



# 化工行业研究框架

## 从周期和成长的角度看化工行业研究

分析师：于庭泽  
执业编号：S0300518070002  
电话：010-66235689  
邮箱：yutingze@y kzq.com

2019年12月26日

# 主要内容

---

核心内容：根据细分行业特点将化工行业整体分为周期和成长两类进行分拆研究，并在盈利驱动、股价驱动因素分析、选股方法上对比分析。

	周期	成长
1 行业性质和分类	价格波动、大品种、成本主导	销量驱动、小品种、技术主导
2 盈利驱动因素	供需、价差	销量
3 股价驱动因素	利润弹性	持续成长性
4 选股方法	供需改善	进口替代、市占率提升

---

# 1、行业性质和分类

---

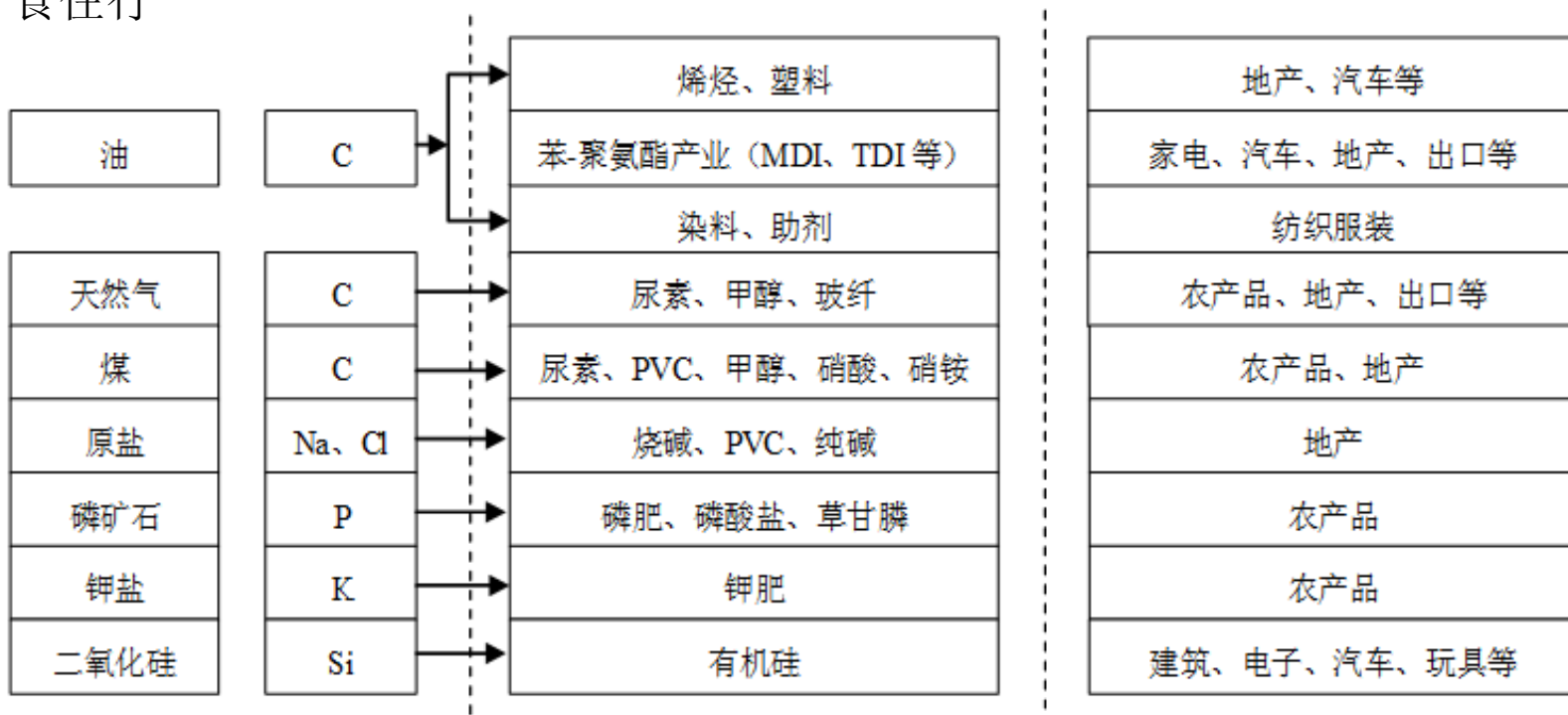
# 化工行业特点-公司多、子行业多

---

公司多	333家（持续增长），占A股全部公司近1成
子行业多	申万3级分类27个
	中信基础化工3级26个石化5个

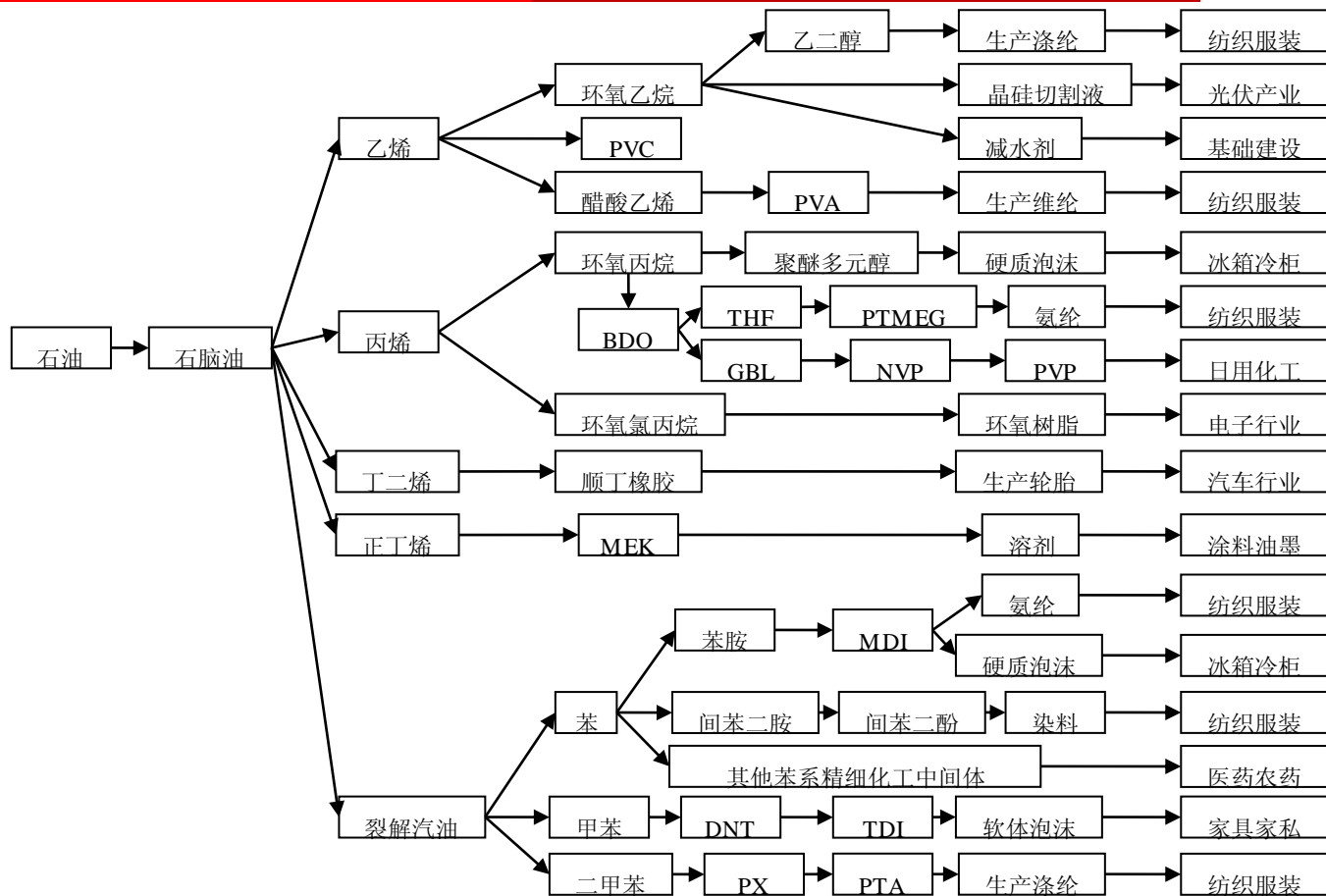
# 典型的化工产业链

化工是典型的中游制造业，上游成本端包罗各类资源、下游需求端涵盖衣食住行



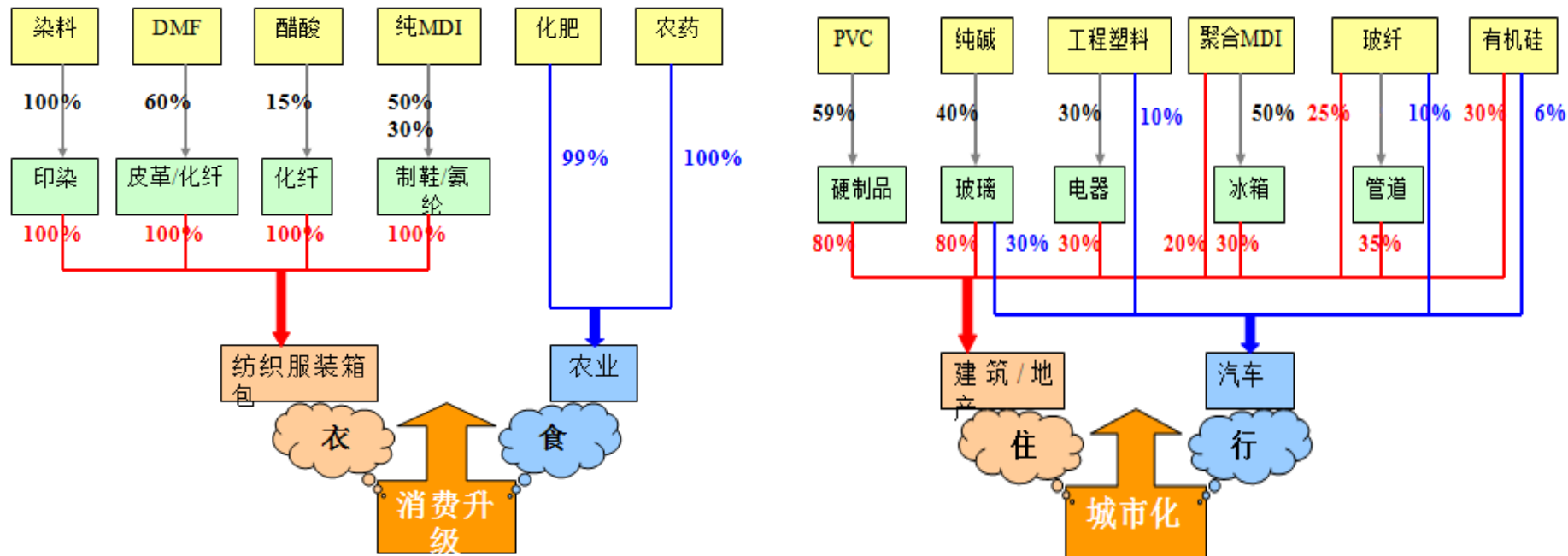
数据来源：公开资料整理、粤开证券

# 石油化工产业链



数据来源：公开资料整理、粤开证券

# 化工下游涵盖衣食住行



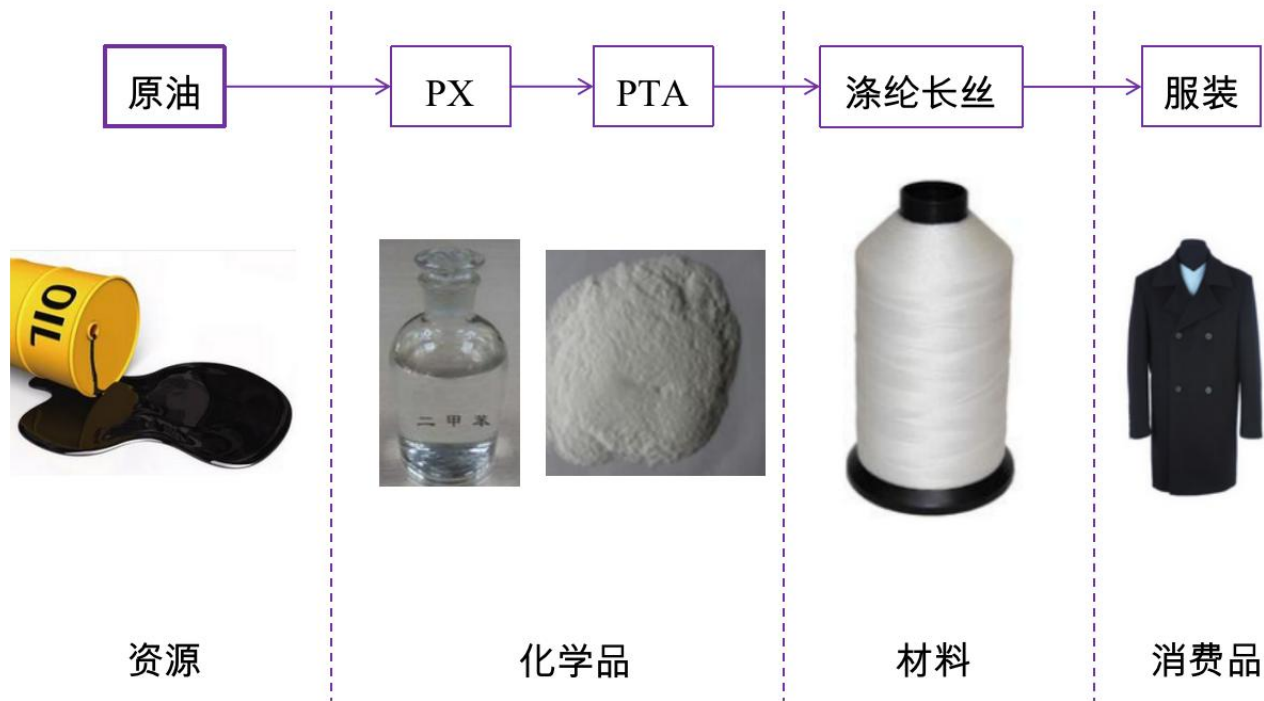
数据来源：公开资料整理、粤开证券

# 从产业链所处环节分类

	上游原材料	初级化学品	中游材料	终端消费品
定义	产业链的最上游， 煤油矿产	由上游原材料合成加工 的初级化学品	经过多步加工而成的具 有某种使用特性的产品， 多2B	终端产品，贴近消 费终端，具备2C属 性
典型产品	萤石	PTA	染料	轮胎
上市公司	金石资源	桐昆股份	浙江龙盛	玲珑轮胎



# PTA产业链

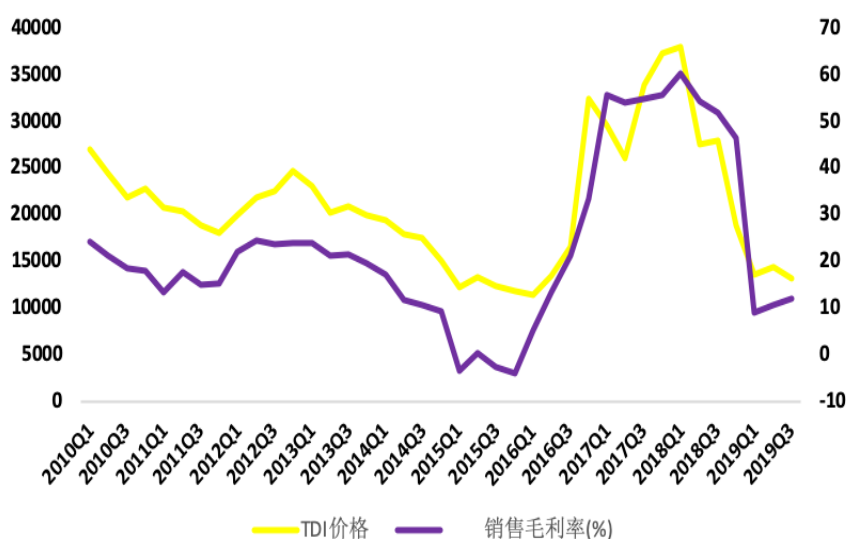


数据来源：公开资料整理、粤开证券

# 典型的周期（强价格）型行业-TDI

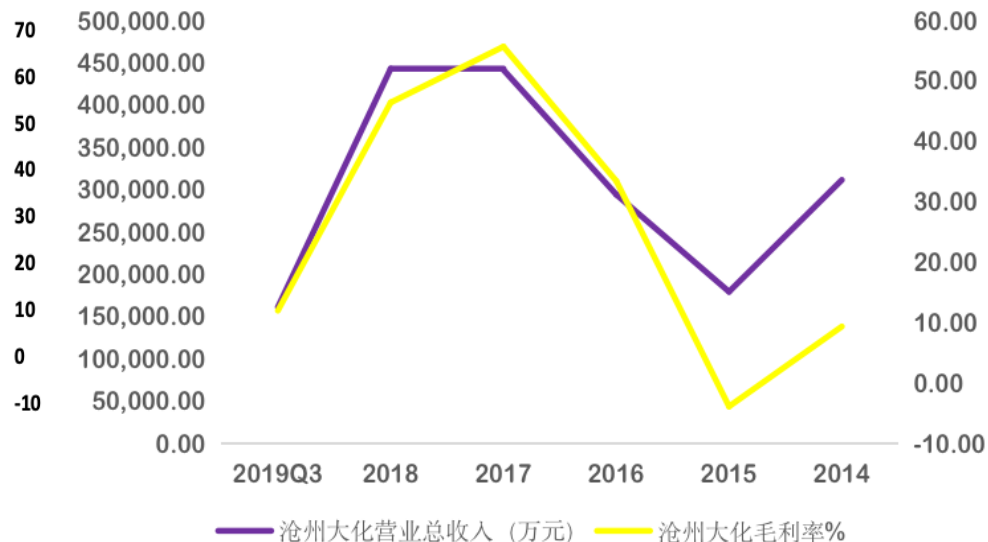
观察主营业务为TDI的沧州大化的收入和毛利率变化，可以看到与产品价格高度一致

毛利率和价格周期同步（价格波动大）



数据来源: wind、粤开证券

毛利率和收入成正比

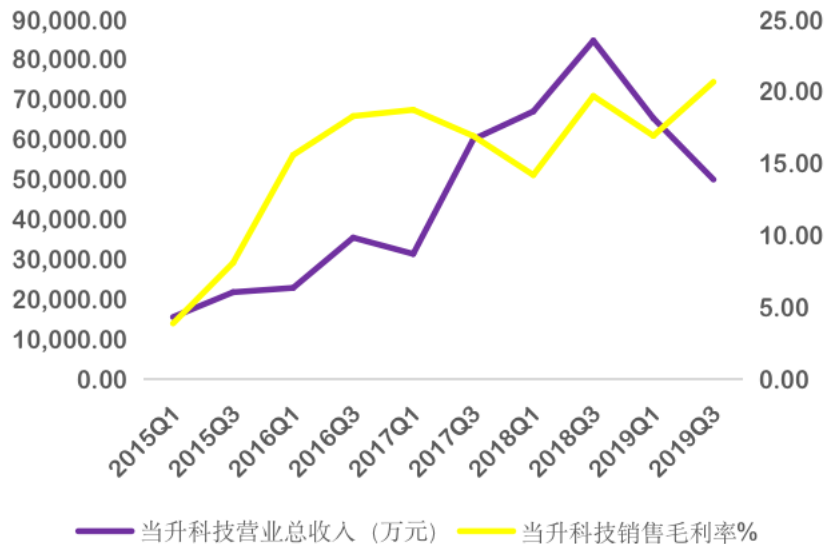


数据来源: wind、粤开证券

# 典型的成长型（弱价格）行业-正极材料

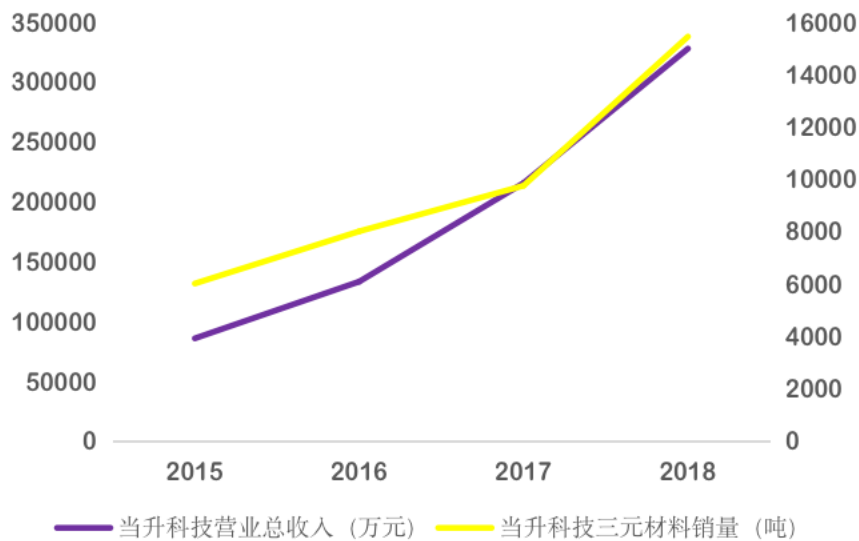
观察主营业务为正极三元材料的当升科技的收入和毛利率变化，可以看到与两者并不同步，收入与销量成正比

毛利率和收入周期不同步（价格波动小）



数据来源：wind、粤开证券

收入和销量成正比



数据来源：wind、粤开证券

---

## 2、盈利驱动因素分析

---

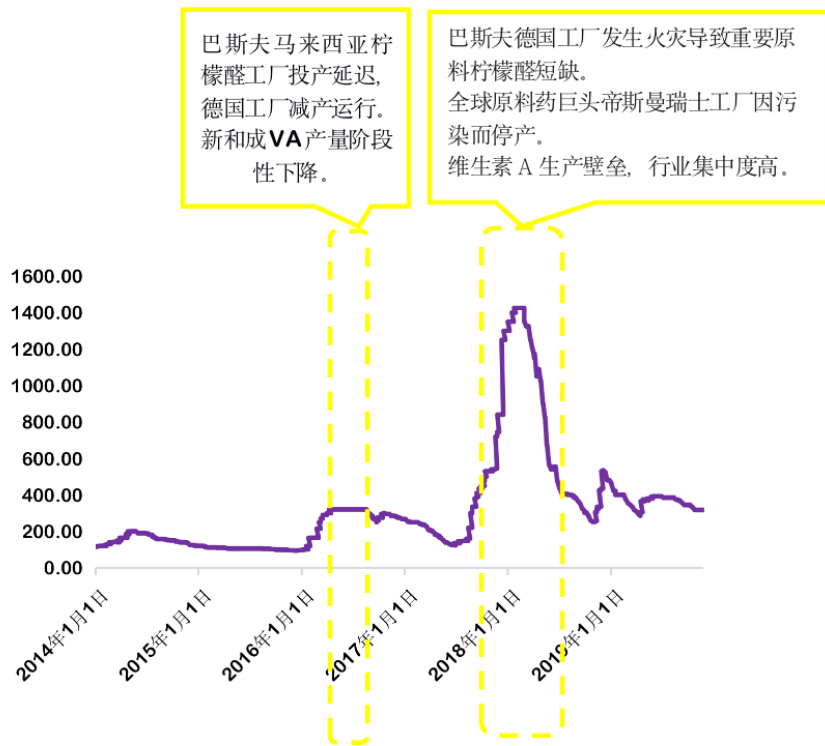
# 利润驱动因素的拆分

- 对于周期型行业来说，利润驱动因素为供需格局变化以及原材料价差变化；对于成长型行业来说，利润驱动因素为产品销量以及研发投入。

分类	价格波动		供需格局		其他因素			
	价差	收入	供给约束	需求改善	销量	研发费用	财政补贴	折旧
周期型	强相关		强相关	强相关	弱相关	弱相关	弱相关	强相关
成长型	弱相关		弱相关	强相关	强相关	强相关	强相关	弱相关

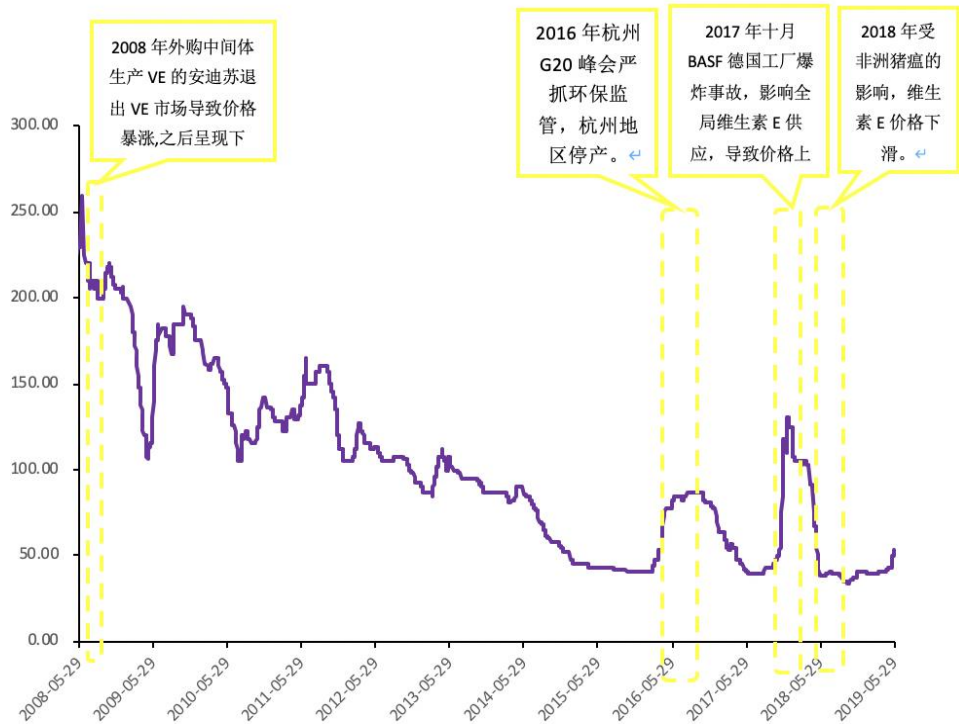
# 典型的供需格局价格驱动-维生素行业

## VA历史价格波动驱动因素



数据来源：wind、粤开证券

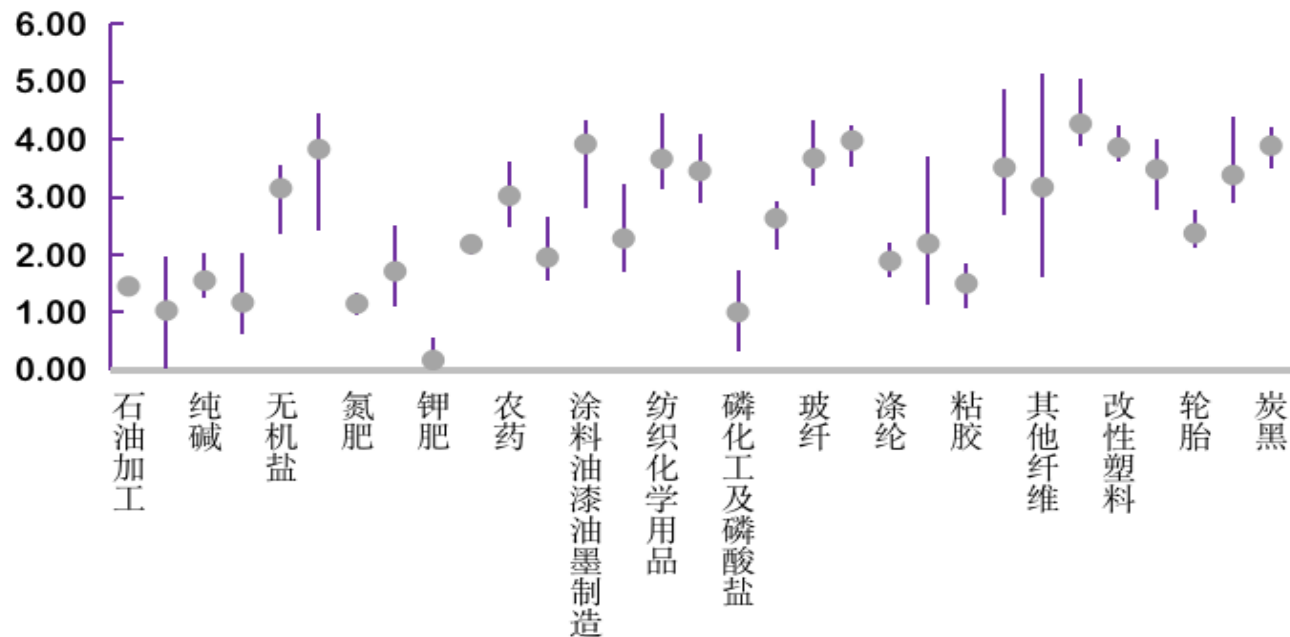
## VE历史价格波动驱动因素



数据来源：wind、粤开证券

# 典型财务指标：研发费用/收入

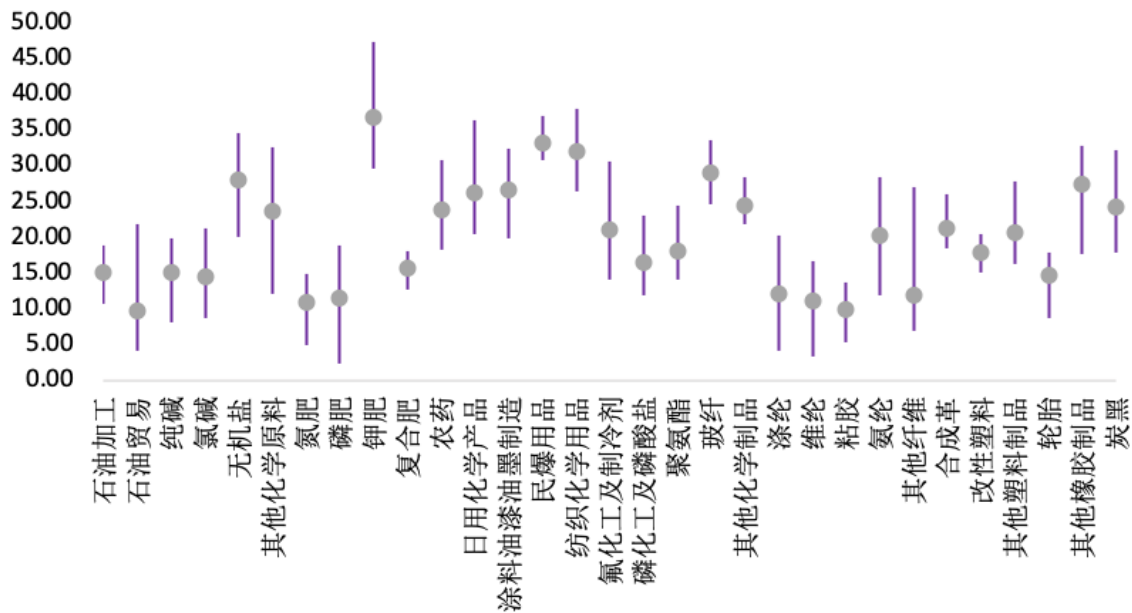
SW化工子行业近十年研发费用/收入（%）波动区间



数据来源：wind、粤开证券

# 典型财务指标：毛利率

SW化工子行业近十年毛利率（%）波动区间

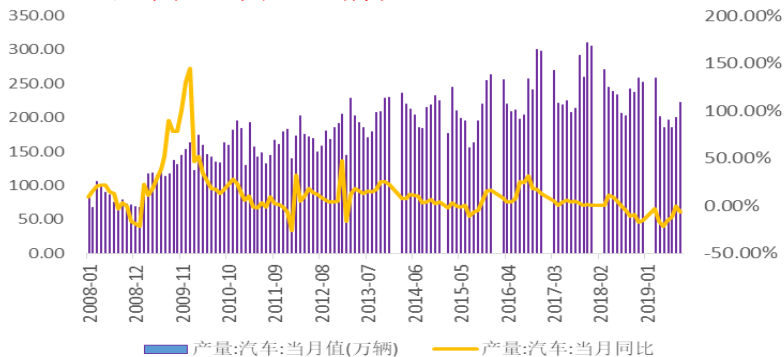


数据来源：wind、粤开证券



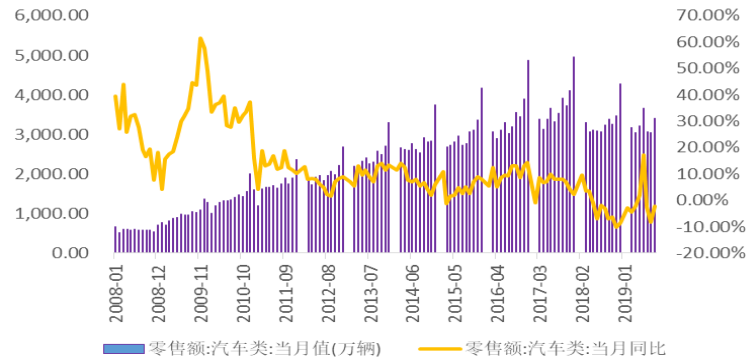
# 下游市场存在周期波动

## 国内汽车产量情况



数据来源：wind、粤开证券

## 国内汽车销量情况



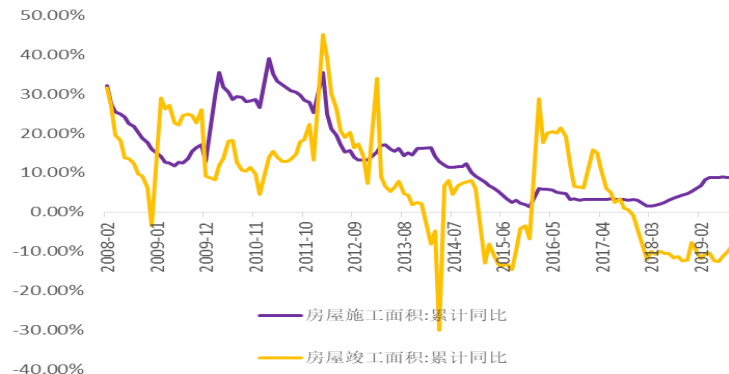
数据来源：wind、粤开证券

## 地产开发投资情况



数据来源：wind、粤开证券

## 房屋施工/竣工情况

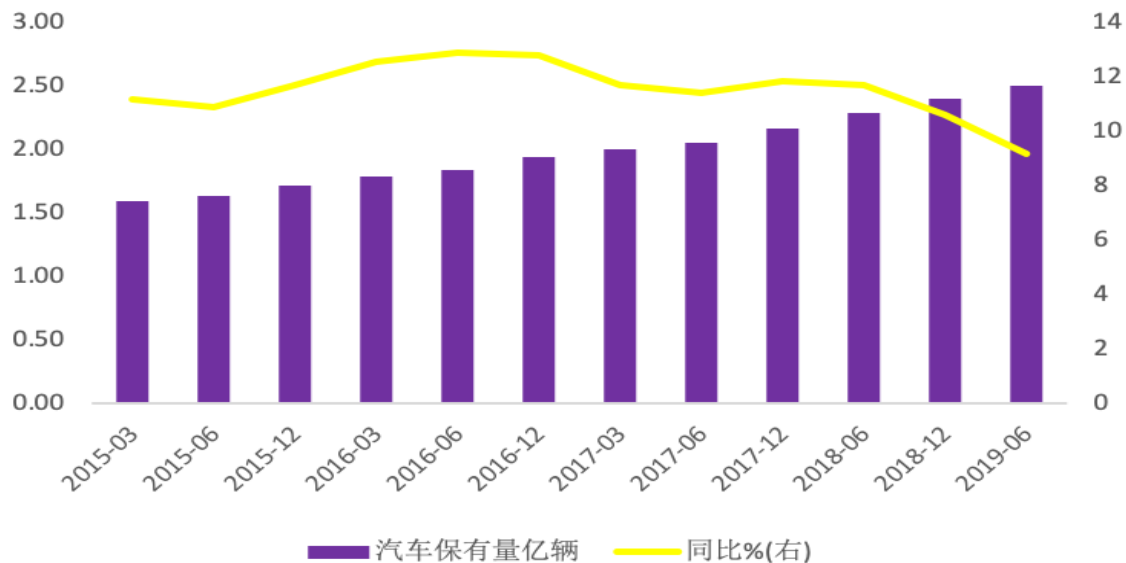


数据来源：wind、粤开证券

# 下游需求是周期和成长的叠加

需要关注下游需求的周期和成长属性叠加。以汽车为例，虽然近年国内汽车销量数据下滑，但是保有量仍然持续提升，意味着后市场（替换市场）的需求刚性增长，如轮胎、车用空调制冷剂。

国内汽车保有量情况



数据来源: wind、粤开证券

---

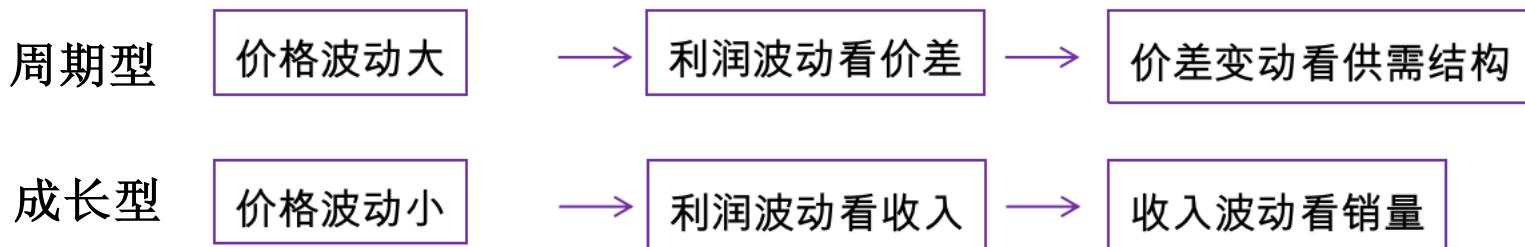
### 3、股价的驱动因素分析

---

# 股价的驱动因素1-利润

---

股价=EPS乘估值，因此决定股价的两大驱动因素为净利润（EPS）以及估值。对于化工行业来说，周期型和成长型的利润驱动因素前面已经论述过，既周期型行业利润取决于供需格局以及价格波动（价差扩大），毛利率波动大；成长型行业利润取决于研发投入以及产品销量，价格波动程度低，毛利率稳定。



## 股价的驱动因素2-估值

---

对于化工行业来说，周期型和成长型的估值体系截然不同，周期型行业估值水平一般较低，除跟自身历史估值中枢比较外，笔者个人的经验公式为：取价格上涨高点为基准进行年化业绩测算，给予10倍估值定价；成长型行业估值水平则取决于未来若干年的持续成长能力，往往需要结合PEG指标，对于成长型行业来说，业绩与估值双升（戴维斯双击）的公司是非常理想的投资标的。

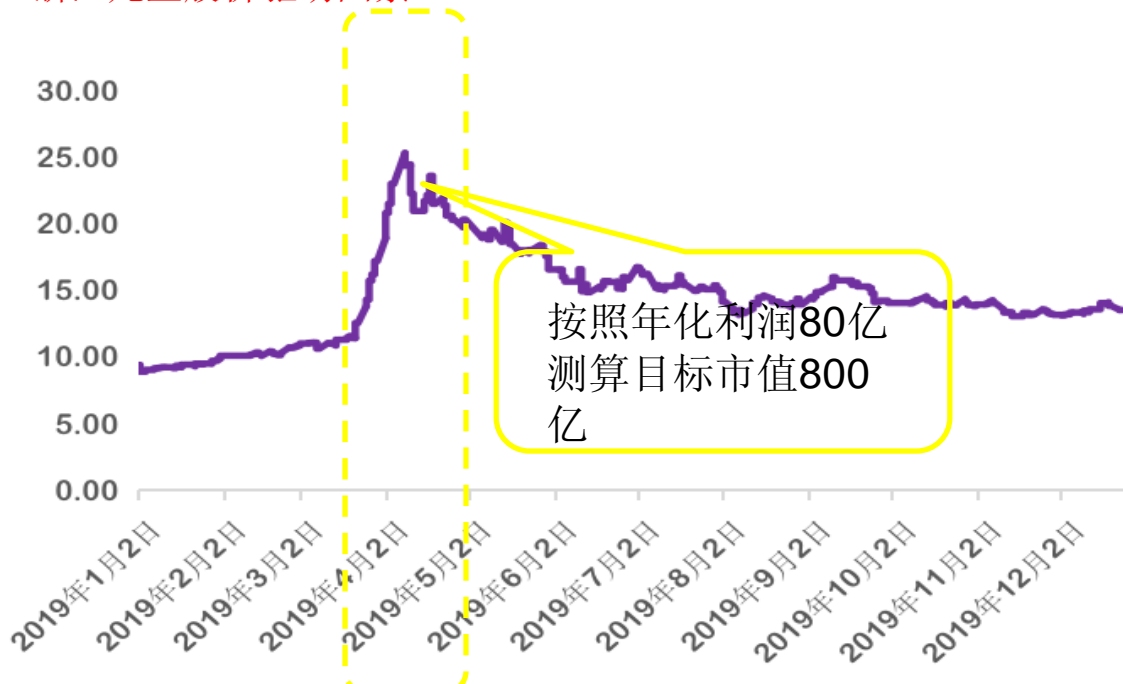
周期股：市盈率和利润反向，景气高点给予10倍估值

成长股：市盈率和利润增速变动同向（戴维斯双击）

# 案例-周期型公司浙江龙盛目标市值测算

19年3月响水爆炸事件发生后，间苯二胺供应紧张，价格出现大幅上涨，带动染料价格跟涨。按照提价后价格测算公司年化利润约80亿，给予10倍估值，目标市值800亿。（实际股价在4月10日达到796亿市值）

浙江龙盛股价驱动因素

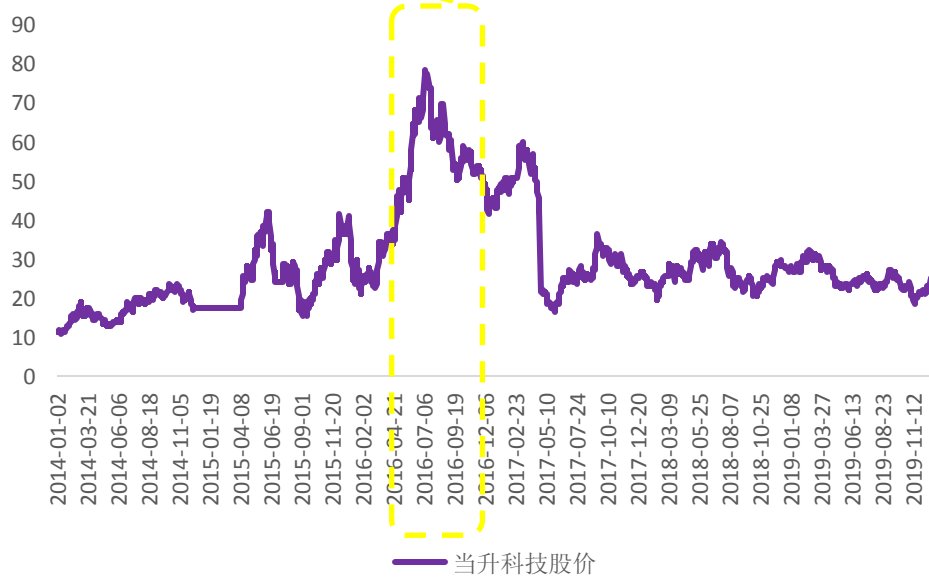


数据来源: wind、粤开证券

# 案例-成长型公司当升科技和山东赫达股价驱动因素

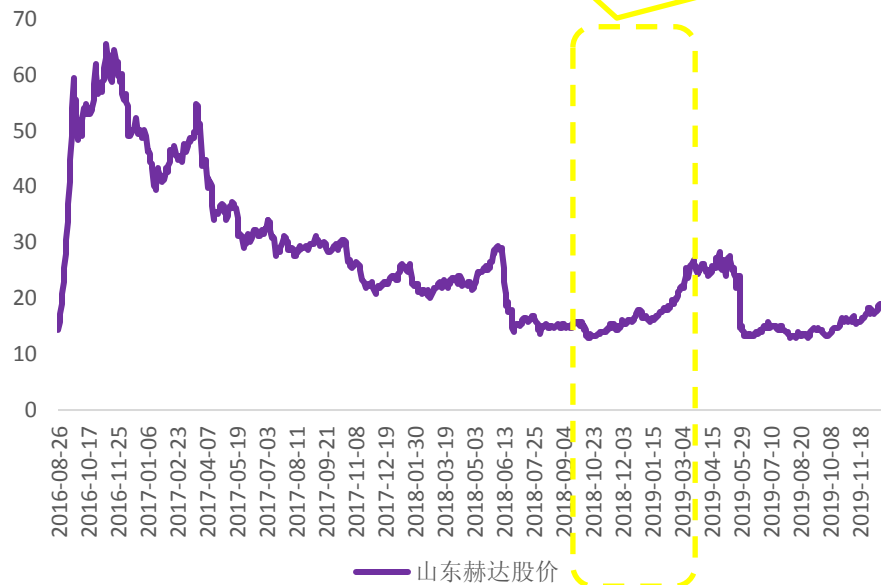
## 当升科技股价驱动因素

2015年国家出台新能源车发展规划  
带动公司三元材料爆发式增长



## 山东赫达股价驱动因素

2018年10月公司纤维素醚  
新产能投放打破瓶颈，业绩  
开始爆发



数据来源: wind、粤开证券

数据来源: wind、粤开证券

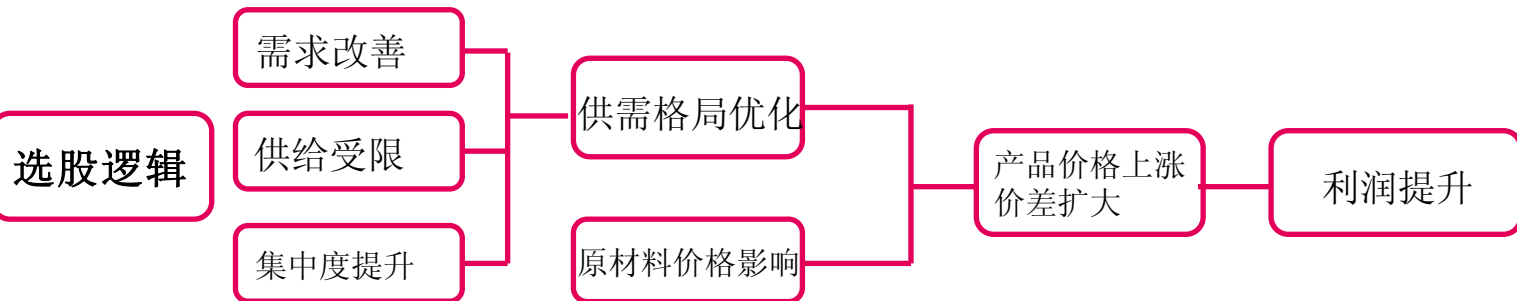
---

## 4、选股方法

---



# 周期型行业选股方法



行业数据

开工率

经销商（渠道）库存同期

在建及规划产能

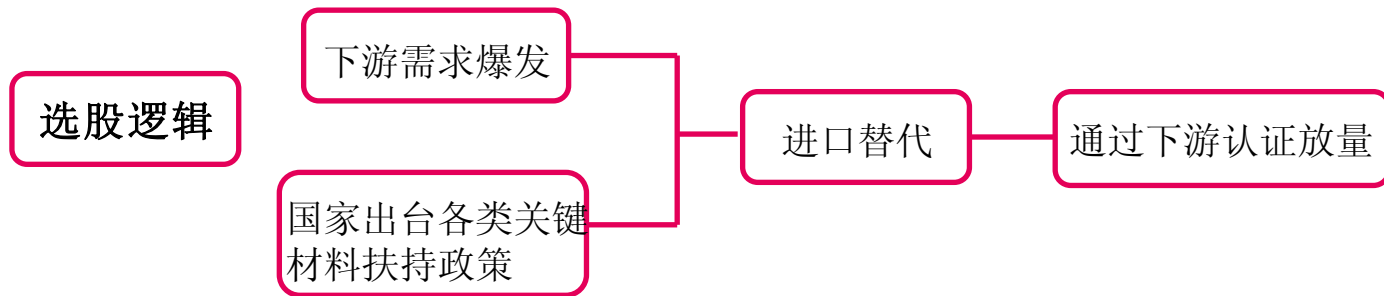
公司数据

毛利率

存货周转率

ROE

# 成长型行业选股方法



---

谢谢！

---

# 免责声明

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。