

基础化工研究框架 (2025年升级版)

分析师：陈屹

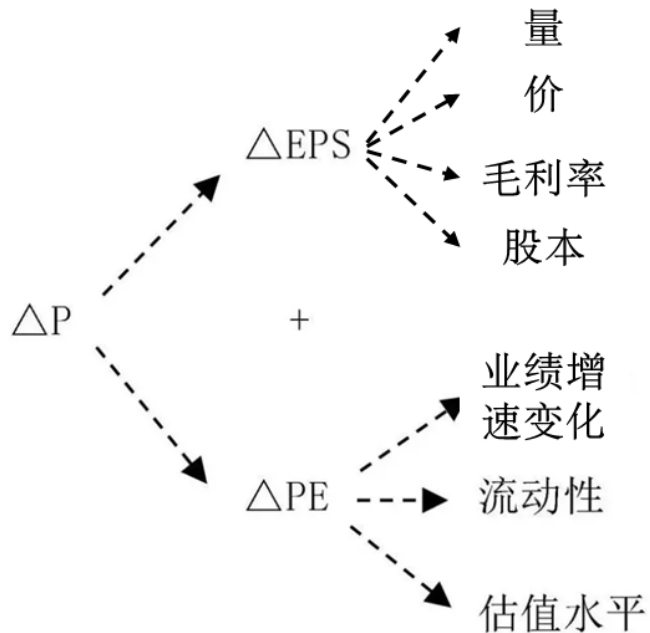
执业编号：S1130521050001

2025/3/28

- 我们研究框架的不同之处：希望能够打通研究和投资，进行全流程的框架培训
- 本次培训想要回答的问题：
 - 1、研究：怎么前瞻性地找到方向、怎么下沉到细分品种、怎么研究公司、怎么落地到跟踪体系
 - 2、研究：怎么研究人
 - 3、投资：怎么评估中枢价值，怎么判断预期的反应程度，怎么判断盈利拐点节奏及幅度、怎么决定买卖
- 2024年框架与2023年框架不同之处：颗粒度更细落地性更强，中长期研究思路补充，最新案例和思考补充

研究框架的底层依据

- $P=EPS*PE$ ， $EPS=量*价*毛利率/股本$ ，能持续带来EPS正向变化的积极因素需重点关注，尤其是能够大幅提升EPS的确定性、可测性、质量的因素。
- 什么是好的机会：盈利端不断兑现甚至超预期，能给较高估值甚至拔估值的标的。



- 清晰的定义，尤其是对于好机会的定义很重要，颗粒度越细越好；
- 不同行业特点有所不同，研究和投资侧重点也可能有所不同。基础化工特点是子行业、公司多，涉及到生活的方方面面；产业链复杂，部分子行业信息不充分等；
- 研究和投资有所不同，短中期研究的关键点未必会影响到投资；
- 后续空间和性价比才是决定买入和卖出的核心理由，勿因短期涨幅过大而错过牛股；
- 基本面是驱动股价的核心因素之一；
- 顺势而为：经济、A股、行业、公司都有它的周期，在上行期买入胜率更高；
- 生存之道源于行业本质：A股有几个特点需要关注，一是股价反应的是预期，二是投资久期和业绩久期匹配问题，三是线性外推问题，四是情绪钟摆振幅问题；

目录

01

化工行业简介

02

短中期研究框架

03

中长期研究框架

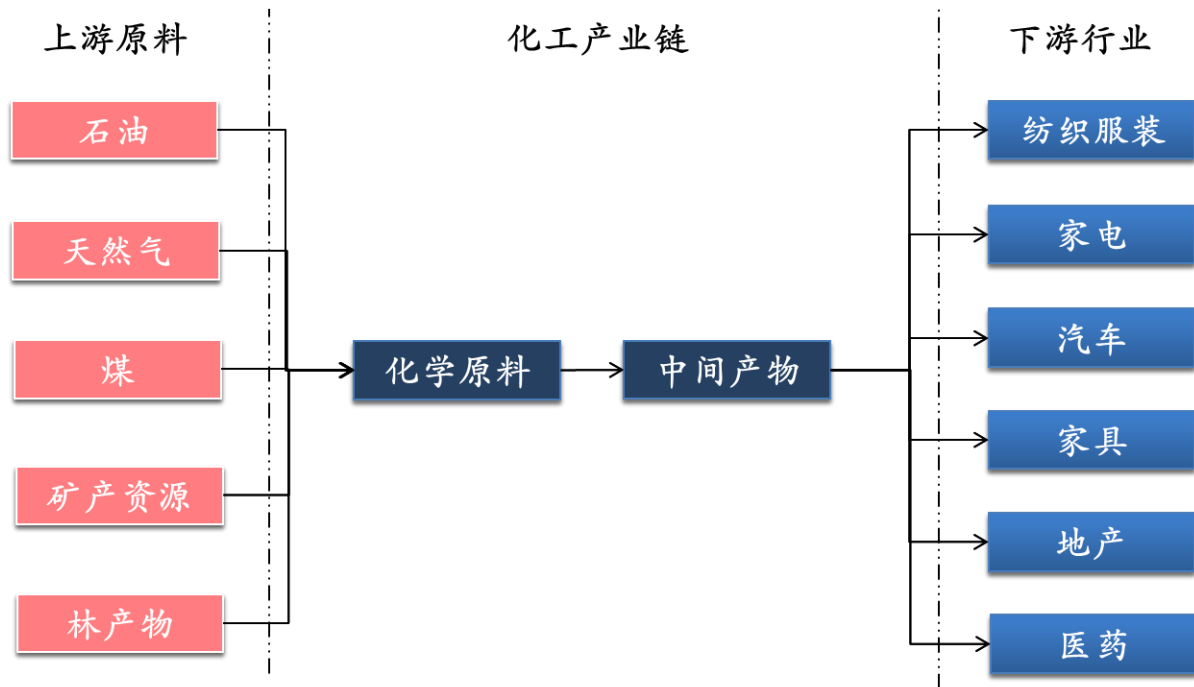
04

子行业研究框架

01 化工行业简介

国民经济中的一个环节，仅此而已

- 化工的标的以产品为主，同水泥、煤炭、医药完全一致；



行业壁垒不是我们视听蒙蔽的理由

- 研究壁垒？我们只需要了解它的用途，MDI、TDI、DMF
- 产品随处可见，只是缺乏系统的认知



MDI下游：

冰箱冰柜、集装箱、板材、鞋底原液、氨纶……



TDI下游：

软体沙发，汽车内饰……

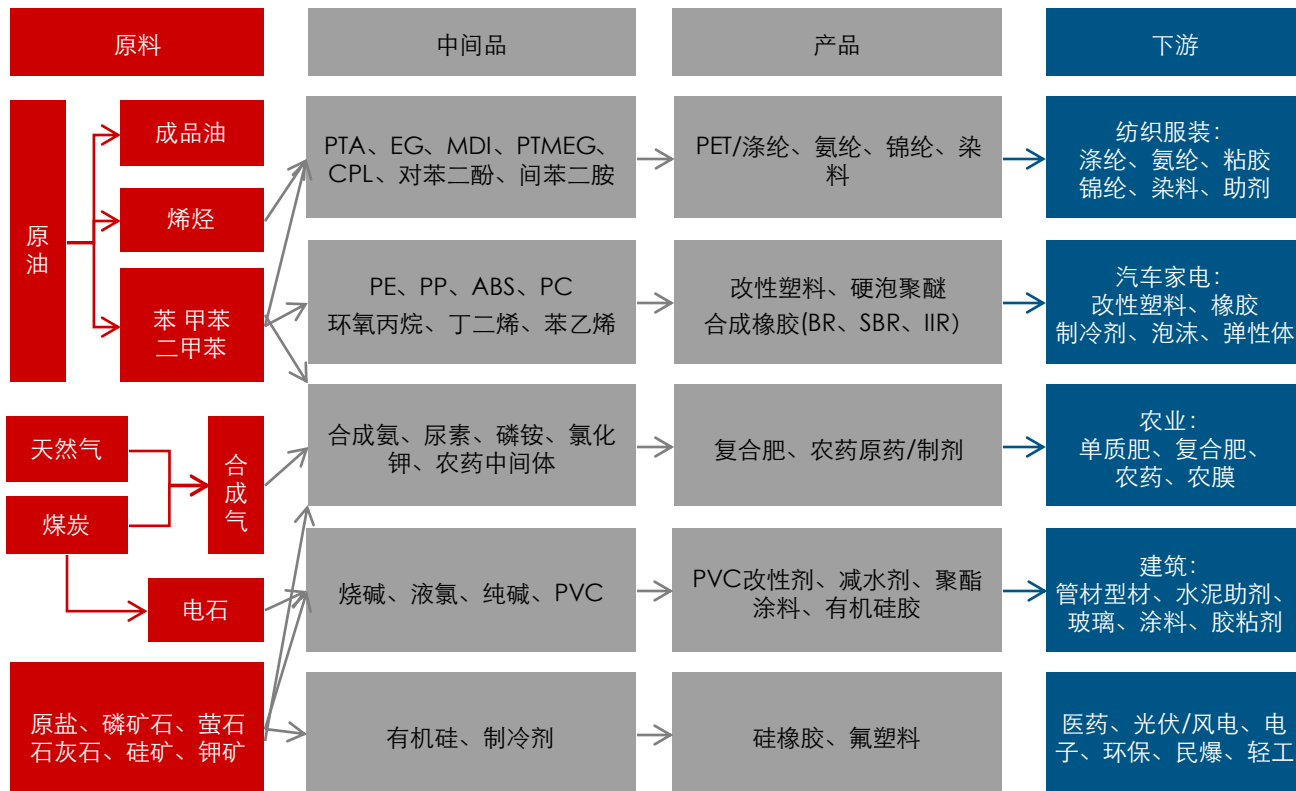


DMF下游：

皮革、鞋类和纺织品的生产、储存、运输等过程的杀菌和防霉等……

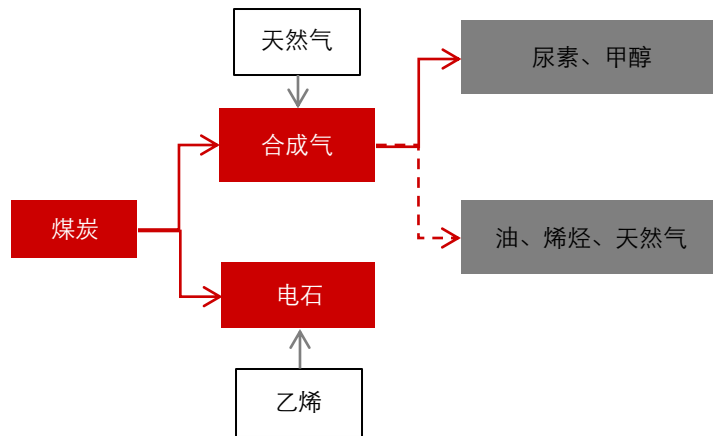
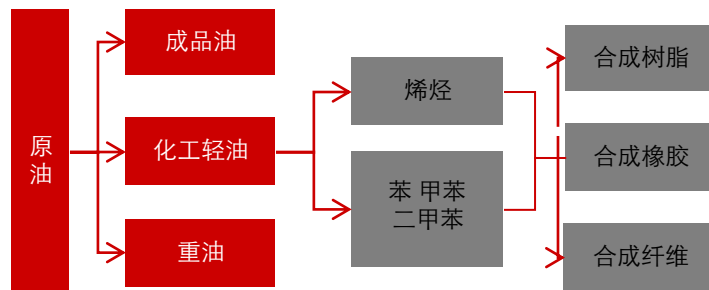
- 子行业非常多
- 产业链交错
- 公司多、且杂
- 公开信息不充分
- 分析框架基于产业链
- 盈利差异性

化工行业概览：产业链复杂、下游分布广

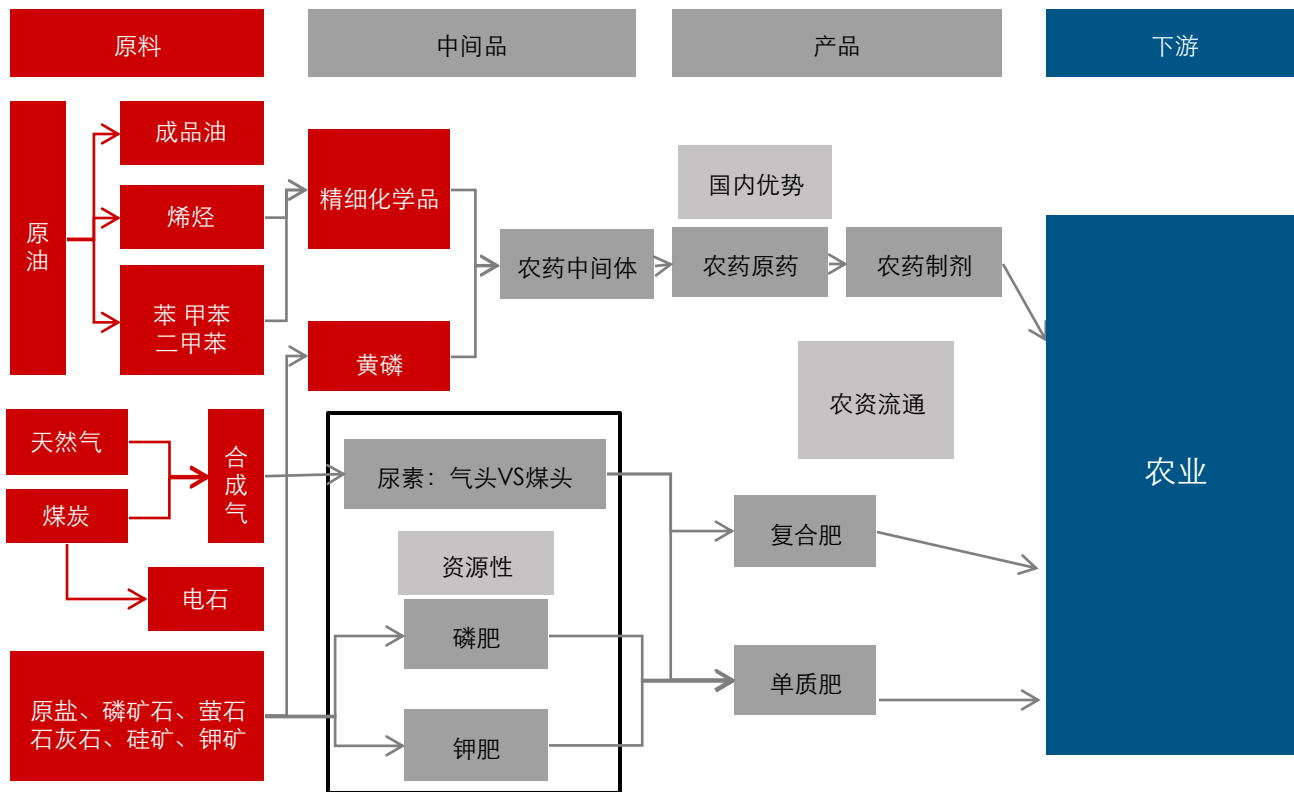


上游分析：石化一体化弱周期、煤化工是中国特色

- 上下游一体化
- 炼化化工一体化：
千万吨炼油+百万吨乙烯
- 弱周期性：管制价格、高税负、一体化、国企社会责任、盈余调节
- 中石化：采掘:加工=1:4，炼油高弹性
- 中石油：采掘加工一体化，业绩与油价相关
- 缺油富煤少气
- 成本优势
- 煤炭供需地理不匹配、运输瓶颈
- 下游向上一体化、上游向下一体化



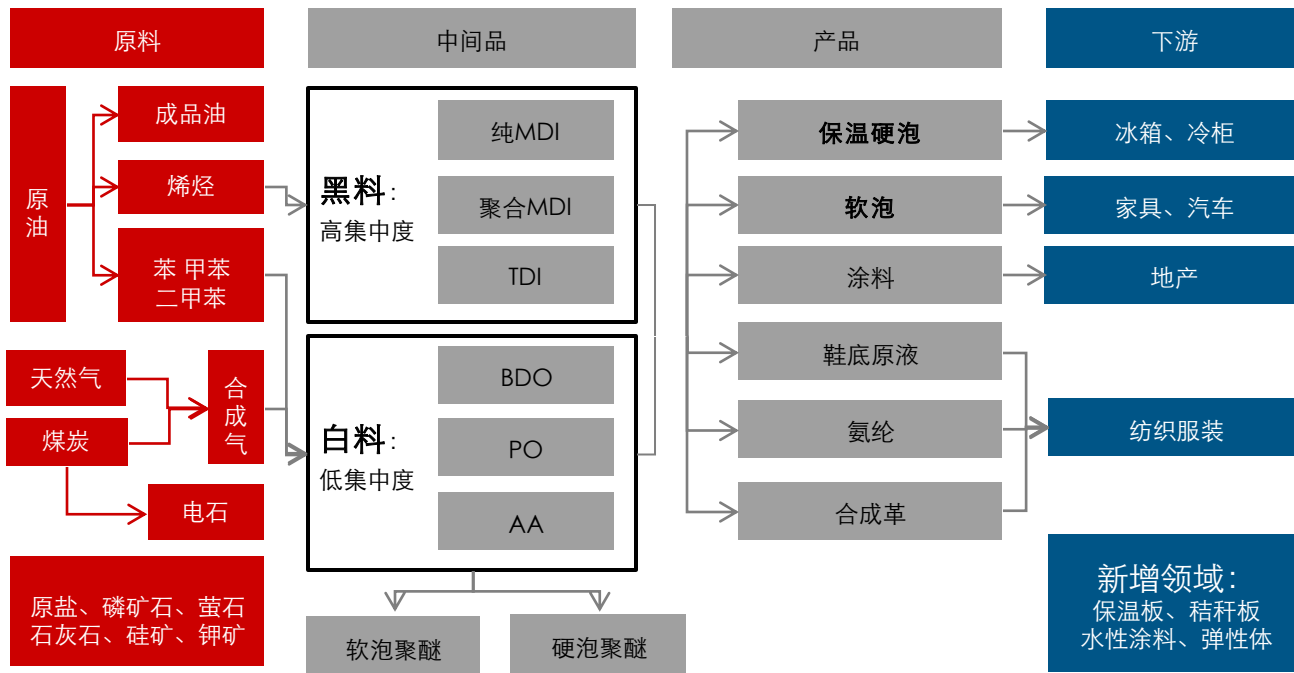
农化行业：化肥相对弱需求周期、农药高度差异化



部分农化板块重点公司

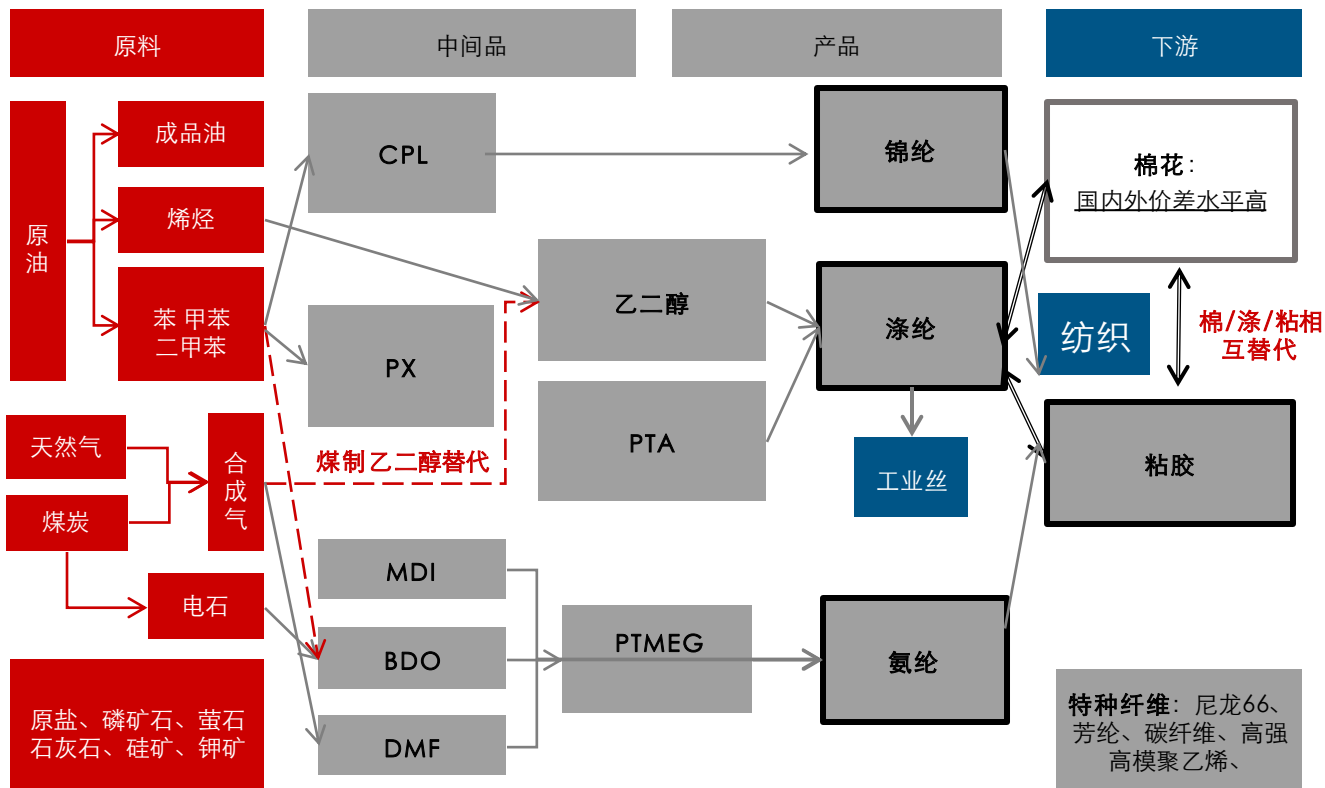
尿素	湖北宜化	资源路线扩张
	华鲁恒升	低成本煤气化为核心，多元化路线
	阳煤化工	尿素弹性最大，一体化
磷肥	兴发集团	磷矿石资源为王
	云天化	一体化优势，最大的磷肥上市公司
钾肥	盐湖股份	国内自给率低，资源垄断，公司资本开支盲目
农药	联化科技	农药中间体定制生产，公司优秀管理是核心竞争力
	扬农化工	菊酯为核心优势，国内麦草畏龙头，业绩稳健
	新安股份	草甘膦成本最低
	长青股份	高端细分龙头，业绩稳健
	利尔化学	目前国内草铵膦龙头企业
	沙隆达	整合ADAMA，农药制剂和仿制药的龙头
复合肥	史丹利	销售渠道是核心，库存影响业绩
	金正大	销售渠道是核心，库存影响业绩

聚氨酯行业：下游跨度大，黑白料平衡



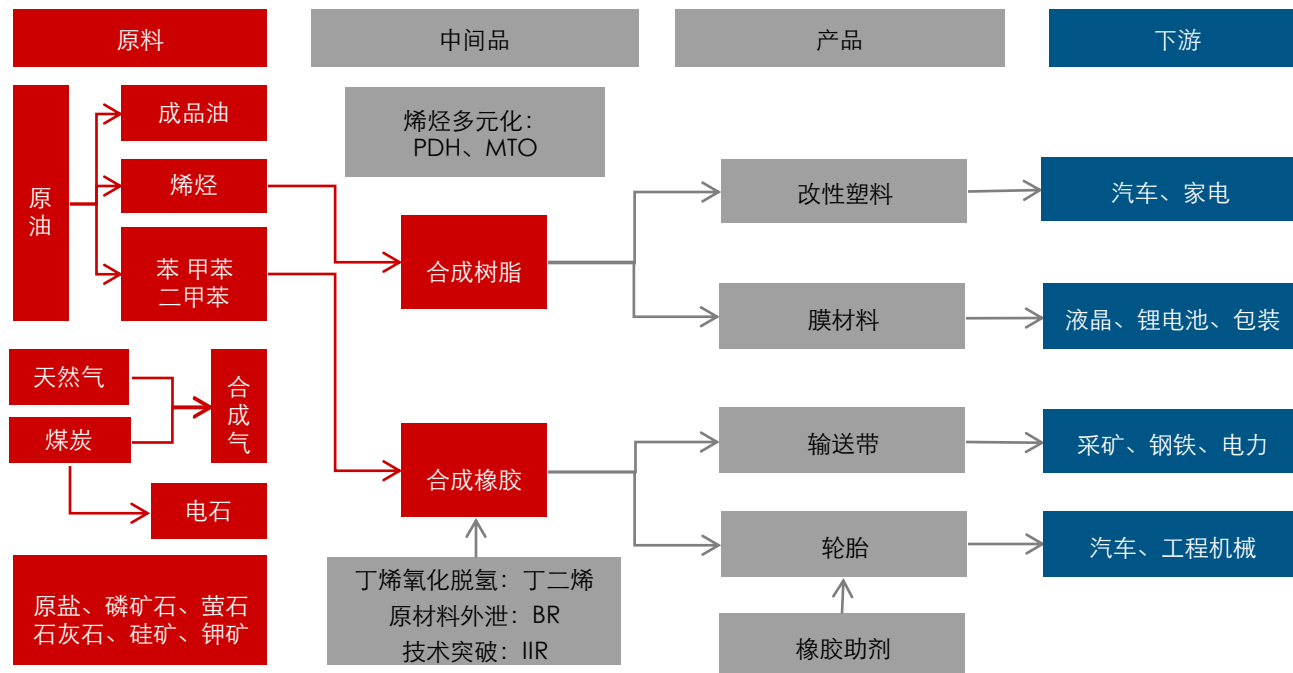
MDI	烟台万华	高壁垒、高毛利。化工白马股，白料横向一体化
TDI	沧州大化	高壁垒、低毛利、高波动性
BDO	江山化工	C3做顺酐，业绩波动性较大，国企改革预期
MEK	齐翔腾达	甲乙酮龙头，C4深加工
PO	滨化股份	氯醇法开工和成本优势
AA	华鲁恒升	低煤气化成本，但进入后导致产能过剩
硬泡聚醚	红宝丽	市占率高，转型新能源
合成革	安利股份	产品定位明确，开工率远高于同行
胶粘剂	回天新材	龙头企业之一，新产品不断开发

化纤行业：中国产出占比高，原料结构性机会



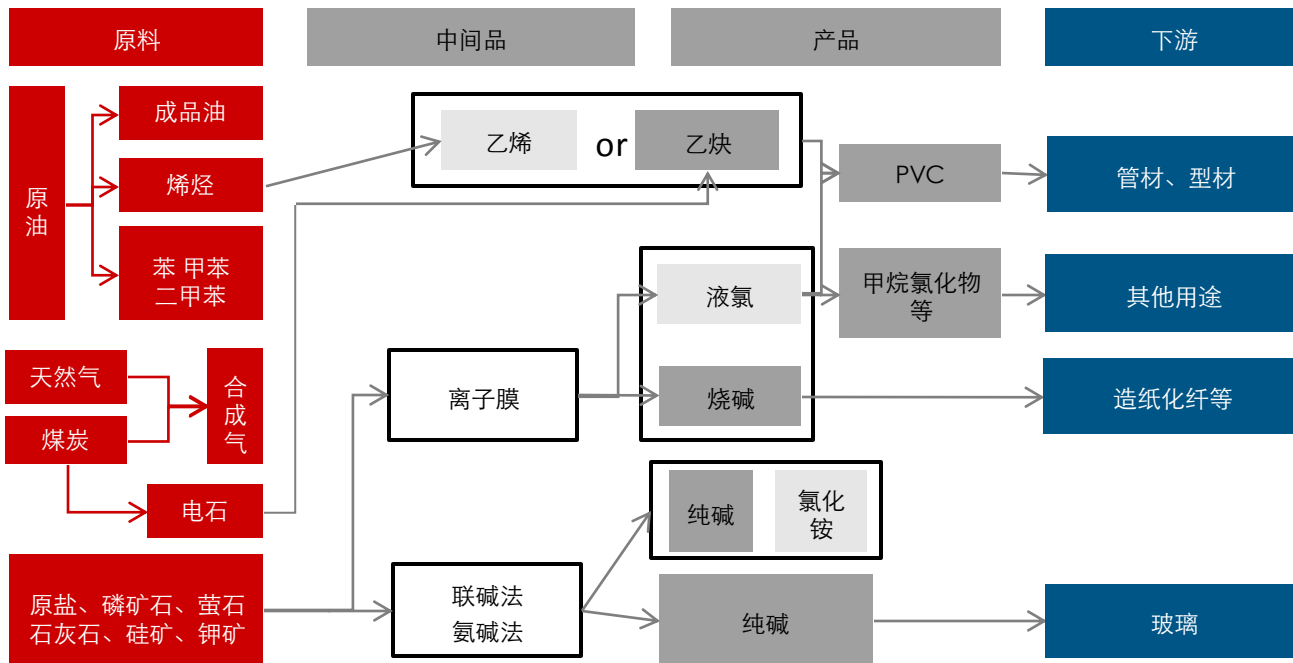
涤纶	桐昆股份	涤纶长丝成本优势，进入PTA
	恒逸石化	大PTA小涤纶，进入CPL，海外扩张
	荣盛石化	大PTA小涤纶，进入PX、炼油
	海利得	工业用涤纶开拓者
乙二醇	丹化科技	煤制乙二醇开拓者
	华鲁恒升	低煤气化成本，未来扩产煤制乙二醇
锦纶	华鼎锦纶	民用长丝，近消费市场
氨纶	泰和新材	氨纶品种丰富，国内唯一芳纶量产
	华峰氨纶	国内氨纶龙头
粘胶	三友化工	国内粘胶龙头；多元化发展
	中泰化学	PVC龙头，粘胶纺纱一体化发展
染料	浙江龙盛	行业龙头，多行业多元化
	闰土股份	行业二龙头，上下游一体化

塑料橡胶：集中在下游加工，上游开始突破



改性塑料	金发科技	改性塑料龙头，市占率仍低
	普利特	专注上汽的改性塑料，扩张阶段
膜材料	康得新	液晶用光学膜技术突破者，新材料龙头公司
	沧州明珠	进入锂电池隔膜领域
	东材科技	优秀的电工用膜公司
	浙江众成	包装用膜龙头，成本优势明显
烯烃	东华能源	规划了最大的丙烷脱氢（PDH）项目
橡胶	齐翔腾达	突破了氧化脱氢制丁二烯，进入顺丁橡胶领域
输送带	双箭股份	行业平庸，但成本端影响盈利
	永利股份	塑料传送带龙头，向分拣领域扩张
轮胎	赛轮股份	经营品牌优势，海外市场增长快
	风神股份	工程胎国内龙头，整合倍耐力
橡胶助剂	黑猫股份	国内煤焦油成本优势，公司多点布局
	阳谷华泰	国内防焦剂龙头，促进剂快速发展

两碱行业：氯碱平衡是核心



纯碱	三友化工	多元化与循环经济
	山东海化	国内纯碱龙头之一
氯碱	中泰化学	西部煤、电、电石一体化
	内蒙君正	中部煤、电、电石一体化
	新疆天业	国内PVC糊树脂
	滨化股份	氯端差异化：环氧丙烷、三氯乙烯

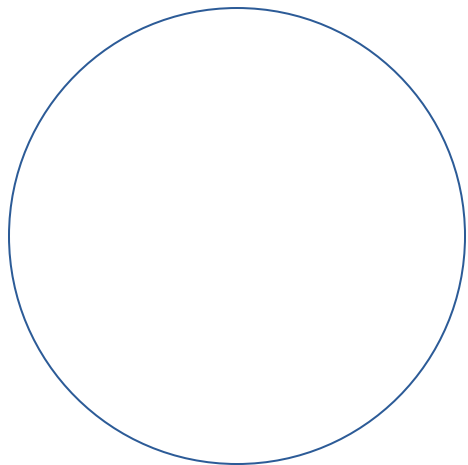
2 短中期研究框架

历史牛股——阶段性

代码	公司	市值(亿元)	阶段性涨幅(%)	起涨时间	见顶时间	主要原因
836077.BJ	吉林碳谷	55.95	2059%	2020-07-28	2021-11-25	风电带动碳纤维行业需求提升, 碳纤维国产化
603737.SH	三棵树	203.43	1479%	2019-01-03	2021-06-25	龙头企业估值提升+修复预期
000422.SZ	湖北宜化	134.03	1334%	2020-02-05	2021-10-27	公司整合+新能源带动磷化工
002810.SZ	山东赫达	38.78	1307%	2019-01-14	2021-12-31	植物胶囊+植物肉应用领域提升, 产能扩充
603260.SH	合盛硅业	521.83	1120%	2020-04-28	2021-09-14	新能源带动上游工业硅涨价
300343.SZ	联创股份	50.35	1096%	2021-01-13	2021-09-22	新能源带动PVDF行业需求提升, 带动产品价格提升
603906.SH	龙蟠科技	43.34	1090%	2020-04-28	2021-10-29	国六政策预期推动车用尿素使用量提升
002683.SZ	广东宏大	148.97	1004%	2019-01-31	2020-08-07	业绩提升+国防订单催化
603688.SH	石英股份	147.17	938%	2021-05-21	2022-08-16	新能源光伏对于石英砂需求提升
002326.SZ	永太科技	70.27	932%	2021-02-05	2021-10-25	新能源带动含氟材料需求提升
300777.SZ	中简科技	90.36	878%	2019-05-16	2021-11-23	碳纤维
000301.SZ	东方盛虹	517.00	877%	2020-02-03	2021-09-13	新能源EVA需求大幅提升, 带动产品价格上行, 业绩估值双提升
000893.SZ	亚钾国际	145.83	771%	2020-02-04	2022-04-14	化肥行情+国际局势带来的钾肥涨价
000683.SZ	远兴能源	256.31	762%	2021-01-11	2021-09-02	纯碱涨价+低成本产能投放预期
300806.SZ	斯迪克	45.33	751%	2019-11-25	2021-07-26	膜材料
600389.SH	江山股份	59.73	703%	2011-12-28	2013-08-05	国家治理环境污染叠加需求提升, 草甘膦涨价
002440.SZ	闰土股份	62.47	678%	2012-12-04	2015-06-05	国家治理环境污染, 染料行业集中度提升, 公司新产能投产
002407.SZ	多氟多	140.23	670%	2020-04-28	2021-10-27	锂电电解液
003022.SZ	联泓新科	178.70	649%	2020-12-22	2021-09-17	新能源EVA需求大幅提升, 带动产品价格上行, 业绩估值双提升
002068.SZ	黑猫股份	50.05	629%	2021-11-05	2022-08-03	导电炭黑国产化替换, 新能源电池带动需求提升, 价格上行
600141.SH	兴发集团	205.45	600%	2020-04-29	2021-09-22	化肥行情+新能源带动磷化工+农药行情
600230.SH	沧州大化	41.36	581%	2016-02-01	2017-09-12	海外TDI装置故障, 价格大幅提升
002838.SZ	道恩股份	40.14	581%	2019-11-18	2020-03-09	口罩料
600096.SH	云天化	360.45	565%	2021-01-11	2022-07-05	磷肥行情+新能源带动磷化工+国企改革

历史牛股——阶段性

代码	公司	市值(亿元)	阶段性涨幅(%)	起涨时间	见顶时间	主要原因
603938.SH	三孚股份	43.27	553%	2021-01-13	2022-06-14	光伏带动三氯氢硅
300019.SZ	硅宝科技	50.21	549%	2022-04-26	2021-08-26	新能源带动需求提升
300261.SZ	雅本化学	50.77	547%	2021-02-08	2022-03-01	药物中间体概念
002585.SZ	双星新材	55.90	527%	2020-05-22	2021-12-14	光学膜
002455.SZ	百川股份	52.89	518%	2021-01-14	2021-08-12	醋酸及下游产品价格大幅提升, 布局电池业务
000830.SZ	鲁西化工	219.44	479%	2016-06-14	2018-02-05	环保管控, 供给侧去产能, 价格大幅提升, 业绩大幅增长
000408.SZ	藏格矿业	396.85	459%	2021-01-11	2021-12-31	新能源带动锂价提升+钾肥价格上行
300107.SZ	建新股份	49.92	390%	2024-02-07	2024-05-08	低空飞行
300487.SZ	蓝晓科技	215.13	348%	2021-04-15	2023-02-13	锂提取+生物医药的业务放量
300910.SZ	瑞丰新材	124.51	343%	2022-04-28	2022-10-20	俄乌冲突, 润滑油添加剂进入俄罗斯等国际市场
002250.SZ	联化科技	44.50	330%	2018-08-06	2020-09-01	CXO产业专业, 中间体代工生产快速发展
002539.SZ	云图控股	85.63	264%	2021-01-13	2021-09-17	化肥行情+新能源带动磷化工
000819.SZ	岳阳兴长	62.04	262%	2022-04-26	2022-08-16	受益于国企改革方向, 价差放大, 业绩改善, 参股设立湖南立恒煨后焦项目
002274.SZ	华昌化工	69.05	259%	2021-01-20	2021-09-17	受益于氢能行情提升
605366.SH	宏柏新材	34.11	240%	2022-03-15	2022-06-14	光伏带动三氯氢硅需求提升, 带动产品价格提升
605020.SH	永和股份	67.12	227%	2022-04-26	2023-03-01	含氟聚合物行情
603505.SH	金石资源	161.41	225%	2022-04-28	2022-11-08	萤石价格提升
300586.SZ	美联新材	43.67	213%	2022-04-26	2022-08-01	布局钠离子正极材料
000990.SZ	诚志股份	92.36	213%	2019-01-31	2019-04-09	工业大麻
600810.SH	神马股份	64.22	201%	2017-12-25	2018-08-16	尼龙66涨价
000936.SZ	华西股份	49.09	199%	2023-01-11	2023-06-30	AI主题
600352.SH	浙江龙盛	280.11	188%	2019-01-03	2019-04-08	321响水事故影响行业供给
002324.SZ	普利特	90.01	139%	2022-04-26	2022-08-23	LCP收益于5G
300174.SZ	元力股份	48.18	137%	2022-04-26	2022-12-02	钠离子电池负极

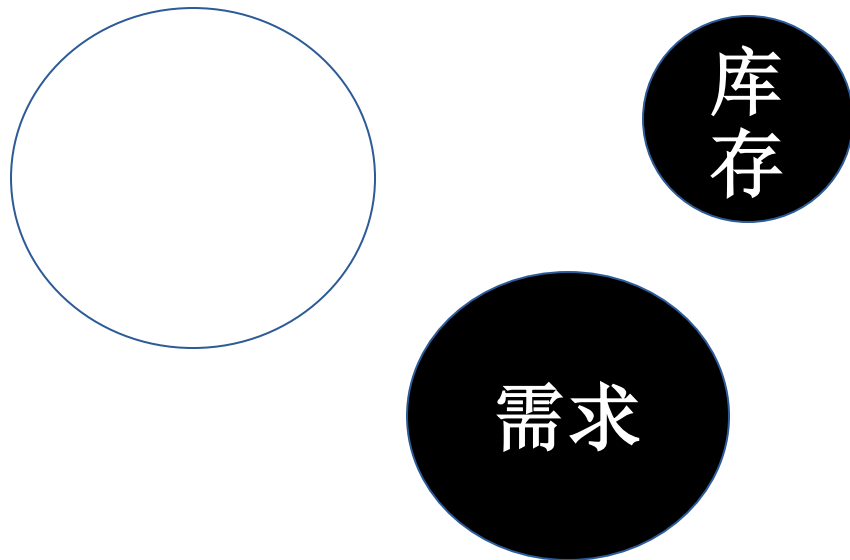


涨价-
需求

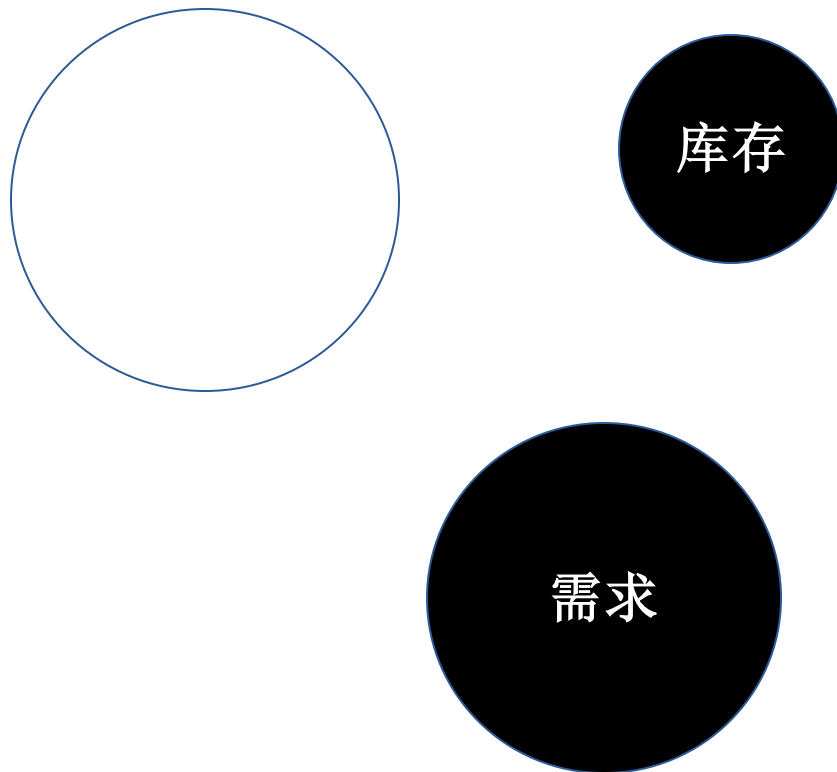
放量-
成长股

涨价品种的基础研究框架：供需分析

- 各类投资逻辑都可以在化工找到样本；但是最简单的供需分析足够（数据收集和处理是化工研究和投资的最大难点）
- 供需的任何变化都会反映到价格变化
- 牛股处处有，需要的只是敏感一点



行业研究关键点：供给、需求>库存



行业分析的关键点是什么???

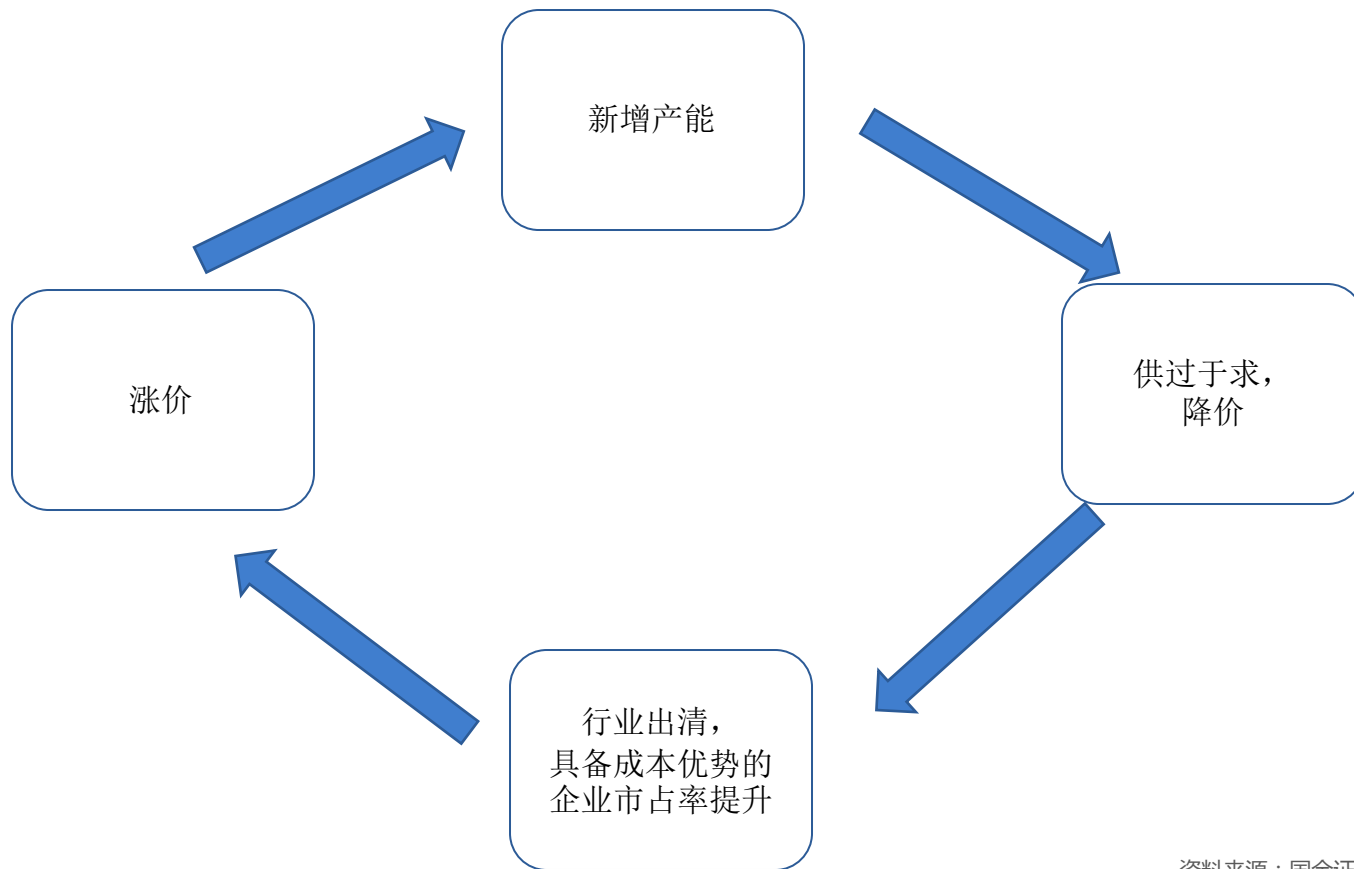
价格拐点

价格弹性（涨价持
续性及幅度）

业绩能否兑现

- 为什么化工品会涨价？为什么会有周期？核心还是在于供需错配，供需错配可以分为两类，一种是供给端的收缩，一种是需求端的快速增长；

涨价情景一：供给收缩（以市场化出清为例）



- 从确定性、可测性角度来看，最好的是行政化出清，其次是不可抗力，最后是市场化出清，因为市场化出清的拐点判断难度最高；

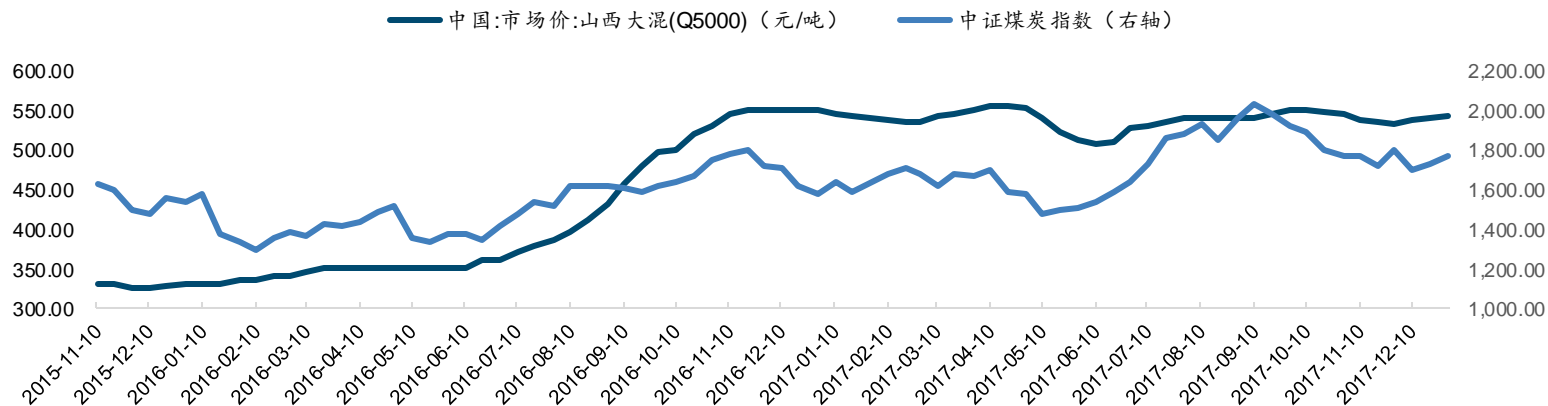
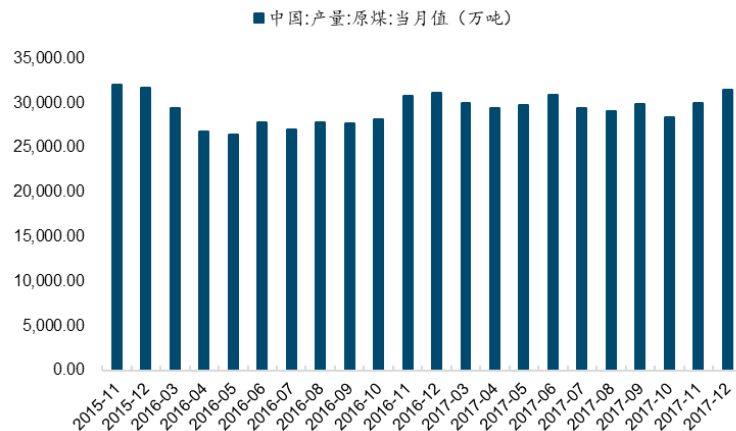
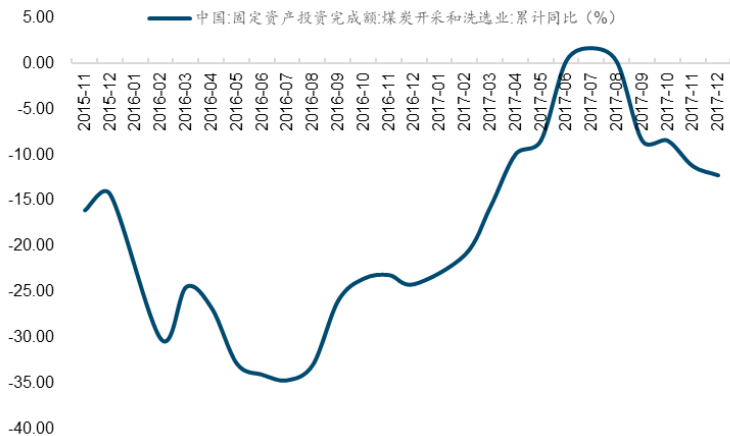
①行政化供给约束或出清：政策要求出清，比如：16-17年供给侧改革、19年321行情、23-24年制冷剂行情。该方向核心在于分析政策的可落地性、节奏、受益方向及标的；

行政化供给有约束或出清案例：2016-2017供给侧改革

政策名称	发布时间	主要内容
中央财经领导小组第十一次会议	2015. 11	2015年11月10日，习近平总书记在中央财经领导小组第十一次会议上讲话，首次提出“供给侧改革”。
中央经济工作会议	2015. 12	提出2016年是推进结构性改革的攻坚之年，并明确要抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。
关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	2016. 2	在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上，从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1亿—1.5亿吨，行业兼并重组取得实质性进展，产业结构得到优化，资源利用效率明显提高，产能利用率趋于合理，产品质量和高端产品供给能力显著提升，企业经济效益好转，市场预期明显向好。
国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	2016. 2	在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。
关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构、促转型增效益的指导意见	2016. 6	优化有色金属工业产业结构，重点品种供需实现基本平衡，电解铝产能利用率保持在80%以上，铜、铝等品种矿产资源保障能力明显增强，稀有金属资源开发利用水平进一步提升，再生有色金属使用比重稳步提高，重点工艺技术装备取得突破，航空、汽车、建筑、电子、包装等领域有色金属材料消费量进一步增加，重大国际产能合作项目取得实质性进展，有色金属工业发展质量和效益明显提升。

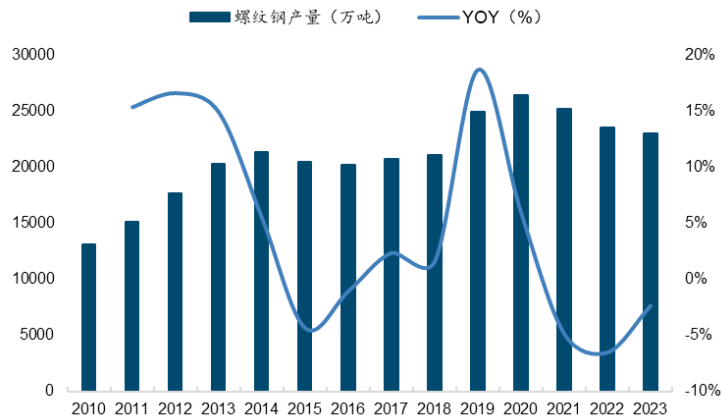
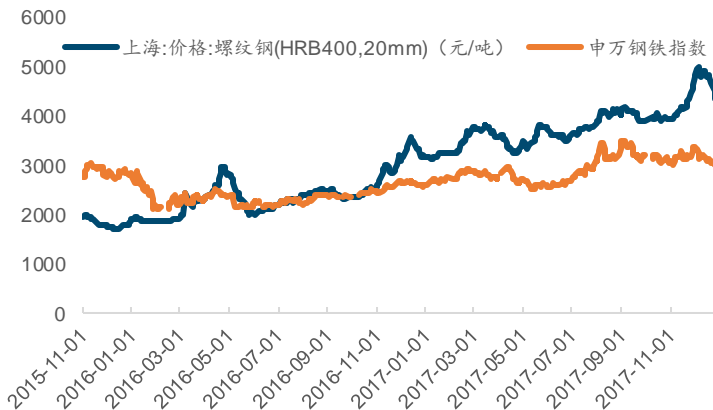
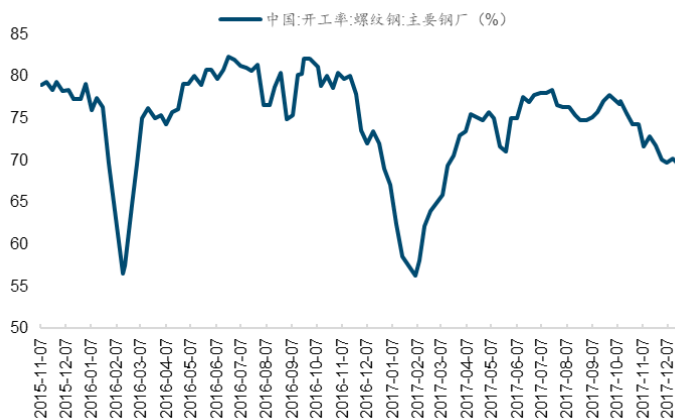
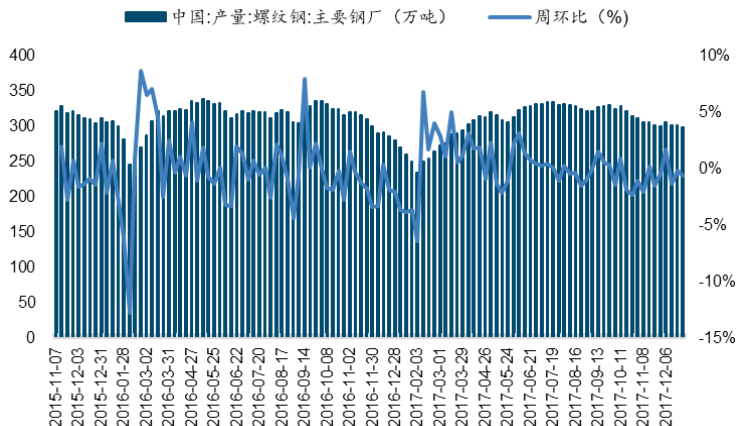
行政化供给有约束或出清案例

2016-2017供给侧改革-煤炭



行政化供给有约束或出清案例

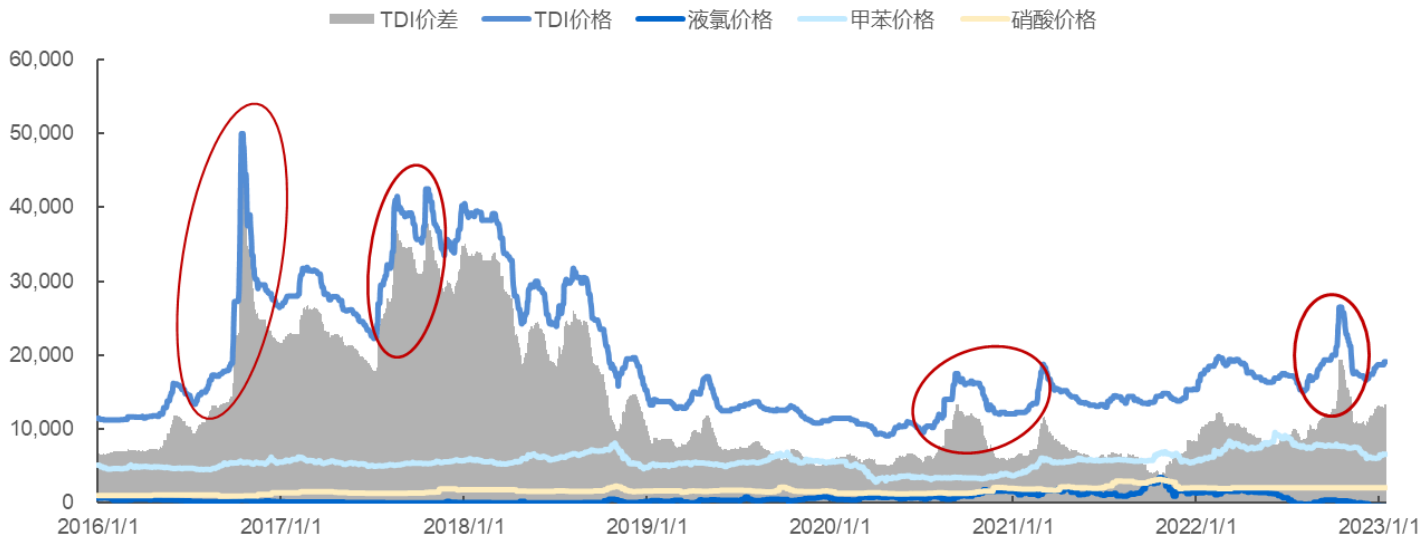
2016-2017供给侧改革-钢铁



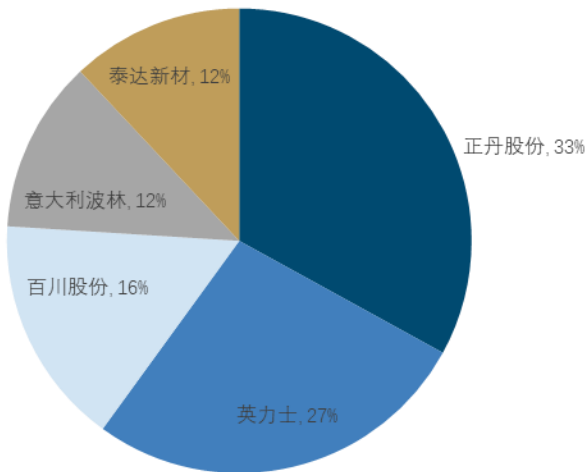
- 从确定性、可测性角度来看，最好的是行政化出清，其次是不可抗力，最后是市场化出清，因为市场化出清的拐点判断难度最高；
- ②供给端有约束的资源品：资源特殊性，具备供给刚性，因其进入壁垒高、生产周期长、资源稀缺（如高质量石英砂矿）等因素短期无法满足需求的增长；
- ③不可抗力：为什么会发生不可抗力？复杂工艺、高危高毒工艺、老旧工艺，比如：光气、硝化，再比如：2017年巴斯夫线路老化事故。对于这类机会，可以提前做好，等待机会来临；
- ④市场化出清：要持续观察出清的情况（若有主流厂家退出，需重点关注），中间可能会有反复，可以通过供需平表、开工率、库存、产业链上中下游交叉验证及草根调研来判断拐点。市场认为该类机会不好把握，其实也不是，弹性大的品种往往有其特征，比如：供给格局集中、协同性较佳、需求较为刚性、大单品、在下游成本占比低。对于这类机会，可以提前储备好坐等风来。

不可抗力或市场化出清案例：TDI--供给出清+供给不可抗力推动价格上涨

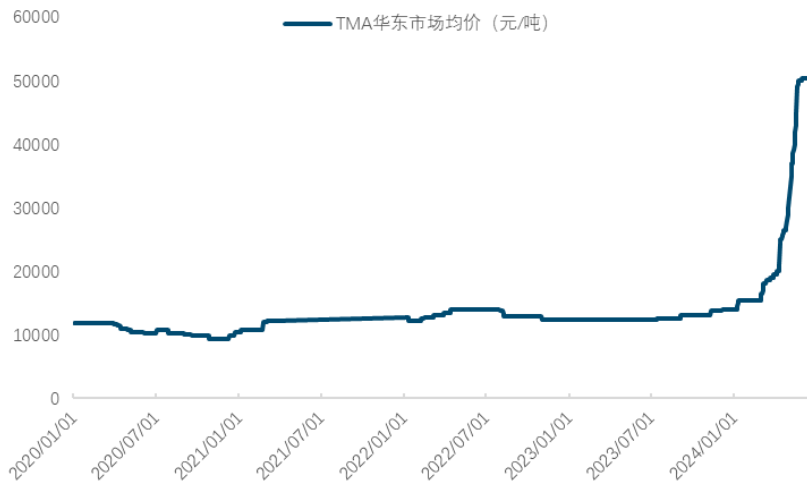
- 复盘TDI的历史价格价差可以发现产品价格和行业供需变化密切相关：2016-2017年海外众多产能关停叠加爆炸事故发生，供应量锐减推动产品价格暴涨。2017-2018年新项目投资延期、飓风影响海外产能、政策限制国内产能，共同推动价格迎来新一轮上涨期。2018-2020年需求疲软加上国内新产能投放，产品价格持续回落。2020-2021年供应端的不确定性大幅增强，产品价格曲折向上。2022年8-10月海外装置不可抗力停产推动价格再度向上。



图表：全球TMA竞争格局



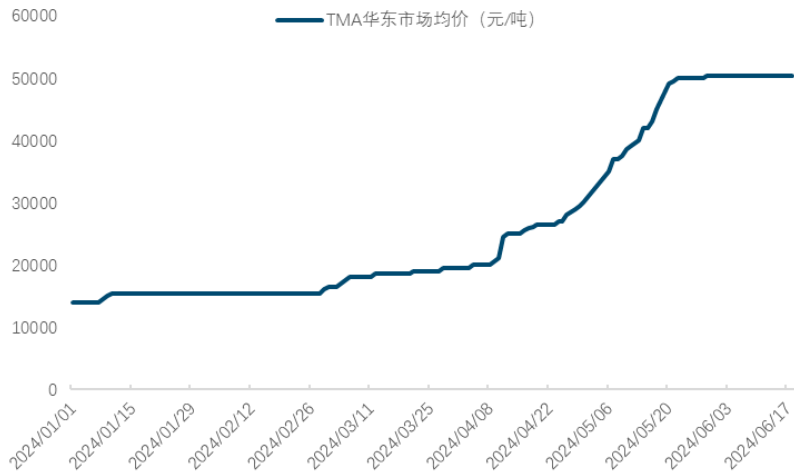
图表：TMA市场价格变化



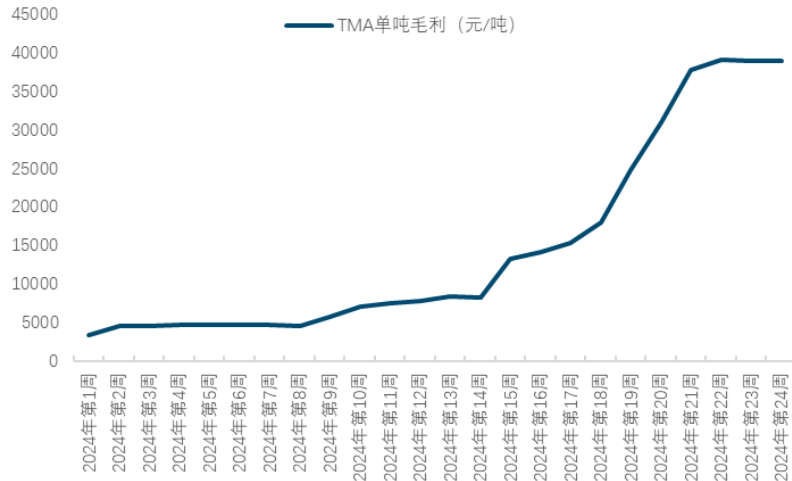
- 根据百川盈孚和慧聪涂料网数据，从全球供需格局来看，TMA全球总产能约25万吨，主要有5家生产企业，其中美国英力士7万吨，意大利波林3万吨，正丹股份8.5万吨，百川股份4万吨，泰达新材3万吨，根据有关消息，英力士7万吨产能于今年4月永久关停，英力士TMA装置产能占全球总产能的27%，因此对于全球TMA供给侧产生巨大冲击，并导致了供需缺口的出现。

TMA：供需失衡后价格进入快速上升通道

图表：2024年年初以来国内TMA华东市场均价变化

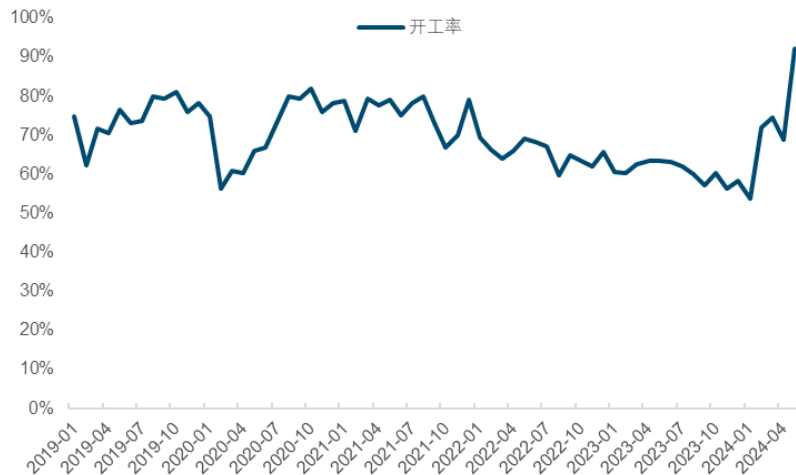
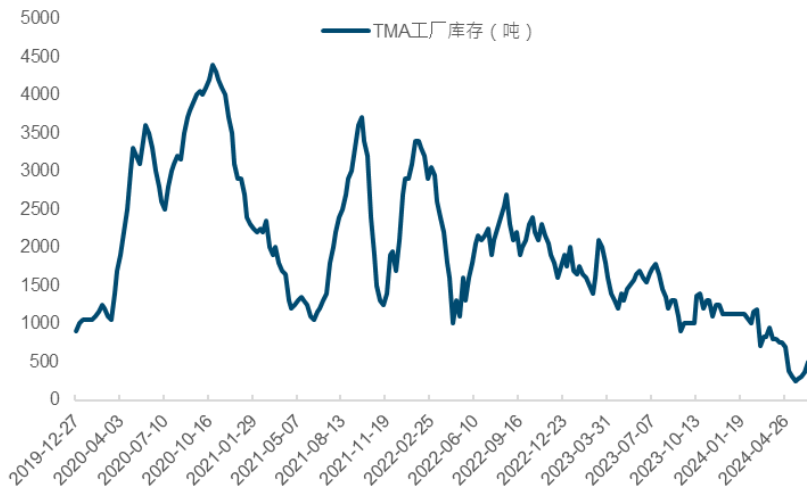


图表：2024年年初以来国内TMA单吨毛利变化



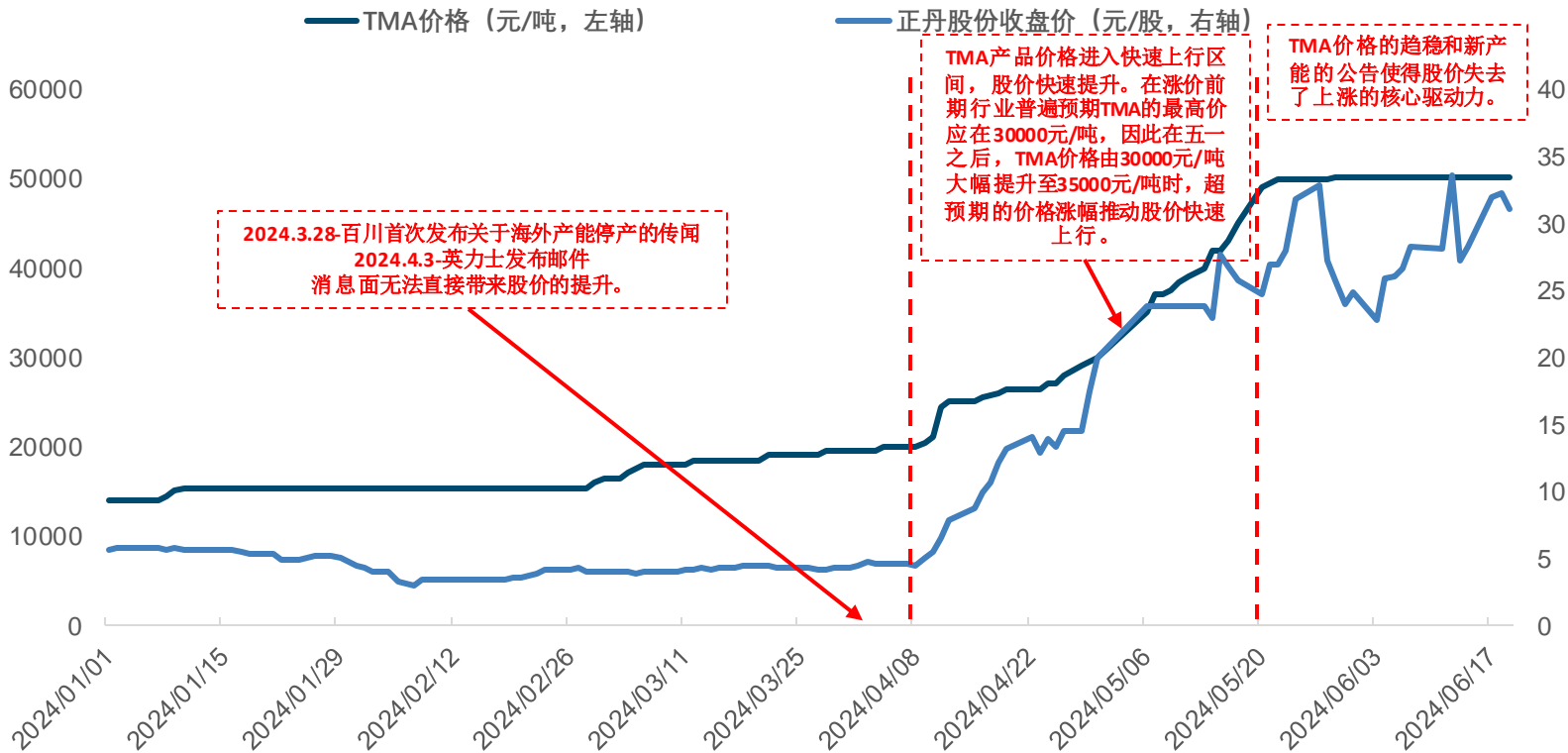
- 根据百川盈孚数据，2024年6月19日，国内TMA华东地区价格为50250元/吨，2024年1月初、2月初、3月初、4月初、5月初、6月初价格分别为14000元/吨、15300元/吨、16500元/吨、19500元/吨、35000元/吨、50250元/吨，现价相较于年初价格涨幅为36250元/吨，涨幅高达259%，而TMA价格在过去四年基本保持稳定，正是在4月初传出英力士7万吨产能停产后，国内TMA厂家挺价情绪高涨，产品价格快速提升。

TMA：库存降至历史低位，开工上行难以弥补供需缺口



- 库存的变化从另一个维度侧面印证了供需格局的逆转以及价格快速上涨的本质原因，整体趋势来看进入2024年以后国内TMA工厂库存持续走低，并在4月份以后加速下行并达到了2020年以来的最低水平，由于整体供应的紧张，中间贸易商前期库存也基本消耗完毕，企业直接对接终端为主。虽供应端负荷稍有增加，但加上出口订单消耗，工厂实际流向终端的现货较少，市场整体呈现有价无货局面，短期货紧状况难有明显缓解。

TMA：股价与产品价格同步攀升，周期股投资逻辑突显



TMA：股价与产品价格同步攀升，周期股投资逻辑突显

日期	TMA华东市场均价 (元/吨)	TMA价格涨幅 (元/吨)	当日股价涨跌幅 (%)
2024/01/08	14500	500	-1.4%
2024/01/09	15000	500	1.4%
2024/01/10	15300	300	-0.5%
2024/02/29	16000	700	2.3%
2024/03/01	16500	500	-0.2%
2024/03/04	17000	500	-1.0%
2024/03/05	17500	500	-3.0%
2024/03/06	18000	500	1.8%
2024/03/12	18500	500	0.7%
2024/03/21	19000	500	0.0%
2024/03/28	19500	500	3.2%
2024/04/04	20000	500	0.0%
2024/04/09	20500	500	12.4%
2024/04/10	21000	500	9.6%
2024/04/11	24500	3500	20.0%
2024/04/12	25000	500	20.0%
2024/04/16	25500	500	13.4%
2024/04/17	25800	300	7.0%
2024/04/18	26000	200	14.4%
2024/04/19	26500	500	8.0%
2024/04/24	27000	500	7.5%
2024/04/26	28000	1000	8.7%
2024/04/28	29000	1000	0.0%
2024/04/29	29500	500	20.0%
2024/04/30	30000	500	14.4%
2024/05/06	35000	5000	20.0%
2024/05/07	37000	2000	0.0%
2024/05/09	37500	500	0.0%
2024/05/10	38500	1000	0.0%
2024/05/11	39000	500	0.0%
2024/05/13	40000	1000	0.0%
2024/05/14	42000	2000	-3.7%
2024/05/16	43000	1000	-2.9%
2024/05/17	45000	2000	-3.9%
2024/05/20	49000	4000	-4.2%
2024/05/21	49500	500	9.0%
2024/05/22	50000	500	0.0%
2024/05/29	50250	250	-5.1%

TMA：行情关键点

常青科技：关于投资建设泰州高分子新材料生产基地（一期）的公告.pdf

三、投资标的基本情况

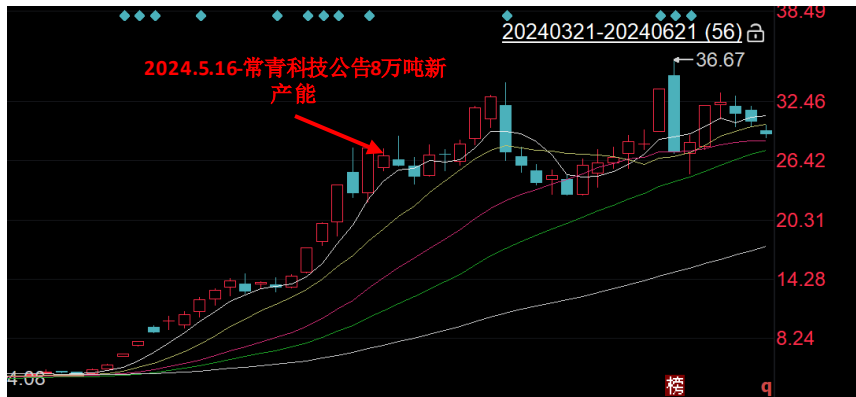
（一）项目名称：高分子新材料生产基地（一期）

（二）建设地址：江苏省泰州医药高新区（高港区）滨江工业园

（三）投资规模及周期：本项目初步规划投资金额约 30 亿元（最终以实际投资金额为准），预计建设周期 2 年。

（四）项目资金来源：暂定资金来源计划为：（1）银行贷款约 20 亿元，按项目建设进度逐年投入，公司资产负债率预计可控制在 50%以内，以 2023 年财务数据测算利息保障倍数约为 3.11 倍；（2）自有资金约 10 亿元，其中 2024 年 3 月 31 日公司自有资金（含理财）约 4.69 亿元，以前两年平均经营活动现金流量净额 1.60 亿元测算 2024 年至 2026 年形成可用资金约 4.8 亿元，缺口 0.51 亿元由本项目投入运营后回款继续投入。

（五）建设内容：本项目规划建设年产能**偏苯三酸酐 8 万吨**、均苯三甲酸 1 万吨、二异丙苯系列产品共计 11 万吨、（间/对）苯二酚 8 万吨、间甲酚 2 万吨、芳香基二元叔碳醇 2 万吨、3,4 二甲基苯甲醛 0.5 万吨、甲基异丁基甲醇 2 万吨以及联产品等共计约 8 万吨。（上述产品及产能为本项目初步规划，未来可能根据实际实施情况调整）。



正丹股份：关于投资建设年产6.5万吨偏苯三酸酐绿色化升级改造项目的公告.pdf

公司拟投资建设项目的的基本情况如下：

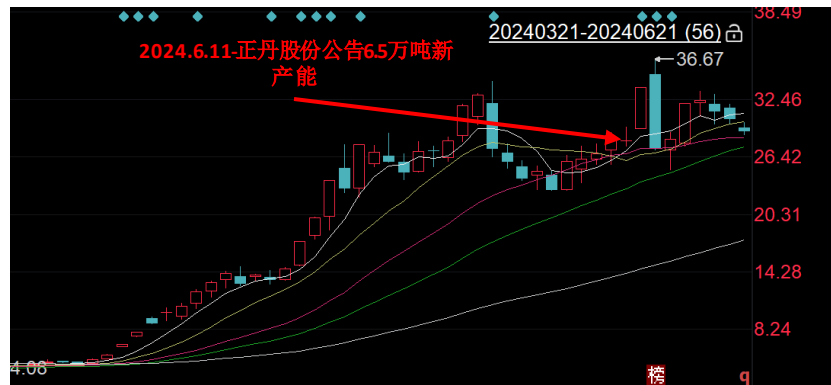
- 1、项目名称： 6.5 万吨/年偏苯三酸酐绿色化升级改造项目。
- 2、建设地点：镇江经济开发区新材料产业园松林山路 18 号，本项目不新增用地，在公司现有厂区内建设，用地面积约 15 亩。

3、建设内容及规模：

- (1)将原 TOTM 装置区及灌装站区改建为 6.5 万吨/年偏苯三酸酐装置区，包括生产单元、装置罐区、装置机柜间。
- (2) 配套公用及辅助设施：在原空压机房改建变配电室、空压机房；迁建灌装站，新建一固定动火间。
- (3) 绿色化改造内容：

①在本次 6.5 万吨/年偏苯三酸酐生产装置内设置 1 套尾气余热回收设施及 1 套尾气余压透平发电设施，精馏塔设置 1 套余热回收设施；②在现有 4 万吨/年偏苯三酸酐装置新增一套余热回收设施，进一步推动节能减排和资源综合利用。

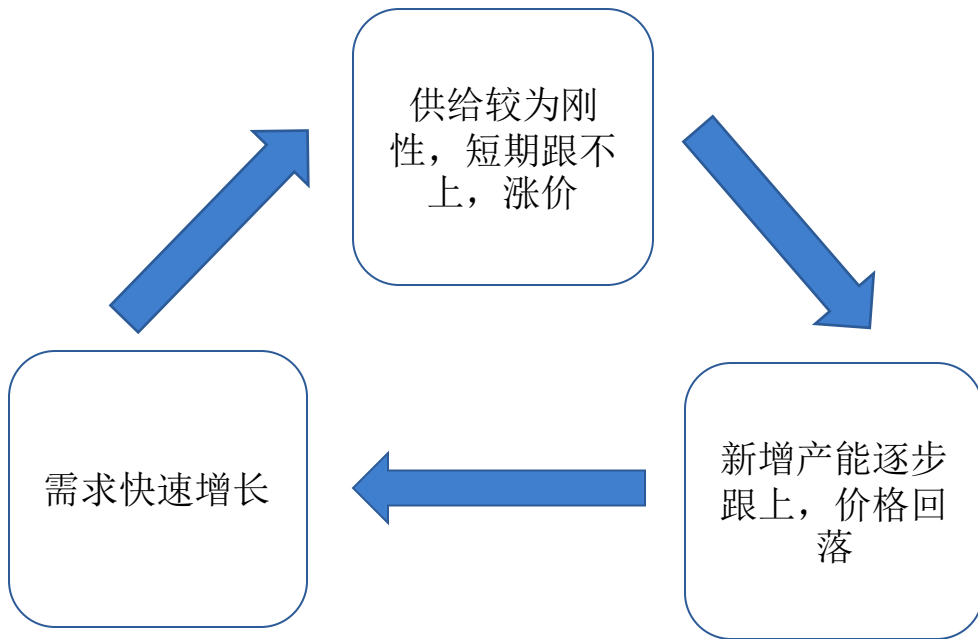
4、项目建设工期：项目建设总工期预计 24 个月(最终以实际建设情况为准)。



- 从确定性、可测性角度来看，最好的是行政化出清，其次是不可抗力，最后是市场化出清，因为市场化出清的拐点判断难度最高；
- ⑤国际贸易形势，比如：反倾销、碳税；
- ⑥季节性变化：比如，金属硅；
- ⑦行业大幅承压后厂家协同提价（有供给缺口-TMATDI，格局变化-VE，格局还可以，格局不行），比如：维生素；

涨价情景二：需求的快速增长

- 这类机会可能会再循环一次，比如：六氟磷酸锂17-18年来了一波行情，20-21年又来了一波行情。

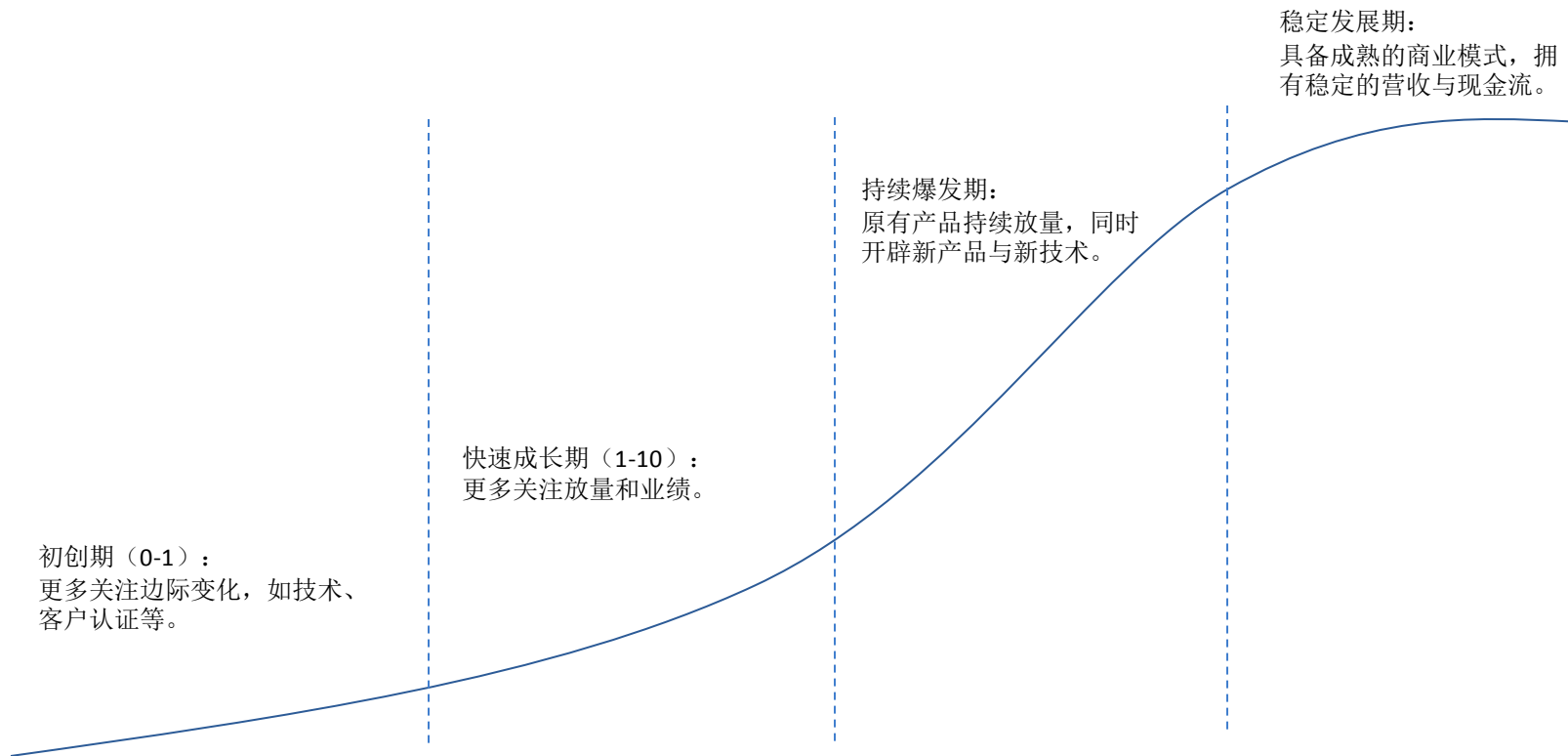


- 从确定性、可测性角度来看，排序如下：
 - ①政策驱动带来的需求确定性增长，比如：新能源化工材料、国六材料、可降解塑料；
 - ②大的产业趋势，比如：医药中间体、染料、农药中间体代工往中国转移（具体可参考我们18年行业大报告）；
 - ③消费升级，比如：植物胶囊，代糖；
 - ④新产品替代老产品或者新技术带来的新需求，比如：碳纤维替代金属制品、勃姆石替代氧化铝、POE替代EVA、碳纳米管替代导电炭黑、低毒高效农药代替高毒低效农药、芳纶涂覆隔膜替代无机涂覆隔膜、欧洲大规模替换铜管带来的聚砜需求的增加；
 - ⑤突发性事件带来的需求快速持续增长，比如：制氧分子筛（建龙微纳）、手套料需求的快速增长（金发科技）；
 - ⑥地缘政治，比如：润滑油添加剂、巨胎；
 - ⑦季节性需求变化：比如：夏季制冷需求（制冷剂、电力）、冬季保暖需求（煤气、石油化工）；

- 1、不要把周期看成成长；
- 2、不要对行业有偏见，要回归本质，核心是判断行业涨价是否可持续，比如：纯碱；
- 3、股价反应的是预期，股价会先于产品价格见顶；
- 4、在短中期投资中，研究的关键点未必是投资的关键点，比如：导电炭黑的壁垒；
- 5、涨价品种的历史经验有其特殊历史背景，未必可以参考，核心还是要看涨价背后核心因素，回归本质
- 6、关注产业链溢价权，并不是供需有缺口就会带来价格的大幅上行：产业链地位低，溢价能力低的环节涨价较难，比如：改性塑料；
- 7、顺势而为，同时需要更加敏感些，比如：市场给予的卖出信号；

成长股我们赚什么钱？（预期Vs业绩兑现）

图：公司成长曲线



● 研究：

- ①如何选择方向：如果有多个产品，比价，选择硬卡脖子环节；如果是单一产品，选择快速增长+有壁垒的大单品；
- ②研究关键点：边际变化+拐点；可以通过跟踪龙头、技术突破、客户突破、营收见到拐点（营收领先利润）等综合去判断拐点；
- ③如何选择标的；一是大单品放量的标的，最好是较佳的赛道+较高的壁垒+迎来兑现的拐点；二是平台型公司；三是并购型公司；

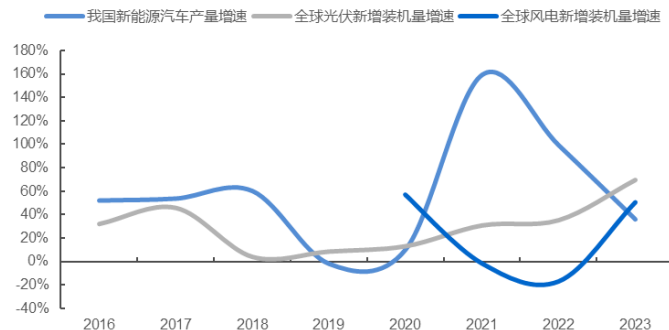
● 投资：

- ①买点判断（A+B型）：行业迎来重大边际变化，新产品到了关键节点，业绩到了兑现拐点，当前安全垫高等；
- ②卖点判断：基本面没有接力上，逻辑变化，明显高估，达到目标价，公司出现重大危机等；

子行业的选择——新能源各赛道景气度分化

- 新能源子行业均为政策驱动，确定性和弹性：光伏 > 新能源车 > 风电

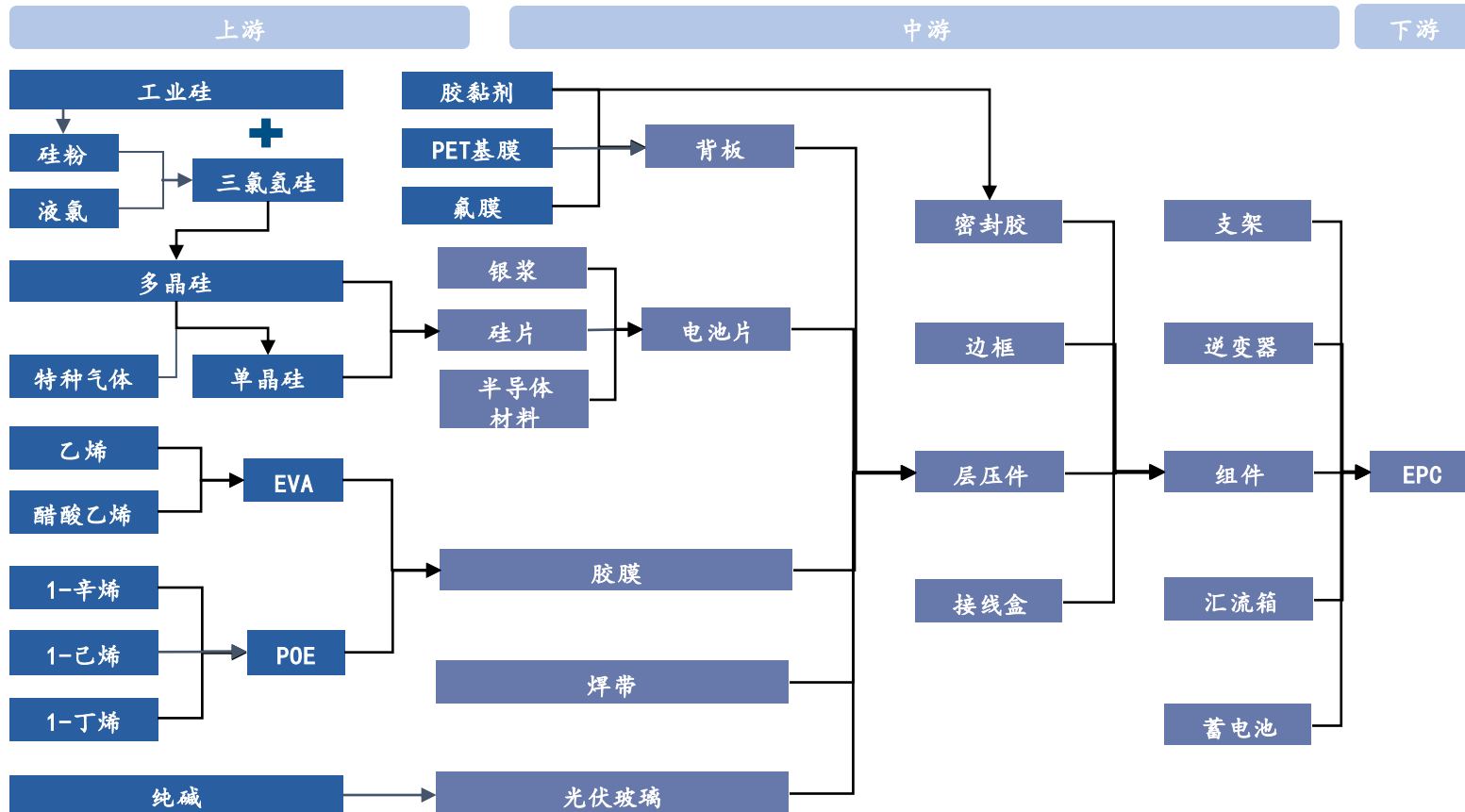
图：新能源细分领域需求情况



图表：新能源细分领域需求情况

	2019	2020	2021	2022	2023
我国新能源汽车产量 (万辆)	124.2	136.6	354.5	705.8	958.7
YOY	-2.3%	10.0%	159.5%	99.1%	35.8%
全球光伏新增装机量 (GW)	115	130	170	230	390
YOY	8.5%	13.0%	30.8%	35.3%	69.6%
全球风电新增装机 (GW)	60.8	95.3	93.6	77.6	116.6
YOY		56.7%	-1.8%	-17.1%	50.3%

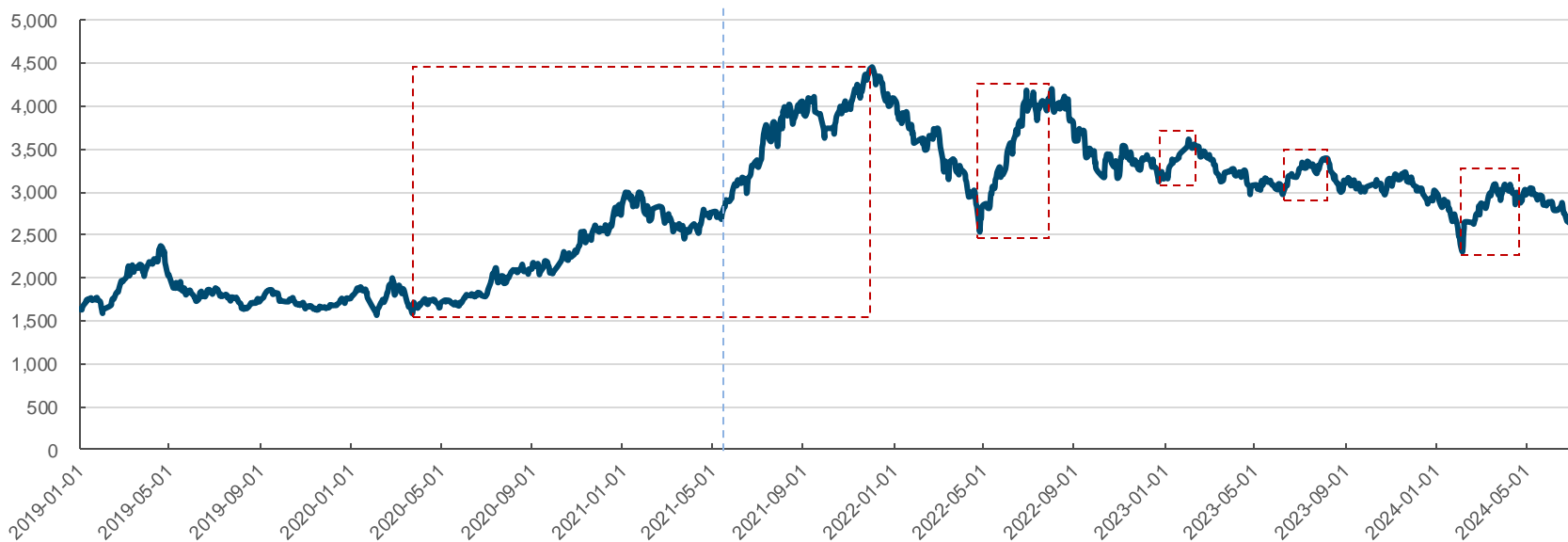
品种的选择：选择卡脖子的环节，尤其是硬约束



新能源汽车板块复盘

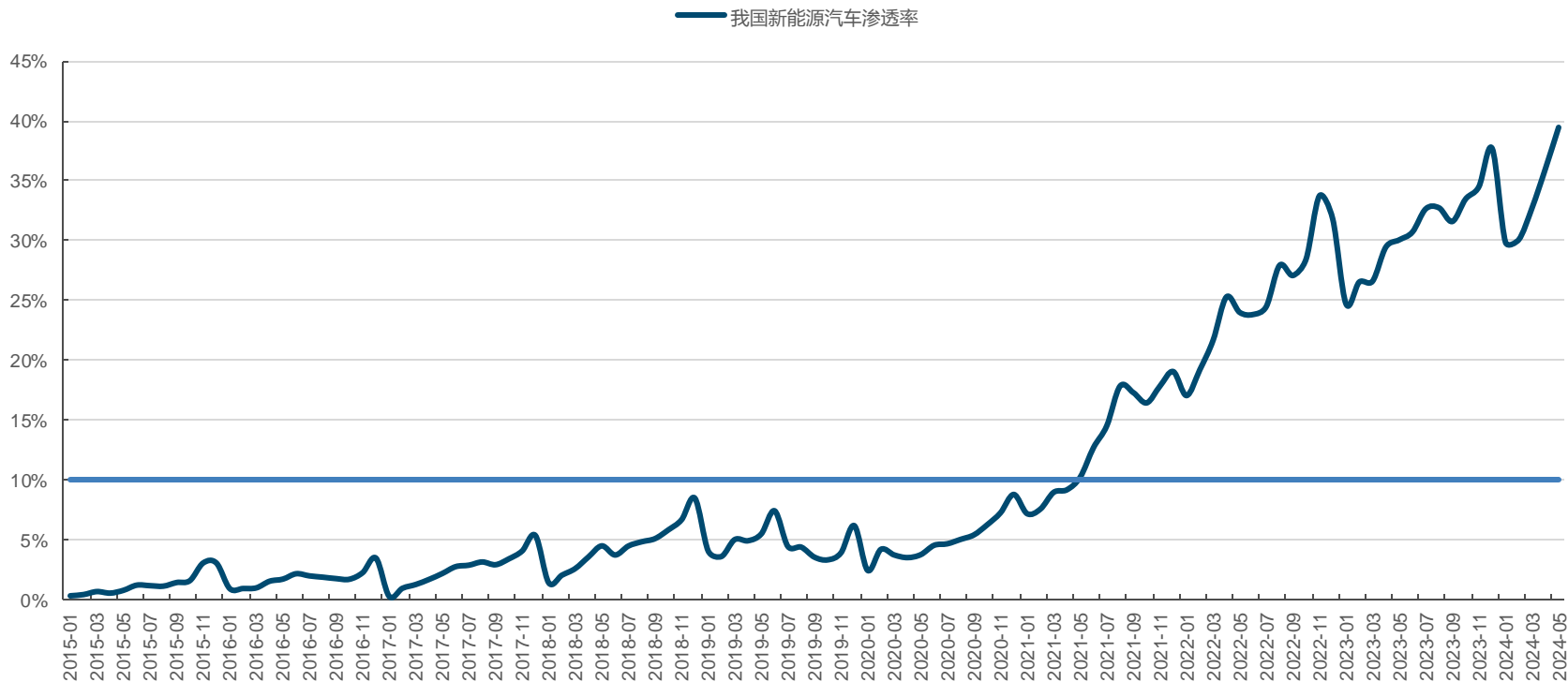
- 2020年3月-2021年12月：指数上行阶段，行业渗透率突破10%
- 2022年4月-2022年8月：超跌修复

图表：新能源汽车指数走势复盘



我国新能源汽车渗透率在突破10%后快速提升

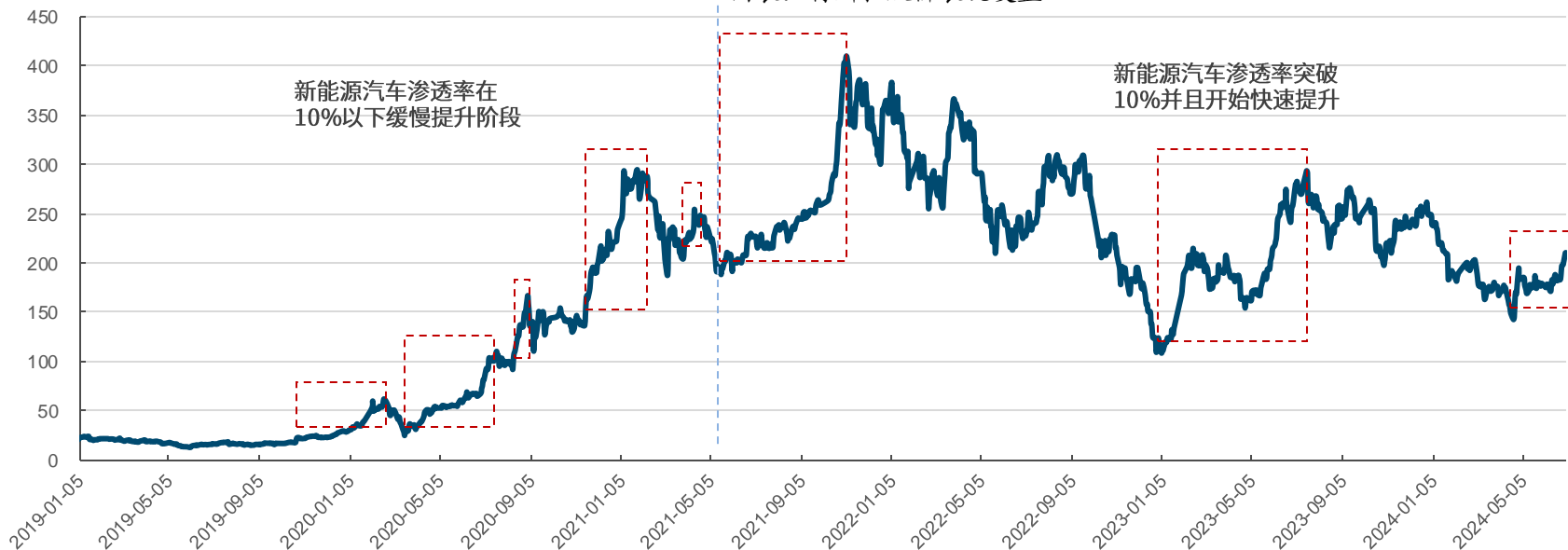
- 产业阶段情况：2021年5月渗透率突破10%。



特斯拉股价表现复盘

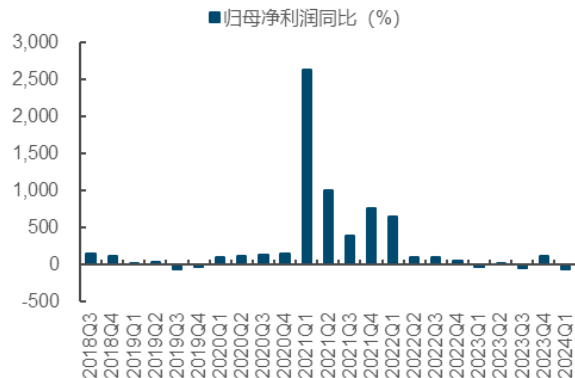
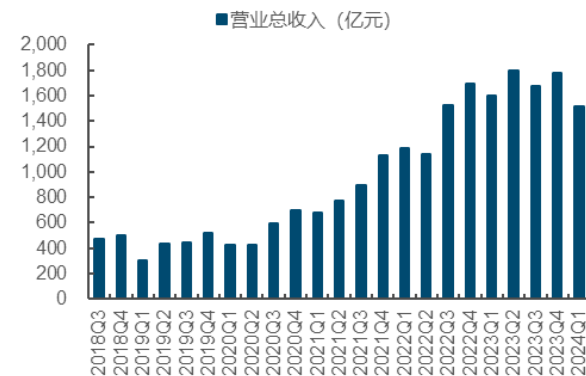
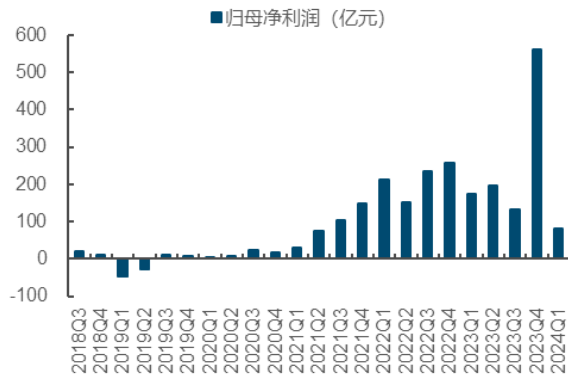
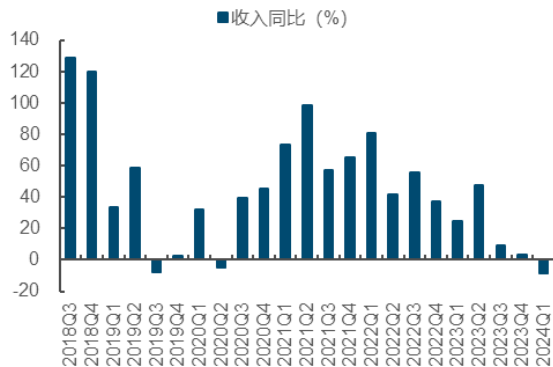
- 2019年10月-2021年11月：股价持续向上，累计涨幅达到2326%
- 2022年12月-2023年7月：新一轮上涨周期，累计涨幅为171%
- 2019-2021年期间，行业处于渗透率突破阶段，公司作为龙头销量和业绩均表现更好
- 21年阶段：除了汽车销量以外，AI推动也较为明显；23年1月-7月：降价和业绩超预期推动股价上行。

图表：特斯拉股价表现复盘



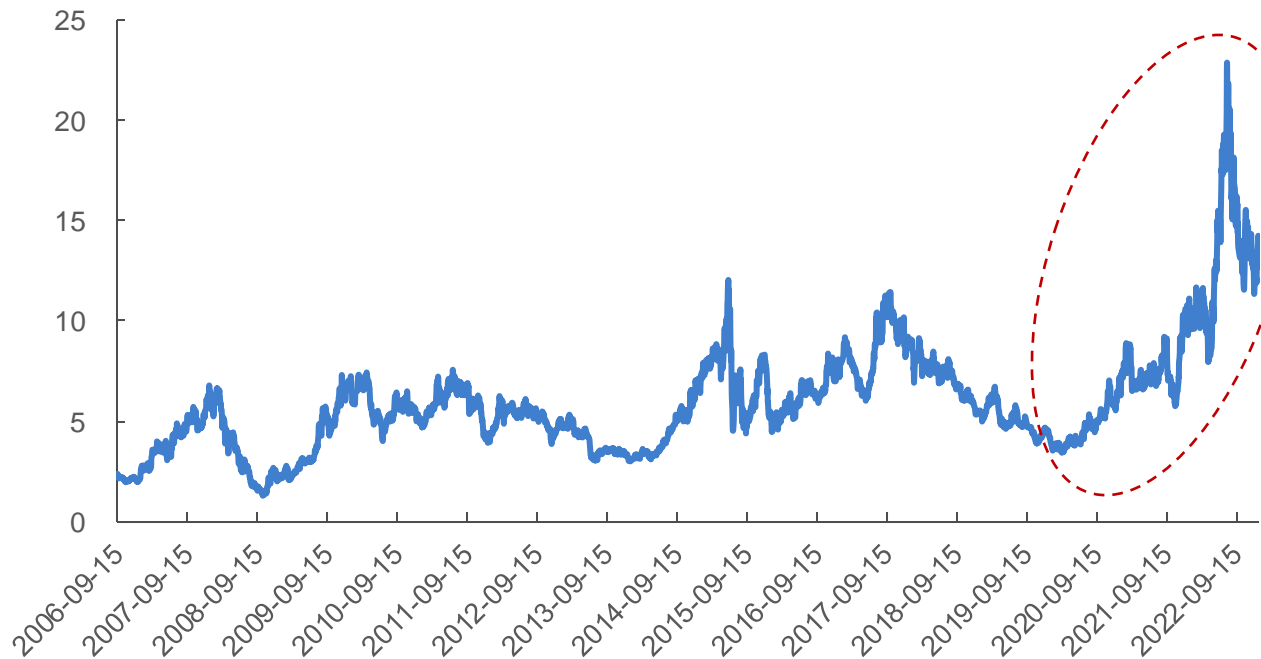
特斯拉股价表现复盘：业绩情况

- 第一轮起点2019年10月：2019年4季度收入同比增速转正，2020年1季度利润同比增速转正
- 第二轮起点2022年12月：业绩变化并不显著



案例一：导电炭黑需求高增——黑猫股份

黑猫股份 002068.SZ 收盘价 close (前复权)



表：海外主要的导电炭黑布局企业情况

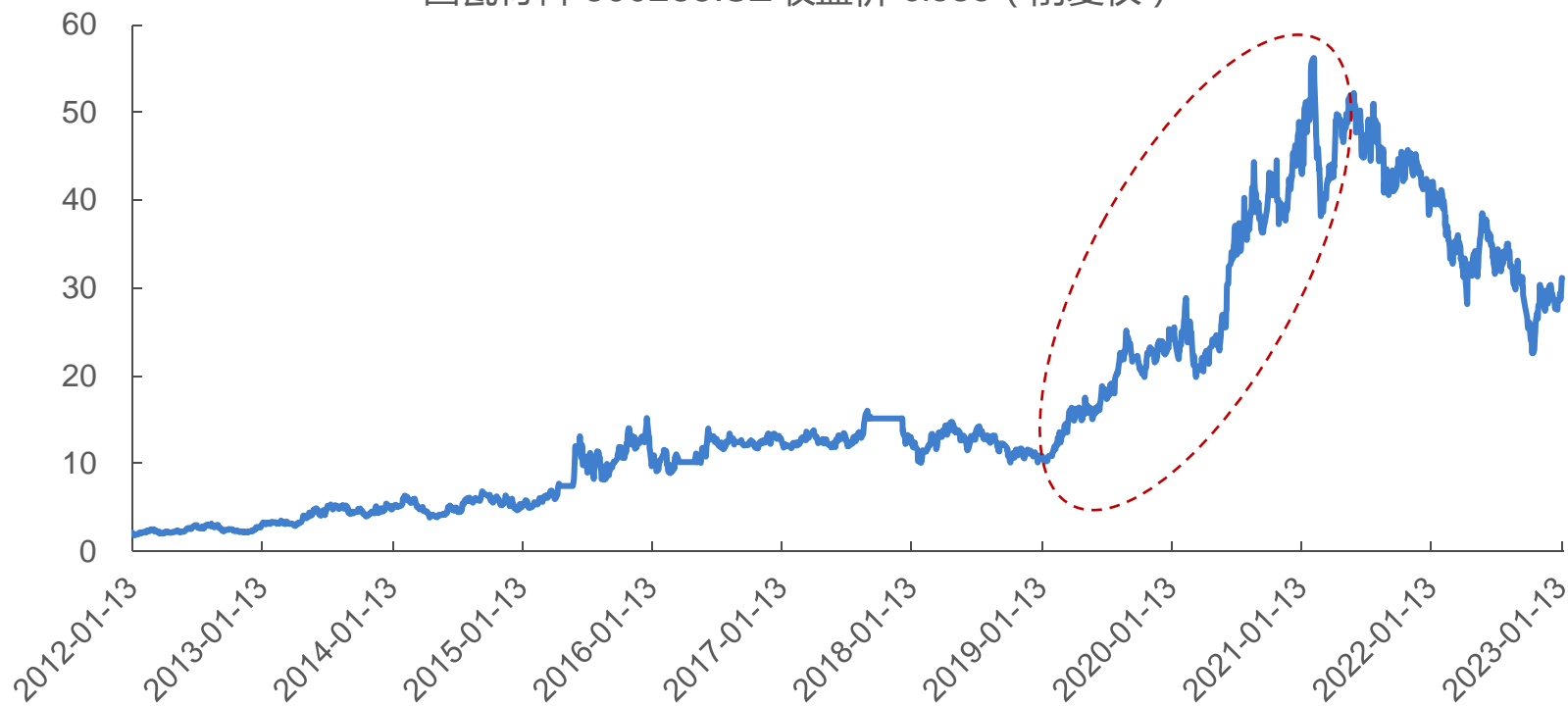
企业名称	国家/地区	主要产品	应用领域
卡博特	美国	导电炭黑, 碳纳米管	锂离子电池, 导电涂料, 塑料, 橡胶
欧励隆	德国	乙炔黑, 炉法炭黑, 特种炭黑	涂料, 油墨, 塑料, 橡胶
益瑞石	法国	导电炭黑, 导电石墨	锂离子电池, 导电塑料, 橡胶, 电缆
Denka	日本	乙炔黑	高性能电车和塑料
三菱化学	日本	导电炭黑	涂料, 油墨, 导电塑料
博拉集团	印度	导电炭黑	涂料, 油墨, 聚合物, 橡胶
国际中橡投资控股	中国台湾	导电炭黑	塑料

案例二：国瓷材料产业布局

板块	主要产品名称	用途
电子材料板块	MLCC介质材料	用于制造多层陶瓷电容器（MLCC）、单板陶瓷电容器、热敏电阻、压电陶瓷、微波陶瓷等电子元器件的主要原料之一
	电子用纳米级复合氧化锆材料	主要用于制造高端手机背板、智能手表外壳、锂电池正极添加剂等
	高纯超细氧化铝及勃姆石材料	被广泛应用于锂电隔膜涂布和添加改性、锂电池正极材料添加等领域，可大大提升锂电池的安全性能
	电子浆料	电子浆料被视为部件封装、电极和互联的关键材料，在被动电子元件和微波器件、压电陶瓷、传感器件等领域存在庞大的市场
催化材料板块	蜂窝陶瓷	广泛应用于车用尾气净化处理的催化转化器，对汽车排放废气中的有害气体进行催化转化、固态颗粒物进行过滤拦截
	钨钴固溶体氧化物	汽车尾气三元催化剂中提高催化剂工作效率的重要组成部分
	分子筛	可以用于沸石蜂窝、转轮等领域的分子分离吸附、干燥净化和活化催化
生物医疗材料板块	牙科用纳米级复合氧化锆粉体材料	主要用于加工和生产牙科固定修复用各类氧化锆瓷块的基础口腔材料之一
	氧化锆瓷块	广泛用于制作牙科固定义齿的冠、桥、嵌体的多晶陶瓷类义齿修复材料
	玻璃陶瓷瓷块	主用于椅旁CAD/CAM工艺修复的单颗快速美学修复、热压铸工艺修复的美学贴面修复或前牙三连桥美学修复
	复合树脂陶瓷	用于通过CAD/CAM工艺制作牙科修复体，包括嵌体、高嵌体、非承力区牙冠和贴面
其他材料板块	陶瓷墨水、陶瓷色釉料	广泛用于陶瓷的数码化打印，可以增加瓷砖美观度，实现建筑陶瓷的个性化和功能化
	陶瓷轴承球	用于混合轴承、陶瓷轴承以及阀门球等设备，具体应用领域包括机床、化学化工、航空航天、医疗器械、新能源汽车、风力发电等
	陶瓷套筒、陶瓷插芯等结构件	用于光通信光传输中的活动连接和制造各种精密仪器设备

案例二：国瓷材料产业布局

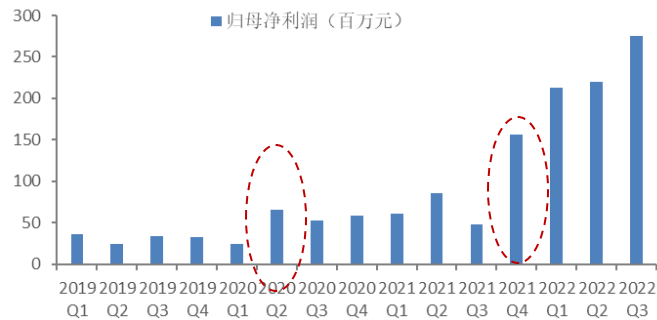
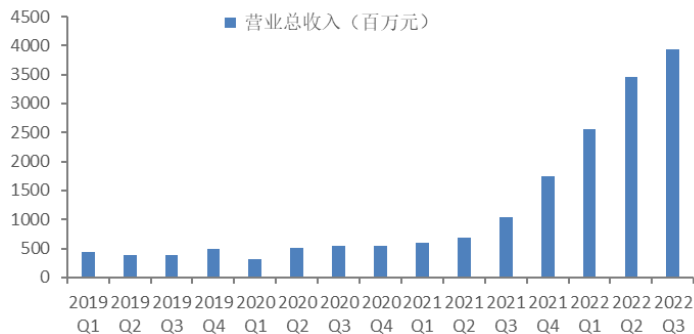
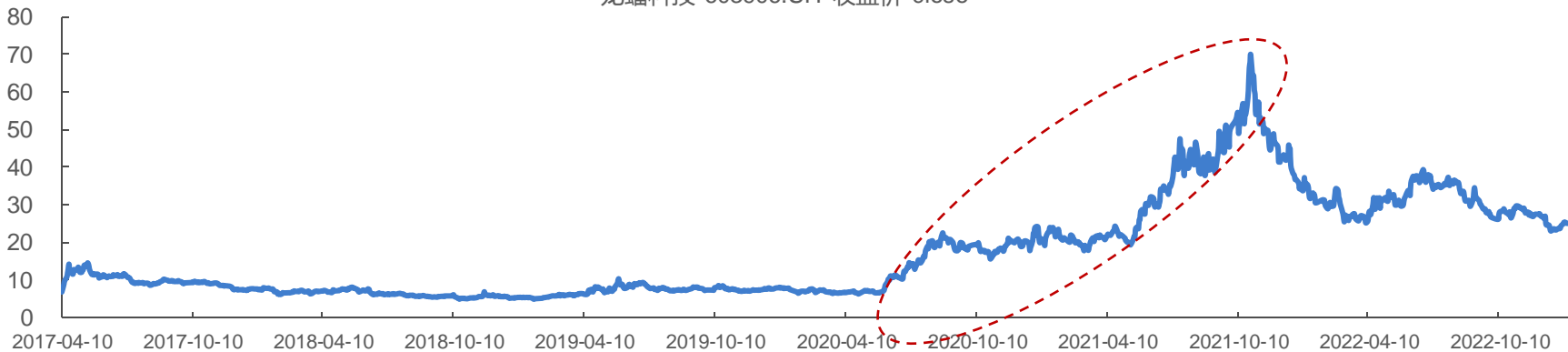
国瓷材料 300285.SZ 收盘价 close (前复权)



案例三：龙蟠科技业绩兑现

● 龙蟠科技股价：磷酸铁锂催化

龙蟠科技 603906.SH 收盘价 close



案例四：国六需求增长的确定性

- 奥福环保和艾可蓝股价走势较为一致



成长股研究-投资的注意事项

- 1、成长也有周期属性，警惕线性外推，比如：2021年的锂电材料；
- 2、不要忽略逻辑与数据的交叉验证；
- 3、投资久期和业绩久期错配在成长股会更加凸显；
- 4、成长股估值锚波动较大，在行业景气上行期买入胜率会更高；
- 5、突发事件未必是利空，其可能会加速放量；

3

中长期研究框架

历史牛股——长周期

代码	公司	上市以来涨幅	EPS涨幅(%)	市值	所处赛道	初始EPS	初始PE	上市年份后2年	最新EPS	最新PE
600309.SH	万华化学	10665%	1395%	2,546	聚氨酯龙头	0.36	28	2003/1/5	5.39	15
600426.SH	华鲁恒升	3050%	250%	546	煤化工龙头	0.52	20	2004/6/19	1.82	14
600160.SH	巨化股份	2209%	23%	676	氟化工龙头	0.33	40	2000/6/25	0.41	61
000408.SZ	藏格矿业	2038%	1042%	404	钾资源+铝资源+锂资源	0.17	55	1998/6/28	1.92	13
600486.SH	扬农化工	1507%	1020%	224	农药龙头	0.27	40	2004/4/24	3.05	18
600352.SH	浙江龙盛	1477%	47%	282	染料龙头	0.29	17	2005/7/31	0.43	20
000422.SZ	湖北宜化	1324%	-35%	134	煤化工+磷化工	0.54	32	1998/8/15	0.35	36
600873.SH	梅花生物	1274%	308%	282	氨基酸龙头	0.27	31	1997/2/16	1.10	9
603505.SH	金石资源	1232%	-6%	161	萤石资源	0.66	30	2019/5/3	0.62	43
000792.SZ	盐湖股份	1159%	312%	915	钾资源+锂资源	0.30	39	1999/9/4	1.22	14
002064.SZ	华峰化学	819%	-46%	347	氨纶龙头+聚氨酯	0.95	8	2008/8/22	0.51	14
603737.SH	三棵树	775%	-73%	198	涂料龙头	1.36	41	2018/6/3	0.37	102
603688.SH	石英股份	677%	2763%	148	石英龙头	0.28	74	2016/10/30	8.08	3
601058.SH	赛轮轮胎	607%	104%	434	轮胎龙头	0.56	18	2013/6/29	1.15	12

好行业

商业模式较佳、护城河较深、
具有良好发展前景和成长潜力
的行业

好公司

具有竞争优势、良好管理、稳
健财务和创新能力的公司。

好价格

目前股价存在低估情况，市场误
判反应公司的成长潜力

- 护城河的五大来源：无形资产（比如：牌照、专利、品牌）、转换成本（比如：软件、银行账户）、网络效应（比如：互联网企业）、成本优势、规模优势；

行业	代表上市公司	护城河优势
烟草（白酒同理）	东峰集团 陕西金叶 盈趣科技	<ul style="list-style-type: none"> • 政策壁垒：烟草专卖许可证管理和电子烟管理办法规定了烟草制品生产、批发、零售业务的许可证发放条件和程序 • 产品特性：烟草本身的成瘾性保证了足够的市场空间 • 品牌壁垒：知名品牌已经建立了强大的品牌影响力和忠实的消费者群体，新进入者要获得市场认可需要较大的营销努力和时间积累
电信	中国移动 中国电信 中国联通	<ul style="list-style-type: none"> • 绝对费用：高昂的基础设施投资费用 • 政策壁垒：行业实行行政许可制度，新进入者需要获得《增值电信业务经营许可证》等 • 资源壁垒：现有运营商在骨干网络带宽资源和客户基础都具有垄断性优势
医药（军工、航空、能源同理）	恒瑞医药 复星医药 迈瑞医疗	<ul style="list-style-type: none"> • 政策壁垒：药品生产企业必须取得《药品生产许可证》，产品须具有药品注册批件，生产条件须通过GMP认证 • 资金和技术壁垒：新药从研发到市场推广各环节需要大量资金和技术投入，对研发人员的技术水平和经验积累要求高，同时药品生产需要专用设备，许多关键设备依赖进口，费用昂贵
半导体、生物科技等高精尖行业	英伟达 台积电 基因泰克	<ul style="list-style-type: none"> • 资金和技术壁垒：需要精密的制造工艺、高额的研发投入和专业的技术人才

化工企业的护城河来自哪？

- 化工企业护城河来源：

①独特的资源禀赋，比如；天然碱、钛矿；

②成本优势，这个优势可能来自技术创新、工艺优化、产业链配套、优越的地理位置；

③政策，比如：制冷剂、光气；

- 管理层研究要点：

1、核心控制人或者核心管理团队的研究是重中之重，控制人的性格特点、做事风格、发展眼光、从业经历、专业背景等都会或多或少的影响公司的发展或者公司形象：①历史（初代）管理风格；②现任团队的定位和风格；③核心控制人的专业背景；④老板的从业背景等；

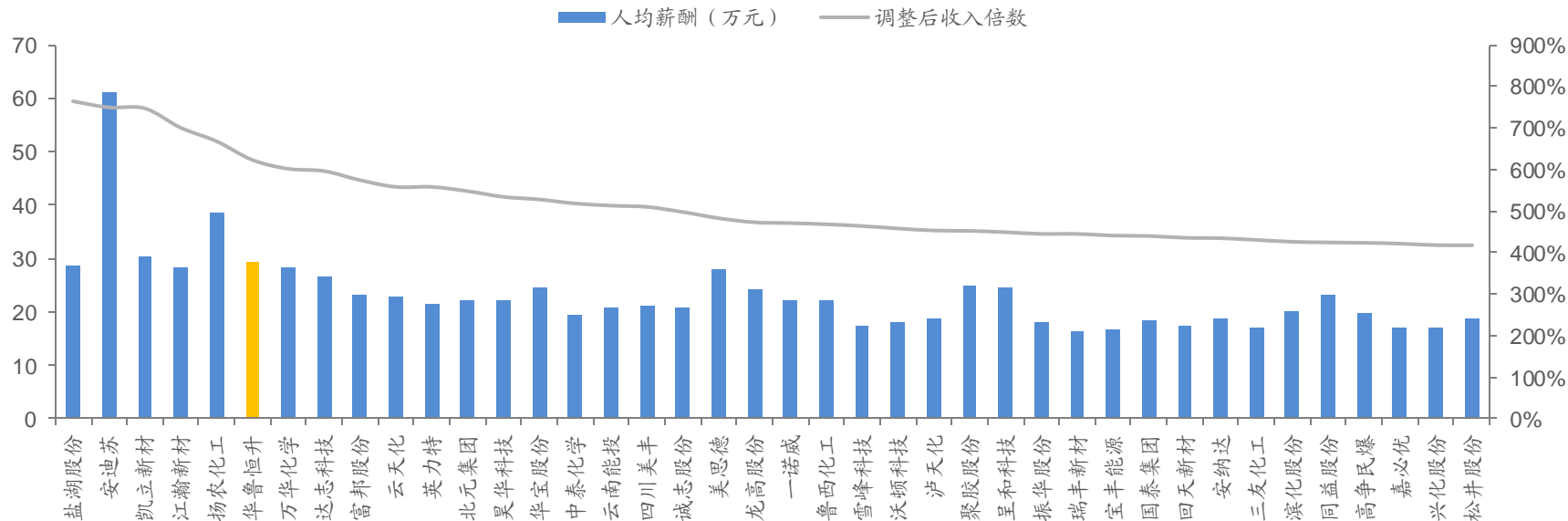
2、收入回报水平的变化也非常能够反映企业经营变化和成长持续性：①激励变化能够明显带动企业的发展节奏；②市场化治理结合企业风格会有更好的促进作用；③通过激励留住关键人才，能够实现持续化发展；

3、多年形成的文化也会进一步延伸到未来的项目和发展中：①正确的自我认知将很大程度上决定企业的决策，进一步形成未来的发展方向；②规划和成果之间有个执行，企业的落地效率的差异也需要有考虑；③不同的风格的企业在传达信息时也会有明显不同。

在“卷”的赛道中持续成长，核心优势并不仅限煤气化

竞争优势——正向考核的公司文化调动积极型

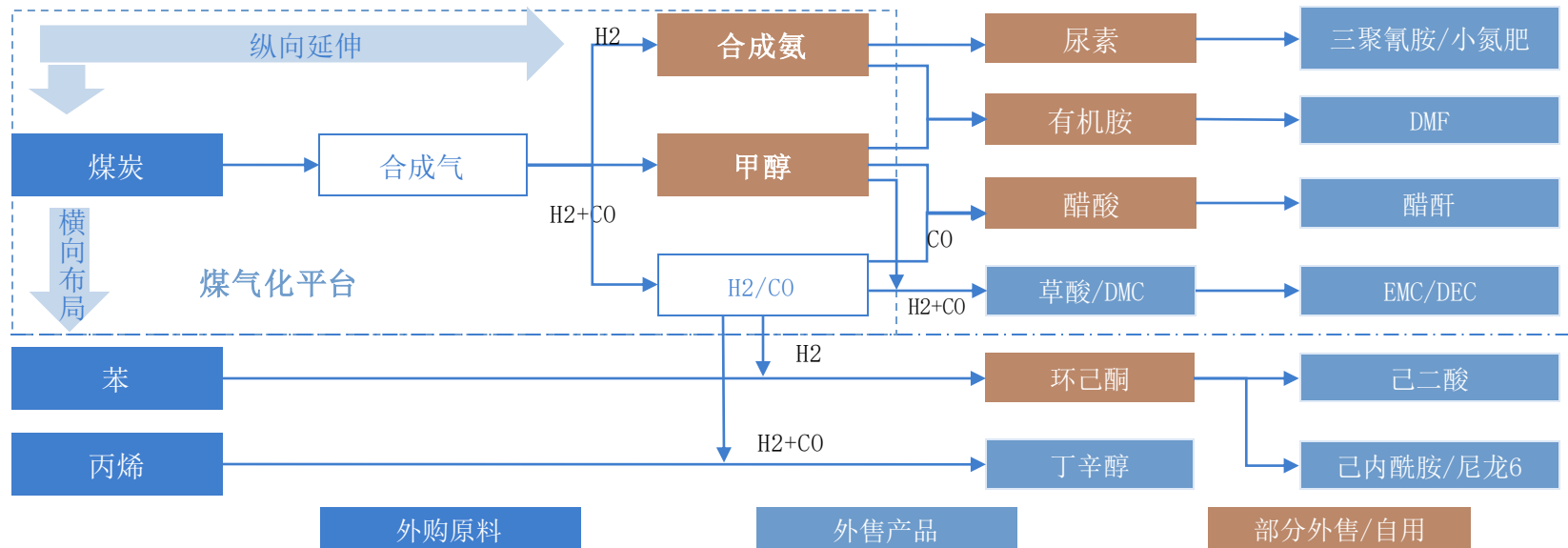
- 公司员工内部成长，具有向心力，传帮带，公司文化一以贯之，踏实、勤奋、高效等；
- 正向考核体系，无论是成本节约，技术突破，精简管理等，以积极的方向调动员工积极性，在相对较为困难的条件下更能激发潜力；



长期坚持煤化工为主业，通过优化创新实现产品扩展

公司长期以煤气化为核心平台，逐步延伸产品范围，实现一头多产的产品树建设：

- ①通过合成氨，向下游延伸尿素、小氮肥、三聚氰胺等产品，形成相对较好的利润支撑；
- ②通过甲醇延伸醋酸/醋酐、草酸、碳酸酯等产品，形成产品体系的调整和优化；
- ③通过合成气布局煤油联合产品，实现产品种类扩充和未来发展空间的延伸。



4 子行业研究框架

4.1 聚氨酯行业：行业本质、特征、研究关键点

①行业本质：竞争格局好，新的应用领域拓展，市占率和销量不断提升

②行业特征

A、格局被万华、巴斯夫、科思创、陶氏等垄断

B、需求还在还需提升，无醛板、冰箱冷柜、光伏等

③研究关键点：其他跨国公司的产能布局；产品价格；需求情况

④如何判断价格拐点和跟住上市公司业绩：跟着宏观经济相关

4.1 聚氨酯行业：跟踪体系

①政策研究：聚氨酯的应用等领域拓展

②竞争格局

--国内供给跟踪：跟踪国内的供给

--海外供给跟踪：跟踪海外的厂家情况

③价格跟踪：

--国内价格：周度价格跟踪

④价差跟踪：周度价差跟踪

4.1 聚氨酯行业：跟踪体系

- ⑤上游跟踪：纯苯

- ⑥需求跟踪：地产、冰箱、冷柜
- ⑦库存跟踪：厂家库存

- ⑧上市公司跟踪-尤其是业绩拐点和高风险点的跟踪判断：

- ⑨供需跟踪体系
 - A、年度：
 - B、季度：国内外上市公司运行情况分析
 - C、月度：月报
 - D、周度：周度价格

4.1 聚氨酯行业：子行业跟踪数据库

- ①已有数据：周度产品跟踪数据库；季度财报跟踪数据库；月报正在搭建
- ②行业数据库包含内容：行业历史复盘（要有股价复盘，历史供需复盘），供给（现有产能-新增产能），需求（需求结构详细拆分，进出口），库存，供需平衡表，新技术跟踪，成本曲线，价格-价差，周度数据跟踪，上市公司季度财报跟踪，海外上市公司跟踪（若有），产业链跟踪等
- ③缺失数据库：海外成本，海外的工厂跟踪；

4.2 纯碱行业：行业本质、特征、研究关键点

①行业本质：地产后周期

②行业特征

A、联碱法、氨碱法、天然碱法，天然碱法成本最低

B、下游主要是玻璃，玻璃下游是地产

C、光伏玻璃，碳酸锂对需求有拉动

③研究关键点：产品价格；需求情况；竞争格局

④如何判断价格拐点和跟住上市公司业绩：价格和厂家协同

4.2 纯碱行业：跟踪体系

①政策研究：地产政策

②竞争格局

--国内供给跟踪：跟踪国内的供给

--海外供给跟踪：海外天然碱

③价格跟踪：

--国内价格：周度价格跟踪

④价差跟踪：国内的价格和海外的价格（无）

4.2 纯碱行业：跟踪体系

- ⑤上游跟踪：

- ⑥需求跟踪：新的应用领域
- ⑦库存跟踪：厂家库存

- ⑧上市公司跟踪-尤其是业绩拐点和高风险点的跟踪判断：

- ⑨供需跟踪体系
 - A、年度：
 - B、季度：国内外上市公司运行情况分析
 - C、月度：月度价格
 - D、周度：周度价格

4.3 农药行业：行业本质、特征、研究关键点

- ①行业本质：跨国公司的库存周期

- ②行业特征
 - A、需求呈现季节性变化
 - B、中国的农药供应全球
 - C、印度农药在崛起
 - D、中国在往高附加值的创新药转型

- ③研究关键点：跨国公司库存；产品价格；产能情况

- ④如何判断价格拐点和跟住上市公司业绩？

4.3 农药行业：跟踪体系

①政策研究：每年两次农化会展跟踪

②竞争格局

--国内供给跟踪：跟踪国内的供给

--海外供给跟踪：跟踪印度的产能

③价格跟踪：

--国内价格：周度价格跟踪

④价差跟踪：价格和成本跟踪

4.3 农药行业：跟踪体系

- ⑤上游跟踪：

- ⑥需求跟踪：粮食价格
- ⑦库存跟踪：厂家库存，跨国公司库存

- ⑧上市公司跟踪-尤其是业绩拐点和高风险点的跟踪判断

- ⑨供需跟踪体系
 - A、年度：每年两次农化会展
 - B、季度：国内外上市公司运行情况分析
 - C、月度：产品价格
 - D、周度：价格

4.3 农药行业：子行业跟踪数据库

- ①已有数据：周度产品跟踪数据库；季度财报跟踪数据库；
- ②行业数据库包含内容：行业历史复盘（要有股价复盘，历史供需复盘），供给（现有产能-新增产能），需求（需求结构详细拆分，进出口），库存，供需平衡表，新技术跟踪，成本曲线，价格-价差，周度数据跟踪，上市公司季度财报跟踪，海外上市公司跟踪（若有），产业链跟踪等

4.4 甜味剂行业：行业本质、特征、研究关键点

①行业本质：无糖饮料等，消费趋势，对于代糖需求增加

②行业特征

A、存量产品，中国企业在供应

B、需求还在还需提升，饮料、调味品、食品等

C、新的代糖出来，有新的领域应用

③研究关键点：产品价格；需求情况；竞争格局

④如何判断价格拐点和跟住上市公司业绩：价格和厂家协同

4.4 甜味剂行业：跟踪体系

①政策研究：代糖的获批政策

②竞争格局

--国内供给跟踪：跟踪国内的供给

--海外供给跟踪：新的代糖需要跟踪

③价格和价差跟踪：

--国内价格：周度价格跟踪

4.4 甜味剂行业：跟踪体系

- ④上游跟踪：

- ⑤需求跟踪：新的应用领域
- ⑥库存跟踪：厂家库存

- ⑦上市公司跟踪-尤其是业绩拐点和高风险点的跟踪判断：

- ⑧供需跟踪体系
 - A、年度：
 - B、季度：国内外上市公司运行情况分析
 - C、月度：月度价格
 - D、周度：周度价格

4.4 甜味剂行业：子行业跟踪数据库

- ①已有数据：周度产品跟踪数据库；季度财报跟踪数据库；
- ②行业数据库包含内容：行业历史复盘（要有股价复盘，历史供需复盘），供给（现有产能-新增产能），需求（需求结构详细拆分，进出口），库存，供需平衡表，新技术跟踪，成本曲线，价格-价差，周度数据跟踪，上市公司季度财报跟踪，海外上市公司跟踪（若有），产业链跟踪等
- ③缺失数据库：美国，欧洲等消费需求跟踪；库存跟踪

4.5 轮胎行业：行业本质、特征、研究关键点

①行业本质：国产轮胎通过性价比优势抢占全球市场

②行业特征

A、全球需求整体相对平稳且增速缓慢，季节性变化有但比较小，半钢胎属于有消费属性的化工品

B、全球供给是长期过剩的状态，部分区域因为政策等原因格局相对较好

C、行业影响因素多：政策、原料、海运、汇率等对业绩均有影响，季节性业绩可能波动大

D、品牌升级的趋势：高端配套、高端产品等多种路线均有，但实现品牌进阶的速度较慢

E、行业格局变化：消费降级的趋势下二三线品牌整体市占率可能提升

③研究关键点：欧美关税变化情况，细分市场景气度变化；长周期下产品、渠道和品牌研究

④如何跟住上市公司业绩：订单出货情况，跟踪原料、海运等高频数据。

4.5 轮胎行业：跟踪体系

①政策研究：现有双反政策每年会有复审更新，其他地区是否被双反有不确定性。

②竞争格局

--国内供给跟踪：国内轮胎企业扩产情况，国内基地月度出口变化情况

--海外供给跟踪：海外轮胎企业产能变化情况，美国市场轮胎进口变化情况

③价格跟踪：

--国内价格：涨价函和落地情况

--海外价格：变化较小，可能会受到海运影响

④价差跟踪：主要跟踪原料价格和成本传导情况

4.5 轮胎行业：跟踪体系

- ⑤上游跟踪：天然橡胶（海南橡胶）、合成橡胶（石化类）、炭黑（黑猫、金能）、阳谷华泰的价格供需跟踪
- ⑥需求跟踪：季度看米其林披露数据变化
- ⑦库存跟踪：经销商库存比较有意义
- ⑧上市公司跟踪-尤其是业绩拐点和大风险点的跟踪判断：产业趋势、政策和景气情况、下游订单还有库存、原料海运
- ⑨供需跟踪体系
 - A、年度：米其林年报中的整体需求情况，行业中新产能投产变化情况
 - B、季度：国内外上市公司运行情况分析，财报公布调研公司
 - C、月度：国内出口和美国进口数据、公司出货和订单情况
 - D、周度：重点跟踪开工率、原料价格情况

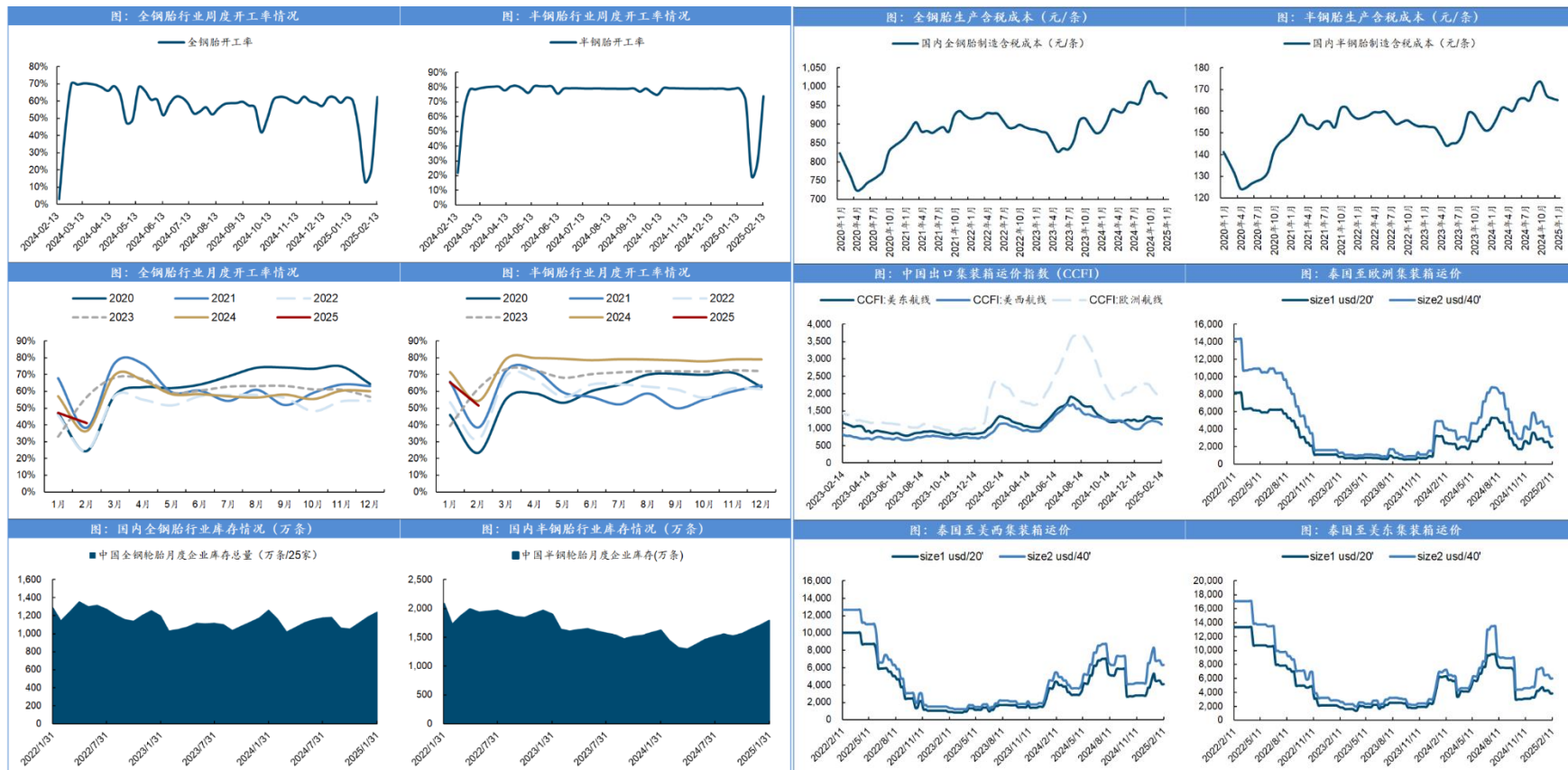
4.5 轮胎行业：子行业跟踪数据库

- ①已有数据：周度产品跟踪数据库；季度财报跟踪数据库；海外产能数据；

- ②行业数据库包含内容：行业历史复盘（要有股价复盘，历史供需复盘），供给（现有产能-新增产能），需求（需求结构详细拆分，进出口），库存，原料变化，周度数据跟踪，上市公司季度财报跟踪，海外上市公司跟踪（若有），产业链跟踪等

- ③缺失数据库：大部分数据都有但是没有整合，历史周期时长不够；

4.5 轮胎行业：子行业跟踪数据库



4.6 硅化工行业：行业本质、特征、研究关键点

①行业本质：工业硅涨价需要依赖供给受限但需求好坏会影响价格弹性；有机硅竞争偏市场化需
要看供需差变化

②行业特征

A、工业硅需求大部分取决于多晶硅变化，有机硅需求存在金九银十旺季

B、整体产业链盈利较差，对涨价有限制

C、供给协同性一般，工业硅小产能过多有弹性合盛控价能力不强，有机硅合盛有影响力但没控制力

D、新技术主要是降低电耗从而实现降本

③研究关键点：工业硅关注小产能出清情况和电力影响开工情况，高耗能政策的影响；有机硅关
注需求增长对新产能消化

④如何判断价格拐点和业绩：看行业供需改善情况

4.6 硅化工行业：跟踪体系

- ①政策研究：关注节能减排和产能整合相关政策
- ②竞争格局：新产能投放情况对格局影响
- ③价格价差跟踪：百川每日公布数据，周度价格价差数据库，产业链跟踪
- ④需求和库存跟踪：需求跟踪月度出口情况和消费情况，库存有周度数据跟踪
- ⑤上市公司跟踪-尤其是业绩拐点和大风险点的跟踪判断：合盛主要关注产品价格和新能源风险
- ⑥供需跟踪体系
 - A、年度：供需平衡表更新
 - B、季度：上市公司运行情况分析，财报公布调研公司
 - C、月度：进出口数据、产销情况跟踪，电价跟踪
 - D、周度：重点跟踪产能、产量、开工率、库存、价格、价差

4.6 硅化工行业：子行业跟踪数据库

- ①已有数据：周度产品跟踪数据库；季度财报跟踪数据库；

- ②行业数据库包含内容：行业历史复盘（要有股价复盘，历史供需复盘），供给（现有产能-新增产能），需求（需求结构详细拆分，进出口），库存，供需平衡表，价格-价差，周度数据跟踪，上市公司季度财报跟踪，产业链跟踪等

- ③缺失数据库：需要整合优化；

- 能源价格剧烈波动：全球能源价格剧烈波动，将大幅影响化工产品生产成本，对产品盈利形成影响；
- 政策变动风险：国内刺激经济、进出口等政策变动将大幅影响国内供需格局，从而影响细分行业的盈利变化；
- 产能集中释放风险：行业内过多产能集中释放将导致行业供给过剩，从而影响行业格局，进一步影响产品价格及盈利；
- 需求大幅波动风险：化工行业属于中上游加工制造行业，会受到终端需求波动风险影响，若需求大幅下滑，会对行业格局产生较大影响。

特别声明

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

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

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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

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

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题