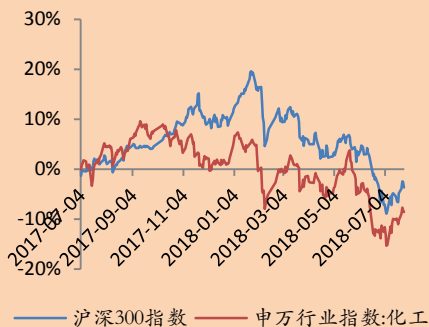




投资评级：增持

报告日期：2018-07-31

股价走势：



研究员：宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

联系人：李超齐  
0551-65161591

## 环保叠加供给侧，共促化工企业转型升级

### 主要观点：

#### □ 省内化工企业层次有待提升

省内化工类上市公司有待提升。目前省内共有化工类上市公司 12 家，主要以传统的化工企业为主，多以基础化工产品为主，导致企业业绩受产品价格影响大，整体竞争力偏弱，缺乏新材料等有竞争力的化工企业。创新实力需要加强，2017 年省内化工企业研发费用为 7.5 亿元，同比下降 1.27%。2010—2017 省内化工企业研发费用总量是在增加，但增速明显放缓。业绩稳步增长，2017 年省内化工上市公司实现营收、净利润分别为 391.3 亿元、21.02 亿元，同比分别增长 22.69%、42.87%，受益于供给侧改革和环保督查等综合因素。

#### □ 环保倒逼企业创新发展

环保压力，促使企业转变发展方式。随着生态文明建设深入推进，环保趋严已常态化，化工行业作为基础产业，对经济发展起着重要作用，但长期以来，化工行业的增长是建立在高投入、高能耗、高污染基础之上，是一种不可持续增长方式。面对资源、环境的约束，转型升级已是必然。化工行业要实现“创新、绿色、协调、包容、共享”的新发展理念，就要向“微笑曲线”两端发展，通过持续研发投入，实现产品附加值提升。

#### □ 他山之石，可以攻玉

目前国内化工行业上市公司有 325 家，我们重点梳理近期江苏、浙江、山东、上海的政策导向，有一定的共同点：加快淘汰落后产能、化工入园、保护生态环境、鼓励企业向高端方向发展。预计化工行业将迎来新一轮的资源整合，将出现恒者恒强的局面，利于行业集中度提高，实现资源优化配置。同时上市公司中，企业也在谋求变革，实现新发展，其中代表性做法有：龙蟠佰利：通过并购方式，实现以一种产品为主导，一体化发展；扬农化工：通过内生发展积极调整产品结构，实现产品升级；万华化学：通过兼并和内生方式积极扩展相关产业链，实现全面开花。

#### □ 投资建议

目前省内 12 家化工类的上市公司，我们从企业经营情况、环保、未来发展三个不同维度，建议关注金禾实业和广信股份。金禾实业已是甜味剂行业中的龙头企业，产品在产能、市占率等方面具有较强竞争力。同时公司对发展战略清晰，未来发展看好。广信股份是省内唯一一家农药类上市公司，主营杀菌剂，多菌灵和甲基硫菌灵等产品市占率高。目前公司在上游原材料和丰富产品上均有实质性的行动，未来值得期待。

#### □ 风险提示

企业出现环境污染问题、企业转型升级不及预期



## 目 录

<b>1 问题缘由</b> .....	<b>4</b>
1.1 高污染方式不能在持续.....	4
1.2 新发展理念引领未来高质量发展.....	5
<b>2 省内化工企业概况</b> .....	<b>6</b>
2.1 以传统化工企业为主.....	6
2.2 业绩稳中有增.....	6
2.3 研发投入不高，创新能力有待提升.....	8
<b>3 环保压力激增，加快转型升级</b> .....	<b>9</b>
3.1 生态文明建设制度先行.....	9
3.2 环保督查常态化.....	10
3.3 组建生态环境部，构建全方位管理新机制.....	11
3.4 环保倒逼企业转型升级.....	11
<b>4 他山之石，可以攻玉</b> .....	<b>12</b>
4.1 其他省份对化工行业的政策导向.....	12
4.2 国内化工类上市公司转型升级路径.....	13
<b>5 投资建议</b> .....	<b>17</b>
5.1 金禾实业.....	17
5.2 广信股份.....	18

## 图表目录

图表 1 山西三维倾倒地工业固废 .....	4
图表 2 江苏省灌云县化工园区周边排放的污水 .....	4
图表 3 河南内黄县陶瓷产业园污染 .....	4
图表 4 长江沿岸化工园区及化工企业数量情况 .....	5
图表 5 省内上市公司情况 .....	6
图表 6 2010—2017 省内化工上市公司营收及增速 .....	7
图表 7 2010—2017 省内化工上市公司净利润及增速 .....	7
图表 8 2010—2017 省内化工上市公司出口金额及增 .....	7
图表 9 2010—2017 省内化工上市公司出口额占比 .....	7
图表 10 2010—2017 省内化工上市公司三费及增速 .....	8
图表 11 2010—2017 省内化工上市公司毛利率情况 .....	8
图表 12 2010—2017 省内化工公司研发费用及增速 .....	8
图表 13 2017 省内化工上市公司研发支出排名 .....	8
图表 14 环境保护 2.0 版本 .....	9
图表 15 第八次全国环保大会要点梳理 .....	10
图表 16 中央环保督查四批次督查省市情况 .....	10
图表 17 新组建的生态环保部职能 .....	11
图表 18 生态环境部挂牌 .....	11
图表 19 微笑曲线 .....	11
图表 20 国内各省市化工企业数量（大于 10）对比 .....	12
图表 21 2016 年以来主要化工省份在化工方面的政策导向 .....	13
图表 22 钛白粉产业链 .....	14
图表 23 龙蟒佰利在一体化方面的运作 .....	14
图表 24 公司主要产品产能情况 .....	15
图表 25 公司聚氨酯产业链 .....	16
图表 26 公司烟台工业园产业链 .....	16
图表 27 公司产品产业链 .....	17
图表 28 公司精细化工产品产能 .....	17
图表 29 定远园区项目情况 .....	18
图表 30 公司产能情况 .....	18
图表 31 国内多菌灵产能 .....	19
图表 32 国内甲基硫菌灵产能 .....	19
图表 33 募投建设项目 .....	19

## 1 问题缘由

### 1.1 高污染方式不能在持续

事件一：

2018年4月17—19日，央视财经频道《经济半小时》栏目播出《谁才是污染大户身边的“黑保护”》、《非法排污几时休》、《吃子孙饭的陶瓷园》三期内容，分别报道了山西三维大肆排污、江苏灌云县化工园区随意排污以及河南内黄县的陶瓷产业园污染的情况，引起社会强烈关注。

报道中企业生产过程中产生的污水未经任何处理肆意排放、固体废弃物随意放置等突出环境问题，对当地生态环境造成严重破坏，对当地居民正常生产、生活造成严重影响，这种高污染的生产方式不能在持续。面对环境、资源、经济该如何协调，实现可持续发展。

图表1 山西三维倾倒工业固废



资料来源:央视新闻、华安证券研究所

图表2 江苏省灌云县化工园区向周边排放的污水



资料来源:央视新闻、华安证券研究所

图表3 河南内黄县陶瓷产业园排放污水



资料来源:央视新闻、华安证券研究所

## 1.2 新发展理念引领未来高质量发展

**事件一：**2005年8月15日，习近平到安吉天荒坪镇余村考察时，首次提出“绿水青山就是金山银山”。2013年9月7日习近平主席在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学演讲详细阐述了绿水青山和金山银山的辩证关系，我们既要绿水青山，也要金山银山。宁要绿水青山，不要金山银山，而且绿水青山就是金山银山。

**事件二：**2016年1月5日，推动长江经济带发展座谈会在重庆召开，习近平总书记提出“当前和今后相当长一个时期，要把修复长江生态环境摆在压倒性位置，共抓大保护，不搞大开发。”

**事件三：**2018年4月24—26日，习近平总书记到长江经济带调研，并主持召开长江经济带发展座谈会，明确指出长江经济带发展要生态优先。

化工行业作为基础性的产业，对经济发展起着重要作用，但长期以来，化工行业的增长是建立在高投入、高能耗、高污染基础之上，企业在获得微薄的利益的同时给生态环境带来巨大破坏，是一种不可持续增长方式。目前，长江经济带分布着大量化工园区和化工企业，对长江环境带来重大环境风险。

化工行业要实现“创新、绿色、协调、包容、共享”的新发展理念，转型升级已是必然，提升产业层次，积极发展循环经济，实现资源最大化利用。

图表4 长江沿岸化工园区及化工企业数量情况



资料来源：兴园研究、华安证券研究所

我们以省内化工行业上市公司为样本，对省内化工企业基本情况进行了梳理，对省外在化工领域政策导向进行了总结，同时对上市公司在转型升级方面的成功经验进行归纳。最后从环保、研发、转型三个不同维度，寻找省内化工行业中具有潜力的投资标的。

## 2 省内化工企业概况

### 2.1 以传统化工企业为主

安徽省共有化工类上市公司 12 家（申万行业分类），从分布看：较为集中，主要以皖中和皖南为主，其中皖北（淮北）、皖中（合肥、滁州）、皖南（芜湖、宣城、宁国、铜陵）；从企业性质看：有 5 家地方国企、6 家民企、1 家集体企业。省内主要以传统的化工企业为主，产品多以基础化工产品为主，导致企业业绩受产品价格影响大，整体竞争力弱，缺乏新材料等有竞争力的化工企业。

图表 5 省内上市公司情况

证券代码	证券简称	上市时间	地级市	二级行业	企业性质	主营产品
603599.SH	广信股份	2015/5/13	宣城市	化学制品	民营企业	氨基甲酸甲酯、草甘膦、敌草隆、多菌灵、甲基硫菌灵、
600985.SH	雷鸣科化	2004/4/28	淮北市	化学制品	地方国有企业	铵梯炸药、爆破线等
600470.SH	六国化工	2004/3/5	铜陵市	化学制品	地方国有企业	复合肥、磷铵、六国化工磷矿石、磷石膏、磷肥等
600063.SH	皖维高新	1997/5/28	合肥市	化学纤维	地方国有企业	高强高模 PVA 纤维、聚乙烯醇、聚酯切片等
300218.SZ	安利股份	2011/5/18	合肥市	塑料	民营企业	合成革
002597.SZ	金禾实业	2011/7/7	滁州市	化学制品	民营企业	安赛蜜、甲乙基麦芽酚、三氯蔗糖
002556.SZ	辉隆股份	2011/3/2	合肥市	化学制品	集体企业	氮肥、复混肥、钾肥
002538.SZ	司尔特	2011/1/18	宁国市	化学制品	民营企业	复合肥
002361.SZ	神剑股份	2010/3/3	芜湖市	化学制品	民营企业	树脂
002226.SZ	江南化工	2008/5/6	宁国市	化学制品	民营企业	铵梯炸药、铵油炸药
002136.SZ	安纳达	2007/5/30	铜陵市	化学制品	地方国有企业	金红石型钛白粉、锐钛型钛白粉
000859.SZ	国风塑业	1998/11/19	合肥市	塑料	地方国有企业	工程塑料、木塑地板、塑胶建材

资料来源:wind、华安证券研究所

### 2.2 业绩稳中有增

省内化工企业业绩稳中有增。2017 年省内化工上市公司实现营收、净利润分别为 391.3 亿元、21.02 亿元，同比分别增长 22.69%、42.87%，受益于供给侧改革和环保督查等综合因素。

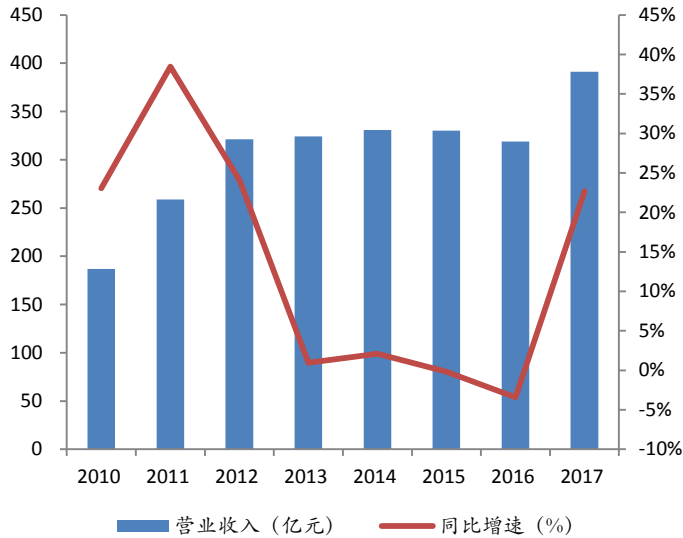
2010—2017 年省内化工企业营收年均复合增长率为 11.14%，企业营收保持较高增速，说明了企业规模在扩张。但 2012—2016 企业营收增速明显下滑，2015 和 2016 年降幅负增长。

2010—2017 年省内化工企业净利润年均复合增长率为 11.79%，其中 2012—2017 净利润保持了较为稳定增速，尤其是近两年来，因供给侧改革和环保督

查等因素，使得化工产品价格大幅上涨，公司业绩大幅改善。

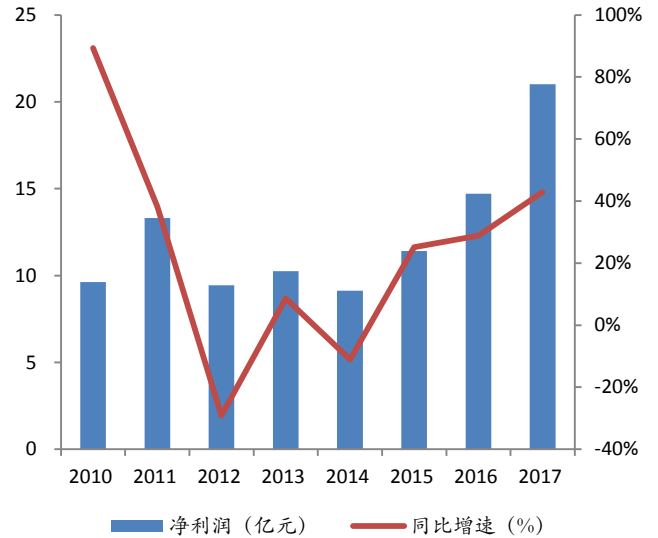
我们判断经历了本轮行业出清之后，在多种因素的交叉影响下，大规模增加产能的可能性较小，行业将呈现恒者恒强的局面，大企业的优势将更加显著。

图表 6 2010—2017 省内化工上市公司营收及增速



资料来源:wind、华安证券研究所

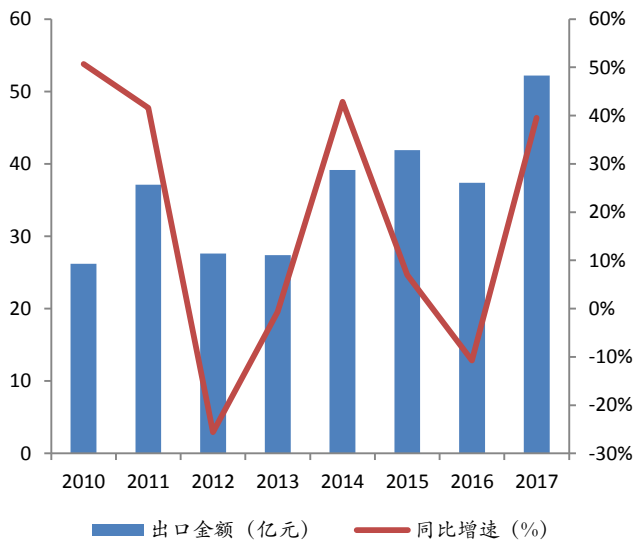
图表 7 2010—2017 省内化工上市公司净利润及增速



资料来源:wind、华安证券研究所

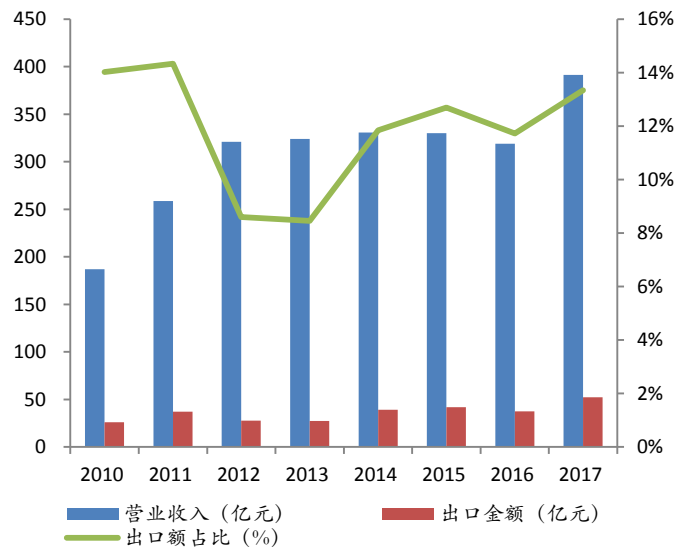
产品主要以内销为主。省内化工企业的产品主要面向国内市场，产品出口金额比重基本在 10% 上下浮动。2017 年出口金额为 52 亿元，同比增长 39.57%，2010—2017 省内化工企业出口增幅波动较大，其中 2012 和 2016 受外部环境因素影响降幅较大。

图表 8 2010—2017 省内化工上市公司出口金额及增



资料来源:wind、华安证券研究所

图表 9 2010—2017 省内化工上市公司出口额占比

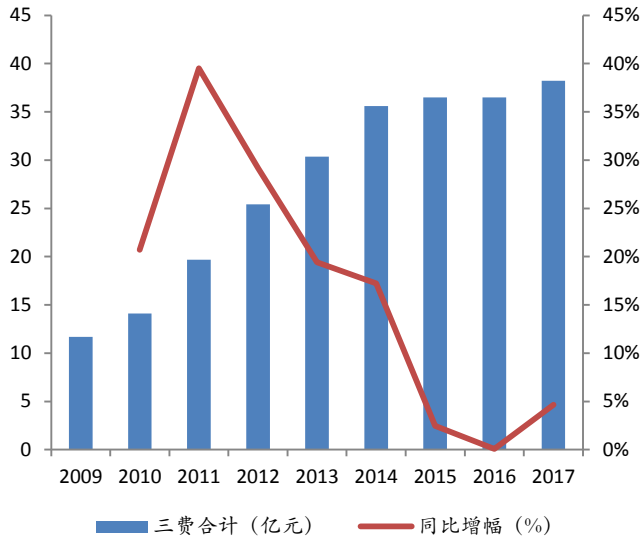


资料来源:wind、华安证券研究所

三费总量增长，增速放缓。2017 年省内化工类上市公司三费总额为 38.21 亿

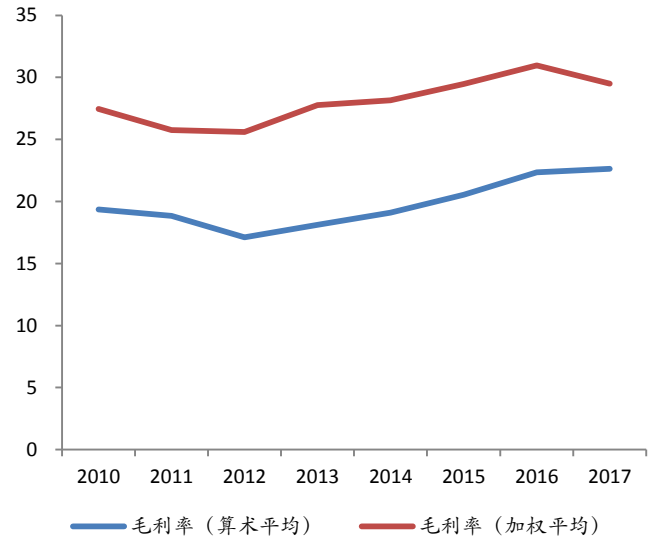
元，同比增长 4.67%，走势和营收增速走势基本吻合。省内企业综合毛利率有改善趋势，未来受企业转型，产品升级，毛利率还有提升空间。

图表 10 2010—2017 省内化工上市公司三费及增速



资料来源:wind、华安证券研究所

图表 11 2010—2017 省内化工上市公司毛利率情况



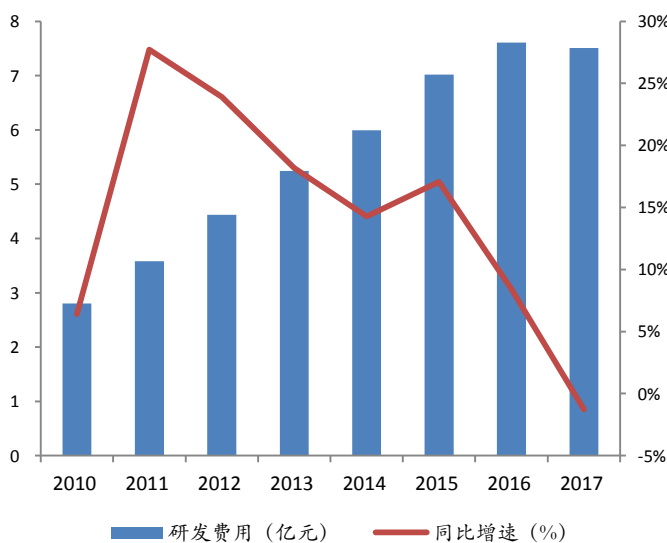
资料来源:wind、华安证券研究所

### 2.3 研发投入不高，创新能力有待提升

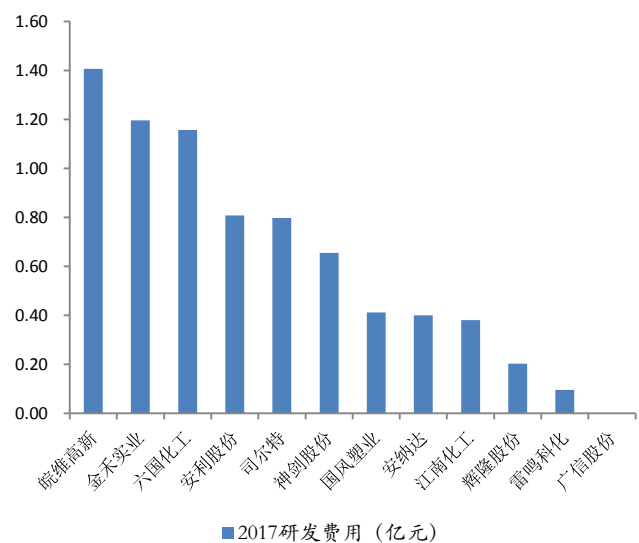
2017 年省内化工企业研发费用为 7.5 亿元，同比下降 1.27%。2010—2017 省内化工企业研发费用总量是在增加，但增速明显放缓。

从企业来看：2017 年皖维高新（1.40 亿元）、金禾实业（1.19 亿元）、六国化工（1.15 亿元）研发费用排名前三。目前省内化工企业多以传统化工为主，产品的层次整体不高，使得企业的研发支出不高。面对激励的市场竞争，企业只有持续研发投入，实现创新发展，才能的未来的竞争中赢得主动，获得先机。

图表 12 2010—2017 省内化工公司研发费用及增速



图表 13 2017 省内化工上市公司研发支出排名



## 3 环保压力激增，加快转型升级

### 3.1 生态文明建设制度先行

十三届全国人大一次会议第三次全体会议经投票表决，通过了《中华人民共和国宪法修正案》，“生态文明”写入宪法。继党的十八大报告将生态文明建设纳入“五位一体”总体布局后，十九大进一步提出，加强对生态文明建设的总体设计和组织领导。同时《党章》修改中，增加了生态文明的内容，将生态文明放到和物质文明、政治文明、精神文明、社会文明同等的高度。

随着生态文明建设深入推进，目前中央对生态文明建设从顶层设计、配套政策、执行措施等方面做了细致安排。特别是中央开展的环保督查对生态文明建设起到了重要推动作用。

为了更好履行生态文明建设的工作，党中央决定组建生态环境部，实现生态大协同的保护和监管。国务院机构改革方案中提出组建生态环境部，环境保护部被取消。新的生态环境部将整合环保部、发改委、国土资源部、水利部、农业部等多部门生态环保相关的职责。

图表 14 环境保护 2.0 版本

<b>顶层设计</b>
<b>“十三五”生态环境保护规划：</b> 以提高环境质量为核心，实施最严格的环境质量保护制度
<b>国家环保标准“十三五”规划：</b> 推动标准制定、修订，提升标准的科学性和可操作性
<b>配套政策</b>
<b>行动计划：</b> “水十条”、“大气十条”、“土十条”……
<b>工作方案：</b> 水污染防治工作方案、土壤污染防治工作方案、京津冀及周边 2017 年大气污染防治方案、……
<b>财税政策：</b> 大气、水、土壤污染防治专项资金办法、关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见……
<b>执行措施</b>
环境监测垂直改革、红顶环评机构脱钩、全面推行河长制、2016 年环保专项整治行动、中央环保督查、第二次全国污染源普查

资料来源：华安证券研究所

2018 年 5 月 18—19 日，全国生态环境保护大会在北京召开。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席会议并发表重要讲话。中共中央政治局常委、国务院总理李克强在会上讲话。中共中央政治局常委、全国政协主席汪洋，中共中央政治局常委、中央书记处书记王沪宁，中共中央政治局常委、中央纪委书记赵乐际出席会议。中共中央政治局常委、国务院副总理韩正作总结讲话。

图表 15 第八次全国环保大会要点梳理

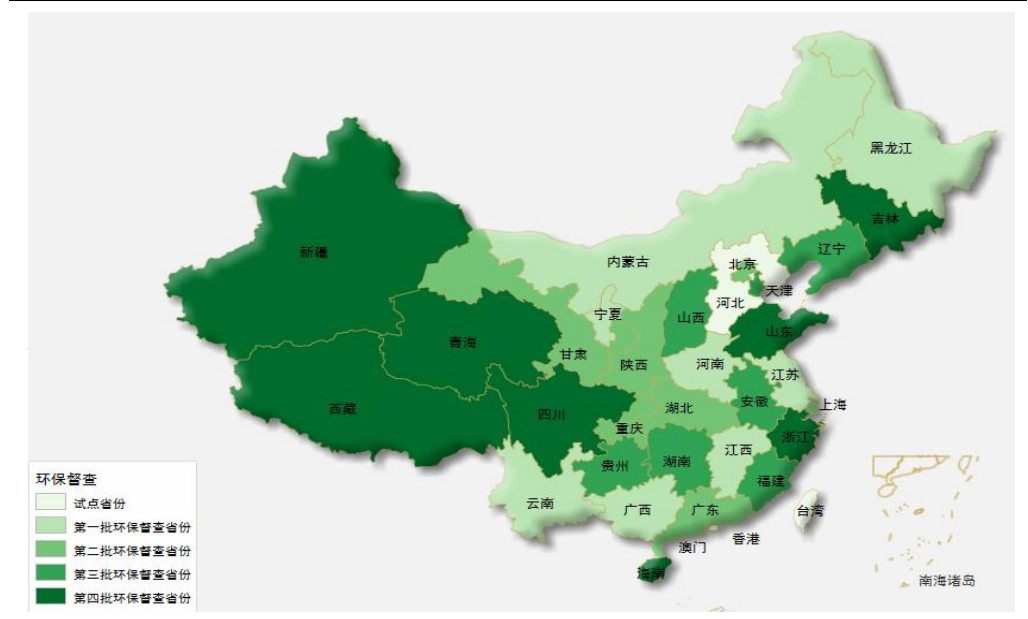
相关内容	
重大判断	<p>生态文明建设是关系中华民族永续发展的根本大计。</p> <p>总体上看，我国生态环境质量持续好转，出现了稳中向好趋势，但成效并不稳固。生态文明建设正处于压力叠加、负重前行的关键期，已进入提供更多优质生态产品以满足人民日益增长的优美生态环境需要的攻坚期，也到了有条件有能力解决生态环境突出问题的窗口期。</p> <p>生态环境是关系党的使命宗旨的重大政治问题，也是关系民生的重大社会问题。</p>
路线图	<p>坚持六大原则、构建生态文明体系、要全面推动绿色发展、要有效防范生态环境风险、要提高环境治理水平、保障</p>
时间表	<p>2035 年，生态环境质量实现根本好转，美丽中国目标基本实现。到本世纪中叶，人与自然和谐共生，生态环境领域国家治理体系和治理能力现代化全面实现，建成美丽中国。</p>

资料来源：华安证券研究所

### 3.2 环保督查常态化

环保督查或将常态化、制度化。2015 年 7 月中央全面深化改革领导小组第十次会议通过了《环境保护督查方案（试行）》，这也拉开了国内环保督查的序幕，2016 年 1 月中央环保督查组对河北省开展环保督查试点。之后环保部按照工作计划，先后启动了四批次环保督查，已覆盖 31 省、市、自治区。此次环保督查具有三个显著特点：一是规格高、二是全覆盖、三是问责力度大。

图表 16 中央环保督查四批次督查省市情况



资料来源：华安证券研究所

截止到 2018 年 6 月 7 日，第一轮环境保护督察“回头看”已全部进驻。包括河北、内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广东、广西、云南、宁夏等 10 省（区）。

### 3.3 组建生态环境部，构建全方位管理新机制

统筹各方职能，组建生态环境部。3 月 13 日上午公布的《国务院关于提请审议国务院机构改革方案的议案》，国务院拟组建生态环境部。4 月 16 日上午，新组建的生态环境部正式挂牌。

此次组建的生态环境部，统筹整合了各方的环保方面的职责，有利于生态环境部对环境进行全方位的监管，提高了监管的效率，利于国内生态环境的改善。

图表 17 新组建的生态环保部职能



资料来源:新华社、华安证券研究所

图表 18 生态环境部挂牌

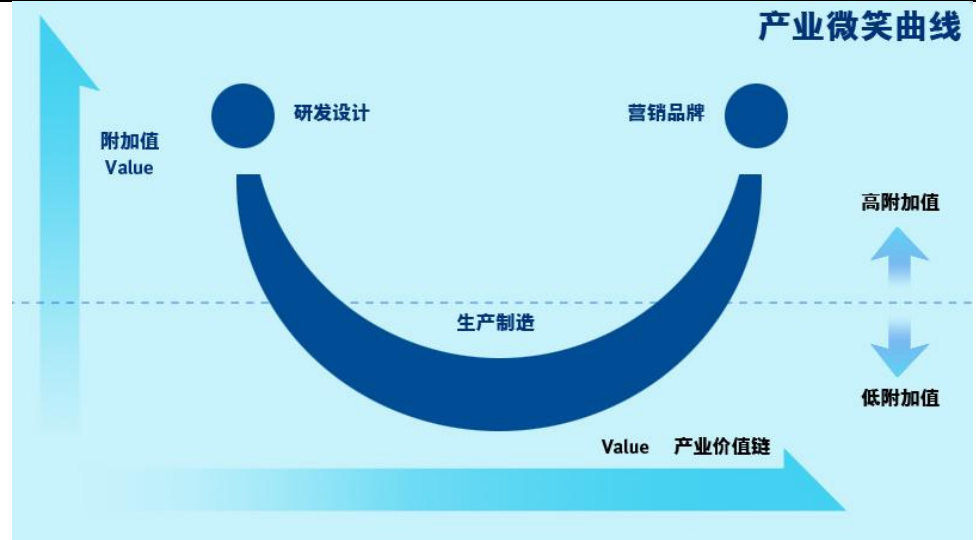


资料来源:wind、华安证券研究所

### 3.4 环保倒逼企业转型升级

长期以来，国内化工行业的发展主要是通过高投入、高污染、高能耗的方式，产品多以低端为主，处于整个价值链的最低端。在目前的资源和环境约束的条件下，依靠粗放的增长方式很难在持续，转型升级已是必然，通过向创新要动力，实现产品附加值的提升，逐步改变过去产品低附加值的情况。

图表 19 微笑曲线

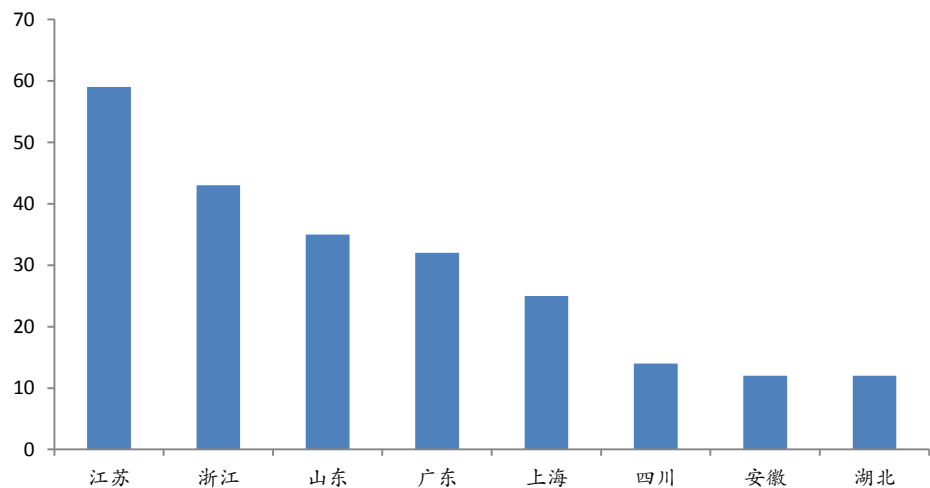


资料来源：wind、华安证券研究所

## 4 他山之石，可以攻玉

目前国内化工行业上市公司有 325 家，其中主要分布在江苏(59)、浙江(43)、山东(35)、广东(32)、上海(25)等省市，我们对江苏、浙江、山东、广东、上海五省市对化工行业发展的政策进行了梳理，同时也对相关企业在转型升级方面的做法进行了总结。

图表 20 国内各省市化工企业数量 (大于 10) 对比



资料来源：wind、华安证券研究所

### 4.1 其他省份对化工行业的政策导向

目前江苏、浙江、山东、上海都制定了本地区化工行业转型升级方面的政策，有一定的共同点：加快淘汰落后产能、化工入园、保护生态环境、鼓励企业向高端方向发展。同时四个地区也制定了符合本地区的差异化政策。我们看到化工行业将迎来新一轮的资源整合，将呈现恒者恒强的局面，利于行业集中度提高，实

现资源优化配置。

政策导向也为企业发展指明了方向，利于企业转型升级，实现可持续发展。

图表 21 2016 年以来主要化工省份在化工方面的政策导向

督查省份	主要政策	主要内容
江苏	◎2016.10 省政府关于深入推进全省化工行业转型发展的实施意见	沿江地区：重点实施压减、转移、改造、提升计划。 太湖地区：重点实施转移、关停、淘汰、整治等计划。 沿海地区：重点实施先进、高端、绿色化工规范发展计划。 苏北地区：重点实施园区提升、产业链延伸和创新发展规划。
	◎2017.1 省政府办公厅关于开展全省化工企业“四个一批”专项行动的通知	在全省范围内开展化工企业“四个一批”（关停一批、转移一批、升级一批和重组一批）专项行动。包括三类：一是所有化工生产企业；二是构成重大危险源的危险化学品经营、仓储企业；三是在港区规划范围内危化品仓储企业和危化品码头。
	◎2017.2 江苏省危险化学品安全综合治理实施方案	全面落实减化要求，加大低端落后化工企业淘汰力度，规范化工园区管理，推动化工企业入园进区。到 2020，全省化工入园率达到 50% 以上。
浙江	◎2017.7 浙江省人民政府办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的实施意见	加快推进临港石化产业发展；改造提升传统精细化工产业；培育发展先进高分子材料和高端专用化学品产业；优化产业组织结构；提升绿色安全水平；大力推进智能制造；加快创新体系建设等
山东	◎2017 化学工业园区入园项目“绿色化工”评价制度	考察申请入园的企业是否采用低物耗、低能耗的技术，是否与国内已有企业形成产业链关系，工艺源头是否遵循环保理念等内容，拒绝污染型化工企业进入山东。
	◎2017.10 山东省化工园区认定管理办法	从总则、基本原则、认定标准、认定程序、管理考核方面对化工园区布局，提升安全水平，促进转型升级、提质增效，加快实现新旧动能转换指明了方向。
上海	◎2018.7 《上海市化工行业淘汰落后产能工作方案》	一是制定《化工行业淘汰落后产能三年行动计划（2018~2020 年）》；二是加快淘汰落后产能；三是提升专业化工园区产业能级

资料来源：三省一市政府网站、华安证券研究所

## 4.2 国内化工类上市公司转型升级路径

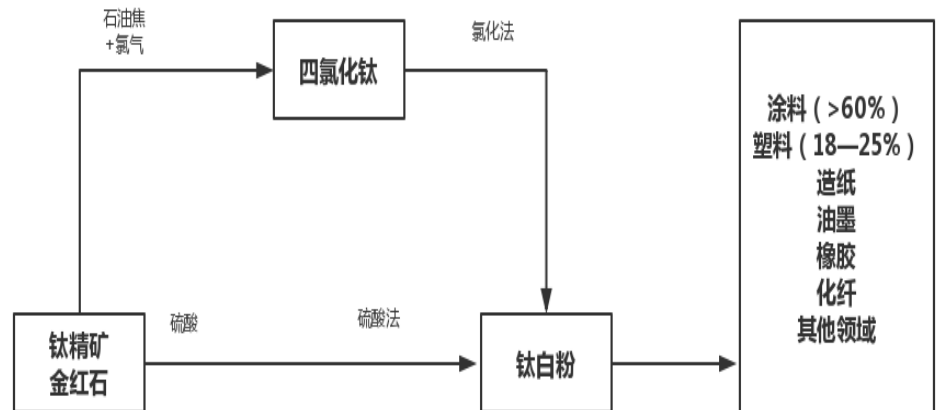
转型方式：以一种产品为主导，实现一体化发展

典型企业：龙蟒佰利

转型路径：兼并

钛白粉产业链中上游主要是钛矿等矿产资源，中游可以通过硫酸法和氯化法工艺加工成钛白粉，下游主要应用于建筑领域的涂料等。国内钛白粉上市公司在完整产业链中主要发力在中游的钛白粉制造环节，企业较少涉及到上游或者下游领域。

图表 22 钛白粉产业链



资料来源：华安证券研究所

龙蟒佰利（原名：佰利联）是河南焦作的一家化工企业，主要从事钛白粉制造和销售等业务。原先公司主要就是钛白粉制造，采用硫酸法工艺（废水量大，对环境造成严重污染）。

因钛精矿是钛白粉产业链中上游最重要的原材料，对公司产品质量、以及生产保障起着重要作用。从 2016 年开始，公司实施了横向兼并，扩大了产能，形成规模经济，同时纵向兼并收购上游钛精矿企业，保障企业生产中原材料的供应。2018 年公司启动了 20 万吨/年氯化法钛白项目，采用国际主流的氯化法工艺，环保效应凸显，契合了新发展理念。

目前龙蟒佰利是国内最大的钛白粉供应商，拥有钛白粉产能 56 万吨，产能位居国内第一，具有综合竞争优势。

图表 23 龙蟒佰利在一体化方面的运作

年份	商业运作	其他
2015 年	◎收购焦作荣佳钨业科技有限公司 60% 的股权，成为荣佳钨业的第一大股东。	
2015 年	◎公司 2×15 万吨/年富钛料项目（一期工程）进行试生产。	新增高钛渣 15 万吨、还原钛 30 万吨、生铁 7.5 万吨
2016 年	◎公司完成收购四川龙蟒集团有限责任公司合计持有的四川龙蟒钛业股份有限公司 100% 股份，龙蟒钛业成为公司全资子公司。	新增钛白粉产能 30 万吨
2017 年	◎公司以现金收购攀枝花瑞尔鑫 100% 股权。	涉足上游钛矿资源
2017 年	◎	
2018 年	◎公司控股子公司河南佰利联新材料有限公司建设 20 万吨/年氯化法钛白项目。	氯化法生产工艺为国际主流生产工艺。

资料来源：wind、华安证券研究所

转型方式：调整产品结构，实现产品升级

典型企业：扬农化工

转型路径：内生发展

扬农化工是国内重要的农药企业，以菊酯产品起家，目前是国内最大的菊酯供应商，拥有菊酯产能约 8000 吨。

2012 年底公司在江苏省如东沿海经济开发区成立江苏优嘉植物保护有限公司，从事农药及农药中间体的生产和销售。如东县位于长江三角洲北翼，东面和北面濒临南黄海，地理位置优越，交通便利，也是公司响应政府“化工入园”的具体行动。

图表 24 公司主要产品产能情况

产品名称	产能 (吨)	生产厂区
农生菊酯 (联苯菊酯、高效氟氯氟菊酯等)	4000	优士化学 (位于仪征市)
菊酯中间体 (贵亭酸甲酯)	2400	
除草剂 (草甘膦)	3000	
农用菊酯 (联苯菊酯)	800	优嘉植保 (位于如海县)
卫用杀虫剂 (卫用菊酯)	2600	
菊酯中间体 (贵亭酸甲酯)	5000	
除草剂 (麦草畏)	25000	
杀菌剂 (氟啶胺)	600	
吡唑醚菌酯	1000	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司利用多年麦草畏技术积累，麦草畏产能持续矿产，目前产能达到 25000 吨，位居全球第一。因孟山都耐麦草畏转基因作物的推广远超预期，对麦草畏的需求量大幅增长，公司产能充足，受益明显。

转型方式：积极扩展相关产业链，实现全面开花

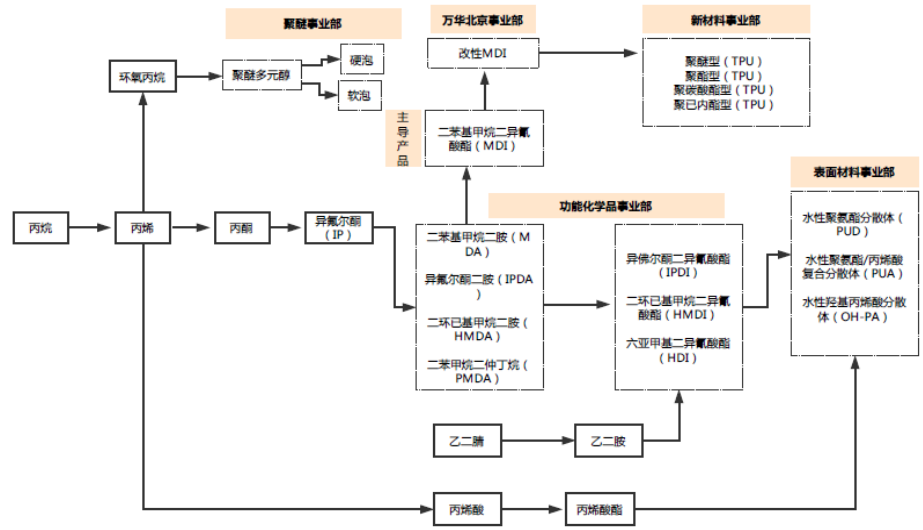
典型企业：万华化学

转型方式：收购+内生

万华化学以异氰酸酯系列产品 (MDI) 为核心，拥有 MDI 产能 210 万吨，已成为全球最大的 MDI 供应商，同时向石化产品、功能性材料、特殊化学品领域发展，实现产品多元化和上下游一体化发展新格局。

公司以石化为基础，形成了完整的聚氨酯产业链，现已建立聚醚、新材料、功能化学品、表面材料、万华北京五大事业部。公司经过技术创新，完全掌握了不同异氰酸酯生产技术瓶颈，技术遥遥领先，奠定了公司在行业中技术优势。

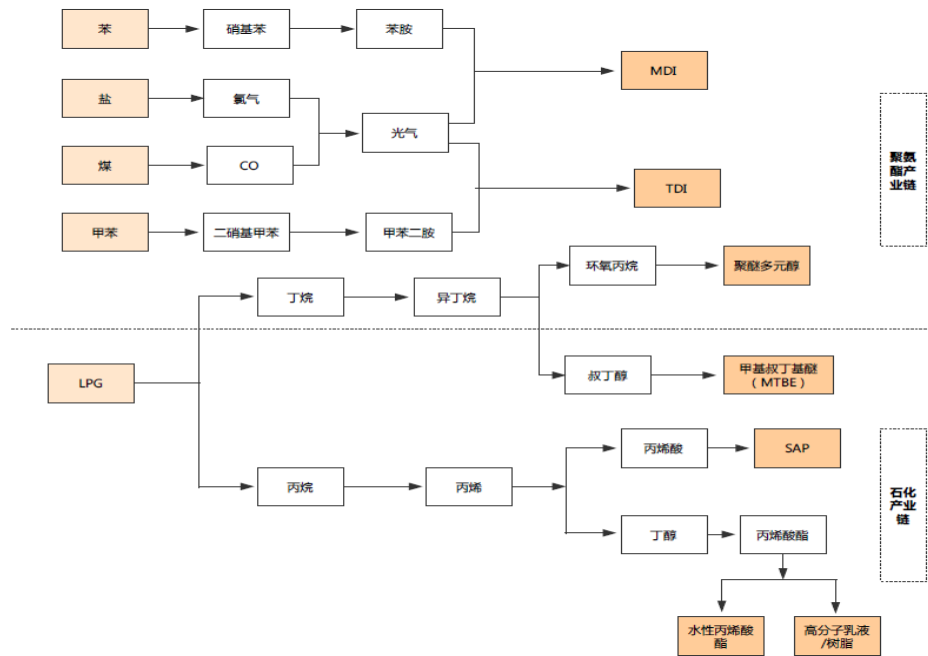
图表 25 公司聚氨酯产业链



资料来源：华安证券研究所

公司烟台工业园已形成聚氨酯和石化产业链。随着烟台工业园相关产能建成投产，以形成苯—光气—MDI、甲苯—光气—TDI为核心的聚氨酯产业链；同时以LPG为核心，逐步形成LPG—异丁烷—MTBE、LPG—丙烯—环氧丙烷—聚醚、LPG—丙烯—丙烯酸—丙烯酸酯—涂料、LPG—丙烯—丙烯酸—SAP等多个产业链，实现上下游产业链一体化发展，提高了竞争力。

图表 26 公司烟台工业园产业链



资料来源：华安证券研究所

## 5 投资建议

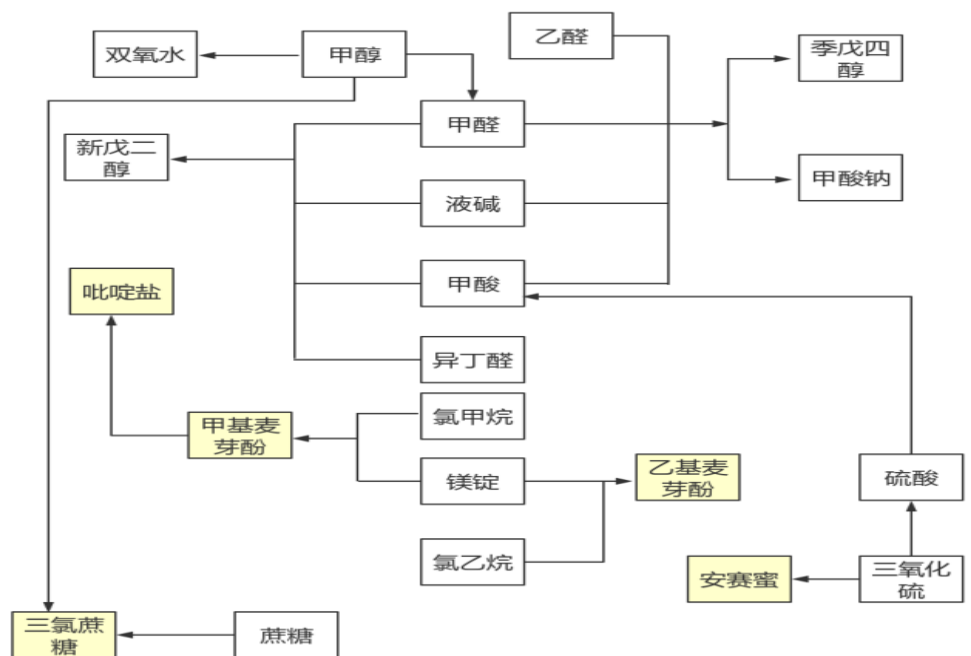
目前省内有 12 家化工类的上市公司，我们从企业经营情况、环保、未来发展三个不同维度考虑，建议关注金禾实业和广信股份。

### 5.1 金禾实业

公司位于安徽省滁州市来安县境内，主要从事精细化工产品和基础化工产品的生产和销售。历经 20 多年的发展，公司已是甜味剂行业中的龙头企业。

近年来，公司凭借精细化工产品在产能、市占率、价格等方面的综合优势，业绩稳步增长。目前公司主要产品为甲乙基麦芽酚、安赛蜜、三氯蔗糖、吡啶盐已形成较为完整的产业链，竞争优势显著，未来主要是扩展产业链，丰富产品。

图表 27 公司产品产业链



资料来源：公司公告、华安证券研究所

精细化工产能优势明显。公司现有安赛蜜产能 12000 吨，三氯蔗糖产能 2000 吨、甲乙基麦芽酚产能 4000 吨、吡啶盐 200 吨、甲基环戊烯醇酮 100 吨。公司精细化工产品竞争力强，使得精细化工产品保持较高毛利率水平。

图表 28 公司精细化工产品产能

板块	产品名称	产能 (吨)	占全球产能比重 (估算)
精细化工产品	三氯蔗糖	2000	25%
	安赛蜜	12000	70%
	甲、乙基麦芽酚	4000	60%
	甲基环戊烯醇酮	100	
	吡啶盐	200	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

定远盐化工循环产业园，助力公司未来发展。2017年11月公司发布《关于与定远县人民政府签订循环经济产业园项目框架协议公告》，拟投资22.5亿元分两期建设循环经济产业园。项目建成后实现了公司纵向一体化发展，同时部分产品产能增加，竞争力提高。

图表 29 定远园区项目情况

号	投资项目	产能 (万吨)
一期	甲乙基麦芽酚	0.5
	糠醛	1.5
	氯化亚砷	8
二期	工业酒精	10
	乙醛	3
	巴豆醛	2
	双乙烯酮	3
	山梨酸钾	3

资料来源：公司公告、华安证券研究所

变更可转债项目，加码三氯蔗糖。2017年10月公司发行可转债项目，拟募集6亿元建设400吨吡啶盐和1500吨三氯蔗糖项目，其中1500吨三氯蔗糖项目已投产。2018年5月公司发布公告称将把400吨吡啶盐项目变更为三氯蔗糖技改扩建项目，技改完成后，公司三氯蔗糖总产能将达到4000吨，竞争优势更加明显。

## 5.2 广信股份

公司是省内唯一一家在A股主板上市的农药企业，公司产品以杀菌剂（多菌灵、甲基硫菌酯）为主，除草剂产品敌草隆为主，在市场认可度较高。

图表 30 公司产能情况

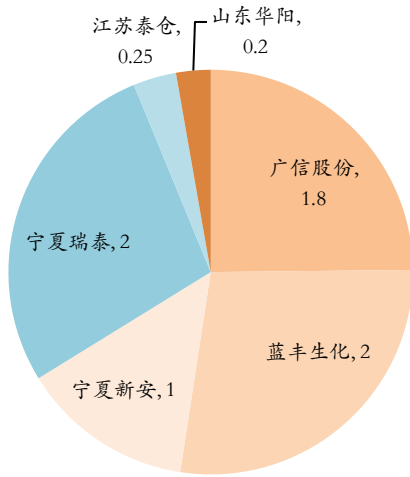
产品	产能(万吨)	产品类别	备注
邻硝基氯化苯	20	原材料	
邻苯二胺	1.5	原料中间体	
光气	2	原材料	
多菌灵	1.8	杀菌剂	
甲基硫菌酯	0.6	杀菌剂	
吡唑醚菌酯	0.3	杀菌剂	在建
噁唑菌酮	0.12	杀菌剂	在建
敌草隆	0.8	除草剂	
草甘膦	2	除草剂	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

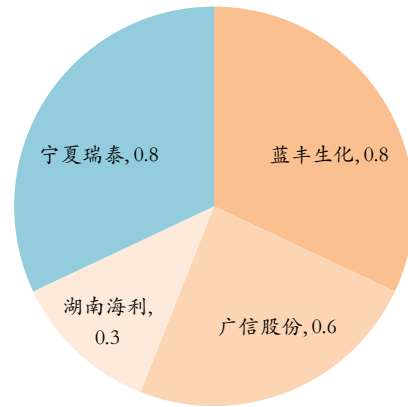
公司多菌灵、甲基硫菌酯产品市占率高。广信是国内这两个单品重要供应商，

产能分别为 18000 吨、6000 吨，市占率分别为 39%、35%。综合看公司这两个产品具有技术、产能优势，也为向其他产品扩展奠定了基础。

图表 31 国内多菌灵产能



图表 32 国内甲基硫菌灵产能



资料来源:wind、华安证券研究所

资料来源:wind、华安证券研究所

定增项目，聚焦未来发展。16 年 9 月公司拟通过非公开发行股票（8823.39 万股）募集资金约 13.99 亿元，建设六大项目。目前项目均在有序推进中。

目前吡唑醚菌酯、噁唑菌酮现阶段项目处于厂房建设阶段，预计 2019 年中旬产品将上市。热电联产、东至码头、邻苯二胺技改均已建设完成，预计 2018 年三季度将运营。公司将实现上游原材料的自给，降低价格波动风险。

图表 33 募投建设项目

序号	投资项目	投资总额 (万元)	项目进度
1	3000 吨年吡唑醚菌酯项目	49133.02	在建
2	1200 吨/年噁唑菌酮项目	38090.43	在建
3	15000 吨/年邻苯二胺技改项目	18189.93	建成
4	东至香化工园北区 24MW 热电联产项目	40160.00	建成, 三季度运行
5	东至广信码头项目	17157.17	建成, 三季度运行
6	广信研发中心项目	6725.55	
	合计	169456.10	

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。