胶七个种类进行分类，2016 年台湾地区水基型胶粘剂销量 19.73 万吨，占比高达 38.7%，是最主要产品种类；反应型胶粘剂销量 10.84 万吨，占 21.3%，为第二大品类，但从增速上来看，同比下降 3.2%。压敏胶销量 6.74 万吨，占 13.2%，同比增速 6.8%；热熔胶粘剂是同比增速最高的品类，销量 4.69 万吨，同比增速 12.4%，占比达到 9.2%。

表 3 台湾地区 2016 年胶粘剂销量数据

类别	销量 (万吨)	同比增速 (%)	占比 (%)
醛基胶粘剂	4.79	4.2	9.4
溶剂型胶粘剂	3.67	-2.6	7.2
水基型胶粘剂	19.73	1.2	38.7
热熔胶粘剂	4.69	12.4	9.2
反应型胶粘剂	10.84	-3.2	21.3
压敏胶	6.74	6.8	13.2
密封胶	0.51	-2.3	1.0
总计	50.96	1.8	100.0

数据来源：乐胶网，上海证券研究所

#### ➤ 韩国：行业增速逐步提升，醛基型、热熔型、压敏胶领跑

据中国胶粘剂和胶粘带工业协会报道，韩国 2012 年 2016 年韩国胶粘剂行业整体产量达到了 64.86 万吨，同比增长了 5.2%；销售额为 19.96 亿美元，同比增长 5.4%。出口量为 47133 吨，同比增长 5.1%；出口金额为 4.11 亿美元，同比增长 7.3%；进口量达 26072 吨，同比增长 8.5%；但进口金额为 2.99 亿元，同比下降了 1.8%。

图 15 韩国胶粘剂产量及增速示意图

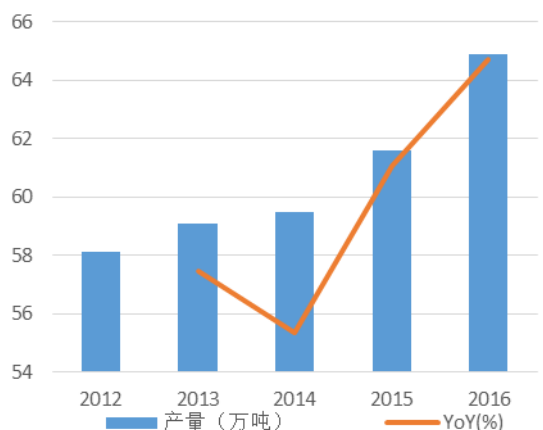
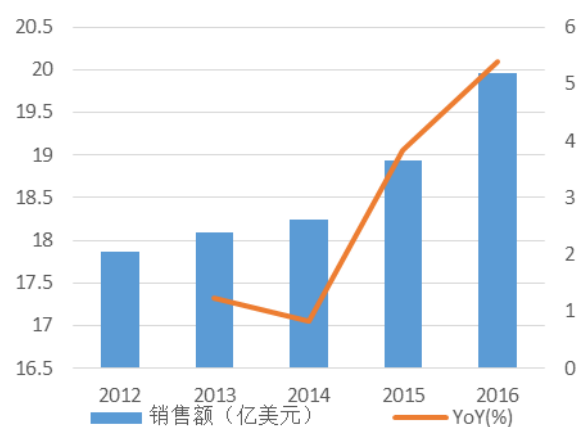


图 16 韩国胶粘剂销售额及增速示意图



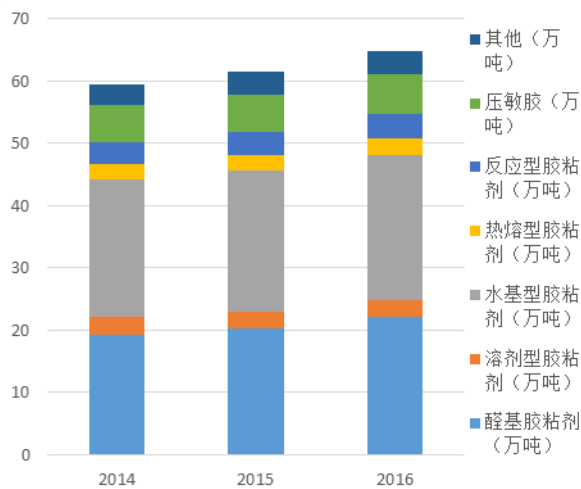
数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

按照醛基胶粘剂、溶剂型胶粘剂、水基型胶粘剂、热熔胶粘剂、

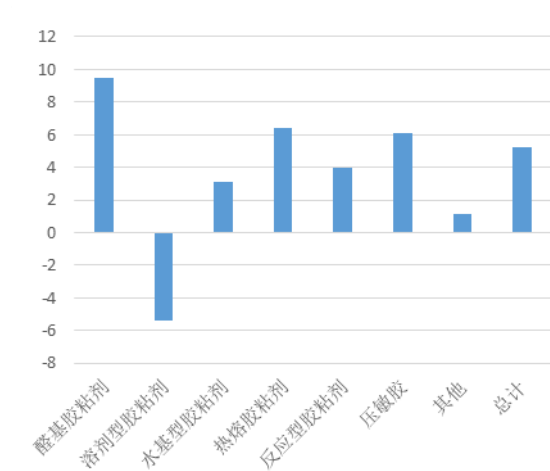
反应型胶粘剂、压敏胶及其他类胶粘剂七个种类进行分类, 醛基胶粘剂占 34.3%, 溶剂型胶粘剂占 4%, 水基型胶粘剂占 36.1%, 热熔胶粘剂占 4.1%, 反应型胶粘剂占 5.9%, 压敏胶占 9.8%, 其他占 5.8%。从 2014-2016 年增速来看, 醛基胶粘剂的年均增长率较高, 达到了 9.5%; 溶剂型胶粘剂年均下降 5.4%; 水基型胶粘剂年均增长率为 3.1%; 热熔胶粘剂年均增长率为 6.4%, 反应型胶粘剂年均增长率为 4.0%; 压敏胶的年均增长率为 6.1%; 其他类的胶粘剂年均增长率为 1.1%; 整体胶粘剂的年均增长率为 5.2%, 醛基、热熔型、压敏胶增速高于行业平均。

图 17 韩国胶粘剂分类产量示意图



数据来源: 中国胶粘剂和胶粘带工业协会, 上海证券研究所

图 18 韩国胶粘剂分类产量增速示意图



数据来源: 中国胶粘剂和胶粘带工业协会, 上海证券研究所

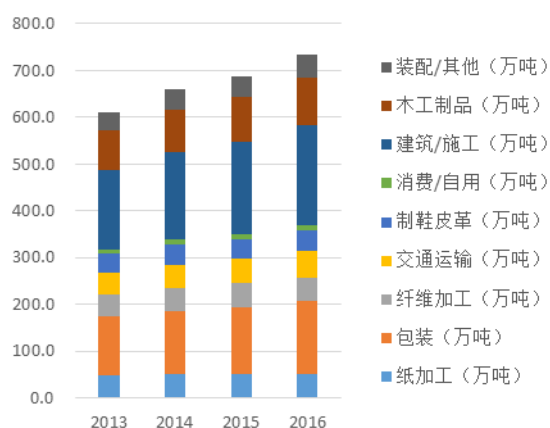
### 三、下游市场：传统需求增速减弱，新兴领域增量可观

#### 3.1 中国大陆：建筑、包装总量大，交运、建筑、包装增速高

胶粘剂下游应用十分广泛, 覆盖纸加工、包装、标签、纤维加工、皮革、制鞋、木工、建筑、施工、装饰、装配作业、交运、新能源、电子等多个领域, 因此, 在不考虑产品替代的前提下, 和国民经济的增速关联度较高。

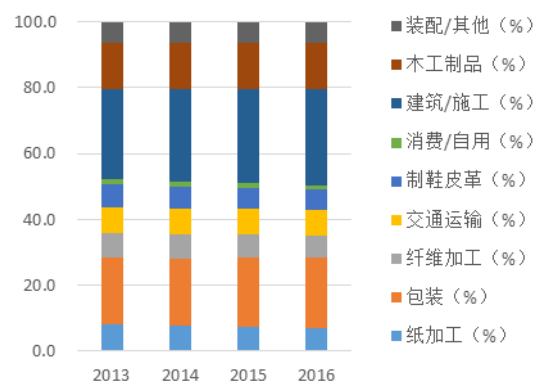
据中国胶粘剂和胶粘带行业协会统计, 目前胶粘剂市场下游需求最大的仍然是建筑/施工/装饰行业, 市场占有率达到 29.2%, 包装及标签占 21.4%, 木工/细木工制品占 13.8%。交通运输、纸加工、纤维加工、装配作业、制鞋/皮革分别占 8.0%、6.8%、6.7%、6.5% 和 6.1%。消费和自用占比较低, 仅为 1.4%。

图 19 历年中国胶粘剂下游市场拆分示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

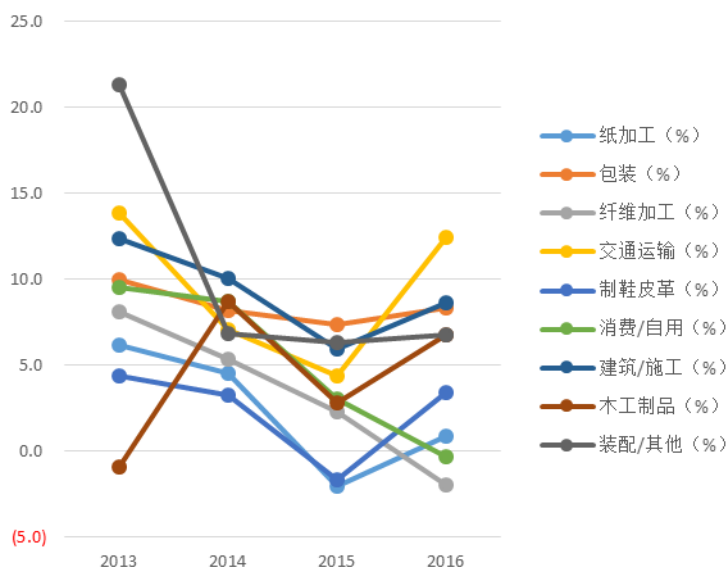
图 20 历年中国胶粘剂下游市场占比示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

从市场增速来看，交通运输、建筑/施工、包装及标签、装配作业等行业增速较高，2013-2016 年增速均值在 8% 以上，纸加工、纤维加工增速较低。

图 21 历年中国胶粘剂下游市场增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

### 3.2 全球市场：建筑相关领域体量大，电子电器、交运增速较高

#### ➤ 台湾地区：出口占比高，电子、交运、家用、纸加工增速高

据乐胶网整理，台湾地区胶粘剂下游市场中胶合板/木工占比最高，达到 12.8%，但同比增速为-2.4%；包装、建筑、制鞋/皮革分列第二、第三和第四，占比为 9.7%、7.8%和 6.8%，同比增速为-2.2%、-0.7%和-3.8%；传统的前四大下游市场均有所下滑。电子电器、交通运输、纸加工/装订、家用市场同比增速较快，分别为 12.4%、6.4%、

11.9%和 7.1%，其市场份额达到了 5.3%、4.7%、4.5%和 4.1%。此外，胶粘剂出口量达到 19.05 万吨，占 37.4%，同比略有下滑。

表 4 台湾地区 2016 年胶粘剂下游市场拆分数据

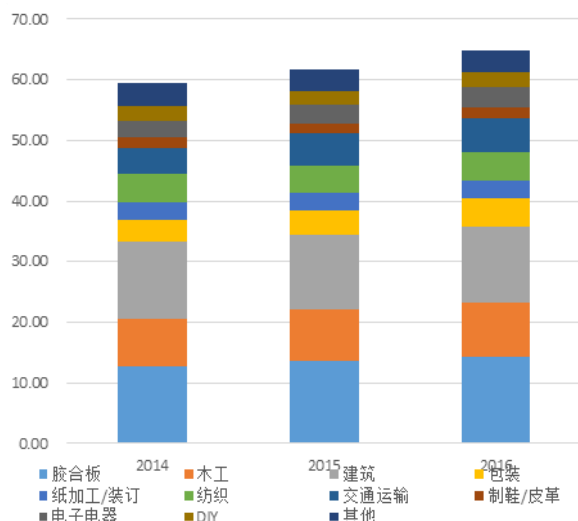
类别	用量 (万吨)	同比增速 (%)	占比 (%)
胶合板/木工	6.52	-2.4	12.8
包装	4.95	-2.2	9.7
建筑	3.98	-0.7	7.8
制鞋和皮革	3.47	-3.8	6.8
电子电器	2.70	12.4	5.3
交通运输	2.40	6.4	4.7
纸加工/装订	2.30	11.9	4.5
纺织	1.99	-5.3	3.9
家用	2.09	7.1	4.1
其他	1.53	135.2	3.0
本地合计	31.91	3.8	62.6
出口	19.05	-1.3	37.4
总计	50.96	1.8	100.0

数据来源：乐胶网，上海证券研究所

#### ➤ 韩国：胶合板体量大，交运、包装、电子增速高

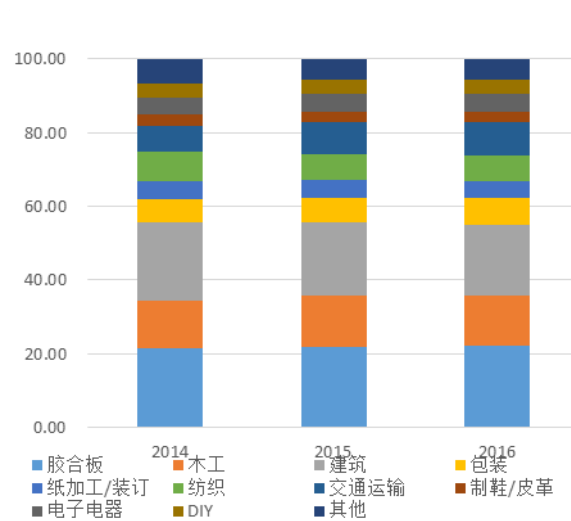
据中国胶粘剂和胶粘带工业协会整理，韩国胶粘剂目前市场份额最大的是胶合板，用量为 14.35 万吨，占比达到 22.1%，建筑、木工为第二和第三大下游市场，用量分别为 12.45 万吨和 8.9 万吨，分别占 19.20%和 13.72%。交通运输、包装、纺织占比均超过 5%。

图 22 历年韩国胶粘剂下游市场拆分示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，上海证券研究所

图 23 历年韩国胶粘剂下游市场占比示意图



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 2014-2016 年年复合增速来看，交通运输市场增速最高，达



到了 16.51%，包装市场增速为 12.98%，位居第二。电子电器、木工、胶合板市场增速均超过了行业均值。建筑、纺织市场出现下滑，制鞋/皮革、纸加工/装订市场几乎无增长。

### 3.3 主要下游市场

#### ■ 汽车工业：行业处于库存去化期，静候新一轮增长

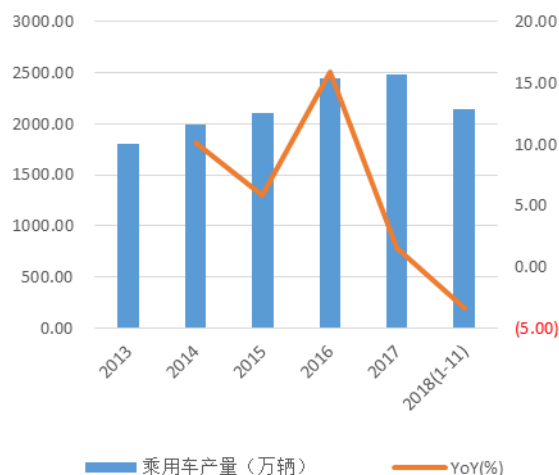
轻质金属、复合材料和工程塑料在汽车上的应用扩大使得胶粘剂和密封胶在汽车上的用量持续增长，汽车工业几乎涵盖了所有类型胶粘剂，并且整车用量比例也在逐渐提高。随着国内汽车年产量的逐年增加，汽车用胶粘剂需求量也将显著增加，尤其是增速较快的客车市场。

据《全球汽车胶粘剂市场 2020 年展望》称，2015 年全球汽车胶粘剂市场规模为 37.4 亿美元，到 2020 年将增长至 55.6 亿美元，年复合增长率为 8.2%；客车是当前汽车胶粘剂市场应用的主流车型，主要受印度、中国和巴西等国家持续增强的消费能力驱动。

据中汽协统计，2018 年 1-11 月，我国乘用车产量 2147.41 万辆，同比降低 3.37%，但前五年年复合增速为 8.22%。2018 年 1-11 月，我国商用车产量为 385.10 万吨，同比增长 1.97%，2017 年增速高达 13.81%，商用车周期波动相对较大，但总体需求量仍然稳定。预计随着汽车行业库存去化及国六标准即将实施，汽车行业将企稳回暖。

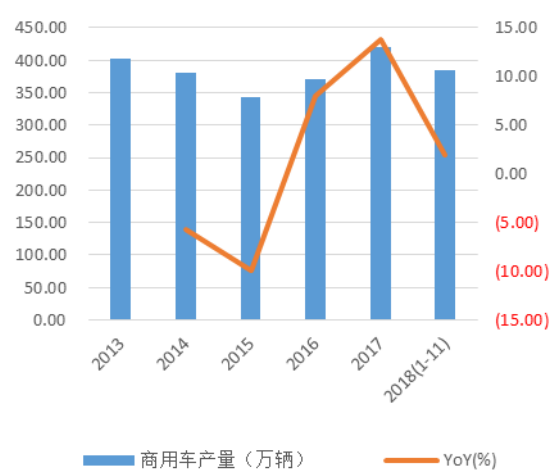
据中国产业信息网统计，在汽车整车制造用胶方面，有机硅胶平均用量为 300g/辆，聚氨酯胶平均用量为 900g/辆，丙烯酸酯为 66g/辆，厌氧胶为 120g/辆；在汽车维修用胶方面，有机硅胶平均用量为 60g/辆，聚氨酯胶为 40g/辆。截止 2014 年，我国车用胶粘剂需求量约为 4.9 万吨。

图 24 国内乘用车年产量及增速示意图



数据来源：wind 上海证券研究所

图 25 国内商用车年产量及增速示意图

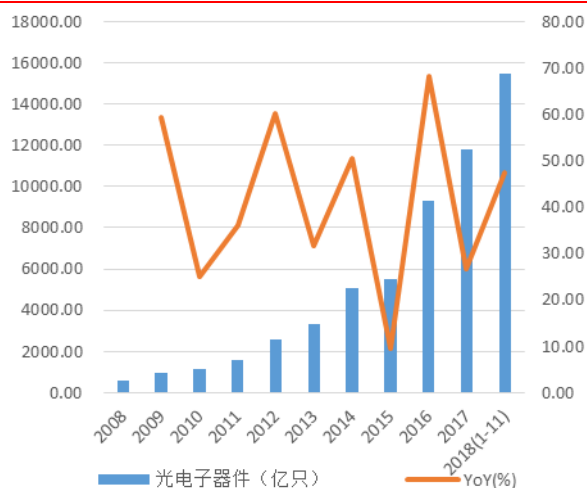


数据来源：wind 上海证券研究所

#### ■ 电子电器行业：行业增速处于领先地位

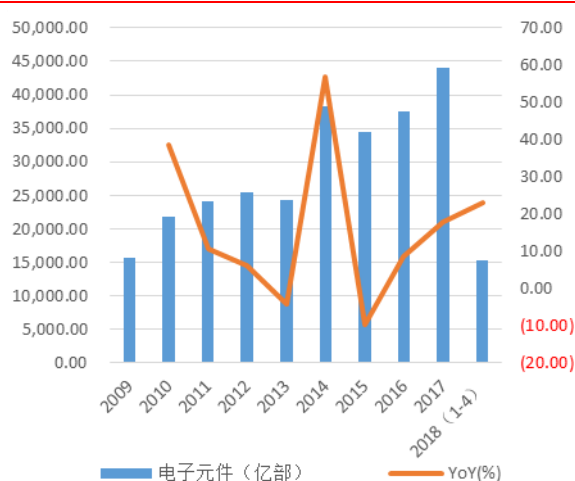
电子电器产品中胶粘剂的应用十分广泛，主要用于粘结和封装。据国家统计局统计，2018年1-11月光电子器件产量15452.3亿只，同比增长47.43%。2008年全年仅为587.95亿只，2008-2017年年复合增速达到39.51%。据工信部统计，2018年1-4月电子元件产量15332.10亿部，同比增长22.86%，2009年仅为15712.4亿部，2009-2017年年复合增速为13.76%。

图 26 国内光电子器件产量及增速示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

图 27 国内电子元件产量及增速示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

LED 方面，LED 驱动电源对 LED 照明灯具的可靠性有重要影响，占 LED 整灯成本的 20-30%。胶粘剂在其中的必不可少，需要考虑到粘结材质、使用环境、粘结强度、流动性、防水性等多重因素，因此具有一定的技术要求。

据中商产业研究院研究称，目前全球 LED 驱动电源市场规模从 2011 年的 17 亿美元，已经增长到 2015 年的 34 亿美元左右，年复合增长率近 20%，未来随着 LED 照明市场规模的持续增长，LED 驱动电源市场规模仍将逐步释放，预计到 2020 年将超过 60 亿美元。

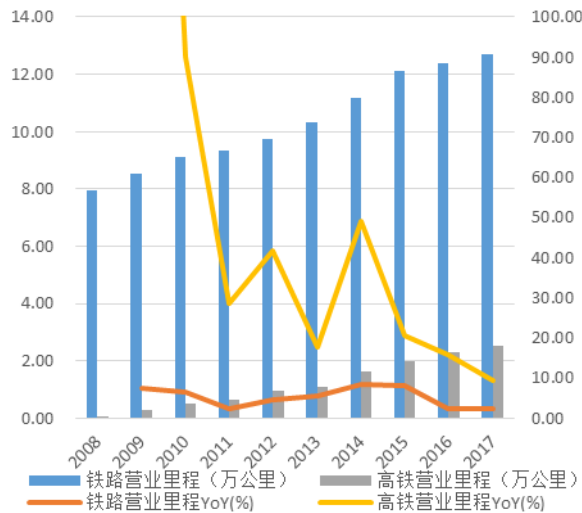
#### ■ 轨道交通：动车增速快，杠杆去化接近尾声

受益于 2016 年 7 月的《中长期铁路网规划》出台，到 2020 年我国高铁里程将达到 3 万公里，2025 年将达到 3.8 万公里左右。此次“八纵八横”规划将国内重点大中城市进行覆盖，将继续推动行业高速发展。

据国家统计局统计，2017 年我国铁路营业里程达 12.7 万公里，同比增长 2.4%，主要增量来自于高铁营业里程，2017 年高铁营业里程 2.52 万公里，同比增长 9.50%，2008-2017 年年复合增速高达 49.58%。截止 2017 年，我国共计拥有动车 2935 组，同比增长 13.50%，2007-2017 年年复合增速为 39.52%。从车辆密度来看，之前一直维持在 10 公里/组左右，近两年有所下降，但如按照《中长期铁路网规划》预期值计算，仍然有较大空间。

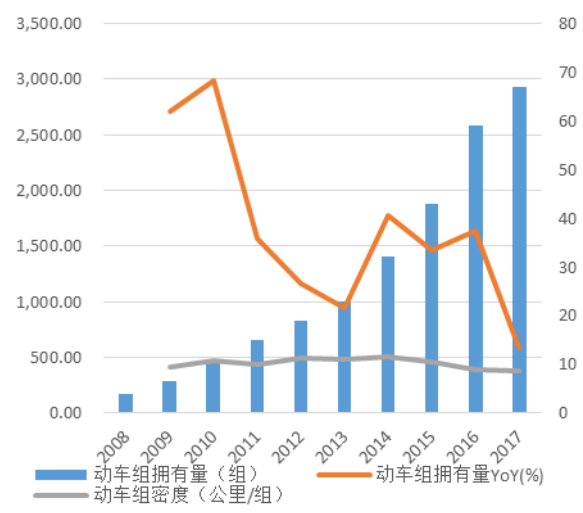
尽管受政策影响，2018 年铁总投资有所下滑，但机车招标仍然需求旺盛，2018 年已经招标机车超过 759 台，复兴号动车组 300 余标准列。

图 28 历年铁路、高铁营业里程及增速示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

图 29 历年动车组拥有量、增速及车辆密度示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

### ■ 建筑行业：地产周期下行，基建底部企稳

建筑用胶应用于小区、写字楼、购物商城、市政建筑、体育馆等，受房地产及基建等共同影响。房地产投资尽管在近年出现增速中枢回落现象，但 2017 年完成投资额仍然达到 10.98 万亿。据国家统计局统计，2018 年 1-11 月房地产投资完成额为 11.01 万亿，超过了 2017 年全年的数额。并且房屋新开工面积也达到了 18.89 亿平米，高于 2017 年全年的 17.87 亿平米。基建方面，2018 年 5 月起，基建投资完成额增速低于 10%，并且持续出现下滑，主要原因是政府去杠杆政策持续推行和之前高基数共同影响所致，我们认为未来随着政府杠杆去化持续推进，边际弱化效应将会减弱，且 2018 年 11 月数据显示，增速已经出现企稳。

图 30 历年房地产投资完成额及房屋新开工面积示意图

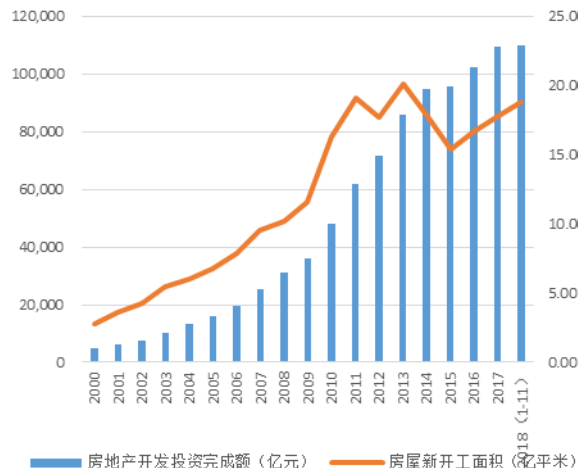


图 31 基建投资完成额增速示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

数据来源: wind 上海证券研究所

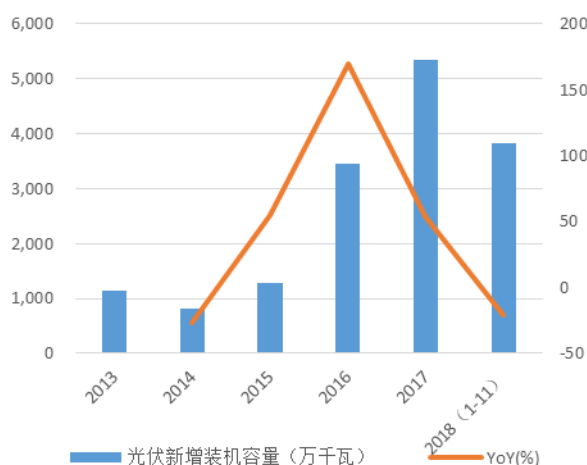
#### ■ 新能源行业: 政策导向决定行业发展, 目前预期仍处低位

太阳能光伏、风电等新能源行业对胶粘剂需求量都很大, 尽管光伏和风电都出现了利用率不高及国家补贴滑坡的情况, 但是每年的装机容量增速都十分可观。

国家能源局下发《太阳能发展十三五规划》, 明确提出在 2020 年实现光伏发电累计装机容量达到 1.5 亿千瓦的发展指标。《风电发展十三五规划》提出到 2020 年底, 风电累计并网装机容量达到 2.1 亿千瓦以上。

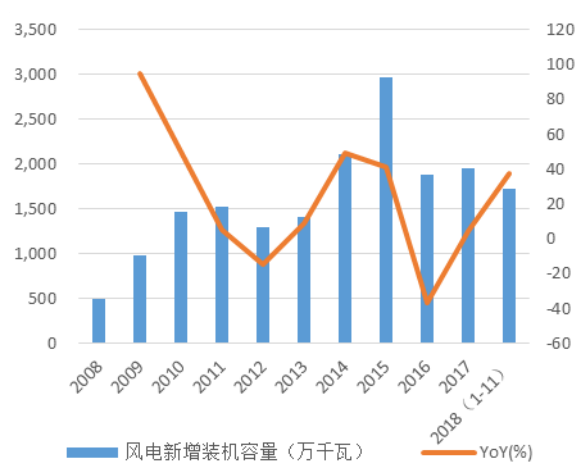
据 wind 数据统计, 2018 年 1-11 月, 我国新增光伏装机容量达到 3822 万千瓦, 同比下滑 21.44%, 主要原因是之前基数较高及并网指标受限所致。但整体而言, 新增装机量仍然可观。2018 年 1-11 月, 我国新增风电装机容量 1720 万千瓦, 同比增长 37.43%, 走出了前两年的低谷。

图 32 历年我国新增光伏装机容量示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

图 33 历年我国新增风电装机容量示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

## 四、成本端: 高价原材料已成过去, 毛利率边际改善拐点已致

胶粘剂上游为化工制造业, 胶粘剂种类较多, 因此上游原材料也有所不同。例如, 有机硅胶粘剂主要原材料为硅氧烷等; 聚氨酯胶粘剂主要原材料为多异氰酸酯、聚氨酯等; 环氧胶主要原材料为环氧树脂; EVA 胶粘剂主要原材料为 EVA 树脂; 厌氧胶主要原材料为丙烯酸酯类单体。

受行业供给收缩、集中度提升及油价上涨影响, MDI、TDI、有机硅、丙烯酸酯等原材料均在近两年出现大幅涨价, 导致胶粘剂生产企业成本提升, 且由于上游原材料多为基础化工品, 胶粘剂生

2018 年 12 月 28 日

产企业配套的可能性不大，因此，近两年多数国内上市及非上市胶粘剂企业利润出现了大幅下滑，营收增长和利润增长呈现不匹配现象。

近期，随着供给端逐步恢复，库存从低变高，多数原材料价格有所回落，且油价较前期有大幅下降，MDI、TDI、DMC、生胶、107 胶等产品价格出现了较大回落。MDI 价格 2017 年 10 月达到 35000 元/吨，之后一路走低，目前仅为 12500 元/吨，处于近 10 年来较低价位；TDI 也在近期跌破近两年来新低，高位为 40000 元/吨左右，目前仅为 17000 元/吨；有机硅胶原材料 DMC、生胶、107 胶均在 2018 年 8 月底开始下跌，从 35000 元/吨左右跌至 20000 元/吨左右。因此，有机硅胶、聚氨酯胶毛利率边际改善将在高价原材料库存消耗完之后逐步体现。

图 34 历年聚 MDI 价格走势示意图



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

图 35 历年 TDI 价格走势示意图



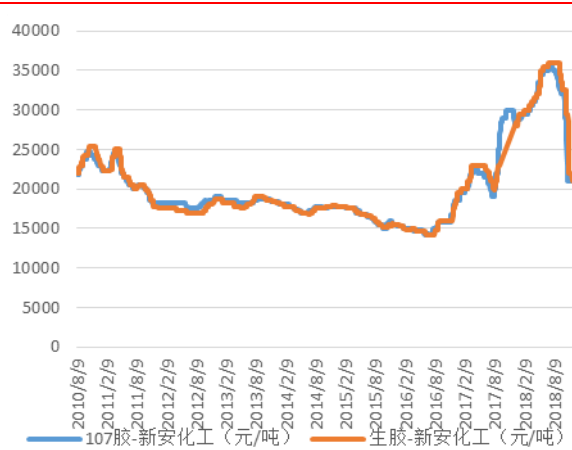
数据来源：百川资讯 上海证券研究所

图 36 历年 DMC 价格走势示意图



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

图 37 历年生胶及 107 胶价格走势示意图



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

## 五、投资建议

胶粘剂产品下游应用广泛，抵御周期冲击的能力相对较好，传统的建筑、制鞋/皮革、木工、纺织等领域消耗量增速放缓或下降的同时，电子电器、新能源、轨交等多个领域的新增量能够较好的支撑行业发展。

因此，我们认为胶粘剂行业在国内的增速将会较好，且消费属性好于其他新材料子行业，在经济存在放缓预期的情况下，胶粘剂行业将会有稳定的表现。并且行业内调结构将是长期的过程（需求端引导向电子电器、轨交、乘用车、新能源汽车等高端领域转移，环保趋严引导溶剂型减少，水基型及热熔型增加），目前尚没有新的替代品出现，行业稳定增长的确定性较强，值得长期关注。

原材料价格提升导致产品毛利率下滑是前两年制约胶粘剂生产企业利润释放的重要因素，多数国内上市及非上市企业毛利率出现大幅下滑，利润与营收的变化趋势的差距较大。随着 MDI、TDI 等产品再度大幅下跌以及有机硅原材料（DMC、生胶、107 胶）上季度末出现大幅跳水，胶粘剂生产企业利润将能够得到较好的提升。预计高价原材料库存能在 1-2 个月内消耗完毕，因此，四季度起，利润增量将会逐步显现。尤其是销售增量已经打开的龙头企业将高度收益，**建议关注国内胶粘剂龙头企业回天新材。**

## 六、风险提示

国内及海外经济下行超预期；原材料价格大幅波动；下游客户议价权增强；系统性风险。



## 分析师承诺

洪麟翔

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。