

信越化工成长与全球化复盘启示

华泰研究

2024年11月18日 | 中国内地

专题研究

基础化工

增持 (维持)

石油天然气

增持 (维持)

研究员 张雄
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
SFC No. BVN325 +(86) 10 6321 1166

研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

全球 PVC 和半导体硅龙头复盘启示：三大成长驱动与三大全球化驱动

日本信越化工成立距今已有近百年历史，公司由肥料业务起家，蜕变成成为全球 PVC 和半导体硅材料龙头，其盈利能力和股价表现呈现出穿越周期的成长性。本文详细复盘信越化工发展历程，探讨公司如何实现传统氯碱化工等具备明显周期性业务的逆周期成长，以及如何长期保持半导体材料领域全球竞争优势并实现多元化业务布局。我们总结出 3 大成长驱动（高度重视研发；追求成本领先；多元化布局），以及 3 大成功全球化要素（获取优质资源、保障供应链稳定并降本；应对贸易摩擦；贴近终端客户），有望为中国化工企业提供参考和借鉴。

成长复盘：研发驱动，追求成本领先及多元化布局

信越化工在氯碱/有机硅等传统周期产品，半导体硅和光刻胶等成长性业务均取得全球竞争优势，主要依托 3 大驱动：1) 高度重视研发，总裁亲自担任研发主题选取委员会主管，常年保持 3%-4% 研发投入，确保“客户发现价值的产品并领先于竞争对手供应”的研发策略得以实现；2) 追求成本领先，产品线布局围绕上下游深度一体化思路，各业务具有强协同性，且核心产品打造成本和规模优势，如 PVC 产能全球领先，并通过原盐-氯碱、乙烷制乙烯的完善配套，成本领先同行且近年仍在优化；3) 多元化布局，以氯碱/硅材料为基，扩充纤维素系列、稀土永磁等，使得综合实力不断增强。

全球化复盘：获取优质资源，应对贸易摩擦及贴近终端需求

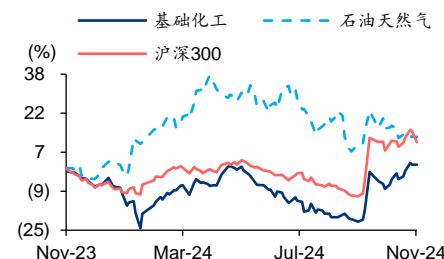
信越自 1960s 开始全球化布局，2023 年海外收入占 78%，较 1990 年提升 50pct。全球化布局带来 3 大优势：1) 获取优质资源、保障供应链稳定并降本，公司美国 PVC 产能 324 万吨/年，系当地最大 PVC 企业，原盐和低成本乙烷供应使得近十年 PVC 毛利率持续提升，澳洲硅矿/金属硅原料、中国和越南稀土资源布局亦助力硅材料和稀土材料发展；2) 应对贸易摩擦，1990s 日美半导体摩擦对日本半导体发展冲击显著，公司出海美国/中国台湾等助力竞争力的维持；3) 贴近终端客户，PVC 依托美国相对稳定的地产需求，有机硅出海亚洲等新兴市场居多，充分享受海外需求增长的红利。

复盘启示：专注于技术和成本领先，积极出海助力长期成长

总结信越成长和全球化历史，主要启示包括：1) 专注技术研发，确保长期保持产品竞争力；2) 出海获取低成本资源、确保供应链稳定，完善产业链一体化并积极扩张产能，助力成本持续领先；3) 产品面临贸易摩擦、本土需求不足等情境下，积极出海应对贸易摩擦并获得增量市场，驱动长期成长。近年国内部分化工龙头依托煤炭和电力等能源供应稳定/一体化/规模化/专业劳动力和研发等，细分领域逐步具备全球竞争优势，推荐万华化学/卫星化学，轮胎/塑料制品等企业具备先发优势，推荐森麒麟/赛轮轮胎/金发科技。

风险提示：复盘具有主观性；化工品需求波动；国际贸易摩擦加剧。

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
万华化学	600309 CH	104.48	买入
卫星化学	002648 CH	20.35	增持
森麒麟	002984 CH	38.09	买入
赛轮轮胎	601058 CH	20.67	买入
金发科技	600143 CH	9.73	增持

资料来源：华泰研究预测



正文目录

核心观点	3
区别于市场的观点	3
信越化工：全球 PVC 和半导体硅材料龙头，成长穿越周期	4
成长复盘：研发驱动，追求成本领先及多元化布局	8
研发驱动：坚持“技术驱动产品领先”的理念	8
半导体硅：率先突破 300mm 硅片技术，市场份额长期全球居首	9
有机硅：基于客户需求开发产品，深加工技术和规模居全球前列	10
追求成本领先：不断完善产业链一体化和规模化	11
多元化：夯实拳头产品，围绕新兴需求不断丰富产品线	13
全球化复盘：日本化工企业成功典范，三大驱动力助推	16
利用优质海外资源，保障供应稳定性并助力降本	17
贸易摩擦背景下，半导体材料出海开启新篇章	20
贴近终端消费领域，不断开拓海外客户	22
PVC：日本本土消纳有限，依托美国相对稳健的需求	22
有机硅：由出口到全球化布局，受益于全球人均有机硅消费量的提升	23
启示：专注于技术和成本领先，积极出海助力长期成长	26
国内细分领域龙头企业在技术、成本和一体化等方面竞争力凸显	26
国内化工逐步实现从出口到出海，轮胎和塑料制品企业率先引领	27
出口：直接出口/伴随下游出口并行，聚氨酯/钛白粉/氨基酸等优势产品开启全球替代	28
国内化工企业面临更为复杂的出海环境，选址成为重点观察指标	29
部分轮胎和塑料制品企业成为国内化工企业成功出海典范	31
重点推荐公司	33
风险提示	34

核心观点

信越化工是日本乃至全球领先的综合性化工企业，在 PVC、半导体硅片、光刻胶、纤维素等多项产品长期保持全球份额领先，其盈利能力和股价表现均呈现出穿越周期的特性。本文对信越的发展历程和全球化业务布局进行系统性梳理和分析，总结驱动其成长的 3 大核心要素，以及成功全球化的 3 大要素：

（一）成长驱动。作为技术和资金密集型行业，化工企业追求技术和成本领先成为获取长期竞争力的必需要素，从信越发展历史来看，公司亦在不断追求技术和成本领先，主要通过三个方面：

（1）高度重视研发。信越专门设立了“Z Committee”负责研发方向的选择和把控，且由总裁亲自担任主管。公司常年保持 3%-4% 研发投入，即使针对 PVC、有机硅等传统业务，仍保持积极的研发投入和资本开支，通过差异化、功能化产品研发保持竞争力。

（2）追求成本领先，通过获取低成本资源、一体化和规模化等方式实现。PVC 方面，公司主要产能布局在美国，当地丰富的原盐储备和低价且稳定供应的天然气（乙烷）助力成本不断下降，尤其 2020 年乙烷裂解制乙烯装置的投产，使得 PVC 毛利率再上新台阶；一体化而言，公司产品线丰富，但主要沿着氯碱和硅产业链延伸，业务协同优势显著，尤其向上游布局原盐/乙烷制乙烯/硅石/稀土等资源，使得成本优势进一步扩大；规模化而言，以 PVC 为例，公司通过积极的产能扩张，近二十余年始终保持全球产能第一的位置。

（3）多元化布局。公司保持 PVC 和硅业务领先地位的同时，通过产业链延伸布局纤维素、信息素、稀土材料、光刻胶、低介电材料等产品，且对于大部分新领域的布局确保具备全球竞争优势，由此为公司不断创造新增长点。

（二）全球化布局。受限于日本本土资源匮乏、需求不足，以及 1990s 应对日美半导体贸易摩擦等，信越积极开展全球化业务布局，助力其实现穿越周期的成长：

（1）获取海外优质资源。由于日本在资源储备方面的劣势，信越自 1970s 即开始谋求海外业务布局以保障原材料供应以及降低生产成本。PVC 方面，通过在美国建厂享受到当地稳定且低成本原盐和天然气（乙烷）资源的供应；半导体硅方面，信越在澳大利亚子公司具备硅矿和硅料生产能力，确保其硅原料的自主化；稀土材料方面，信越在中国和越南布局生产加工基地，获取资源的同时将公司培育成为全球少数具备稀土加工-永磁制备-循环回收工艺的企业。

（2）应对贸易摩擦。1990s 日美半导体摩擦环境下，信越积极出海美国和中国台湾等建设基地，获得了发展的重要良机。

（3）贴近终端需求和客户。基于日本本土对 PVC、有机硅等产品消纳有限，而美国以及亚太新兴市场需求增长等，信越通过海外基地建设，拓展客户和市场的同时，充分享受海外需求增长的红利。

总结信越成长和全球化历史，我们认为国内化工企业可参考和借鉴：1) 专注技术研发，确保长期保持产品竞争力；2) 适时出海，获取低成本资源、确保供应链稳定，完善产业链一体化并积极扩张产能，助力成本持续领先；3) 产品面临贸易摩擦、本土需求不足等情境下，可积极出海应对贸易摩擦并获得增量市场，驱动长期成长。

区别于市场的观点

信越在氯碱/有机硅等传统周期产品，以及半导体硅和光刻胶等成长性业务均取得全球竞争优势，呈现出穿越周期成长的特性，但目前市场对于信越化工成长和全球化业务布局的复盘研究仍较少，本文通过对公司成长和全球化历史的复盘，我们分别总结出信越成长和全球化的各 3 大因素，有望为国内化工企业发展提供一定的参考和借鉴。

信越化工：全球 PVC 和半导体硅材料龙头，成长穿越周期

日本信越化学工业株式会社（以下简称“信越化工”、“信越”、或“公司”）是全球领先的 PVC 和半导体硅材料生产企业，公司成立于 1926 年，距今已有接近百年历史。公司以肥料业务起家，逐步蜕变成为目前日本最赚钱的企业之一，据彭博数据，2024 财年（全文涉及的公司年度财务数据均指财年数据，起始时间为上年 3 月 31 日末至次年 3 月 31 日）公司主营业务收入和 GAAP 净利润分别为 167 亿美元和 36 亿美元，其中主营业务收入较 1994 财年/2004 财年/2014 财年分别增长 288%/126%/44%，而 GAAP 净利润则分别增长 22.1 倍/5.4 倍/3.2 倍，其盈利能力和股价表现呈现出穿越周期的成长性。

图表1：信越化工简要发展历程，以及历史盈利和股价走势



注：公司收入和利润为财年数据，起始日期为上年 3 月 31 日末至次年 3 月 31 日
资料来源：公司年报，Bloomberg，Wind，华泰研究

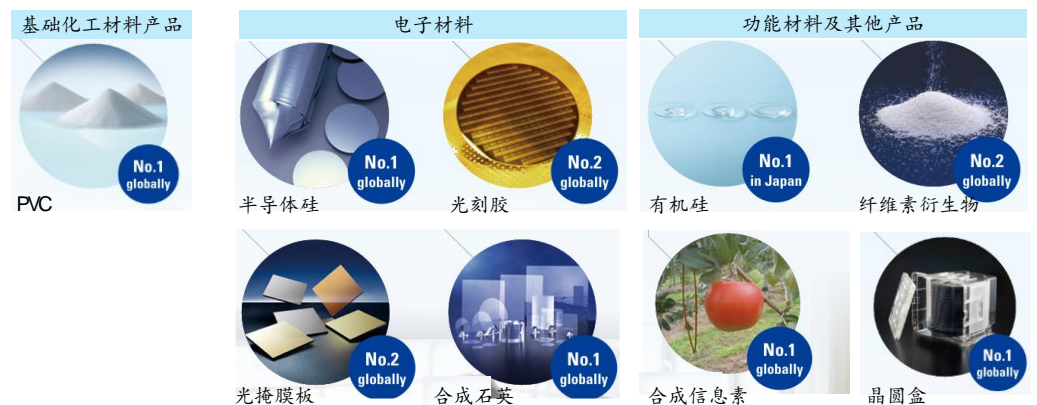
信越化工目前主要业务分为基础材料、电子材料、功能材料、加工和服务四大事业部，其中：1) 基础材料事业部，主营产品为 PVC 和氯碱相关产品，截至 2024 财年末，公司全球 PVC 产能约 444 万吨/年，居全球第 1；2) 电子材料事业部，主营产品包括半导体硅片、磁性材料、光刻材料等，公司是全球领先的半导体材料生产企业之一，其半导体硅材料业务销售额长期居于全球第 1 的位置，光刻胶和光掩模基板等材料亦全球领先；3) 功能材料事业部，主营产品包括有机硅系列、纤维素及衍生物、合成信息素等，公司有机硅产能亦常年处于日本第 1 的位置，其有机硅深加工产品份额长期居全球前列，公司纤维素及衍生物、合成信息素在全球长期处于第 2 和第 1 的位置。

图表2：信越化工主要业务板块和产品线梳理

事业部	分部	主要产品					
基础材料	PVC 分部	PVC					
	氯碱及衍生品	烧碱	甲烷氯化物	甲醇	次氯酸钠		
	Vam & Poval	醋酸乙烯酯	PVA	特种 PVA	羧酸盐		
电子材料	半导体材料部	硅片	半导体化合物				
	磁性材料部	钕磁体	钕磁铁	音圈电机	稀土氧化物		
	有机混合材料	硅胶成型材料	环氧密封材料	液晶电极保护硅	PI 有机硅涂层	高导热硅树脂	硅胶涂层材料
		硅胶薄膜	硅胶板	模具连接材料	光纤涂层材料	硅烷气体	
	先进材料	合成石英预制	氧化物单晶	热解氮化硼	石英玻璃基板		
新功能材料	光刻材料	光掩膜板					
功能材料	硅材料	硅油	改性硅油	硅纤维处理	硅脱模材料	硅消泡剂	硅压敏胶
		硅粉	硅油化合物	硅树脂	有机硅低聚物	硅涂料添加剂	硅烷
		硅烷偶联剂	RTV 硅橡胶	硅胶片	硅橡胶复合物	LIMS	热缩橡胶管
		热界面硅橡胶	导电硅橡胶				
	纤维素	METOLOSE® Tylose®	PHARMACOAT®L-HPC®	HPMCP®			
		METOLOSE® SmartEx®					
	日清化工	氯乙烯-醋酸乙	共聚物树脂乳	硅丙共聚物	乙炔类化学品	有机硅添加剂	
		烯酯基共聚物					
	国际部	金属硅					
	特殊功能产品	液态氯橡胶	含氟防污涂料	含氟防污添加剂	膜剂	锂电负极材料	
加工和服务	国际部	光催化涂料					
	信越聚合物	触摸开关	晶圆解决方案	硅橡胶管			
	信越工程	FPD 设备检测	晶圆真空组装	激光脱粘设备等			
	Shinano 精制	SiC 精粉	PVA 砂轮	高纯金属硅粉	高纯氮化硅粉	PVA 抛光材料	
信越膜	电容器薄膜		包装膜				

资料来源：公司官网，华泰研究

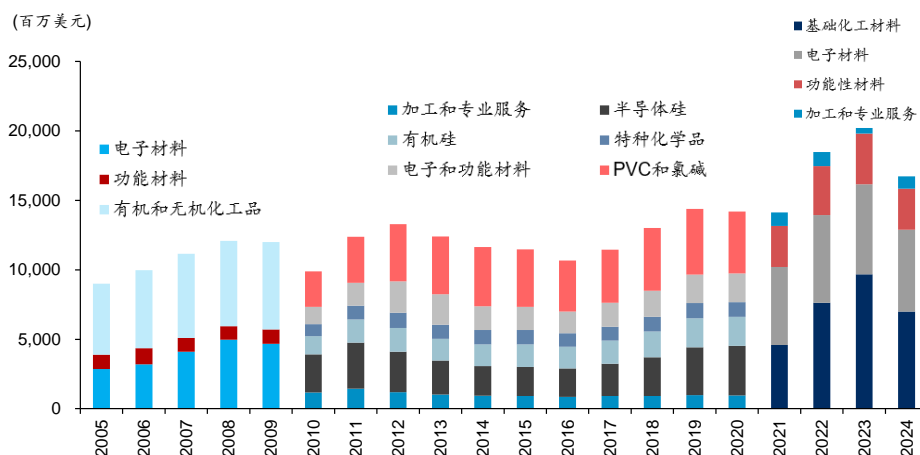
图表3：信越化工多项产品竞争力排名全球前列（截至 2023 年末）



资料来源：公司年报，华泰研究

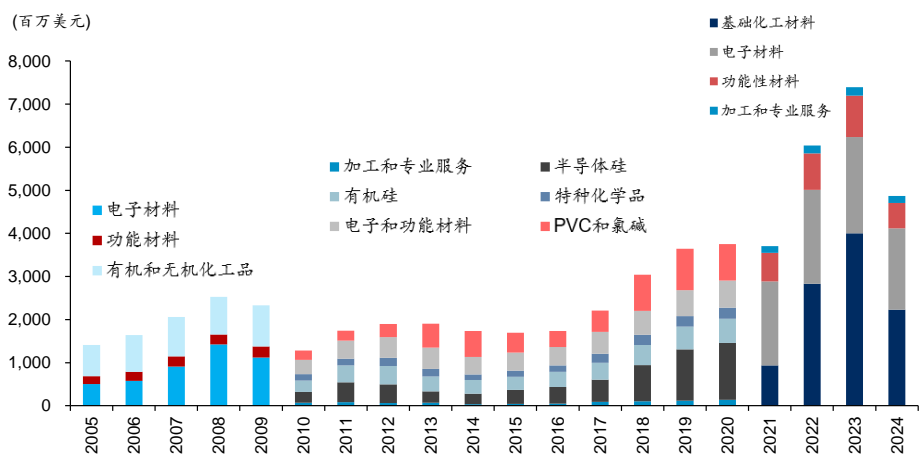
分板块来看，2024 年公司基础化工材料/电子材料/功能性材料/加工和专业服务业务收入分别约 70/59/29/9 亿美元，占比 42%/35%/18%/5%，营业利润贡献分别 22.3/18.9/5.9/1.7 亿美元，占比 46%/39%/12%/3%。公司基础化工材料板块虽然以 PVC 和氯碱等传统大宗化工品业务为主，但依托海外产能扩张和美国工厂原盐-氯碱自产、低成本乙烷制乙烯工艺配套逐步完善等，近年来对公司仍持续贡献稳定增量业绩；电子材料则受益于全球半导体产业的发展，叠加公司从硅原料到硅片全产业链布局、300mm 硅片和光刻胶等技术领先优势，成为公司保持成长性的重要驱动因素。

图表4：信越化工分产品和板块收入变化情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表5：信越化工分产品和板块营业利润变化情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

根据美国《化学与工程新闻》(Chemical & Engineering News, C&EN)发布的“2024 全球最大的 50 家化学公司”排行榜单，信越排名第 20 位，较 2023 年榜单提升 1 位，是榜单前 20 强中唯二上榜的日本企业之一。

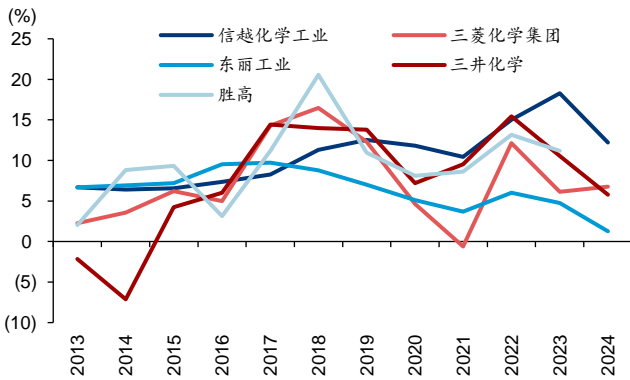
图表6：2024年全球化工公司排行榜中信越化工位列第20（按2023年销售额，单位：百万美元）

23年排名	22年排名	企业	23年化工销售额	化工占收入比	行业分类	23年排名	22年排名	企业	23年化工销售额	化工占收入比	行业分类
1	1	巴斯夫	74529	100%	多元化工	16	18	万华化学	24765	100%	多元化工
2	2	中国石化	58097	12.8%	石油化工	17	16	信实工业	22799	18.8%	石油化工
3	3	陶氏	44622	100%	多元化工	18	26	恒力石化	21849	65.9%	石油化工
4	7	LG化学	42280	100%	多元化工	19	19	壳牌	17342	5.5%	石油化工
5	8	中国石油	40880	9.6%	石油化工	20	21	信越化工	17188	100%	多元化工
6	5	埃克森美孚	40672	12.2%	石油化工	21	20	赢创	16514	100%	特种化工
7	4	沙比克	37743	100%	石油化工	22	-	东方盛虹	15733	79.3%	石油化工
8	9	利安德	31928	77.7%	石油化工	23	24	因多拉玛	15713	100%	石油化工
9	10	台塑	31126	64.5%	石油化工	24	22	科思创	15551	100%	多元化工
10	12	林德	30694	93.4%	工业气体	25	17	雅拉	15431	100%	化肥
11	6	英力士	29563	100%	多元化工	26	31	东丽	15312	87.3%	多元化工
12	11	液化空气	29441	98.6%	工业气体	27	29	乐天	15264	100%	多元化工
13	13	先正达集团	26800	83.2%	农化	28	30	三井住友	14479	83.1%	多元化工
14	15	荣盛石化	26788	58.3%	石油化工	29	23	布拉斯克	14129	100%	石油化工
15	14	三菱化学	26405	84.6%	多元化工	30	25	美盛	13696	100%	化肥

资料来源：美国《化学与工程新闻》(Chemical & Engineering News, C&EN)，华泰研究

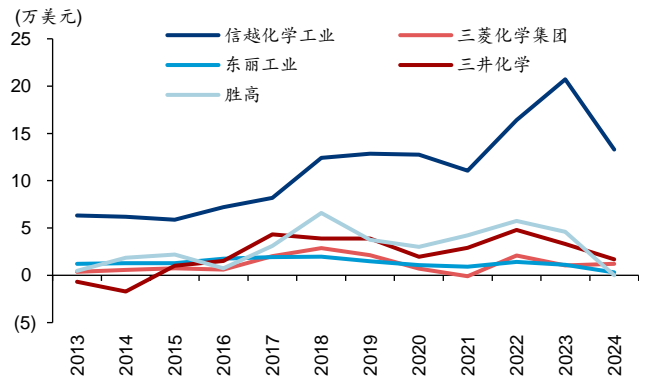
信越 ROE 和人均创利能力与日本头部的综合性化工龙头企业及半导体材料企业相比，整体亦处于相对领先的位置。公司常年保持较好的盈利能力和现金流水平，近年来分红率水平亦呈现上升态势，2024 财年公司分红率约 38%，据公司年报，公司管理层将中长期分红率目标设定为 40%，充分显示对未来发展的信心。

图表7：信越化工与日本同类可比公司 ROE（摊薄）对比



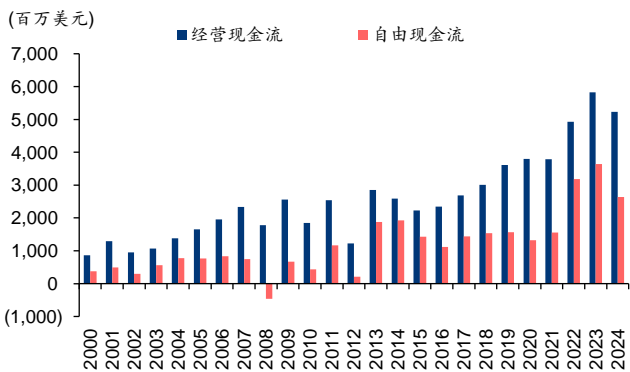
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：信越化工与日本同类可比公司人均创利能力对比



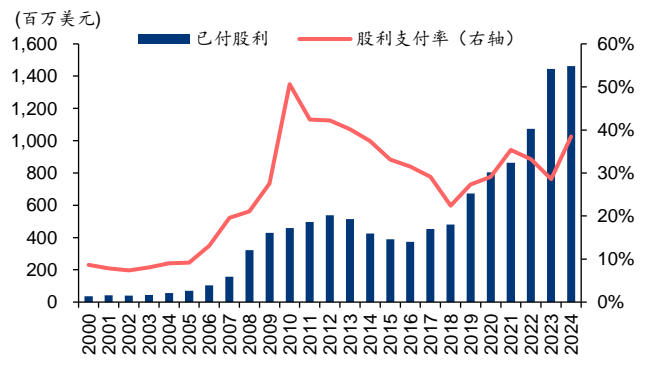
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：信越化工现金流情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表10：信越化工分红率水平



资料来源：Bloomberg，华泰研究

成长复盘：研发驱动，追求成本领先及多元化布局

研发驱动：坚持“技术驱动产品领先”的理念

信越化工专注于“客户发现价值的产品并领先于竞争对手供应”的研发策略，坚持“技术驱动产品领先”的理念以保持与同行竞争的差异化。公司专门设立了“Z Committee”委员会，负责研发主题的方向的选择，由公司总裁担任主管，对新产品的选择主要基于技术、市场潜力和盈利能力三方面。同时公司鼓励研发人员关注研究主题以外的新兴领域。

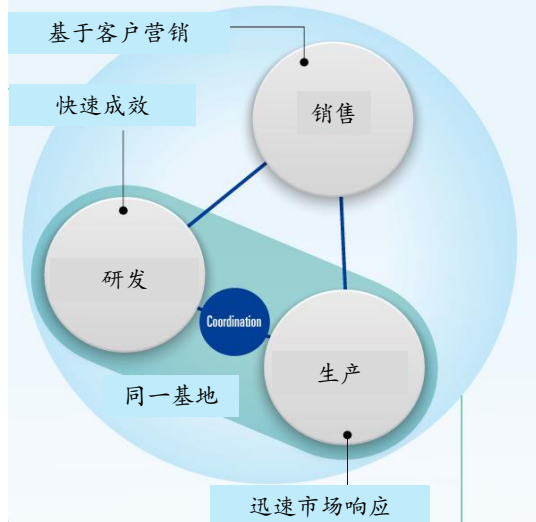
图表11：信越化工主要产品线发展历史梳理

成立初期	早期业务成型	业务强化和扩张	新调整/管理结构	强化内部竞争力	新发展成长策略	坚持和应对挑战	
成立-1940s · 1927：信越氮肥公司成立，生产碳化物和肥料 · 在群马县生产金属铟 · 成立福井县吴夫工厂	1950s-1960s · 改变碳化物业务 · 在日本开始生产PVC · 葡萄牙设立PVC工厂	1970s-1980s · 设立产品主题筛选委员会 · 重组直江津和武藤工厂 · 提升管理效率 · 美国信越成立 · 建立鹿岛综合工业中心	1990s · 启动运营管理委员会和Z委员会等。以发展为目标，致力于提高生产力和简化流程 · 美国信越在德州扩产 · 通过收购扩张欧洲产能	2000s · 设立ESG委员会 · 美国信越路易斯州建厂 · 美国建设原材料工厂	2010s · 识别ESG关键因素 · 新成长策略和方向 · 路易斯州扩张PVC产能	2020s- · 美国信越乙烯工厂建成 · 路易斯州产能扩张	
PVC/氯碱业务	· 在日本开始生产PVC · 葡萄牙设立PVC工厂	· 美国信越成立 · 建立鹿岛综合工业中心	· 美国信越在德州扩产 · 通过收购扩张欧洲产能	· 美国信越路易斯州建厂 · 美国建设原材料工厂	· 路易斯州扩张PVC产能	· 美国信越乙烯工厂建成 · 路易斯州产能扩张	
半导体硅业务	· 信越Handotai成立	· 海外扩张（马来西亚、美国、英国） · 建立日本Shirakawa工厂	· 马来西亚产能扩张 · 在中国台湾建厂	· 300mm硅片量产 · 在日本和美国扩张产能	· 泰国建设有机硅单体和聚合物工厂	· 日本和泰国增加产能	
有机硅业务	· 开始生产有机硅	· 海外布局（美国、韩国、中国台湾、荷兰）	· 扩充有机硅单体产能	· 泰国建设有机硅单体和聚合物工厂	· 中国南通建聚合物工厂	· 日本和泰国增加产能	
电子和功能材料	· 开始生产高纯稀土材料	· 开始生产稀土磁体 · 开始生产环氧封装材料EMC · 工业化生产IC基板用合成石英 · 开始生产光纤预制材料	· 开始商业化光刻胶 · 开始生产膜材料和氟橡胶 · 马来西亚布局EMC	· 设立预成型工厂 · 布局光掩模基板 · 开发LED材料 · 开发新的稀土合金工艺	· 越南建立稀土永磁工厂 · 在中国台湾建光刻胶工厂 · 在中国建预成型工厂 · 日本建设新光掩模版基地	· 在日本和中国台湾增加光刻胶产能 · 生产低介电5G材料	
特种化学品业务	· 开始生产VAM、PVA和纤维素	· 开始生产芳香化合物和信息素	· 开始生产金属硅原料（澳大利亚，通过并购）	· 开始在德国生产纤维素（通过并购）	· 在美国建立纤维素衍生物和包膜材料工厂 · 在日本和德国增加纤维素产能	· 在日本和德国增加纤维素产能	
社会/经济环境	1950s-1960s · 日本经济快速发展	1970s · 海湾战争	1980s · 广场协议，日本经济泡沫（平成经济繁荣）	1990s · 泡沫崩溃及电子信息发展	2000s · IT泡沫 · 2008年全球金融危机	2010s · 日本大地震 · 全球可持续发展战略	2020s · COVID-19

资料来源：公司年报，华泰研究

信越化工采取研发-生产-销售三位一体的策略，公司强调研发部门和生产部门的协同性，在业务布局上通常要求研发和生产部门位于相同的基地，以便及时响应销售、生产端的调整。

图表12：信越研发-生产-销售一体化示意图



资料来源：公司年报，华泰研究

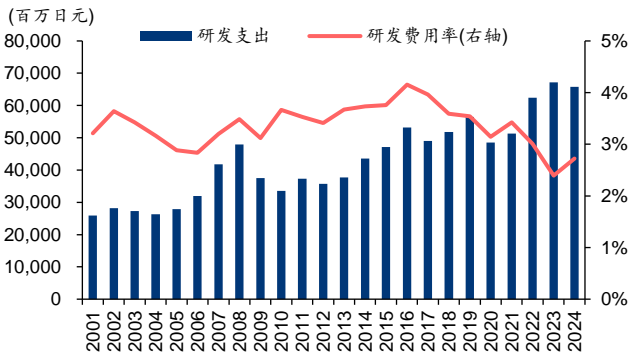
图表13：信越六大研发中心分布示意

有机硅电子材料研究中心 · 日本群马县 · 公司最大的研发中心，从事广泛基础研究到应用研究	先进功能材料研究中心 · 日本群马县 · 以单晶生长、精细加工和薄膜技术为基础，开发氧化物单晶、合成石英、隔离器等
PVC及高分子材料研究中心 · 日本茨城县 · PVC制造和应用研究，以及注塑成型和柔性压层等技术	特种功能化学品研究中心 · 日本新潟县 · 基于有机合成技术，开发纤维素衍生物、香料、信息素、特种硅烷等
磁性材料研究中心 · 日本福井县 · 稀土分离、精炼，稀土金属和稀土氧化物合成等	新型功能材料研究中心 · 日本新潟县 · Kf和ArF光刻胶等

资料来源：公司官网，华泰研究

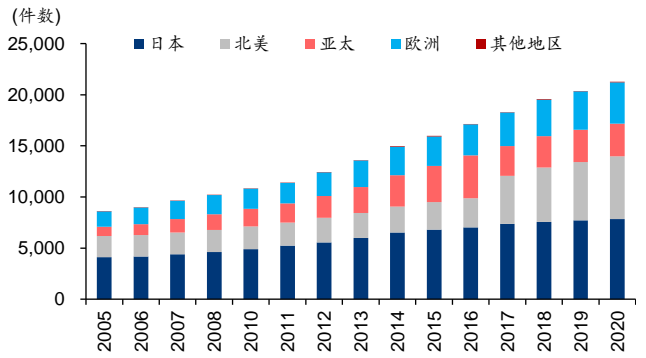
据公司年报，2001-2024 财年公司研发支出保持增长态势，2024 财年公司研发支出约 658 亿日元，较 2001 财年/2014 财年分别增长 2.5 倍和 1.5 倍，近年公司研发费用率常年在 3%-4% 水平。2005-2020 年公司专利数目亦保持增长态势。依托研发投入和专注于技术领先，公司取得率先突破 300mm 硅片工业化量产和稳定供应、有机硅深加工产品种类达到 5000 余个等系列成绩。

图表14：信越研发支出和研发费用率情况



资料来源：公司年报，华泰研究

图表15：信越累计专利数目情况



注：公司未详细披露 2021 年以来的专利情况

资料来源：公司年报，华泰研究

半导体硅：率先突破 300mm 硅片技术，市场份额长期全球居首

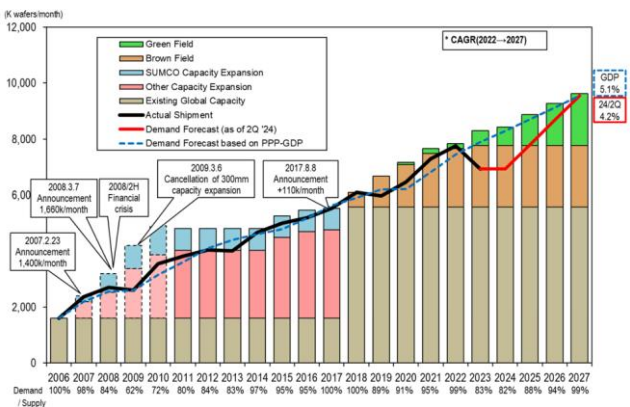
伴随半导体材料技术的发展，下游对硅片的规格和质量要求不断提升，适合微细加工的大直径尺寸硅片市场需求日益扩大。信越化工在 2000 年前后率先突破 300mm 硅片的技术和规模化量产，并实现稳定供应，自此开启了 300mm 硅片时代。

图表16：1990s-2000s 不同硅片的消耗量变化

硅片尺寸/mm		1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	2002 年	95-02 年平均增速/%
<125	用量/百万片	80.9	67.9	62.6	60.3	54.0	-5.6
	比例/%	35.1	27.7	24.4	21.3	12.3	
150	用量/百万片	58.2	56.7	50.2	52.1	64.9	1.6
	比例/%	45.2	41.4	34.8	32.4	25.2	
200	用量/百万片	14.3	23.8	32.8	41.4	76.6	27.1
	比例/%	19.7	30.9	40.4	45.7	53.5	
300	用量/百万片	0	0	0.1	0.3	5.5	122.9
	比例/%	0	0	0.4	0.7	8.7	
用量总计/百万片		154.1	148.5	145.7	154.1	201	3.9
总面积/百万平方英寸		3524	3751	3952	4408	6964	10.2

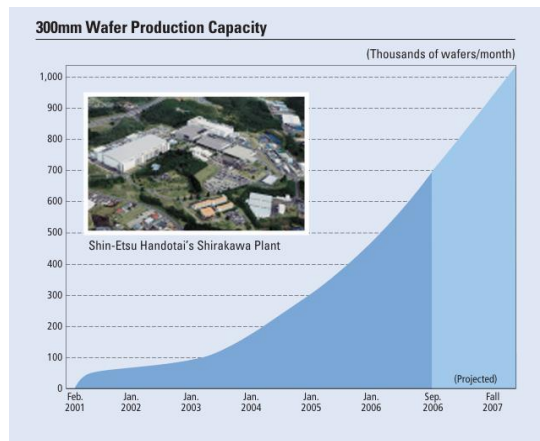
资料来源：《世界半导体硅材料发展现状》(马春,《上海有色金属》,2005 年 9 月), 华泰研究

图表17：全球 300mm 硅片产能及需求前景预测



资料来源：胜高公告，华泰研究

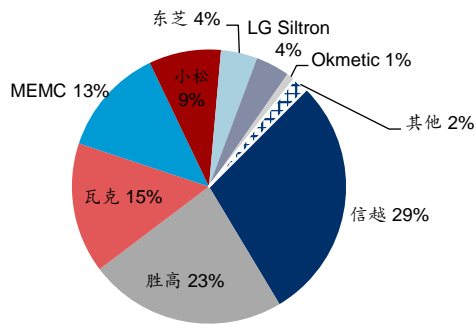
图表18：信越早期 300mm 硅片产能扩张情况



资料来源：公司年报，华泰研究

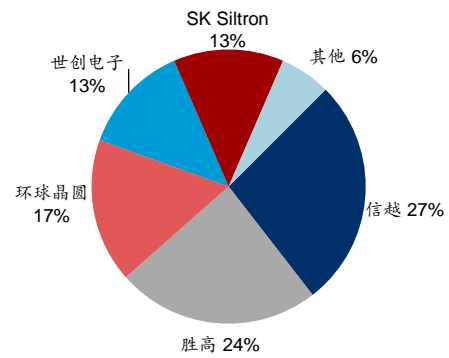
据《世界半导体硅材料发展现状》(马春,《上海有色金属》,2005 年 9 月),2002 年信越在半导体硅片领域市场份额约 29%,据公司历年年报,2000s 以来,公司一直保持半导体硅片领域全球第一的份额,据 SEMI,2022 年信越全球半导体硅市占率约 27%。

图表19：2002 全球硅片厂商份额情况



资料来源：《世界半导体硅材料发展现状》（马春，《上海有色金属》，2005 年 9 月），华泰研究

图表20：2022 年全球硅片厂商份额情况



资料来源：SEMI，华泰研究

有机硅：基于客户需求开发产品，深加工技术和规模居全球前列

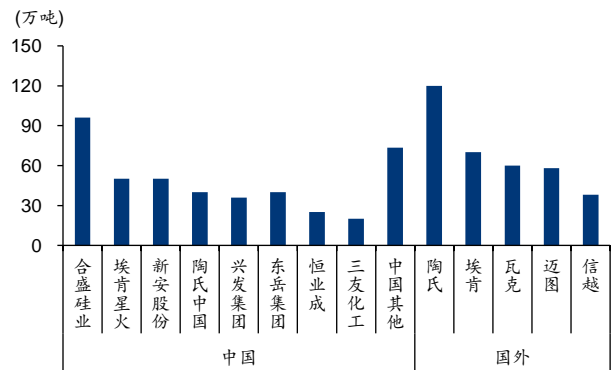
信越自 1949 年左右开始进行有机硅的基础研究，1952 年，公司采取粉末触体搅拌式直接法完成有机硅单体模型试验，且 1953 年公司获得美国通用电气（GE 公司）有机硅专门技术的使用，公司有机硅产品开始投入市场，带动日本有机硅产业开始向工业化过渡。据 SAGSI/ACMI，2022 年全球有机硅产能约 340 万吨（按折合聚硅氧烷产能计算），信越拥有有机硅单体产能约 38 万吨/年，系日本最大的有机硅生产企业。

图表21：2022 年全球聚硅氧烷产能分布



资料来源：SAGSI/ACMI，华泰研究

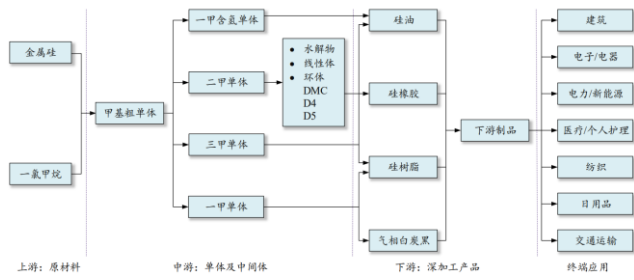
图表22：2022 年全球主要有机硅单体企业及产能



资料来源：SAGSI/ACMI，华泰研究

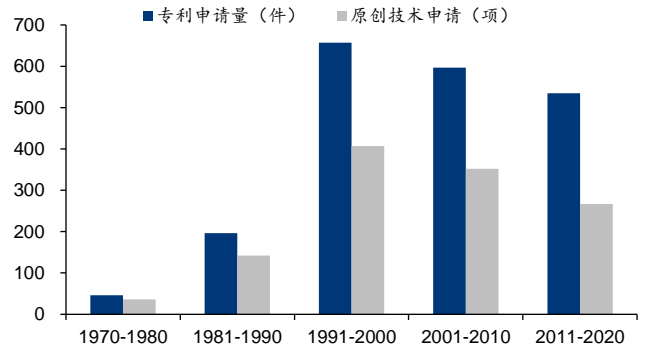
虽然伴随欧美和中国有机硅行业的发展，近年来信越有机硅单体产能占全球比重不高，但公司经过长期的积累，在有机硅下游深加工产品技术和规模方面长期处于全球前列，据公司年报，截至 2024 财年公司有机硅系列产品牌号超过 5000 种，广泛用于建筑、汽车和化妆品等领域。据《基于专利分析的国内外硅橡胶主要创新主体研究》（蓝淑倩，2022 年），信越有机硅橡胶生产能力超过 230 万吨/年，占全球比重在 8% 左右，而公司在硅橡胶等领域专利申请数目，亦常年居于全球前列水平。

图表23：有机硅产业链示意图



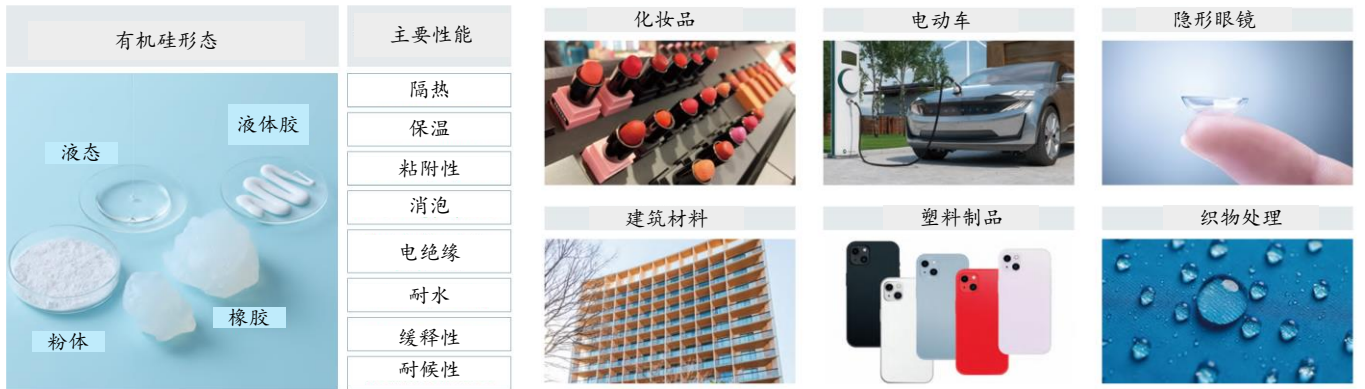
资料来源：东岳硅材招股说明书，华泰研究

图表24：信越在硅橡胶领域专利申请数量情况



资料来源：《基于专利分析的国内外硅橡胶主要创新主体研究》（蓝淑倩，2022年），华泰研究

图表25：信越化工有机硅产品种类和应用领域示意图

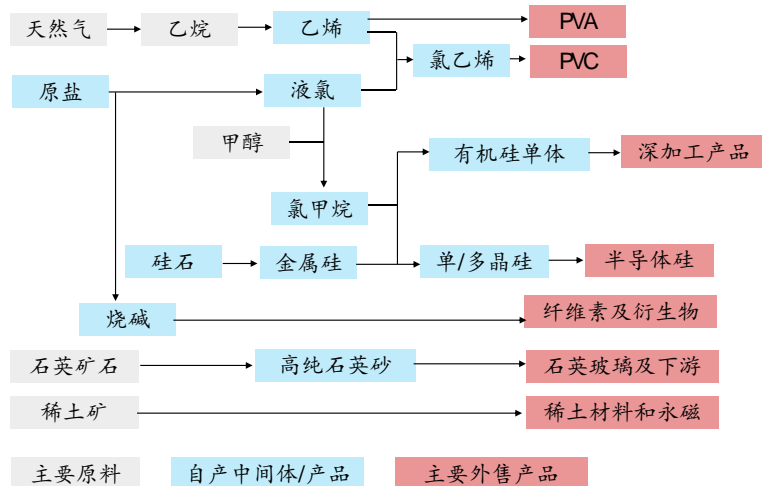


资料来源：公司年报，华泰研究

追求成本领先：不断完善产业链一体化和规模化

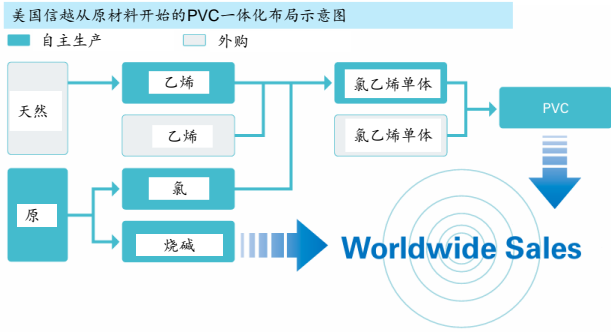
虽然经过多年发展和布局，公司目前产品线多、产品种类丰富，但产品线布局上整体围绕上下游一体化思路，各业务具有较强的协同性，在核心产品上力争拥有技术、成本和规模优势。以PVC为例，公司已实现上游氯碱环节的原盐自供和液氯/氯乙烯单体自产，同时在2020年美国基地建成了50万吨/年乙烷裂解制乙烯装置，实现乙烯的大部分自给。

图表26：信越化工产品线一体化布局示意图



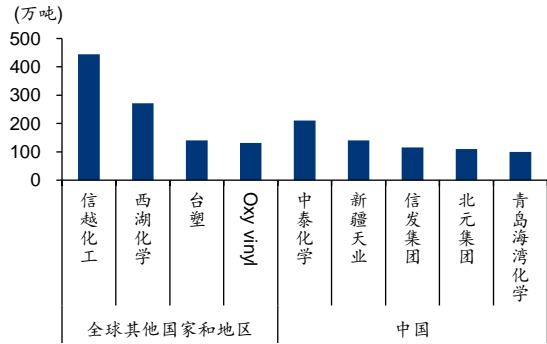
资料来源：公司年报，百川盈孚，华泰研究

图表27: 公司可自产原盐和利用乙烷制乙烯获得 PVC 生产原料



资料来源: 公司年报, 华泰研究

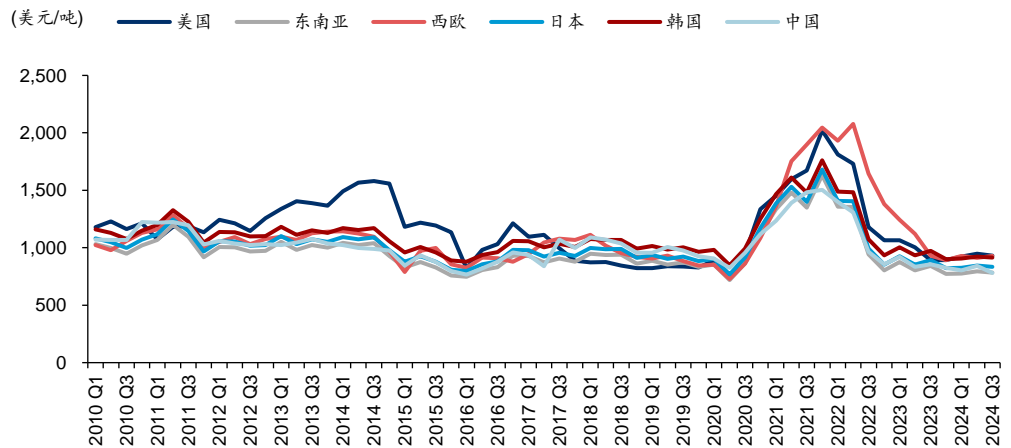
图表28: 全球代表性 PVC 企业及产能情况 (2023 年)



资料来源: 各公司年报, 百川盈孚, Wind, 华泰研究

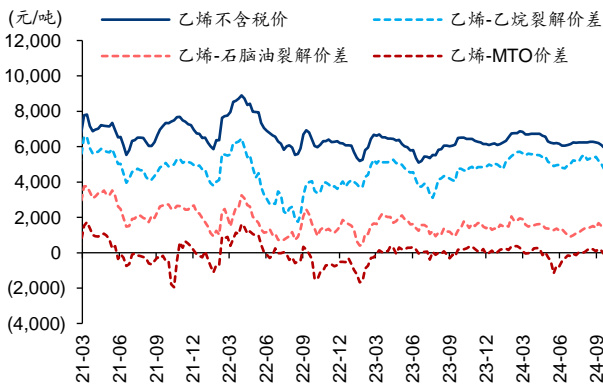
由于美国天然气/乙烷原料供应的稳定和价格优势, 以及产能全球第一的规模优势, 公司 PVC 生产成本显著低于行业平均水平。与中国代表性的以电石或油头乙烯生产 PVC 的氯碱企业相比, 近年来信越 PVC 盈利能力体现出了逆周期性的提升, 其主要原因便是公司在 2000-2010s 完成原盐-氯碱自主配套, 而 2020s 完成乙烷制乙烯配套, 叠加规模不断扩张带来的贡献, 尤其 2020 年公司乙烷制乙烯配套后, 毛利率显著上升一个台阶。

图表29: 全球主要国家(地区) PVC 价格走势



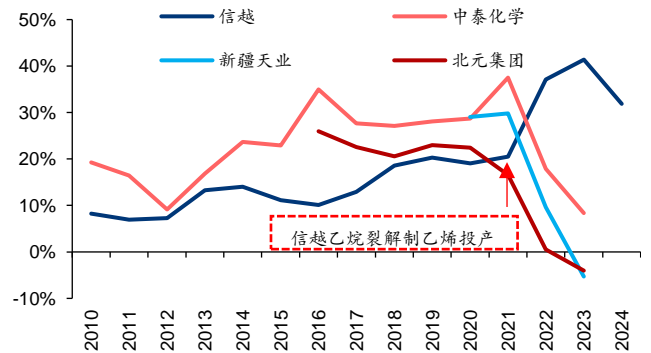
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表30: 不同工艺路径乙烯价差对比



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表31: 信越化工 PVC 板块毛利率和中国代表性 PVC 企业对比



注: 信越化工使用 PVC 和氯碱事业部营业利润率 (2010-2020 财年) 和基础化工材料事业部营业利润率 (2021-2024 财年); 国内企业使用 PVC 产品毛利率
资料来源: Wind, 华泰研究

多元化：夯实拳头产品，围绕新兴需求不断丰富产品线

在产品线布局上，针对 PVC 和有机硅等公司具备核心竞争力，但相对传统或者全球需求增长潜力逐渐削弱的产品，主要采取不断降成本（如 PVC）和差异化竞争（如有机硅）的策略，而在半导体材料、功能性材料等新兴成长领域，通过主动的需求发掘、技术研发和资本投入培育新产品并强化竞争优势。

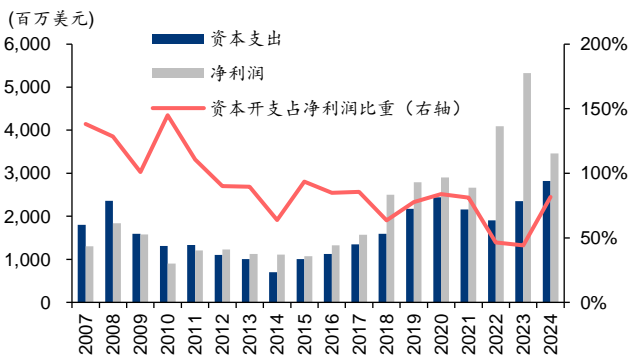
图表32：信越对传统 PVC 产品和半导体硅业务的需求前景分析及展望



资料来源：公司年报，华泰研究

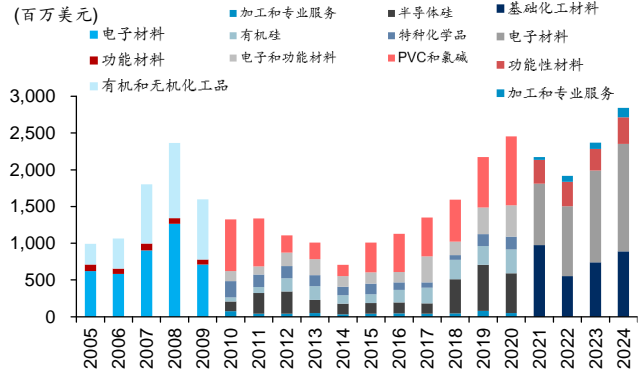
2014-2024 财年公司资本开支占净利润比重的中枢约 73%，22-23 年略有下移，但维持 40% 以上水平，从资本开支结构来看，2024 财年公司资本开支约 28 亿美元，其中基础化工材料/电子材料/功能性材料分别约 8.9/14.6/3.6 亿美元，占比 31%/51%/13%，而公司 2021 财年基础化工材料/电子材料/功能性材料资本开支分别约 9.8/8.3/3.2 亿美元，占比 45%/38%/15%，近年来在电子材料领域的投入呈现增长态势。

图表33：信越化工资本开支占净利润比重较高



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表34：信越化工资本开支分布

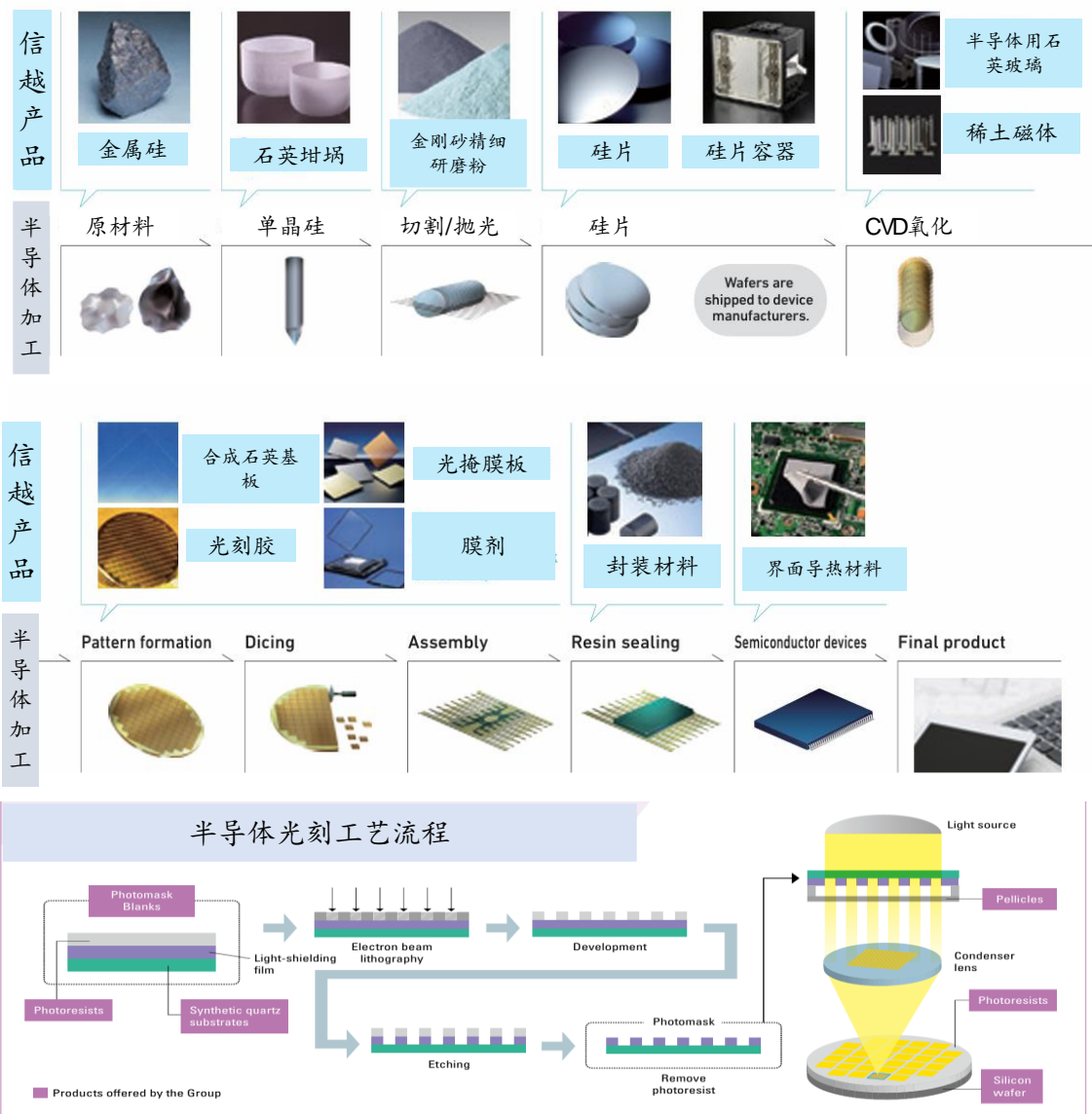


注：按照 2021 年以来的新分类口径，公司基础化工材料包括 PVC/烧碱/PVA 等；电子材料包括半导体硅/光刻胶/封装基板材料/合成石英等；功能性材料包括有机硅/纤维素/信息素等

资料来源：Bloomberg, 公司年报，华泰研究

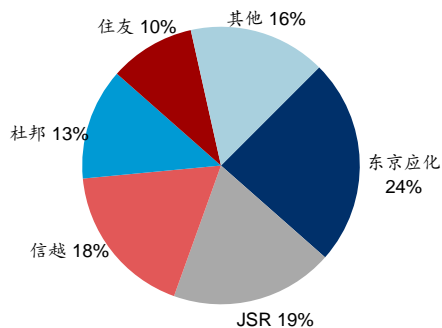
据公司年报，公司目前掌握了半导体光刻流程中多种功能性材料的生产能力，包括金属硅、石英坩埚、金刚砂精细研磨粉、半导体硅片、半导体容器、石英基板、光刻胶、光掩模板等，且公司在半导体硅、光刻胶和光掩模板等领域市场份额处于全球前三水平，其中半导体硅市场份额长期居全球第 1 位置，据 SEMI, 2022 年公司半导体光刻胶全球份额约 18%，居全球第 3。

图表35：信越化工电子材料业务产品矩阵



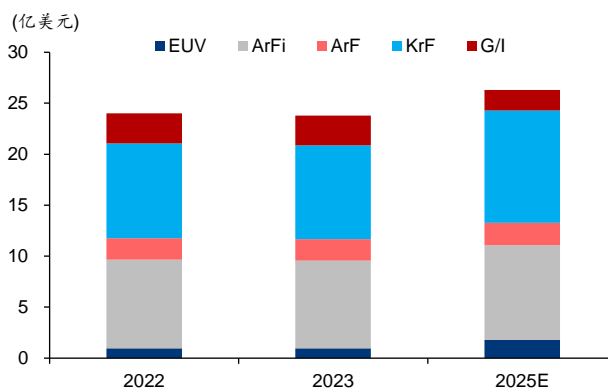
资料来源：公司年报，华泰研究

图表36：信越化工光刻胶销售额占比处于全球前列（2022年）



资料来源：SEMI，华泰研究

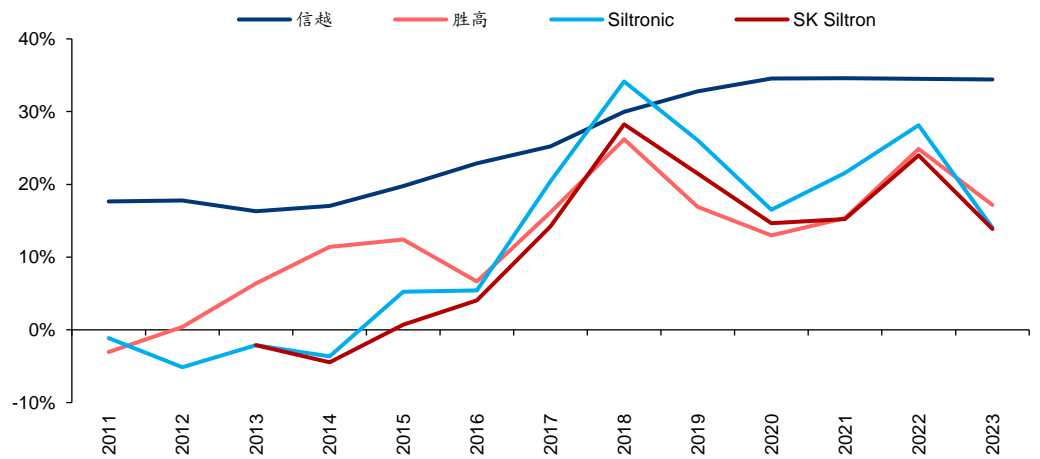
图表37：全球光刻胶细分领域市场规模及预测



资料来源：TECHCET，华泰研究

同时，公司通过在澳大利亚建立硅土和金属硅材料基地，实现原材料的长期稳定供应等方式，完成半导体硅材料产业链的深度一体化布局，与同行业半导体业务为主要的可比公司相比，公司电子材料业务营业利润率整体处于相对领先的位置。

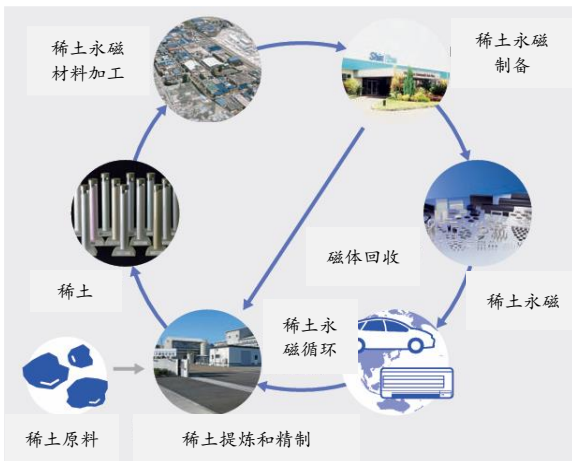
图表38：信越化工及可比公司半导体业务营业利润率对比



注：信越按照半导体硅和电子材料业务综合利润率计；可比公司均采用公司整体营业利润率；均为财年数据
资料来源：Bloomberg，华泰研究

除电子材料外，近年来公司在功能性材料方面亦积极布局，公司是全球少有的具备稀土原料加工和提炼，以及稀土永磁生产和循环回收等一体化布局的企业，也是全球第二大纤维素及衍生物生产企业，近年来功能性材料板块亦为公司贡献可观的盈利。

图表39：信越化工稀土材料循环生产示意图



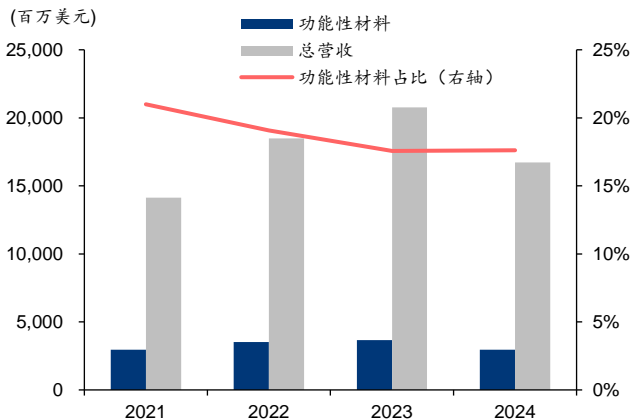
资料来源：公司年报，华泰研究

图表40：信越化工纤维素及衍生物产品矩阵示意图



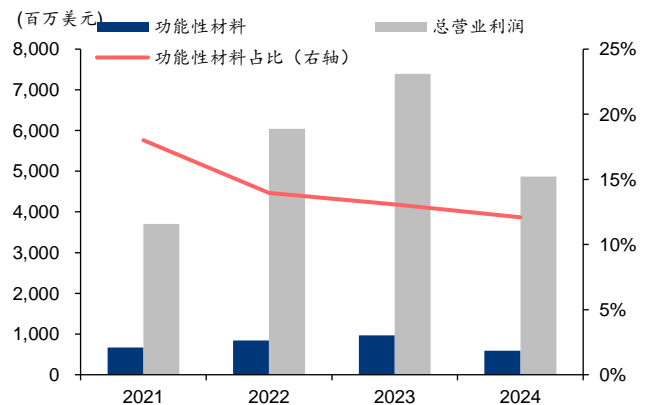
资料来源：公司网站，华泰研究

图表41：信越化工功能性材料营收及占比



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表42：信越化工功能性材料营业利润及占比



资料来源：Bloomberg，华泰研究

全球化复盘：日本化工企业成功典范，三大驱动力助推

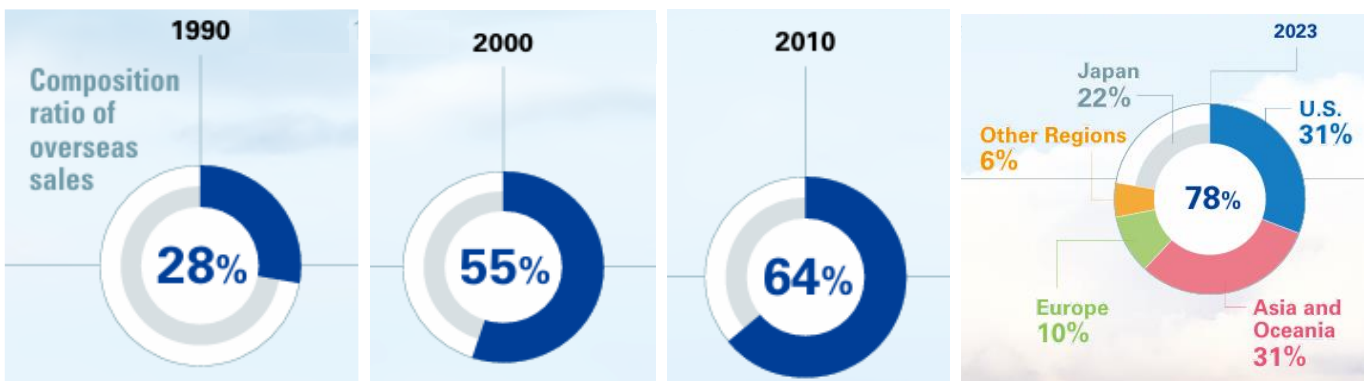
从历史复盘来看，信越化工在全球化业务布局方面取得的成功亦是公司实现穿越周期成长的重要驱动力之一。据公司年报，除日本本土外，截至 2024 财年公司海外 17 个国家拥有 67 个生产基地，分布于美国、欧洲（匈牙利、荷兰、德国等）、亚洲（韩国、中国、越南、马来西亚、印度）等。2023 年（2024 财年）公司海外业务收入贡献占比达到 78%，较 1990/2000/2010 年分别提升 50/23/14pct，其中 2023 年收入结构中，美国/亚太/欧洲/日本/其他地区占比分别约 31%/31%/10%/22%/6%。

图表43：信越化工 2010s 部分海外业务布局



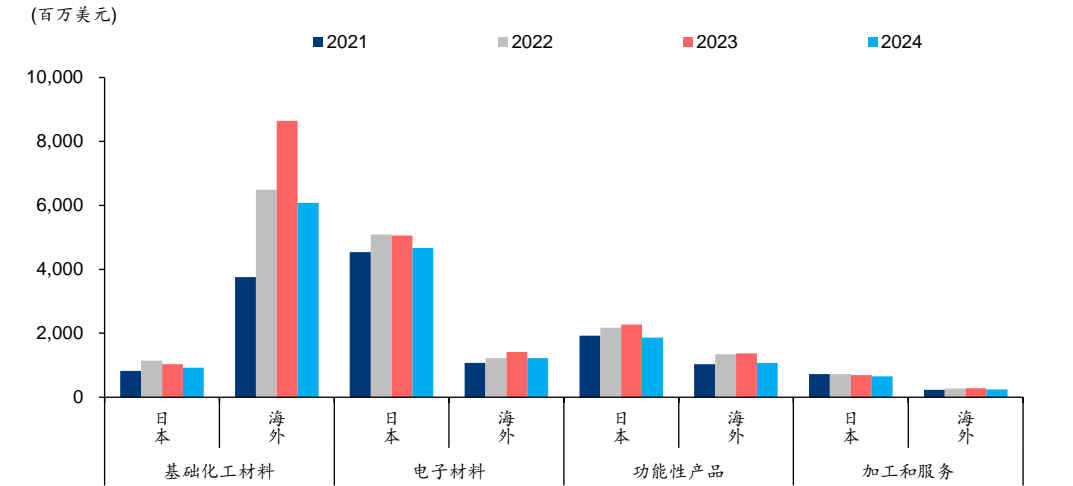
资料来源：公司年报，华泰研究

图表44：信越化工海外销售占比变化



资料来源：公司年报，华泰研究

图表45：信越化工分业务板块海内外销售额情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

参考华泰研究 2024 年 7 月 30 日发布的研报《化工：四大因素助推，从出口到出海》，我们认为驱动化工企业全球化的动力主要有四个方面：1) 利用海外优质资源；2) 应对贸易摩擦；3) 开拓海外市场；4) 规避国内政策审批限制。复盘信越全球化历史来看，其全球化驱动因素与此四方面基本重合，尤其是利用海外优质资源、绕开贸易壁垒和开拓海外市场。

利用优质海外资源，保障供应稳定性并助力降本

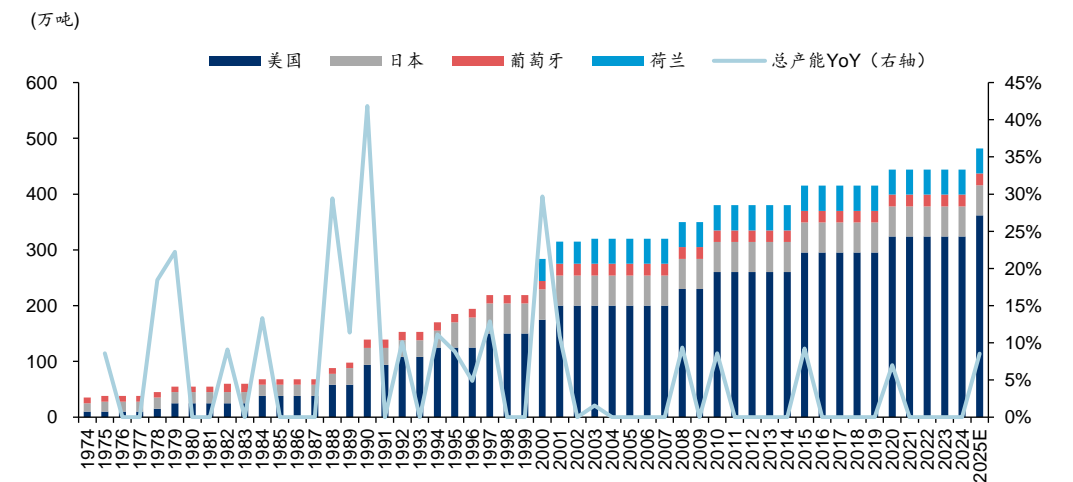
由于日本在资源禀赋方面的劣势，日本企业出海获取上游资源、保障原料供应成为较难避免的出路之一。以信越 PVC 产品为例，虽然信越是日本最早生产 PVC 的企业之一，也是目前日本最大的 PVC 企业，但公司目前主要的 PVC 产能集中在海外，且以美国为主，据公司年报，截至 2024 财年公司 PVC 总产能约 444 万吨，其中美国 324 万吨，日本 54 万吨，葡萄牙 21 万吨，荷兰 45 万吨，公司早在 2001 年便成为美国当地最大的 PVC 厂商，且公司近 20 年 PVC 产能扩张亦集中在美国。

图表46：信越早期 PVC 技术输出情况

年份	国家/生产企业	建设产能 (万吨)	年份	国家/生产基地	建设产能 (万吨)
1970 年	信越日本	20 万吨	1978 年	匈牙利	15 万吨
1974 年	美国信越	15 万吨	1979 年	波兰	20 万吨
1975 年	Tenneco 公司	20 万吨	1980 年	法国 Shell 公司	15 万吨
1976 年	Firestone 公司	10 万吨			

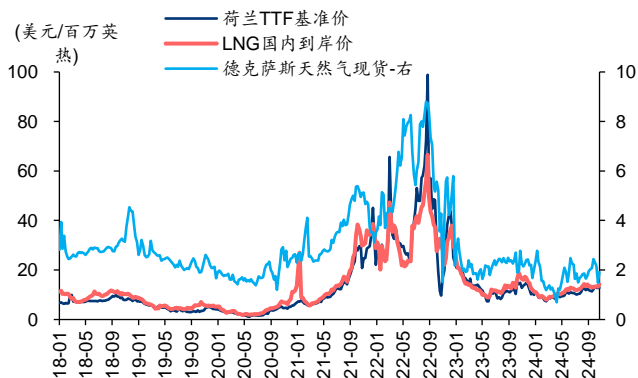
资料来源：公司官网，华泰研究

图表47：信越 PVC 产能扩张历史



资料来源：公司年报，华泰研究

图表53：美国天然气价格处于全球洼地



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表54：美国乙烷价格与天然气走势关联度高



资料来源：Bloomberg，华泰研究

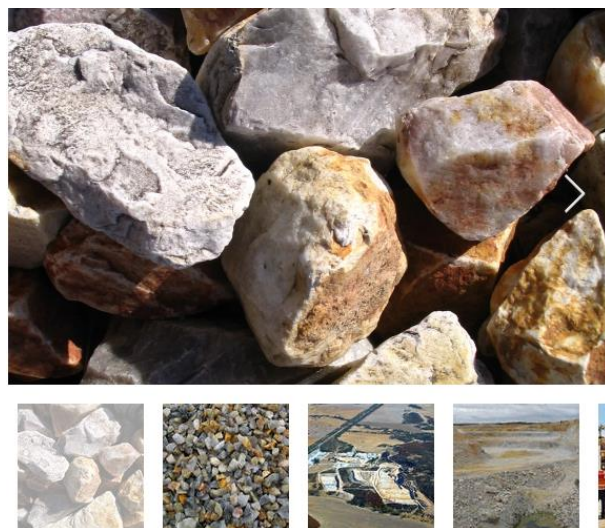
硅资源方面，信越在澳大利亚拥有子公司 Simcoa Operations Pty. Ltd.，可为公司长期供应稳定的金属硅等原材料，据 Simcoa 官网，公司是全球最大的硅冶炼工厂之一，也是澳大利亚唯一的硅制造公司，其硅生产于 1989 年 12 月开始，目前每年能够稳定生产超过 5.2 万吨高纯度硅和 1.3 万吨硅粉材料。另一方面，Simcoa 在澳洲拥有全资子公司 Simcoa Mines Pty Ltd.，其在澳洲拥有全资的石英矿资源，主要位于西澳大利亚州的 Moora，可充分满足硅加工过程的各种型号石英供应需求。

图表55：信越澳洲工厂 Simcoa 可保障公司硅原料的稳定供应



资料来源：公司年报，华泰研究

图表56：Simcoa 在澳洲拥有石英矿资源

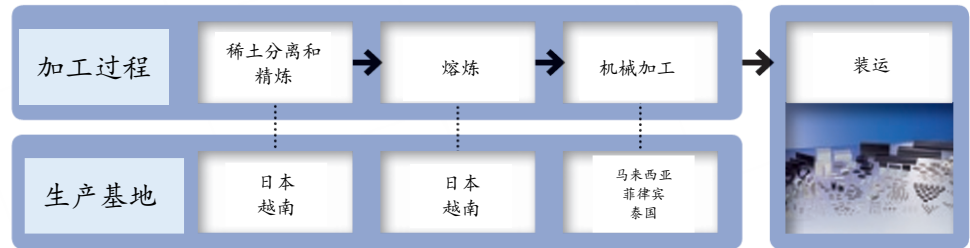


资料来源：Simcoa 官网，华泰研究

稀土资源方面，信越在中国、越南、马来西亚、泰国和菲律宾均设有稀土原料和永磁材料的加工和生产基地，2013 年公司在越南和中国的稀土原料基地建成投产。公司是少数具备钕、钐和铈等稀土和稀土永磁材料生产能力的企业，产品纯度可达 99.9999%，同时形成了稀土加工-永磁体生产-稀土材料循环的完整流程。据 USGS，2021 年中国和越南分别居全球稀土资源储量第 1 和第 2 的位置，占全球比重约 35%和 17%，而中国是全球稀土产量最多的国家，2021 年全球占比约 60%。

图表57： 信越全球主要的稀土生产和加工基地分布

信越稀土永磁加工和多基地布局

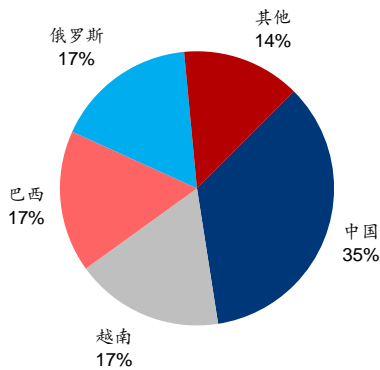


信越在亚洲的主要基地投资布局



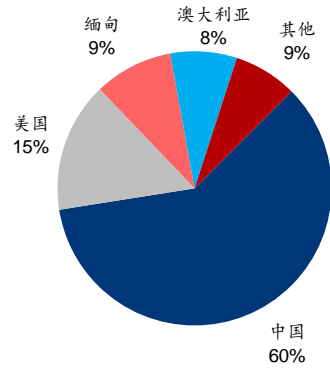
资料来源：公司官网，华泰研究

图表58： 全球稀土储量前五国家（2021年，总储量约1.2亿吨）



资料来源：USGS，华泰研究

图表59： 全球稀土产量前五国家（2021年，总产量约28万吨）



资料来源：USGS，华泰研究

图表60： 信越出海获取资源情况汇总

业务	海外主要基地	获取资源	获取方式	配套程度
PVC	美国	原盐 天然气（乙烷）	美国当地供应	基本自主生产 部分配套（50万吨乙烯），未来仍计划扩张
半导体硅	澳大利亚	硅矿和金属硅	子公司 Simcoa	供应 5.2 万吨/年高纯度硅和 1.3 万吨/年硅粉
稀土材料	中国、越南	稀土资源	设立加工基地	-

资料来源：公司官网，公司年报，华泰研究

贸易摩擦背景下，半导体材料出海开启新篇章

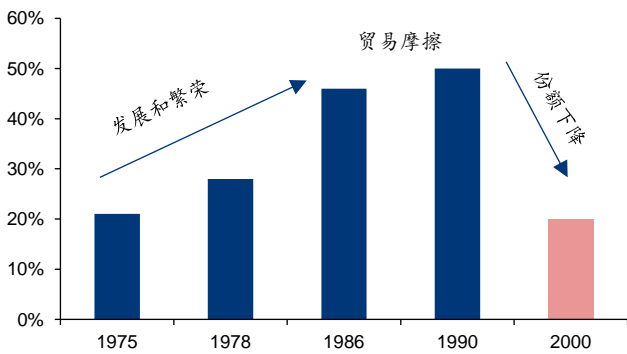
1950-1980s，在日本政府支持、美国帮扶等环境下，日本半导体快速崛起并繁荣发展，日本一度超越美国成为全球最大半导体生产国。1980-1990s 美国和日本半导体摩擦加剧，1982年美国商务部启动调查日本芯片商的倾销，要求日本公开VLSI技术研究一千多项专利等，1986年签订为期5年的《日美半导体保证协定》，1991年日美达成《第二次半导体协议》，由于美国对日本半导体产业的制裁，1990-2000年日本半导体占全球份额显著下滑。2000s 以来伴随电子信息时代的到来，韩国和中国台湾以及中国大陆等半导体产业崛起，日本半导体产业虽然在材料等领域仍保持领先优势，但整体进入相对缓慢的发展阶段。

图表61：日本半导体产业发展以及与美国贸易摩擦简要历史梳理

<p>1950-1960s 起步和发展阶段</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 1950s，萌芽阶段，日本政府颁布“外国投资法”，对技术性产业进行引导鼓励 · 1953年，盛田昭夫赴美谈判获得晶体管专利，1954年“东京通信工业”和“神户工业”开始生产晶体管 · 1950s，日本政府实行关税壁垒及贸易保护政策。对国外产品提高准入壁垒，要求外企与日本企业合作以引进技术，提高进口产品关税，促进本土半导体产业发展 · 1950s，政府出面，日本龙头企业合作进行VLSI项目，促进半导体走向自主研发道路
<p>1960-1970s 快速发展和繁荣</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 1960年，日本晶体管年产量突破1亿个，连续第二年超过晶体管技术发源地美国 · 1960s，美国采取全面公开专利的技术输出政策，同时还向日本传授晶体管生产中的窍门 · 1971年，VLSI成功制造出高水准DRAM制造设备，日本半导体迅速抢占世界市场，1981年彻底扭转与美国长期贸易逆差，成为DRAM第一供应国 · 1972年-1976年，政府对半导体产业实施政府补贴。松下、东芝、日本电气、日立、三菱、索尼等迅速崛起，1975年日本半导体产值达12.8亿美元，占全球的21%，成为全球第二大半导体生产国
<p>1980-1990s 日美半导体摩擦</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 1987年，日本生产DRAM在全球份额达到80%。1990年，日本半导体企业全球前10名中占6席 · 1978年《财富》发表《美国硅谷的日本人间谍》；1983年《商务周刊》发表《芯片（半导体）战争：日本的威胁》；1982年美国商务部调查日本芯片商的倾销，要求日本公开VLSI技术研究一千多项专利，全面废除日本半导体关税等 · 1985年，美国半导体产业协会(SIA)就日本电子产品倾销提起301起诉 · 1986年初日美签订为期5年的《日美半导体保证协定》，包括：日本扩大外国半导体企业进入日本市场的机会；为事先防范倾销行为，日本政府要监控向美国以及第三国出口半导体的价格等 · 1987-1988年，美国“半导体材料技术联盟”（Sematech）运作，其宗旨是解决美国半导体企业共同的制造技术课题（如研发紫外光刻用的光掩模、光刻胶，以及半导体器件的结构、测试、制造等方面的先进技术），以恢复半导体产业竞争力 · 1991年日美达成《第二次半导体协议》，明确规定美国半导体产品在日本国内的份额从10%提升至20%
<p>2000s- 半导体产业转移等</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 日本半导体企业一方面为了降低生产成本，将生产据点转移到新兴工业国家，但在晶圆片制造技术和生产等方面，优势主义的半导体至今仍然是日本出口的一大支柱，也是日本企业海外投资的一大主力

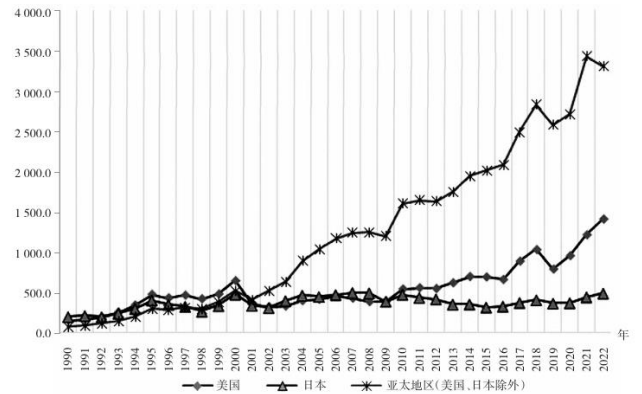
资料来源：《日本半导体产业发展与日美半导体贸易摩擦》（冯昭奎，日本研究·2018年第3期），华泰研究

图表62：日本全球半导体市场销售份额占比变化（1975-2000年）



资料来源：《日本半导体产业发展与日美半导体贸易摩擦》（冯昭奎，日本研究·2018年第3期），华泰研究

图表63：日本、美国和亚太地区半导体全球销售额走势



资料来源：《最后的赌注：“失去的三十年”与日本半导体产业的“复活”战略》（刘轩，现代日本经济，2024年第1期），WSTS，华泰研究

虽然自日美贸易摩擦以来，日本半导体产业发展较为缓慢，但以信越为代表的半导体材料企业仍处于行业领先地位，一方面得益于企业技术实力和供应稳定性等优势，另一方面，信越等企业全球化布局也一定程度上降低了贸易摩擦带来的冲击。从公司半导体硅业务全球化历史来看，公司早在1970s便开始在马来西亚、美国和英国等国家设立工厂，同时在1990s先后在马来西亚扩张产能和在中国台湾建立工厂，叠加2000s伴随公司300mm硅片技术突破和量产供应，公司在硅材料业务的全球领先优势得以长期保持。

图表64：信越半导体硅业务发展及全球化布局简要历史梳理

<p>· 信越Handotai成立</p>	<p>· 海外扩张（马来西亚、美国和英国）</p> <p>· 建立日本Shirakawa工厂</p>	<p>· 马来西亚产能扩张</p> <p>· 在中国台湾建厂</p>	<p>· 300mm硅片量产</p> <p>· 在日本和美国扩张产能</p>
<p>1950s-1960s</p> <p>· 日本经济快速发展</p>	<p>1970s</p> <p>· 海湾战争</p>	<p>1980s</p> <p>· 广场协议，日本经济泡沫（平成经济繁荣）</p>	<p>1990s</p> <p>· 泡沫崩溃及电子信息发展</p>
<p>2000s</p> <p>· IT泡沫</p> <p>· 2008年全球金融危机</p>			

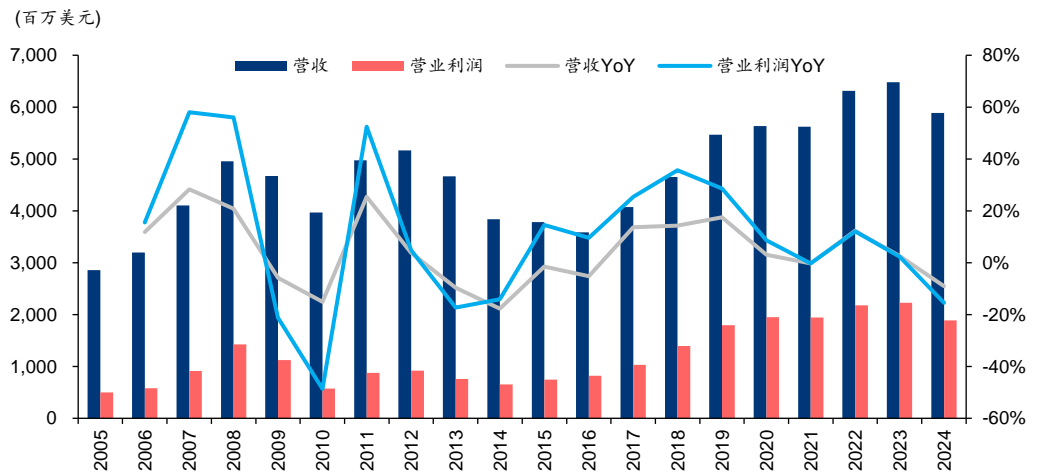
资料来源：公司年报，华泰研究

图表65：信越半导体硅全球主要基地布局



资料来源：公司年报，华泰研究

图表66：信越半导体相关业务历史营收增长情况



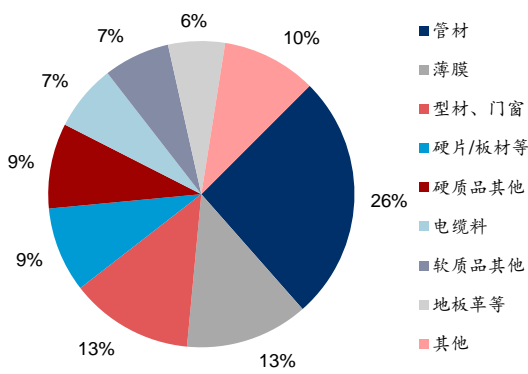
注：05-09 财年为电子材料业务；10-20 财年为半导体硅、电子和功能材料业务合计；21-24 财年为电子材料业务
资料来源：Bloomberg，华泰研究

贴近终端消费领域，不断开拓海外客户

PVC：日本本土消纳有限，依托美国相对稳健的需求

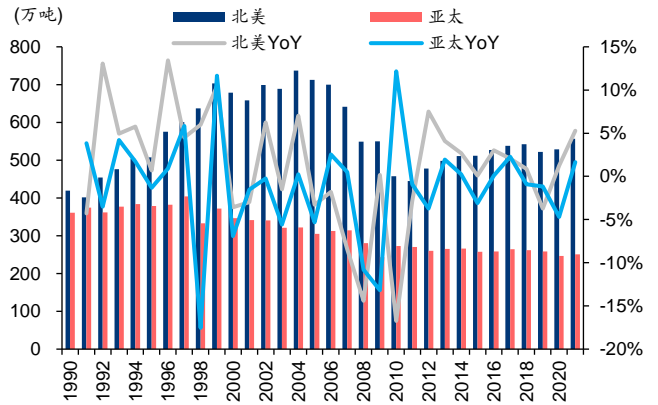
PVC 下游主要用于管材、薄膜、型材和门窗等，终端与地产关联度较高。据 Bloomberg，2010-2021 年北美地区 PVC 消费量整体呈现小幅波动增长的趋势，而东亚地区(不含中国)消费量整体呈现负增长，我们认为，相较于日本而言，美国相对稳定的地产领域需求对 PVC 需求增长仍有带动作用，公司美国 PVC 业务亦由此而受益。

图表67：2023年国内PVC下游消费结构



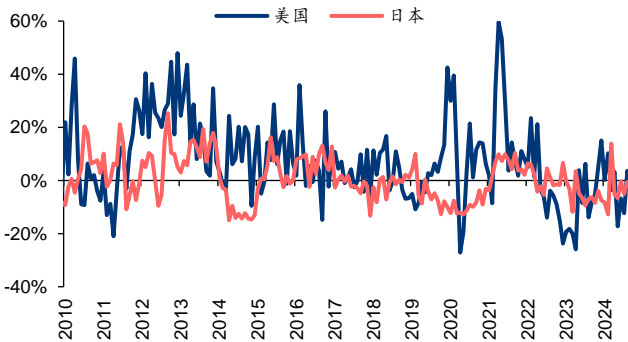
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表68：北美、东亚地区（不含中国）PVC消费量及增速对比



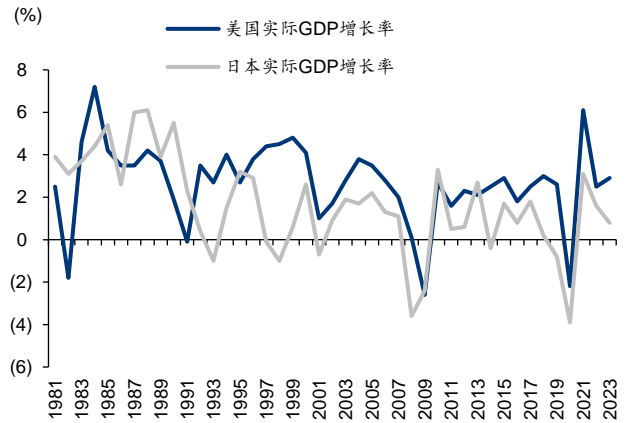
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表69：日本和美国新屋月度开工同比数据走势



资料来源：Wind，华泰研究

图表70：日本和美国GDP实际增速对比

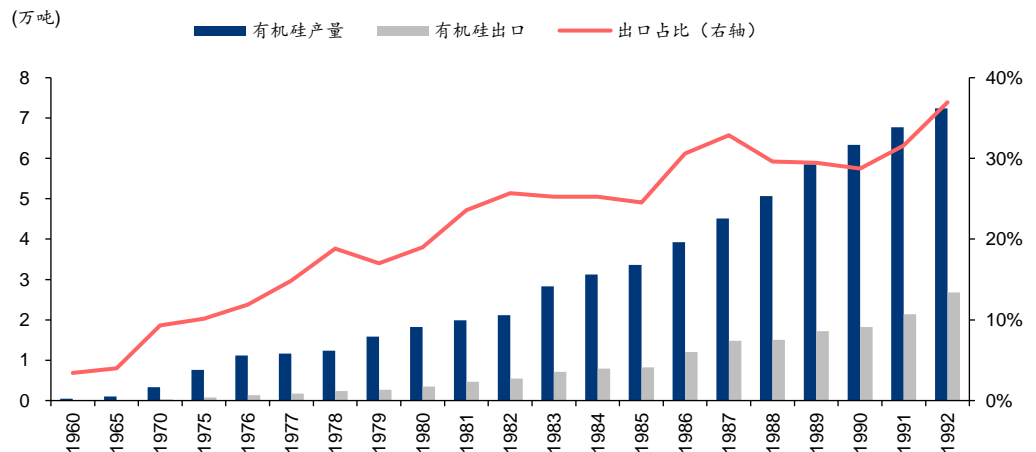


资料来源：Wind，华泰研究

有机硅：由出口到全球化布局，受益于全球人均有机硅消费量的提升

由于日本有机硅行业发展较早，以信越为代表的头部企业早在1950年代即完成有机硅产品的工业化，日本在1990年代即成为全球有机硅主要的输出国家，据《日本有机硅化学工业的变迁及其发展动向（一）》（倪宏志，有机硅材料及应用，1994年），1992年日本有机硅出口量占产量的比重已接近40%。

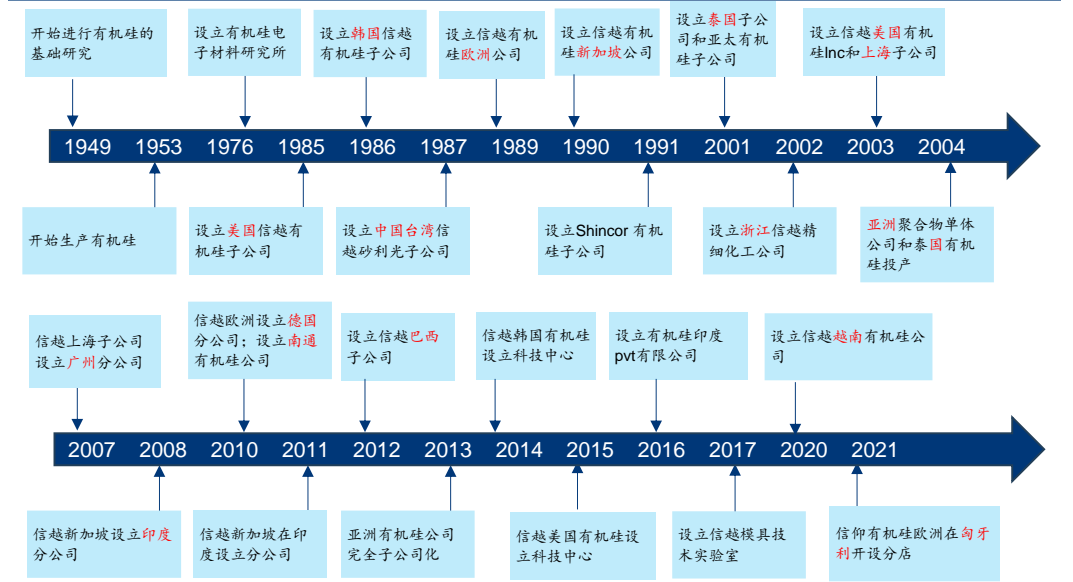
图表71：1992年日本有机硅出口量已占产量比重接近40%



资料来源：《日本有机硅化学工业的变迁及其发展动向（一）》（倪宏志，有机硅材料及应用，1994年），华泰研究

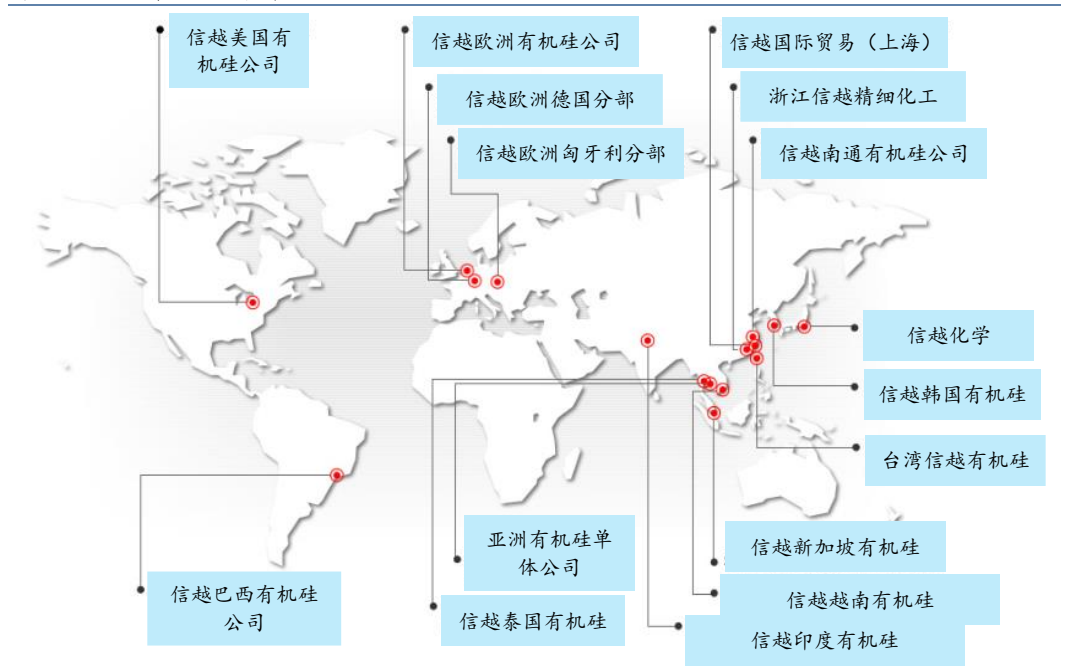
在产业链自主化、本土消纳能力有限而海外需求持续增长等背景下，信越自 1980s 即开始有机硅业务的全球化布局，先后在美国、韩国、中国台湾、欧洲、新加坡、泰国和中国等国家（地区）建立工厂、研发基地或贸易中心，据公司年报，目前公司有机硅业务在日本拥有 3 个生产基地、2 个研发基地和 4 个贸易中心，而在海外已拥有 10 个生产基地、3 个研发基地和 12 个贸易中心。

图表72：信越有机硅业务发展及全球化布局简要历史梳理



资料来源：公司年报，华泰研究

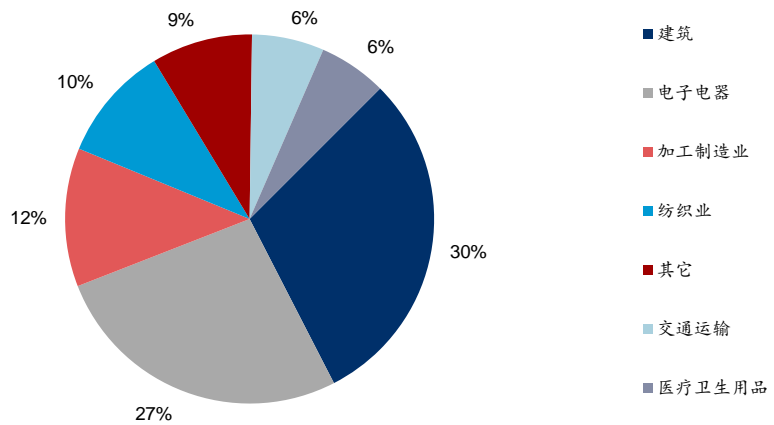
图表73：信越有机硅主要生产基地



资料来源：公司年报，华泰研究

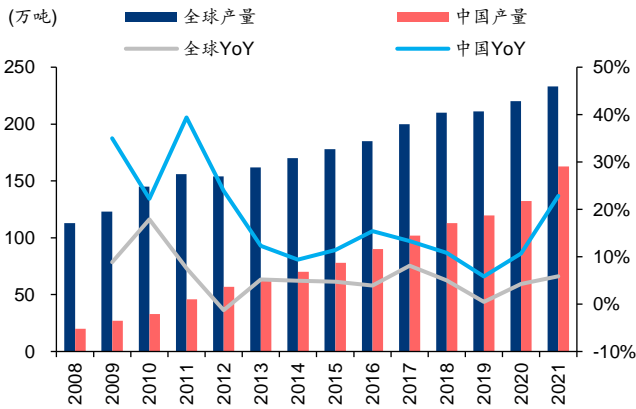
由于有机硅产品具有优异的隔热、保温、粘结、消泡和电绝缘等性能，其下游应用包括建筑、电子电器、加工制造业、纺织等诸多领域，近年来全球有机硅消费量仍在持续增长，据 SAGSI，2021 年全球/中国聚硅氧烷产量分别约 233 万吨和 163 万吨，12-21 年 CAGR 分别达到 4.1%和 13.5%，尤其以中国为代表的新兴市场的有机硅消费量增长显著，新兴市场人均有机硅消费量整体低于欧美等发达国家，而信越有机硅通过全球化布局，充分受益于下游市场的增长驱动。

图表74：中国有机硅下游消费结构（2023年）



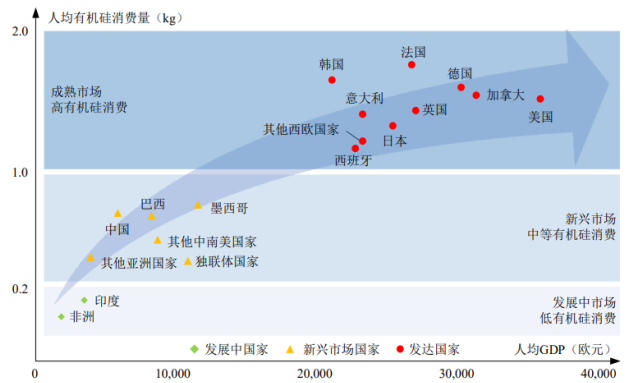
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表75：2008-2021年全球和中国有机硅产量及增速



资料来源：SAGSI，华泰研究

图表76：全球主要国家和地区有机硅人家消费量水平



资料来源：东岳硅材招股说明书，华泰研究

虽然出海较早以及早期相对良性的国际环境给信越全球化布局提供了发展机遇，但从公司出海历程来看，也曾面临考验，但公司通过追求技术和成本领先等，最终克服困难，得以持续保持竞争力。例如：1990-2000s 半导体行业技术变革下，日本不少半导体企业丧失竞争力，而公司专注于材料类半导体业务，并通过上游一体化延伸建立了充分的成本优势；2000s 以来，有机硅业务面临中国企业崛起等冲击，公司通过加大对下游深加工产品的研发，通过差异化和功能化产品取得竞争优势。

启示：专注于技术和成本领先，积极出海助力长期成长

总结信越化工的成长过程和全球化历史来看，我们认为可总结为三个方面：1) 专注技术和研发，确保公司长期保持产品竞争力；2) 依靠出海获取低成本资源并确保供应链稳定性，不断完善产业链一体化配套并扩张产能规模，助力公司成本持续领先于竞争对手；3) 在产品端面临国际贸易摩擦、日本本土需求增长有限等情境下，公司通过积极出海应对贸易摩擦，并获得增量市场，由此驱动公司长期成长。

我们认为，近年来国内部分龙头化工企业依托国内煤炭/电力等能源供应稳定性、产业链一体化配套、规模化、专业劳动力和研发投入等优势，在细分领域技术和成本亦逐步实现全球领先，依托全球竞争优势未来市场份额有望持续增长，推荐万华化学、卫星化学。另一方面，伴随国内化工品全球市占率的不断增长，出口亚非拉及海外业务布局逐渐成为中国化工的重要增长引擎，部分轮胎、塑料制品等企业亦成为国内成功出海的典型代表，推荐森麒麟、赛轮轮胎、金发科技。

图表77：推荐公司与信越出海（海外业务）布局情况对照

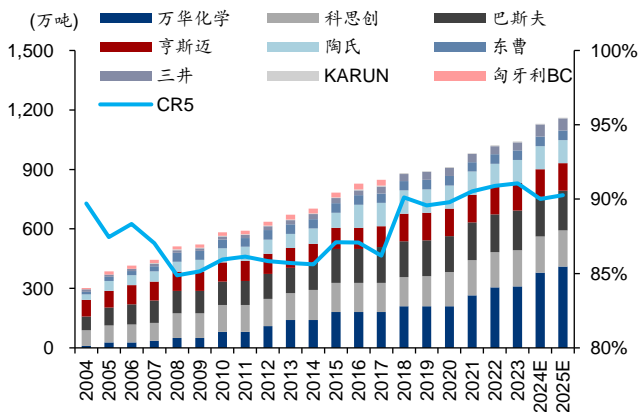
企业	主营产品	23年海外收入占比	主要出海业务	主要海外基地	海外业务优势	海外业务劣势
万华化学	聚氨酯、石化产品、新材料	46%	聚氨酯	匈牙利	开拓欧洲客户	成本竞争力较国内偏低
卫星化学	C2/C3产业链	5%	采购美国乙烷	-	获取低成本原料	贸易摩擦风险
森麒麟	轮胎	87%	轮胎	泰国、摩洛哥、西班牙	应对贸易摩擦	产业链配套可提升
赛轮轮胎	轮胎	74%	轮胎	越南、柬埔寨、墨西哥、印尼	应对贸易摩擦	产业链配套可提升
金发科技	改性塑料、石化产品、医疗业务	17%	改性塑料	印度、美国、欧洲、越南等	拓展欧美、东南亚客户	产业链配套和成本竞争力可提升
信越	PVC、硅材料等	78%	PVC、有机硅、半导体材料、稀土等	美国、欧洲、亚洲等17个国家（地区）	获取海外资源、应对贸易摩擦、贴近终端客户	有机硅等传统业务面临中国企业冲击

资料来源：Wind，各公司年报，华泰研究

国内细分领域龙头企业在技术、成本和一体化等方面竞争力凸显

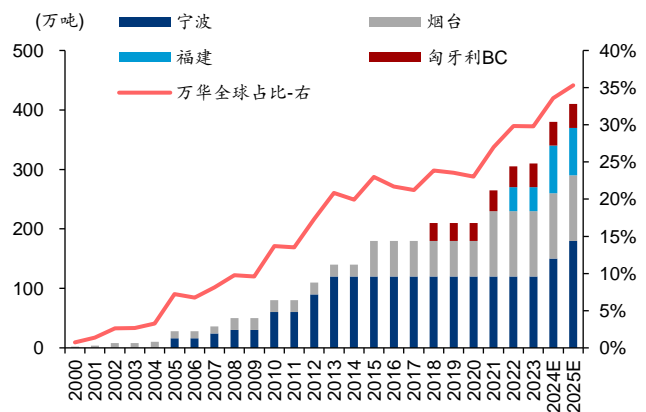
万华化学依托 MDI 技术的自主突破，以及氯碱、石化等产业链一体化配套的完善，不仅产能规模处于全球领先地位，且在全球范围内具备成本竞争优势，参考华泰研究 2023 年 2 月 20 日发布的研报《聚氨酯行业龙头，迈入新成长周期》的测算，公司主要生产地宁波和烟台的 MDI 生产成本均领先于同行企业。

图表78：全球 MDI 企业产能及产能集中度情况



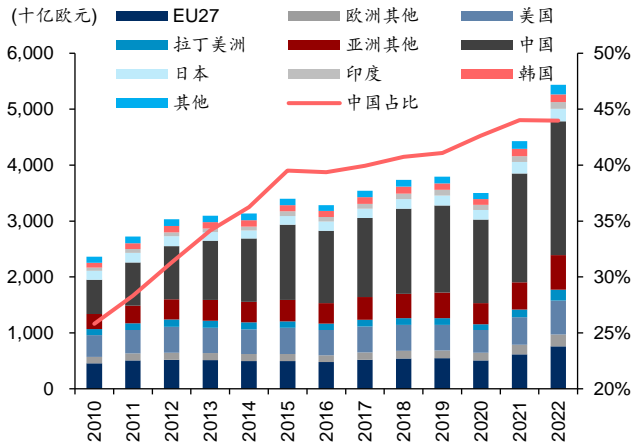
资料来源：天天化工网，华泰研究预测

图表79：万华化学 MDI 产能增长情况



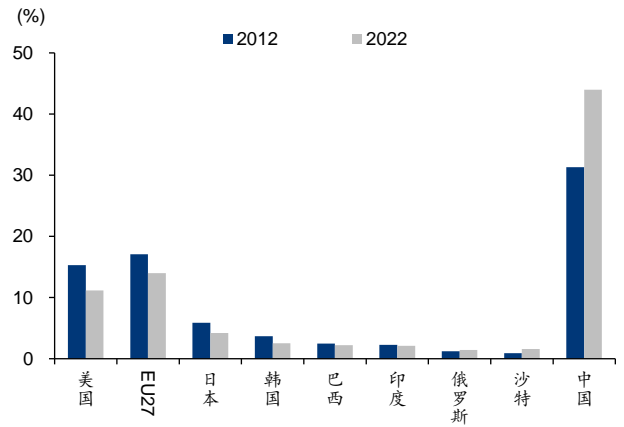
资料来源：天天化工网，隆众资讯，公司公告，华泰研究预测

图表82：中国化工品销售额占全球比重持续提升（10-22年）



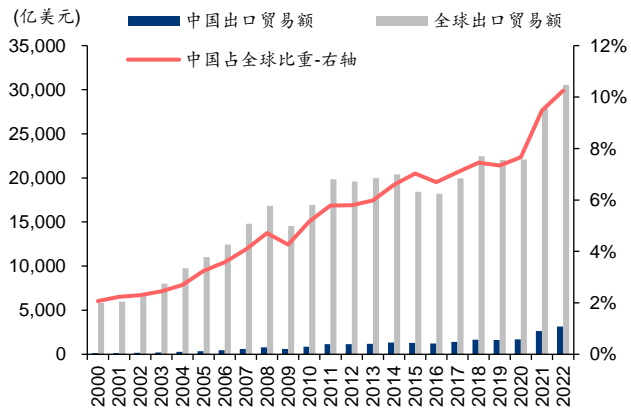
资料来源：CEFIC，华泰研究

图表83：12-22年全球主要国家和地区化工品销售额全球占比变化



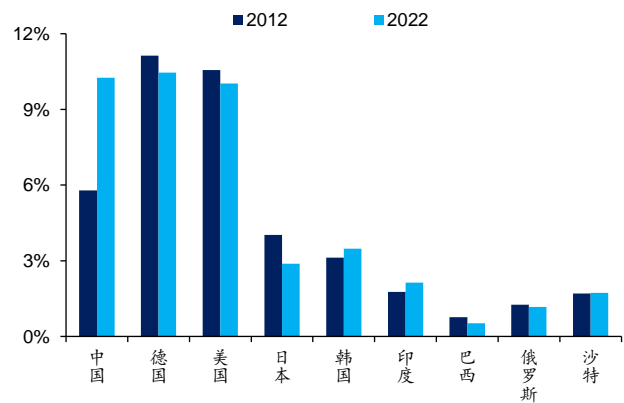
资料来源：CEFIC，华泰研究

图表84：中国化工品全球出口贸易额及占比持续提升（00-22年）



资料来源：WTO，华泰研究

图表85：主要国家和地区化工品出口贸易额全球占比变化（00-22年）

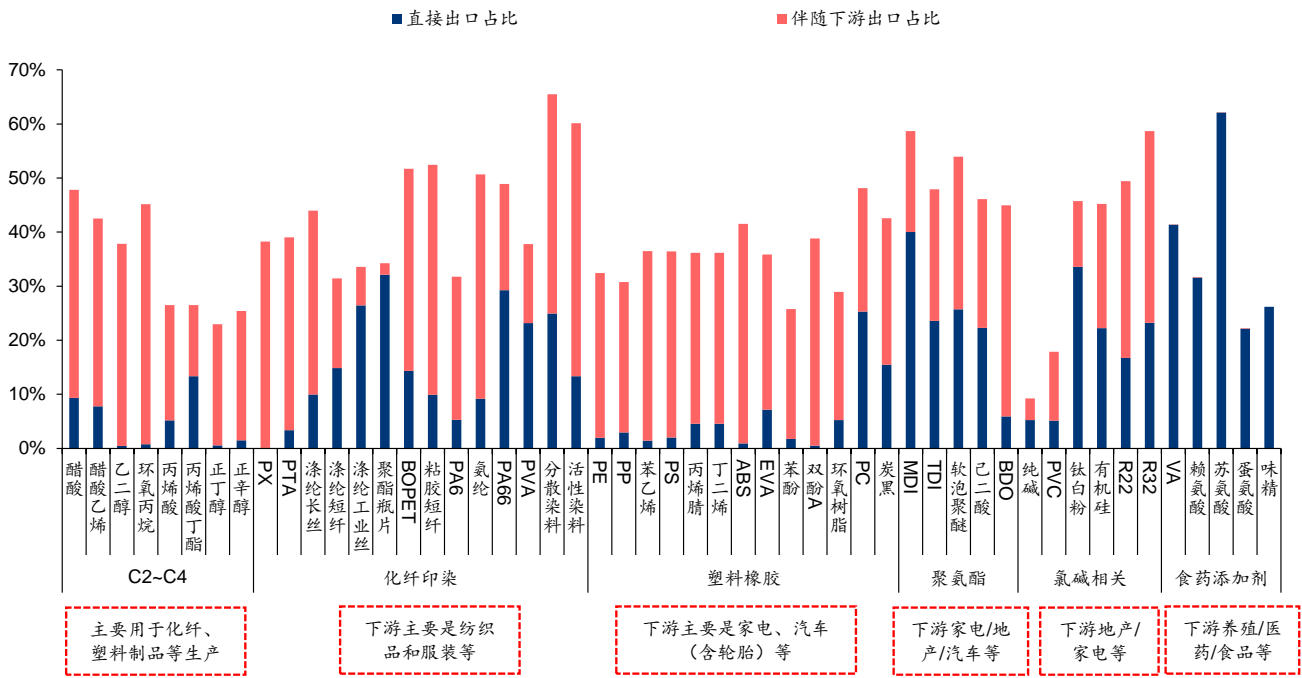


资料来源：WTO，华泰研究

出口：直接出口/伴随下游出口并行，聚氨酯/钛白粉/氨基酸等优势产品开启全球替代

国内化工品一方面通过直接出口不断提升海外份额，另一方面亦可伴随下游制品出口至海外。参考华泰化工团队2023年7月16日发布的研报《出口需求或成为本轮化工复苏的基础》的测算，18-22年国内代表性化工品直接出口量占比多数介于0%~20%，而考虑下游出口后，多数代表性化工产品出口敞口将高于直接出口20-30pct。参考华泰化工团队2024年11月4日发布的研报《出口亚非拉成为化工品重要增长引擎》，国内出口显著增长的产品（如PE/PP/ABS/PC、涤纶/锦纶、聚合MDI/TDI/钛白粉、赖/苏氨酸等），近年来亚非拉等地区系主要出口增长贡献来源，国内聚氨酯/钛白粉/氨基酸等化工品依托性价比优势，在新兴市场逐步开启全球替代进程。

图表86：代表性化工品的直接出口占比以及伴随下游出口占比估算



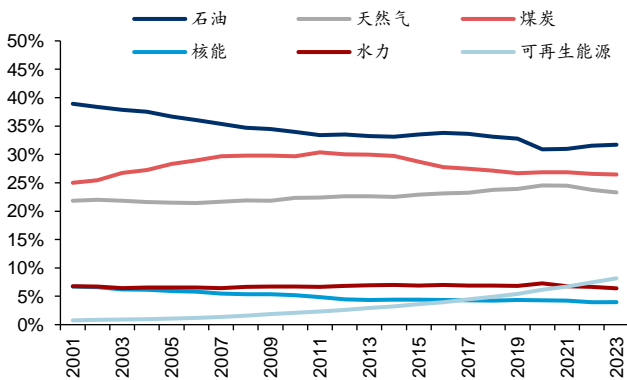
注：以上各产品出口敞口估算数据为 18-22 年均值，原始数据和报告可参考华泰研究 2023 年 7 月 16 日发布的研报《出口需求或成为本轮化工复苏的基础》
资料来源：隆众资讯，百川盈孚，海关总署，Wind，国家统计局，中国汽车工业协会，中纤网，华经产业研究院，共研网，产业在线，华泰研究估算

国内化工企业面临更为复杂的出海环境，选址成为重点观察指标

近年来，基于应对国际贸易摩擦、避开国内激烈竞争、贴近终端市场以及完善全球化布局等考量，国内部分化工企业亦积极谋求海外业务布局。但当前国内企业与信越为代表的日企在 1970s-2010s 面临的竞争环境亦有一定差异，我们认为主要包括三个方面：

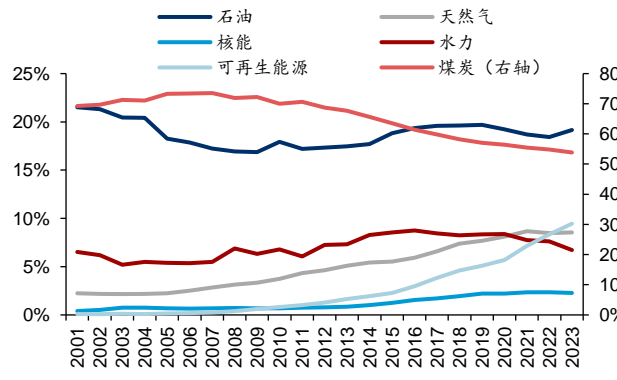
(1) 国内化工产业相关资源禀赋优势不同。日本由于资源禀赋方面的劣势，日本本土化工企业发展整体面临煤炭、石油和天然气等主要上游资源的配套压力，相较而言，国内虽然石油和天然气亦需要大量进口，但在煤炭方面具备较好的资源储备，煤化工在国内化工行业中占据重要地位，而在成本竞争压力下，国内煤化工以及煤化工下游企业通常选择布局内蒙古、新疆等煤/电成本优势显著的地区开拓业务，海外布局相对较少，而石油和天然气化工出海相对更多。

图表87：全球能源消费结构情况

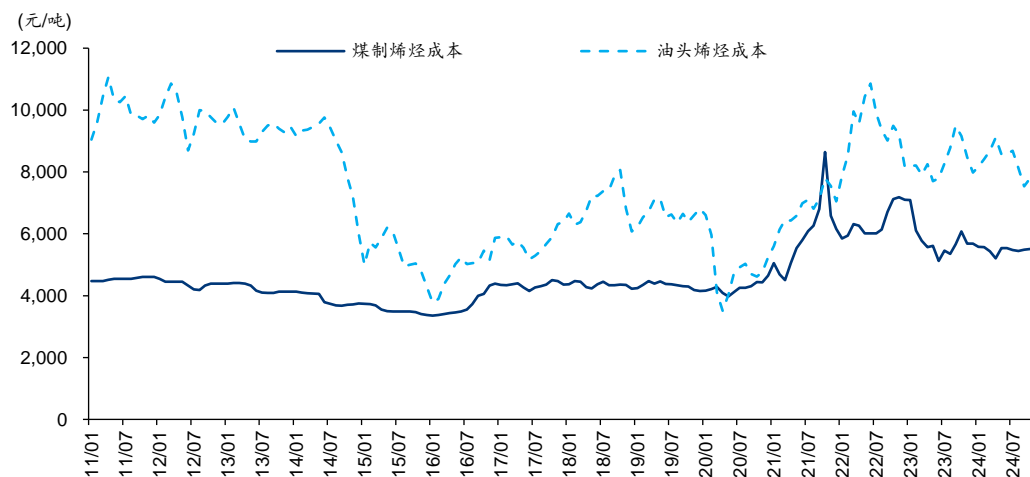


资料来源：EI，华泰研究

图表88：中国能源消费结构情况



资料来源：EI，华泰研究

图表89：煤头烯烃和油头烯烃成本对比


注：煤炭采用鄂尔多斯动力煤车板价格，油价采用布伦特油价
资料来源：百川盈孚，华泰研究

(2) 国内化工企业或面临更为严峻的贸易摩擦风险。从信越全球化历程来看，在1980s-1990s 日美贸易摩擦相对严峻的时期，其在美国本土投资和建设 PVC、半导体材料工厂等并未受到显著的约束，2000s 以来信越在新兴市场拓展有机硅业务亦较为顺利。而近年来，国际竞争环境日益复杂，国内不少行业面临欧美、印度等多个国家（地区）反倾销调查和加征关税等考验，本轮化工企业出海或面临更为严峻的贸易摩擦风险，对企业风险管理等能力提出更高要求。

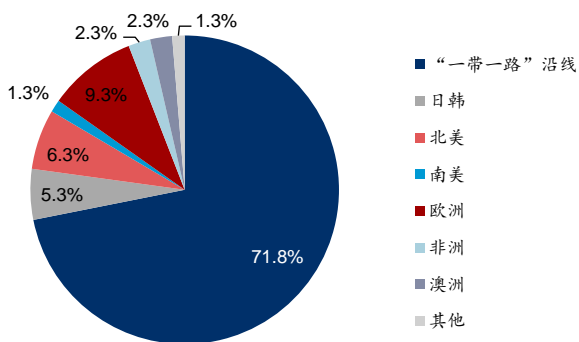
图表90：海外国家（地区）对华轮胎反倾销措施

	时间	案件名称	针对品种	具体内容
美国	2020年6月	-	半钢胎	美国商务部宣布对进口自韩国、泰国、越南和中国台湾地区的半钢胎发起反倾销立案调查并对进口自越南的半钢胎发起反补贴立案调查
欧盟	2017年8月	欧盟轮胎“双反”诉讼案	卡客车轮胎	2018年终裁定中国出口欧盟卡客车轮胎需缴纳42.73-61.76欧元/条的固定税，为期五年
	2022年5月	中国胜诉欧盟“双反”案	卡客车轮胎	中方胜诉欧盟“双反”诉讼案，欧盟暂停征收反倾销和反补贴税
巴西	2008年7月	巴西反倾销调查原审	机动小客车用轮胎	对中国机动小客车轮胎征收0.75美元/千克关税
	2013年7月	巴西反倾销调查第一次日落复审	机动小客车用轮胎	对中国机动小客车轮胎征收1.08-2.17美元/千克关税
	2019年7月	巴西反倾销调查第二次日落复审	机动小客车用轮胎	对中国机动小客车轮胎征收1.25-1.77美元/千克关税
印度	2016年5月	印度反倾销调查原审	大于16英寸的全钢胎	2017年终裁对涉案产品征收245.35-452.33美元/吨的反倾销税
	2022年9月	印度反倾销调查第一次日落复审	大于16英寸的全钢胎	对涉案产品征收452.33美元/吨的反倾销税
埃及	2014年3月	埃及反倾销调查第一次日落复审	卡客车轮胎	对涉案产品征收3.8%-60%的反倾销税

资料来源：商务部，森麒麟 IPO 募集说明书，中国橡胶工业协会，华泰研究

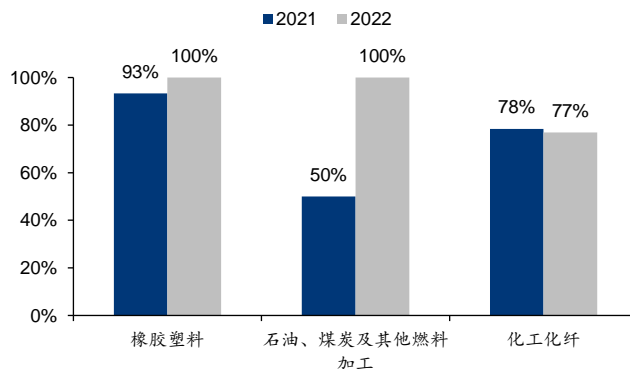
(3) 选址成为国内化工企业重点考察指标。化工企业需充分考虑当地资源禀赋、成本、市场需求、国际贸易摩擦风险等多重因素。得益于“一带一路”倡议的提出，根据《中国对外直接投资统计公报》，2021年化学原料和化学制品、橡胶和塑料、化学纤维、石油/煤炭及其他燃料加工四类行业共实现对外直接投资38.8亿美元，约占全部制造业的14.4%。伴随对外投资总量的增长，投资结构上也更倾向于向一带一路沿线倾斜，“一带一路”已成为中国对外投资的重要主线，也成为中国企业出海的重要载体。

图表91：2022年企业（准备）对外投资时优先选择的国家和地区



资料来源：《中国企业对外投资现状及意向调查报告(2022)》(中国贸促会研究院)，华泰研究

图表92：化工行业（准备）对外投资时选择一带一路沿线比例



资料来源：《中国企业对外投资现状及意向调查报告(2022)》(中国贸促会研究院)，华泰研究

部分轮胎和塑料制品企业成为国内化工企业成功出海典范

近年来，国内部分化工企业通过主动的海外业务布局，包括获取资源（如油气公司、钾肥企业）、应对贸易摩擦（如轮胎、瓶片企业）、贴近终端市场（如塑料制品、聚氨酯企业）和规避国内产能扩张限制（如炼化企业）等，其中油气、钾肥、轮胎和塑料制品等企业成为成功出海的典范。尤其轮胎企业，2021年以来受益于海外基地放量和中国轮胎依托“性价比”优势加速抢占海外份额等，业绩迎来一轮显著的上升周期。

图表93：国内主要轮胎企业海外布局情况

公司	海外基地	项目阶段	投产半钢 (万条)	投产全钢 (万条)	投产时间	在建半钢 (万条)	在建全钢 (万条)	预计投产时间
赛轮轮胎	越南	一期	300		2013年			
		二期	480		2015年			
		ACTR		265	2019年			
		全钢追加		120	2017年			
		其他(含三期)	470	80		350	60	2024-2025年
	柬埔寨	一期	900		2021年			
		全钢追加		90	2023年		75	2024年
		半钢追加				1200		2025年
	印度尼西亚	一期				300	60	2025年
	墨西哥	一期				600	165	2025年
合计			2150	555		2450	360	
玲珑轮胎	泰国	一期	200		2014年			
		二期	1000	120	2015年			
		改扩建	100	100	-			
	塞尔维亚	一期		80	2023年	1200		80半钢2025年, 全钢2024年
	合计			1300	300		1200	80
森麒麟	泰国	一期	1000		2015年			
		二期	600	200	2022年			
	摩洛哥	一期				1200		2024年
	西班牙	一期				1200		2026年
	合计			1600	200		2400	
通用股份	泰国	一期	600	100	2020年			
		二期	600	50	2025年			
	柬埔寨	一期	300	50	2023年	200	40	2024年
		二期				350	75	2025年
	合计			1500	200		550	115
浦林成山	泰国	一期	400	80	2020年			
		二期	400	120	2022年			
		三期					200	
	合计			800	200		200	
中策橡胶	泰国	一期	500		2015年			
		二期	350	210	2018年			
		三期	500	140	2021年			
	合计			1350	350			
青岛双星	越南	锦湖越南	500		-			
		扩建	300	80	2022年			
	柬埔寨	一期				700		2025年
	合计			800	80		700	
华谊集团	泰国	收购华谊香港		180	2018年			
贵州轮胎	越南	一期		120	2022年			
		二期		90	2023年		5	2024年
		三期				600		2025年
	合计				210		600	5
合计			9500	2275		8100	560	

注：华谊泰国轮胎类型为载重胎

资料来源：各公司公告，中国化工报，轮胎世界网，华泰研究

塑料方面，在汽车、机电等中游制造业出海背景下，叠加企业获取增量市场的动力，我国塑料企业正逐步从单纯贸易型出口转向在海外建立研发或生产基地。通过海外建厂企业得以贴近主要消费地区，既有利于节省运输成本，同时可以增加响应速度及供应稳定性，以更好满足生产企业需求。根据雅式橡塑网2024年问卷调查显示，对于海外企业供货商选择方面，40.93%-47.66%的生产商愿意优先考虑就近供货商，希望原有配套供货商在海外建厂。如金发科技自2013年先后建立了印度金发、美国金发、欧洲金发、马来西亚金发等海外子公司，选址与塑料主要消费地区高度一致。

图表94：塑料行业海外建厂不完全统计

企业名称	海外基地	设立/收购时间	产能 (万吨/年)	备注
金发科技	印度金发	2013年5月	13.5	2013年收购, 现为印度最大改性新材料生产基地
	美国金发	2015年2月	1.2	2022年销售额6500万美元
	马来西亚金发	2015年8月	4.5	-
	欧洲金发	2016年1月	3.5	主要服务于德国、法国、意大利、土耳其和俄罗斯等国家和地区
普利特	越南金发	-	-	6万吨在建, 预计2024年12月完工
	波兰、墨西哥规划中			
普利特	美国普利特	2015年	-	2015年收购美国 wellman 公司
道恩股份	道恩英德(俄罗斯)	2021年	-	2022年投产, 生产销售改性ABS和改性PP
沃特股份	越南沃特	2023年	-	2023年已进入量产阶段
会通股份	会通新材料国际(泰国)	2022年	3	2023年一期投产

注: 改性塑料行业无产能概念, 上表相关产能数据仅供参考
资料来源: 各公司公告, 东方网, 华泰研究

重点推荐公司

图表95：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
万华化学	600309 CH	买入	76.36	104.48	239,751	5.36	4.75	6.53	7.41	14.25	16.08	11.69	10.30
卫星化学	002648 CH	增持	18.23	20.35	61,410	1.42	1.61	1.85	2.30	12.84	11.32	9.85	7.93
森麒麟	002984 CH	买入	25.16	38.09	25,901	1.33	2.33	2.93	3.53	18.92	10.80	8.59	7.13
赛轮轮胎	601058 CH	买入	14.53	20.67	47,776	0.94	1.38	1.59	1.79	15.46	10.53	9.14	8.12
金发科技	600143 CH	增持	8.60	9.73	22,675	0.12	0.36	0.54	0.71	71.67	23.89	15.93	12.11

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表96：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
万华化学 (600309 CH)	<p>公司公布三季度业绩: Q3 实现收入 505 亿元, 环比+12.5%/-0.7%, 归母净利 29 亿元, 环比-29.4%/-27.3%。前三季度公司实现收入 1476 亿元, yoy+11.4%, 归母净利 111 亿元 (扣非后 109 亿元), yoy-12.7% (扣非后 yoy-12.1%)。公司业绩低于我们前瞻预期 (42 亿元), 主要是部分产品价格价差仍有承压, 叠加烟台、欧洲主要装置检修影响三季度利润下滑较大。伴随检修结束与新项目投产, 预计 25-26 仍有增长空间。维持“买入”评级。</p> <p>考虑公司三季度检修影响以及主要产品未见明显改善, 我们预测公司 24-26 年归母净利润为 149/205/233 亿元 (前值 175/206/233 亿元), 同比增速分别为 -11%/+37%/+14%, 对应 EPS 为 4.75/6.53/7.41 元。结合可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 14xPE, 考虑公司聚氨酯行业龙头地位, 给予公司 24 年 16xPE, 目标价 104.48 元, 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 下游需求不及预期; 新项目进度不及预期; 原材料价格波动。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 29 日</p> <p>点击下载全文: 万华化学(600309 CH,买入): Q3 业绩承压, 新项目有望逐步兑现</p>
卫星化学 (002648 CH)	<p>卫星化学 10 月 21 日发布三季报: Q3 实现收入 128.7 亿元, 环比+9.9%/+21.5%, 归母净利 16.4 亿元, 环比+2.1%/+58.4%。前三季度公司实现收入 322.8 亿元, yoy+0.7%, 归母净利 36.9 亿元 (扣非后 40.9 亿元), yoy+7.6% (扣非后 yoy+20.5%)。公司 Q3 业绩同环比增长, 超出我们的前瞻预期 (15.0 亿元), 主要系 Q2 集中检修后装置复产。考虑公司新项目陆续投产放量, 未来业绩有望进一步增厚, 维持“增持”评级。</p> <p>考虑 24 年下半年以来 C3/C2 产品景气复苏低于此前预期, 我们预计公司 24-26 年归母净利润 54/62/77 亿元 (前值 57/62/76 亿元), 同比增速为 +13.0%/+15.1%/+24.4%, 对应 EPS 为 1.61/1.85/2.30 元, 参考可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 10.3xPE, 考虑公司气头烯烃领域成本优势, 给予公司 25 年 11.0xPE, 目标价 20.35 元, 维持“增持”评级。</p> <p>风险提示: 新项目进展不及预期; 下游需求不及预期; 原材料价格波动。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 21 日</p> <p>点击下载全文: 卫星化学(002648 CH,增持): Q3 净利同环比增长, 长期成长性可期</p>

股票名称	最新观点
森麒麟 (002984 CH)	<p>森麒麟 10 月 18 日发布三季报: Q3 实现收入 22.30 亿元, 同环比+1.1%/+11.8%, 归母净利 6.48 亿元, 同环比+67.5%/+13.0%。前三季度公司实现收入 63.40 亿元, yoy+10.4%, 归母净利 17.26 亿元(扣非后 17.18 亿元), yoy+73.7%(扣非后 yoy+79.4%), 对应每股收益(摊薄) 1.68 元。公司 Q3 业绩同环比增长, 略低于我们的前瞻预期(7 亿元), 我们认为主要是受海运费高位影响以及人民币升值导致的汇兑损失影响。考虑公司摩洛哥工厂投产, 未来业绩有望进一步增厚, 维持“买入”评级。</p> <p>考虑公司半钢胎订单持续供不应求、三季度以来海运费有所回落, 我们预计公司 24-26 年归母净利润 23.9/30.2/36.3 亿元(前值 22.8/30.1/36.3 亿元), 同比增速为+75%/+26%/+20%, 对应 EPS 为 2.33/2.93/3.53 元, 参考可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 12xPE, 考虑未来公司海外项目贡献增量业绩, 给予公司 25 年 13xPE, 目标价 38.09 元, 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 下游需求下滑风险, 新项目投产进度不达预期风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 19 日</p> <p>点击下载全文: 森麒麟(002984 CH,买入): Q3 业绩增长, 摩洛哥项目正式投产</p>
赛轮轮胎 (601058 CH)	<p>公司公布三季度业绩: Q3 营收 84.74 亿元, 同环比+14.8%/+7.8%, 归母净利 10.92 亿元, 同环比+11.5%/-2.3%。前三季度公司实现收入 236.28 亿元, yoy+24.3%, 归母净利 32.44 亿元(扣非后 31.26 亿元), yoy+60.2%(扣非后 yoy+49.0%)。公司 Q3 业绩基本符合我们前瞻预期(10.5 亿元)。公司公布前三季度利润分配方案, 每股拟派发现金红利 0.15 元(含税)。伴随公司海外项目落地以及原材料与海运费的高位回落, 预计 25-26 年公司业绩仍有提升空间。维持“买入”评级。</p> <p>我们维持盈利预测, 预计公司 24-26 年归母净利润为 45.5/52.3/59.0 亿元, 同比增速分别为+47%/+15%/+13%, 对应 EPS 为 1.38/1.59/1.79 元。可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 9xPE 估值, 考虑公司海外布局优势与品牌力持续提升, 给予公司 25 年 13xPE, 目标价 20.67 元, 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 下游需求下滑风险, 新项目投产进度不达预期风险, 国际贸易壁垒风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 29 日</p> <p>点击下载全文: 赛轮轮胎(601058 CH,买入): Q3 业绩同比增长, 全球化持续推进</p>
金发科技 (600143 CH)	<p>公司公布三季度业绩: Q3 实现收入 171.18 亿元, 同环比+22.8%/+33.3%, 归母净利 3.03 亿元, 同环比+1886.4%/+9.8%。前三季度公司实现收入 404.65 亿元, yoy+18.0%, 归母净利 6.83 亿元(扣非后 6.35 亿元), yoy+41.0%(扣非后 yoy+84.3%)。公司三季度业绩符合我们前瞻预期(3 亿元)。预计伴随下游需求释放以及石化产品价格价差修复, 公司 25-26 年业绩仍有改善空间。维持“增持”评级。</p> <p>我们维持盈利预测, 预计公司 24-26 年归母净利润为 9.6/14.1/18.8 亿元, 同比增速分别为+203%/+47%/+33%, 对应 EPS 为 0.36/0.54/0.71 元。选取可比公司 2025 年 Wind 一致预期平均 18xPE 作为参照, 给予公司 2025 年 18xPE, 目标价 9.73 元(前值 7.56 元), 维持“增持”评级。</p> <p>风险提示: 下游需求下滑风险, 新项目投产进度不达预期风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 30 日</p> <p>点击下载全文: 金发科技(600143 CH,增持): Q3 业绩环比略增, 新材料逐步发力</p>

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

风险提示

复盘具有主观性: 由于复盘具有一定主观性, 可能会影响结论的可靠性。

化工品需求波动: 化工品的整体需求依赖宏观环境, 若未来国内地产、家电、纺服等终端需求下滑或改善不及预期, 以及海外和出口需求下滑, 化工周期品仍可能面临盈利低迷的风险。

国际贸易摩擦加剧: 化工较多子行业国内出口占比较高, 且部分化工品虽未直接出口, 但将能以制品等形式伴随下游产品销售至海外, 同时近年来国内化工企业亦逐步增加全球化布局。若海外需求出现下滑, 出口和出海产品景气和企业盈利或面临压力。

图表 97: 报告提及公司列表

公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码
巴斯夫	BASF DF	中国石化	600028 CH	万华化学	600309 CH	卫星化学	002648 CH	陶氏	DOW US
LG 化学	051590 KS	中国石油	601857 CH	埃克森美孚	XOM US	台塑	1301 TW	液化空气	-
三菱化学	4188 JP	赢创	EVK DF	沙比克	2020 TD	林德	LIN US	先正达集团	未上市
信实工业	500325 BO	东方盛虹	000301 CH	利安德	LYB US	英力士	未上市	荣盛石化	002493 CH
恒力石化	600346 CH	因多拉玛	IVL THA	雅拉	YAR OL	布拉斯克	-	壳牌	SHEL US
科思创	1COV GR	乐天	011170 KS	东丽	3402 JP	美盛	MOS US	三井住友	8316 JP
胜高	3436 JP	三井化学	4183 JP	瓦克	WCH DF	MEMC	未上市	小松	6301 JP
东芝	未上市	LG Siltron	未上市	Okmetic	未上市	环球晶圆	6488 TWO	世创电子	未上市
合盛硅业	603260 CH	埃肯	-	新安股份	600596 CH	兴发集团	600141 CH	东岳硅材	300821 CH
恒业成	未上市	三友化工	600409 CH	迈图	未上市	西湖化学	未上市	Oxy Vinyl	未上市
中泰化学	002092 CH	新疆天业	600075 CH	信发集团	未上市	青岛海湾化学	未上市	Tenneco	未上市
Firestone	未上市	赛轮轮胎	601058 CH	森麒麟	002984 CH	玲珑轮胎	601966 CH	通用股份	601500 CH
金发科技	600143 CH	沃特股份	002886 CH	华谊集团	600623 CH	中策橡胶	未上市	贵州轮胎	000589 CH
三角轮胎	601163 CH	普利特	002324 CH	道恩股份	002838 CH	青岛双星	未上市	会通股份	688219 CH

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，张雄、庄汀洲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 森麒麟（002984 CH）、赛轮轮胎（601058 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张雄、庄汀洲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 森麒麟（002984 CH）、赛轮轮胎（601058 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司