

# 基础化工行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业

S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：杨翼荣（执业

S1130520090002）

yangyiyong@gjzq.com.cn

分析师：王明辉（执业

S1130521080003）

wangmh@gjzq.com.cn

联系人：李含钰

lihanyu@gjzq.com.cn

## 国企改革系列（二）：借鉴国企标杆，关注有潜力和边际向好的国企

### 借鉴国企标杆：优秀企业怎样成功

在国企改革系列报告（一）中，我们详细阐述了很多国有企业在资源端、技术端、实力端、产业端具有良好的基础，本能够形成良好的产业竞争力，复盘华鲁恒升、万华化学、扬农化工国内优秀的国企发展和管理历史，可以看到：

- 优质企业在准确定位后，最重要的是构筑核心竞争力，其次经过逐步完善布局，实现综合实力提升。企业多数需要从布局、工艺、技术等不同维度强化优势，形成竞争护城河后，不断综合发展，多维度优化形成综合竞争力。
- 准确的发展定位和能够有效落地的企业管理将是企业能够持续强化发展的关键。企业在构筑成本优势后，需要结合自身优势选择适合自身发展战略路线，或者延伸产业链，或者扩大产品规模，或者扩充产品品类；同时需要现代化的管理体系，在费用管控、考核制度，人才培养等等维度加强企业的转化效率，形成综合竞争优势。

### 梳理关键方向：哪些维度值得关注

综合我们对于国有企业的优势以及行业内领先的国有企业的分析，具有以下优势的国有企业值得重点关注：

- 良好的成本和费用管控：多数化工行业市场增速逐步下行时都将进入成本竞争阶段，而良好的成本和费用管控可以使得公司无论在什么发展阶段都能获得超越行业均值的收益水平，具有持续的盈利空间；
- 在细分领域持续深耕和研发，内部形成良好的技术积淀：已有产品需要不断优化实现成本突破、质量升级，同时新产品新方向需要有良好的技术储备和投入才能实现工艺突破和生产落地；
- 有较好的产业资源，形成产业链优势：无论是上游原材料还是下游销售渠道，能够实现相对优势的环节都将提升竞争力，资源型行业上游布局尤为重要，高端材料的下游客户突破将具备先发优势；
- 持续进行资金和项目投入，提升公司成长性：能够持续有项目布局资金投入是可为公司提升发展空间，获得成长性的，大型的企业弹性一般会有所减弱，因而能够具有成长空间的优质标的更为稀缺；
- 优质的考核激励制度，提升员工和管理团队的积极性：很多国有企业由于缺少动力，有资金、有实力、有技术，但却无法形成优势兑现，良好的激励机制将充分调动员工和管理团队的积极性，提升竞争力，谋求持续发展；
- 在细分领域逐步提升话语权，实现竞争优势的强化：在需求增速有所放缓的行业，部分产品进入供给过剩阶段而逐步实现产能出清，而国企抗风险能力相对更强，有助于提升行业集中度，有望享受行业格局优化带来的红利。

### 投资建议

国企改革将进一步释放国有企业的竞争优势和经济活力，整体建议关注：

- 能够进一步获得外部赋能的企业：比如两化合并的相关标的，实控人可以形成产业链原料或渠道赋能的企业；
- 自身通过优化管理，实现自身优势挖掘，释放利润的企业；
- 加速实现优势兑现，能够具有发展潜力或者成长空间的企业；
- 通过现代化治理和考核激励方式，提升效率，释放活力的企业。

### 风险提示

产品价格波动风险；原材料价格剧烈波动风险；行业政策变动风险；需求释放不及预期风险等。

## 内容目录

一、借鉴优质的行业领头羊，国有企业大有可为.....	5
1.1、华鲁恒升：清晰的定位和认知，高效管理充分发挥自身价值构建优势.....	5
1.2、万华化学：现代化治理夯实竞争基础，产业纵横双向布局提升发展空间.....	6
1.3、扬农化工：持续打磨核心技术工艺，项目落地带动公司稳步发展.....	10
1.4、关注重点方向：内化竞争力，释放团队积极性，谋求长远发展.....	12
二、落地标的选择，关注具有潜力和边际向好的企业.....	13
2.1、激励政策激发企业活力，整体经营效率大幅提升.....	13
2.2、协同产业优势，把握机遇加速发展，助力优势落地.....	21
2.3、优化调整业务结构，提升企业经营业绩.....	29
2.4、持续强化费用管控能力，盈利空间逐步释放.....	32
2.5、投资建议：关注具有潜力和边际向好的企业.....	35
三、风险提示.....	37

## 图表目录

图表 1： 华鲁恒升煤化工产业链肥、化产线布局.....	5
图表 2： 主要的煤化工企业历史年度整体毛利率.....	5
图表 3： 主要的煤化工企业历史年度期间费用率.....	5
图表 4： 华鲁恒升自 2015 年连续进行三次股权激励.....	6
图表 5： 华鲁恒升伴随煤气化平台建设持续成长.....	6
图表 6： 万华化学 MDI 发展历程图.....	7
图表 7： 万华化学产业链布局.....	8
图表 8： 万华化学产业链、技术、研发等多维度构建成本优势.....	8
图表 9： 万华化学前五大股东持股占比情况（截止 2022 年年报）.....	9
图表 10： 万华化学的薪资水平具有明显的市场化属性（万元）.....	9
图表 11： 万华化学研发费用及占比.....	10
图表 12： 优嘉项目持续资本开支带来收入与利润提升.....	10
图表 13： 扬农化工固定资产及 ROA 变化情况（亿元）.....	10
图表 14： 关键菊酯中间体以及对应的原药.....	11
图表 15： 扬农化工通过主要的中间体来设计菊酯产品.....	11
图表 16： 葫芦岛项目是未来的成长点.....	12
图表 17： 扬农化工股权激励草案落地.....	12
图表 18： 泰和新材股权激励方案.....	14

图表 19:	泰和新材股权激励考核目标	14
图表 20:	泰和新材芳纶业务营收及盈利变化	14
图表 21:	皖维高新超额利润分享方案 (2022-2024 年度)	15
图表 22:	皖维高新营业收入 (百万元) 及增速	15
图表 23:	皖维高新归母净利润 (百万元) 及增速	15
图表 24:	皖维高新 PVA 相关产品产业链的构成及循环路线	16
图表 25:	黑猫股份首次授予及预留授予的限制性股票解除限售业绩考核目标	16
图表 26:	黑猫股份期间费用率持续降低	17
图表 27:	黑猫股份资产负债率与流动资产占比	17
图表 28:	岳阳兴长股权激励方案	17
图表 29:	岳阳兴长股权激励考核目标	18
图表 30:	岳阳兴长 2022 年定增预案项目	18
图表 31:	湖南海利的员工持股计划	18
图表 32:	湖南海利营业收入 (百万元) 及增速	19
图表 33:	湖南海利归母净利润 (百万元) 及增速	19
图表 34:	湖南海利重要在建工程项目情况	19
图表 35:	万润股份限制性股票解除限售期业绩考核目标	19
图表 36:	万润股份沸石产能规划	20
图表 37:	万润股份在建项目情况	20
图表 38:	2019 年中化国际限制性股票激励计划解除限售条件	21
图表 39:	中化国际现有产品与 22 年投产项目产能	22
图表 40:	中化国际环氧树脂生产工艺与流程	22
图表 41:	鲁西化工股权激励方案	23
图表 42:	鲁西化工股权激励目标	23
图表 43:	昊华科技股权激励方案	24
图表 44:	昊华科技股权激励考核目标	24
图表 45:	昊华科技产能规划	24
图表 46:	中化蓝天营收及净利润 (百万元)	25
图表 47:	中国化学股权激励方案	25
图表 48:	中国化学股权激励考核目标	26
图表 49:	中泰化学股权激励方案	26
图表 50:	中泰化学股权激励考核目标	27
图表 51:	中复神鹰股权结构图	28
图表 52:	中复神鹰公司产能情况	28
图表 53:	公司 2021 年限制性股票激励计划业绩考核要求	29

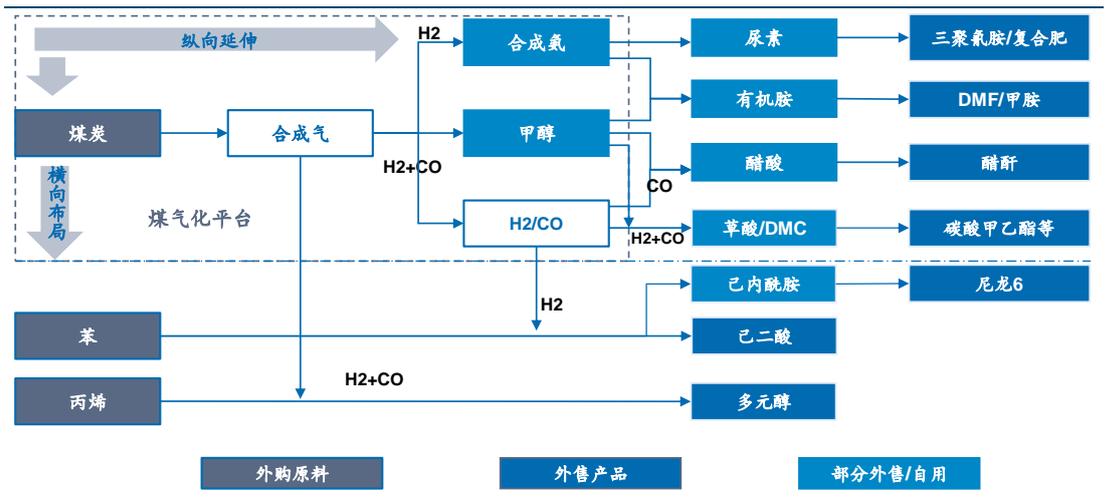
图表 54: 川发龙蟒在建磷酸铁与磷酸铁锂项目 .....	29
图表 55: 2019-2021 年湖北宜化积极推进辅业资产和低效资产的处置工作.....	30
图表 56: 湖北宜化现有主要产品产能 .....	30
图表 57: 湖北宜化新材料项目建设情况 .....	31
图表 58: 阳煤化工股权激励方案 .....	31
图表 59: 阳煤化工股权激励考核目标 .....	32
图表 60: 云天化营业收入与同比变化 .....	33
图表 61: 云天化归母净利润与同比变化 .....	33
图表 62: 云天化期间费用率变化 .....	33
图表 63: 云天化销售毛利率与净利率变化 .....	33
图表 64: 云天化化肥产业链 .....	33
图表 65: 云天化精细化工产业链 .....	34
图表 66: 兴发集团各项费用率持续下降 .....	34
图表 67: 兴发集团资产负债率与净资产收益率变化 .....	34
图表 68: 兴发集团磷矿资源情况 .....	35
图表 69: 兴发集团磷化工产业链 .....	35
图表 70: 建议关注国有标杆企业和正逐步焕发活力的潜力股 .....	35

## 一、借鉴优质的行业领头羊，国有企业大有可为

### 1.1、华鲁恒升：清晰的定位和认知，高效管理充分发挥自身价值构建优势

山东德州国有企业，由小企业稳步发展持续成长，对自身发展有清晰认知。公司小氮肥企业发展起家，逐步构建肥化多线产品布局体系，作为典型的煤化工企业，公司地处德州市，没有外部的煤炭资源赋能，在产业链布局中，公司没有上游资源品作为盈利缓冲垫，因而想要形成自身的竞争优势，需要重点依靠自身管控，无论是技术工艺、产业链构建还是公司内部考核管理都尤为重要。公司在发展过程中，规模逐步提升，通过不断的技术累积和深耕，公司逐步完善现有的产业体系，构筑发展的基础平台，可以看到公司经过几十年的发展，扩展一个产品强化一个产品，在产业链布局上形成一头多产的产业链布局，通过合成气的调整实现综合收益最大化。

图表1：华鲁恒升煤化工产业链肥、化产线布局

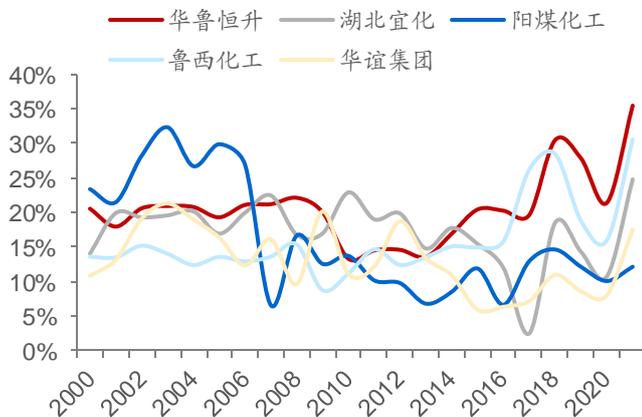


来源：华鲁恒升公告，国金证券研究所

选取合适工艺，多维度优化平台成本，实现基础核心竞争力。公司发展规模逐步提升，使用的煤气化平台工艺不断优化，通过原本的固定床工艺，提升至适合长周期稳定运行的水煤浆气流床工艺，生产装置由单喷嘴向四喷嘴装置进行升级改造，通过单套大体量对多套小规模造气、空分装置进行替换和升级，持续对装置进行改造升级来实现长期高效稳定运行，从而有效降低产品的生产成本。

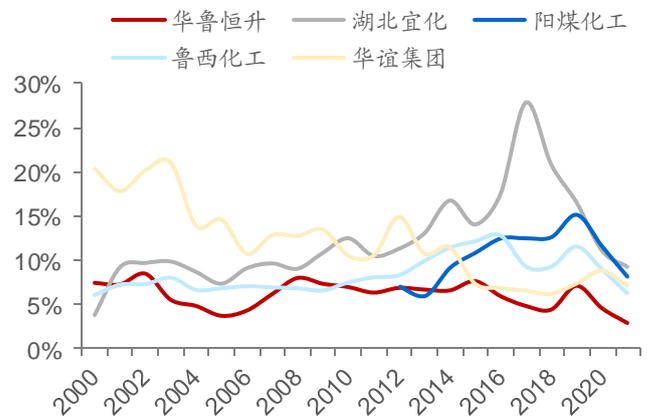
扁平化高效管理，不断优化费用管控，实现高效稳定运行。公司的员工都以应届招聘为主，现有管理人员在公司工作多年，无论是生产、技术、管理团队都延续了公司踏实朴素的风格，通过扁平化的构架提升管理效率，有效管控管理费用，实现费用的有效节约。

图表2：主要的煤化工企业历史年度整体毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：主要的煤化工企业历史年度期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

自 2015 年来，公司每三年实施一次股权激励，持续激励员工积极性，进一步提升公司竞争力。公司自 2015 年以来，连续实施了 3 次股权激励，激励范围不断扩展，对公司形成了有效的正向促进。同时公司在内部进行考核是，针对可以实现成本节约、费用下降、新

品突破等核心员工和团队持续进行奖励，不断促使公司员工优化改善现有产品生产线，实现新品技术工艺突破，以低成本优势实现更高的中枢利润空间。

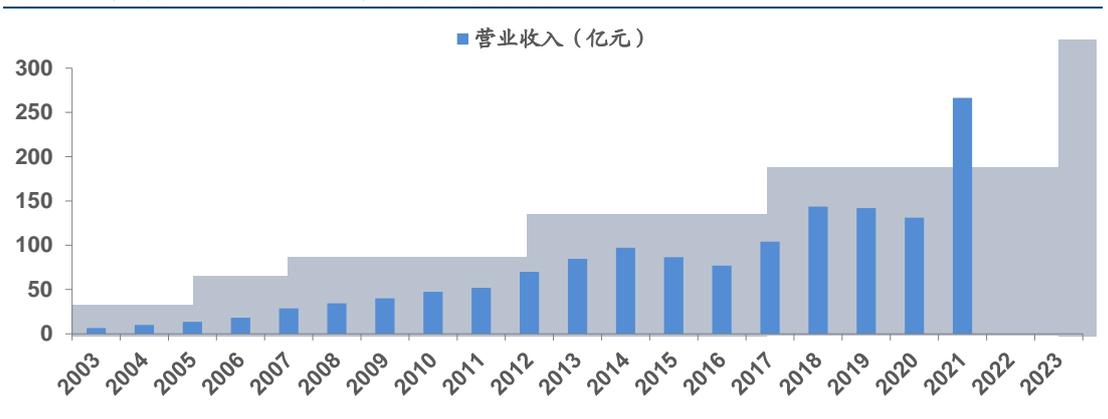
图4：华鲁恒升自2015年连续进行三次股权激励

项目	第三次股权激励	第二次股权激励	第一次股权激励
时间	2022年	2018年	2015年
授予股权	1320万股	633万股	524万股
授予价格	17.93元/股	8.64元/股	7.44元/股
股权占比	0.63%	0.39%	0.55%
授予员工数	190人	160人	130人
激励目标	以2020年营收为基础： ①2022年营业收入增长率不低于80%，税前每股分红不低于0.40元； ②2023年营业收入增长率不低于85%，税前每股分红不低于0.45元； ③2024年营业收入增长率不低于160%，税前每股分红不低于0.50元。	以2016年营收为基数： ①2019年营业收入增长率不低于70%，税前每股分红高于0.15元； ②2020年营业收入增长率不低于80%，税前每股分红高于0.15元； ③2021年营业收入增长率不低于90%，税前每股分红高于0.15元。	以2012-2014年净利润均值为基数： ①2016年净利润增长率不低于50%； ②2017年净利润增长率不低于60%； ③2018年净利润增长率不低于70%。

来源：Wind，国金证券研究所

积极谋求长期成长空间，稳扎稳打，持续放大公司的优势。公司自成立以来，通过煤气化平台的建设和产品种类的扩充，不断实现公司规模体量的提升，至2018年公司基本实现了德州煤气化平台基础构建，后期借助更多产品品类的扩展实现产业链附加值的提升，而公司2020年开启荆州第二基地的建设，大幅提升煤气化平台规模，将带动公司进入新一轮中枢利润的增长，而借助平台的放大，公司将有望进一步扩展可布局路线，提升未来的发展空间。

图5：华鲁恒升伴随煤气化平台建设持续成长



来源：Wind，国金证券研究所

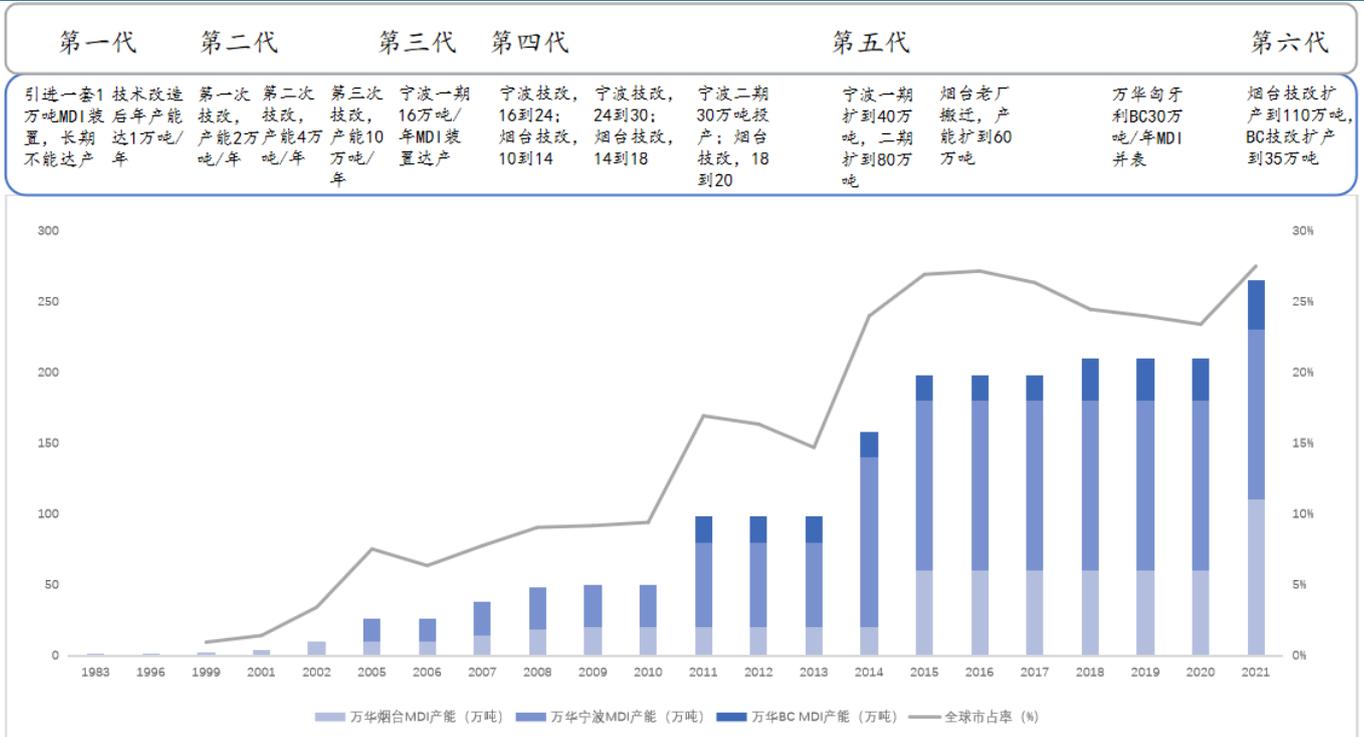
不断累积优化技术工艺软实力，针对性选择优势产品。公司多年来在技术工艺优化和成本管控方面具有明显优势，通过对产品生产流程关键限制环节进行改造、对催化剂优化、对生产装置改造等方面实现了规模提升、折旧下降、效率改善等，公司在未来新增项目方面结合自身优势，针对性选择已经实现前期技术突破，能够形成一定的规模优势，能够结合自身的煤化工优势的细分产品，在放量产业化的过程中构建自身的相对优势。整体看公司定位相对清楚，自身具有升级改造和优化产业基础，并不拘泥现有路线，不断内化竞争优势，提升盈利空间。

### 1.2、万华化学：现代化治理夯实竞争基础，产业纵横双向布局提升发展空间

地方国有龙头企业，通过不断的技术升级和技术改造，实现现有产品的成本和规模优势。公司以聚氨酯产品MDI系列产品发展起家，是我国最早开始进行MDI产品研究的生产企业，

公司 1978 年开始已经第一套 MDI 的装置，通过多年的技术研发和突破，1996 年实现 MDI 自主化突破，开始进入批量生产阶段，后公司持续通过技术改造迅速提升产品产能，叠加公司持续进行工艺升级和装置规模提升，公司现阶段在山东烟台、浙江宁波、福建福清（在建）、匈牙利设有 MDI 生产基地，总产能达到 305 万吨，全球市占率为 35%，已成为全球最大、最有竞争力的 MDI 制造商。公司的现有生产工艺已经提升至第六代，且伴随公司的不断的优化，公司持续借助低成本的技改扩产实现规模效应，大幅降低产品生产成本，在规模优势之上真正做到成本优势。

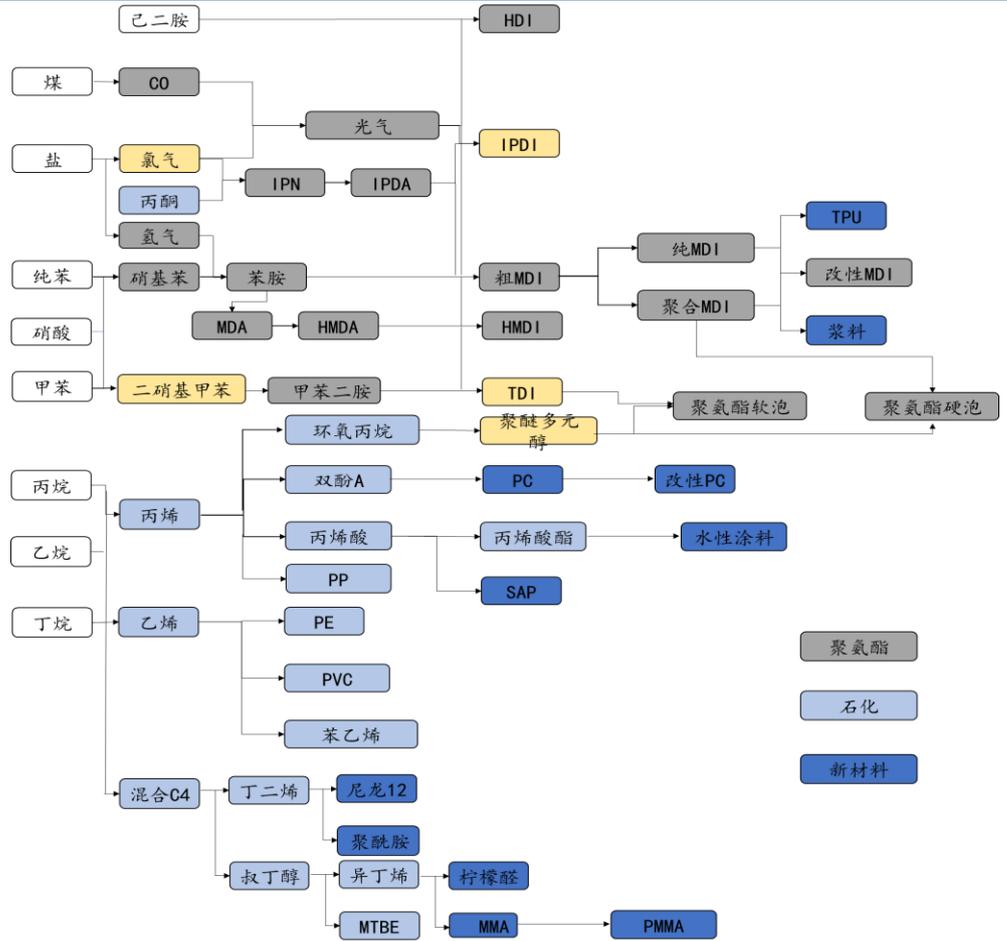
图表 6: 万华化学 MDI 发展历程图



来源：万华化学公告，国金证券研究所整理

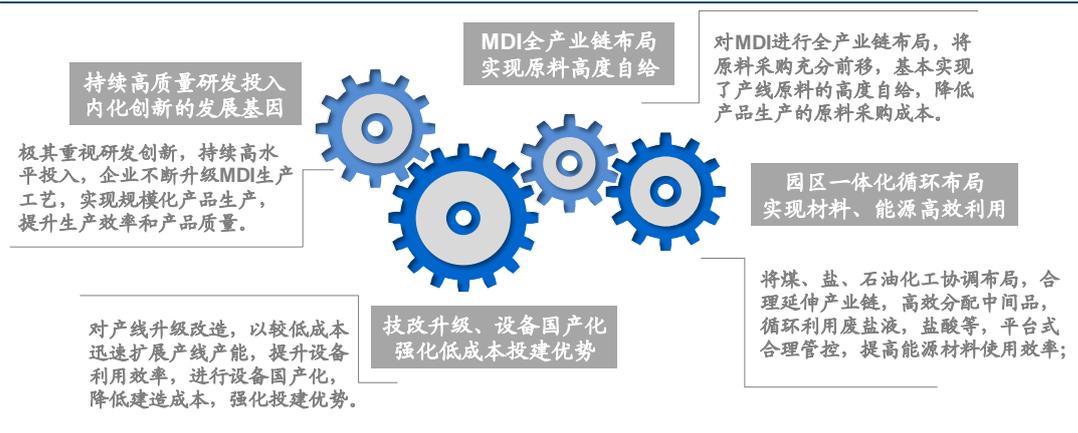
丰富产业链实现循环一体化布局，提升设备国产化进程，夯实成本优势。公司在整体园区内构建循环产业发展模式，通过采购煤、盐、苯、LPG 等产业链初级原料，基本实现了产线原料的高度自给，降低原料成本；通过使用国产化设备，提升固定设备的利用效率，实现低成本的产能建造能力，减少成本折旧；同时公司在烟台、宁波进行了综合的园区规划和建设，配套园区公共设施，实现了一体化的布局 and 平台式管理，利用部分材料的循环利用和统一供能，实现能源和材料的高效利用。

图7: 万华化学产业链布局



来源: 万华化学公告, 国金证券研究所

图8: 万华化学产业链、技术、研发等多维度构建成本优势



来源: 万华化学公告, 国金证券研究所整理

管理团队内部擢升, 准确判断未来发展趋势, 设立员工持股平台和员工跟投机制, 提升员工积极性, 加速项目落地。公司的管理团队多年来在公司内部从业, 对公司的发展有充分的认知, 能够根据行业发展准备把握公司的发展方向, 从而形成高效决策, 助力公司项目快速落地。而同时公司设立员工持股平台, 通过烟台中诚投资和宁波市中凯信创业投资两大持股平台合计持有 20.13% 股份, 公司员工将跟随上市公司发展获得收益。在此之上, 公司 2022 年出台了骨干员工跟投管理办法, 针对优质项目, 由公司控股, 骨干员工可以少量跟投, 通过深度绑定项目制, 加速推动公司新材料项目的落地, 加快从大宗化工企业向精细材料高端供应商进行升级。

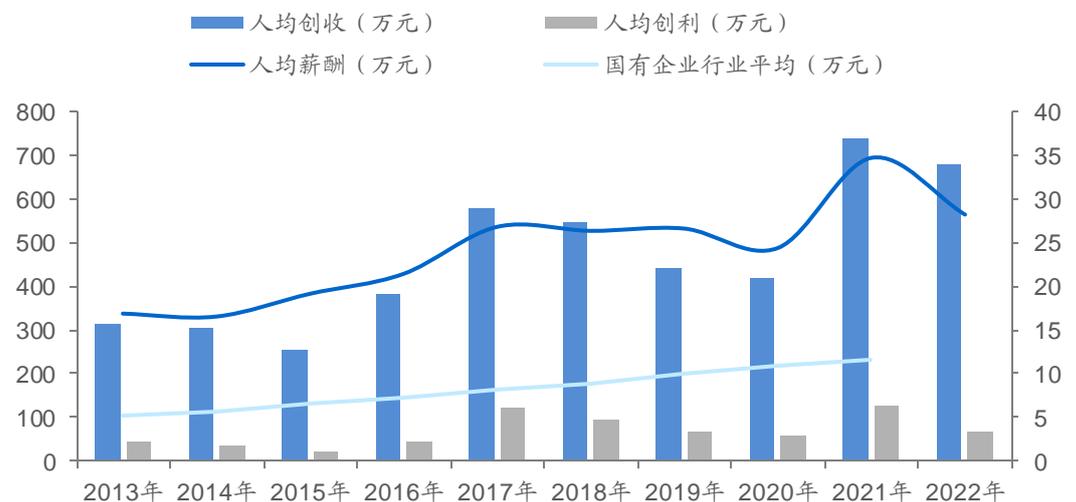
图9：万华化学前五大股东持股占比情况（截止2022年年报）

股东名称	持股数量(股)	持股比例
烟台国丰投资控股集团有限公司	677,764,654	21.59%
烟台中诚投资股份有限公司	330,379,594	10.52%
宁波市中凯信创业投资股份有限公司	301,808,357	9.61%
香港中央结算有限公司	265,706,349	8.46%
PrimePartnerInternationalLimited	190,635,446	6.07%
合计	1,758,753,428	56.01%

来源：Wind，国金证券研究所

采用市场化的考核机制，提升公司的现代化治理水平，以较高的薪酬水平构建人才团队，进一步适应市场化的竞争模式。公司人均薪酬跟随公司业绩存在一定程度的波动，打破国企以往旱涝保收大锅饭惯例，将薪酬同公司的创收创利进行联动，最大程度上实现利润落地，同时提升员工动力同公司一起成长发展。而万华化学的薪资水平在国有企业中属于较高范围，良好的发展平台，内部顺畅的晋升路径，丰厚的薪酬汇报，市场化的管理机制有利于公司同全市场范围的企业进行竞争，构架自身的人才团队，加强自身的竞争力。

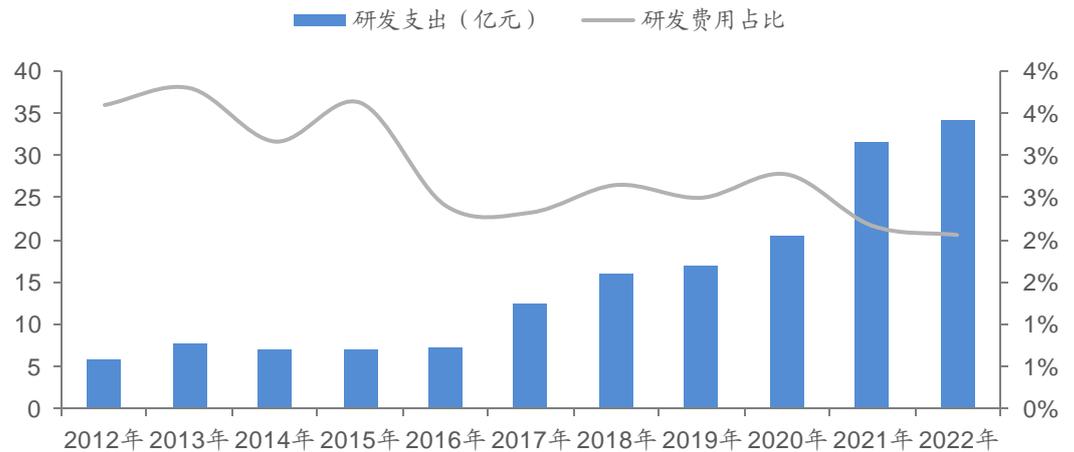
图10：万华化学的薪资水平具有明显的市场化属性（万元）



来源：Wind，国金证券研究所

技术领域持续高额投入，在提升产品技术竞争力的基础上，进一步丰富产品品类，追赶国际领先水平，攻克高壁垒产品，提升长期发展空间。公司作为化工规模领先的企业，多年来的一直保持高研发投入，不仅在原有产品的升级改造方面进行优化，同时也进一步攻坚克难进行精细化工板块的扩展，从现有的MDI和石化板块向下游延伸至ADI、TPU、高性能塑料（PMMA/PC/尼龙12）、可生物降解材料、新能源材料（POE）、维生素/香精香料（柠檬醛及衍生物）等领域，其中ADI/尼龙12/POE/柠檬醛等产品技术壁垒和附加值高企，公司依托自主技术不断突破规模化量产技术（其中POE/柠檬醛工业化装置在建），2022年公司多个新材料项目投产，包括4万吨尼龙12、48万吨双酚A和特种共聚硅聚碳酸酯等项目。借助强有力的研发积累和投入，以及高等级的研发人员培养，公司能够向行业高技术壁垒的产品进行扩展，不仅在后续仍然构筑强大的技术优势，同时能够实现国企对于产业链完善和供应链安全的战略意义。

图表11：万华化学研发费用及占比



来源：Wind，国金证券研究所

不同时期采用不同策略，因时制宜，掌握发展节奏，持续提升长远空间。公司在上市初期仅有 2 万吨 MDI 产能，仅用 5 年时间，抢在巴斯夫和拜耳的国内新建产能投放前，形成了 28 万吨的产能体量，占据了国内市场供给的半壁江山，此后公司把握国内聚氨酯需求释放机遇，加速扩充占领市场同时优化产品成本，现产能提升至 305 万吨，居全球首位，成本为全球最低，构筑了基础的利润空间。现阶段公司在多基地布局聚氨酯、石化业务板块的基础上大力构建新材料业务，提升产品附加值，在单纯走量基础上，实现结构优化和升级。公司目前还有福建基地继续兴建，宁波基地继续扩产，同时规模第四基地布局，通过持续的项目建设和品类丰富提升长远发展空间。

### 1.3、扬农化工：持续打磨核心技术工艺，项目落地带动公司稳步发展

国内领先的农药龙头企业，细分管线实现体量和规模优势。公司是两化旗下的领先农药企业，经过多年来的产业深耕，公司的产品管线布局相对完整，农药原药覆盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂三大板块，其中杀虫剂以功夫菊酯、联苯菊酯、氯氟菊酯等为主，除草剂包括麦草畏、草甘膦、硝磺草酮等，杀菌剂有苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶胺、吡啶醚菌酯等。目前公司已成为全球菊酯领域具有核心优势的生产企业，菊酯类产品品种数量排名世界前列，公司卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，麦草畏产能居全球领先地位。

公司 20 多年来通过自身的体量扩展和技术革新，不断提升自身的规模，借助技术优势实现成本和质量的三重保证，虽然短期会受到行业周期波动的影响，但是整体的 ROA 呈现出中枢抬升的态势。而借助持续的资本开支和项目建设，公司不断提升自身体量，获得量提升之上，实现在菊酯、麦草畏、草甘膦等大单品领域技术、工艺、成本全行业最优，获得了稳步发展。

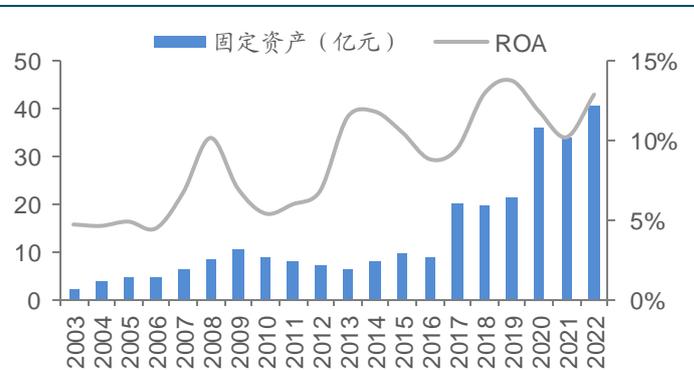
图表12：优嘉项目持续资本开支带来收入与利润提升

建设时间	完成时间	项目	投资额 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
2013	2014	优嘉一期	6.14	7.2	1.6
2016	2017	优嘉二期	19.8	20	4
2019	2020	优嘉三期	20.22	15	2.7
2020	2022	优嘉四期	23.25	35	4.5
总计			69.41		12.8

注：此处为测算数据

来源：扬农化工公告，国金证券研究所

图表13：扬农化工固定资产及 ROA 变化情况 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

掌握核心技术，持续延展新的产品品类，提升发展空间。菊酯类化合物的合成通常是由构成拟除虫菊酯酸部分的相应酸或其衍生物与醇部分的对应醇相互反应，从菊酯中间体出发，可以设计并合成出多种多样的菊酯产品。而菊酯中间体合成难度较高、工艺流程复杂，构成菊酯生产的重要技术壁垒。公司多年来专注于技术研发，掌握了菊酯重要中间体的生产

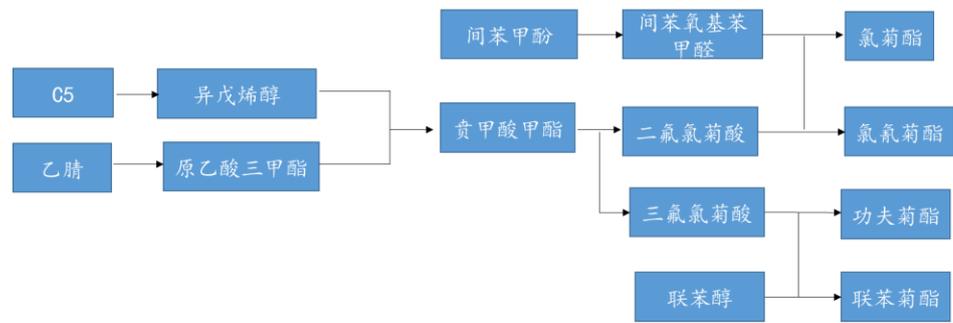
技术并且可以设计种类丰富的菊酯产品，不仅在前段实现成本和质量的有效控制，还可以向后端进行延伸，提升发展空间，实现持续成长。

图表 14: 关键菊酯中间体以及对应的原药

菊酯中间体	菊酯原药
联苯醇	联苯菊酯
二溴菊酸	溴氯菊酯
二氯菊酸酐氯	氯氟菊酯、高效氯氟菊酯、氯菊酯、氯氟氯菊酯等
功夫菊酸	联苯菊酯、氟菊酯、高效氯氟氯菊酯等
醚醛	氯氟菊酯、氯菊酯、氟戊菊酯、甲氟聚酯等
DV 菊酸	氯氟氯菊酯、顺式氯氟菊酯、高效氯氟菊酯、氯溴氯菊酯等
DE 菊酸	胺菊酯、烯丙菊酯、炔丙菊酯、苯氟菊酯等
贵亭酸甲酯	氯菊酯、高效氯氟氯菊酯、联苯菊酯、七氟菊酯等
菊酰氯	氯氟菊酯、顺式氯氟菊酯、高效氯氟菊酯等

来源：扬农化工公告，国金证券研究所

图表 15: 扬农化工通过主要的中间体来设计菊酯产品



来源：扬农化工公告，国金证券研究所

借助规模和技术优势，投建葫芦岛项目，为公司带来新一轮成长。公司借自身多年的规模累积和技术研发，进一步规划布局投资 42 亿元建设葫芦岛项目，放大自身优势品种的技术上，进一步落地公司管道内产品。12 月初，公司葫芦岛项目环评公示，葫芦岛项目原药包括：1500t/a 咪草烟、200t/a 甲氧咪草烟、100t/a 甲基咪草烟、5000t/a 烯草酮、250t/a 烯禾啉、500t/a 莎稗磷、100t/a 啉菌噁唑、500t/a 吡氟酰草胺、500t/a 多效唑、3000t/a 功夫菊酯、2500t/a 氟唑菌酰胺、1500t/a 双酰胺类杀虫剂。7000 吨中间体包括：2000t/a 一氟吡啉、2000t/a 环己二酮、3000t/a 三氟唑。其中氟唑菌酰胺是先正达创新药。2020 年氟唑菌酰胺全球销售额达 3 亿美元，先正达预计未来年峰值销售额将突破 10 亿美元。

图表16：葫芦岛项目是未来的成长点

名称	产能 (吨)	单价 (万元/吨)	对应收入 (百万元)	分类	国内厂商	原创厂商
咪草烟	1500	25	250	除草剂	先达	美国氰胺 (现为 BASF)
甲氧咪草烟	200	80	160	旱田苗后除草剂	中旗	美国氰胺 (现为 BASF)
甲基咪草烟						
烯草酮	5000	12	600	选择性除草剂	先达	美国 ChevronChemical
烯禾啶	250	12	30	选择性除草剂		日本曹达
莎稗磷	500	8.4	42	除草剂 (主要是稻田)	绿霸	安万特
啶菌噁唑	100	50	50	杀菌剂 (番茄和黄瓜)	沈阳化工	沈阳化工研究院与美国罗门哈斯公司 (现陶氏益农)
吡氟酰草胺	500	25	62.5	选择性除草剂	辉丰	合资公司 Philagro (住友 60%、日产 30%；安万特 10%)
多效唑	500	8.5	17	生长调节剂	国光	英国卜内门 (ICI) 公司
功夫菊酯	3000	16	480	菊酯类杀虫剂	扬农	英国 ICI 公司
氟唑菌酰胺	2500	120	1800	广谱杀菌剂		先正达
双酰胺类杀虫剂	1500	30	150	杀虫剂		
一氯吡啶	2000	3.3	66	杀虫剂中间体		
环己二酮	2000	20	400	杀虫剂中间体		
三氮唑	300	4	12	杀虫剂中间体		

来源：扬农化工官网，国金证券研究所整理测算

股权激励有望落地，进一步激发公司经营管理层及核心骨干人才积极性。公司去年推出了股权激励计划，拟授予激励对象限制性股票 350.88 万股，占公司股本总额的 1.13%。计划首次授予 282.88 万股，占公司股本总额的 0.91%，占本次拟授予限制性股票总量的 80.62%；预留授予 68.00 万股，占公司股本总额的 0.22%，占本次拟授予限制性股票总量的 19.38%。未来 3 年的业绩考核目标为，以 2021 年为基准，2023 年、2024 年、2025 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15%。本次股权激励计划将进一步完善人才管理机制，形成良好均衡的价值分配体系，同时助力公司加速管道产品生产落地，研发产品技术落地，生产产品效益落地。

图表17：扬农化工股权激励草案落地

授予股票数量	对象	授予价格	分期	可行权份 额占比	扣非归母净利润 复合增长率	扣非加权净资 产收益率 ROE	资产负债率
首次授予 282.88 万股，占总股本 0.91%； 预留授予 68.00 万股，占总股本 0.22%	董事、高级管理人员、管理、技术关键岗位人员及其他业务骨干人员 228 人	52.30 元/股	第一个行权期	33.33%	以 2021 年为基准，2023 年不低于 15%	≥16.3%	≤46.62%
			第二个行权期	33.33%	以 2021 年为基准，2024 年不低于 15%	≥16.3%	≤46.61%
			第三个行权期	33.33%	以 2021 年为基准，2025 年不低于 15%	≥17.75%	≤46.60%

来源：扬农化工公告，国金证券研究所

#### 1.4、关注重点方向：内化竞争力，释放团队积极性，谋求长远发展

正如我们前期报告所述，我国的很多国有企业在资源端、技术端、实力端、产业端具有良好的基础，本能够形成良好的产业竞争力，但部分企业并未体现出良好的竞争力，在技术落地、生产落地、市场布局、业绩落地等维度有可优化空间。

优质企业在准确定位后，最重要的是构筑核心竞争力，其次经过逐步完善布局，实现综合实力提升。通过对优质的国企和央企复盘，企业多数需要优先构筑自身的核心优势。在不断发展过程中，需要从布局、工艺、技术等不同维度强化优势，形成竞争护城河后，不断

综合发展，多维度优化形成综合竞争力，比如进行极致成本优化的华鲁恒升，公司常年专注煤化工领域，在技术工艺升级改造上具有较强的积累，能够持续的进行成本优化，构建基础优势后，可以进一步的延伸复制到其他产品领域；比如万华化学在长期研发实现 MDI 突破后，乘胜追击，持续进行技术升级改造和装备低成本扩产形成规模优势和成本优势，从而坚定的占领市场，后期再延伸产业链布局至石化和精细化工领域；比如扬农化工自身多年进行技术积淀，在聚酯等核心技术方面能够确保产品生产质量和成本领先，在后期无论是放大规模还是扩展品类都能延伸竞争优势。

准确的发展定位和能够有效落地的企业管理将是企业能够持续强化发展的关键。企业在构筑成本优势后，需要结合自身优势选择适合自身发展战略路线，或者延伸产业链，或者扩大产品规模，或者扩充产品品类。同时需要现代化的管理体系，在费用管控、考核制度，人才培养等等维度加强企业的转化效率，形成综合竞争优势。

综合我们对于国有企业的优势以及行业内领先的国有企业的分析，具有以下优势的国有企业值得重点关注：

- 良好的成本和费用管控：从我国的发展历史来看，多数化工产品在经历过需求高速释放阶段，市场增速逐步下行，行业供给逐步充分的情况下，成本竞争将发挥极为重要的作用，而良好的成本和费用管控可以使得公司无论在什么发展阶段都能获得超越行业均值的收益水平，具有持续的盈利空间；
- 在细分领域持续深耕和研发，内部形成良好的技术积淀：没有技术支持，基础再好的企业都无法走远，已有的产品需要不断优化实现成本突破，实现质量升级，同时新的领域、新的产品需要有良好的技术储备和投入才能实现工艺突破和生产落地，因而技术的积累是具有持续发展动能的基础；
- 有较好的产业资源，形成产业链优势：无论是上游原材料还是下游销售渠道，能够实现相对优势的环节都将提升竞争力，资源型行业上游布局尤为重要，高端材料的下游客户突破将具备先发优势；
- 持续进行资金和项目投入，提升公司成长性：能够持续有项目布局资金投入是可以为公司提升发展空间，获得成长性的，大型的企业弹性一般会有所减弱，因而能够具有成长空间的优质标的更为稀缺；
- 优质的考核激励制度，提升员工和管理团队的积极性：相当多的国有企业在过去很大的问题是没有动力，有资金、有实力、有技术，但却无法形成有效兑现，良好的激励机制将充分调动员工和管理团队的积极性，提升竞争力，谋求持续发展；
- 在细分领域逐步提升话语权，实现竞争优势的强化：伴随我国经济水平的提升，需求增速有所放缓，部分传统化工产品经历了供给过剩的阶段而逐步实现产能出清，而相比之下国有企业的抗风险能力相对更强，在部分行业内形成了较好的集中度，有望在未来享受行业格局优化带来的红利。

## 二、落地标的选择，关注具有潜力和边际向好的企业

### 2.1、激励政策激发企业活力，整体经营效率大幅提升

以往国有企业的考核市场化不足，员工及管理团队积极性有限，较多优质企业投入产出效率得不到提升，在项目规划节奏、落地建设时间，技术推进速度，生产落地情况等都有可提升优化的空间。而往往采用市场化的治理考核方式，针对公司成长、利润兑现、技术落地等方面综合考察，将有望大幅提升管理团队及员工的积极性，带动公司实现治理优势，提升发展空间，建议关注泰和新材、皖维高新、黑猫股份、岳阳兴长、湖南海利、万润股份等企业。

#### 泰和新材：管理激励改善，新项目新发展持续落地，带来第三成长曲线

管理考核激励措施落地，调动管理团队及员工积极性。公司为烟台国资委下企业，长期布局芳纶和氨纶产品生产销售，先后实现了氨纶、间位芳纶和对位芳纶国产化的生产企业。公司近年来持续进行企业改革，2020 年借助吸收合并集团股份，实现了层级精简，和员工持股；同时公司也逐步采用执业经理人制度和超额利润提成等大幅提升了管理团队和员工的积极性，而 2022 年公司进行了股权激励，加速芳纶项目产能落地，同时谋求公司发展的新空间。

图表18: 泰和新材股权激励方案

姓名	职务	获授的权益数量 (万股)	占总股本比例
宋西全	党委书记、董事长	100	0.15%
迟海平	党委副书记、董事、总经理	80	0.12%
徐立新	党委副书记、工会主席、副董事长	45	0.07%
徐冲	纪委书记、监察专员	45	0.07%
马千里	董事、副总经理	45	0.07%
姜茂忠	副总经理	45	0.07%
顾裕梅	总会计师	45	0.07%
董旭海	董事会秘书	19	0.03%
中层管理人员及核心骨干 (340 人)		1465	2.14%
预留		111	0.16%
合计		2000	2.92%

来源: 泰和新材公告, 国金证券研究所

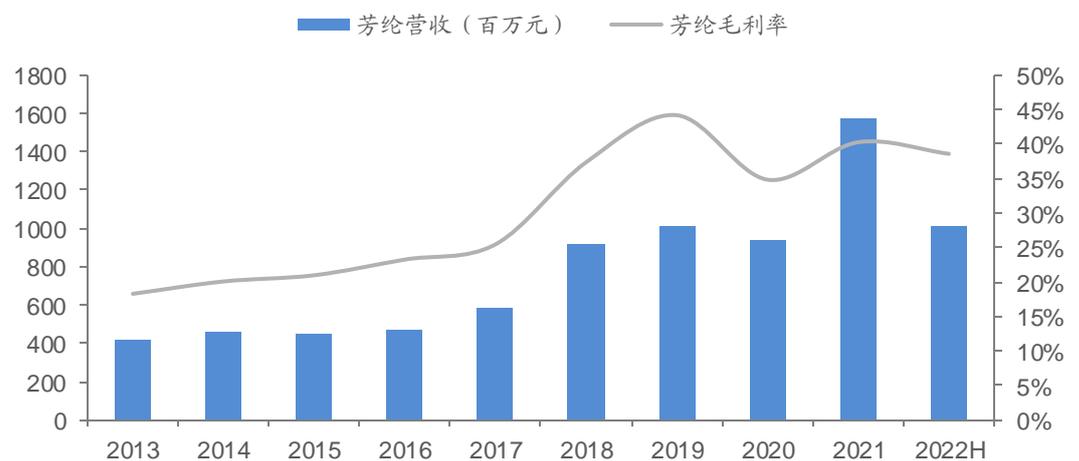
芳纶和氨纶扩建项目提升盈利空间, 夯实公司的发展基础。公司 2022 年拥有 4 万吨的氨纶产能, 1.1 万吨间位芳纶产能和 6000 吨对位芳纶产能, 计划新增 4.5 万吨的氨纶产能和 9000 吨间位和 1.55 万吨的对位芳纶产能, 预计 2023 年将实现 1.55 万吨的间位产能和 1.55 万吨的对位芳纶产能, 实现原有业务的产能扩充和利润增厚。借助新增产能, 公司一方面可以解决公司现有的产能瓶颈, 同时可以向更多的下游芳纶应用领域进行延伸, 并进一步出口芳纶, 提升全球产品市占率。

图表19: 泰和新材股权激励考核目标

考核年度	解除限售比例	业绩指标
2023 年	40%	以 2019-2021 年净利润均值为基数 2023 年增长不低于 20%; 2023 年 ROE 不低于 11%; 资产负债率不高于 60%
2024 年	30%	以 2019-2021 年净利润均值为基数 2023-2024 年净利润平均值增长率不低于 35%或 2024 年净利润增长率不低于 50%; 2023-2024 年 ROE 平均值不低于 11.50%或 2024 年 ROE 不低于 12%; 资产负债率不高于 60%
2025 年	30%	以 2019-2021 年净利润均值为基数 2023-2025 年净利润平均值增长率不低于 62%或 2025 年净利润增长率不低于 115%; 2023-2025 年 ROE 平均值不低于 13%或 2025 年 ROE 不低于 16%; 资产负债率不高于 60%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 泰和新材芳纶业务营收及盈利变化



来源: Wind, 国金证券研究所

芳纶涂覆业务加速推进,有望进入新的成长赛道。近年来伴随新能源车快速发展,整体锂电行业涂覆市场快速扩大,芳纶作为涂覆材料的一种,具有更高的耐温性和抗穿刺性能,可以进一步提升电池的安全性能,但是多年来受制于成本过高,近少量应用于海外高端车型,公司作为芳纶生产企业,更为了解材料性能,在原料自供、产业循环、专利布局等方面具有优势,若公司能够实现芳纶涂覆的良率提升和成本下降,公司有望进一步打开成长空间,获得更好的发展弹性。

### 皖维高新:超额利润分享调动积极性,产业链不断完善,新材料助力成长

通过超额利润分享机制,充分调动员工积极性,建立人才队伍。皖维高新的PVA光学膜、偏光片、特种PVA树脂、功能性PVB树脂、汽车级PVB胶片、VAE乳液及可再分散性胶粉等战略性新兴领域,对高端技术、管理人才的需求较为迫切,吸引人才、留住人才,充分激发人才活力是在市场竞争中处于优势的关键因素。因此,建立超额利润分享机制,充分调动技术和管理人员的积极性和创造性,推动技术产业化和科技成果转化成为公司需要解决的问题。

图表21:皖维高新超额利润分享方案(2022-2024年度)

皖维高新超额利润分享方案(2022-2024年度)	
拟纳入激励范围 岗位确定原则	激励对象一般为与公司签订劳动合同,在该岗位上连续工作1年以上,对企业经营业绩和持续发展有直接重要影响的管理、技术、营销、业务等核心骨干人才,且一般每一期激励人数不超过公司在岗职工总人数的30%。
未来三年目标利润核定原则	1、三年期内利润创造能力与战略发展要求匹配; 2、三年任期考核基准值指标满足对皖维高新整体利润表现的考核要求; 3、三年内目标利润以行业平均利润水平为基准设定。
超额利润分享比例	年度超额利润分享额不超过公司当年超额利润的30%,即: 年度超额利润分享额 ≤ (年度实现净利润 - 年度目标净利润值) * 30%。

来源:皖维高新公告,国金证券研究所

公司主要从事聚乙烯醇(PVA)、高强高模PVA纤维、PVB树脂、PVA光学薄膜、可再分散性乳胶粉、醋酸乙烯、VAE乳液、酒精、聚酯切片、醋酸甲酯、电石渣制水泥熟料及环保水泥,以及其他PVA相关的衍生产品、中间产品和副产品等的研发、生产与销售;公司高强高模聚乙烯醇纤维产品产销量位居全国第一,达国内总量的60%,国际市场占有率为45%左右,公司综合实力位居国内同行业首位。2022年上半年,公司实现营业收入501,482.67万元,比上年同期增长33.61%;实现营业利润117,298.61万元,比上年同期增长109.50%;实现归属于母公司所有者的净利润95,987.50万元,比上年同期增长100.10%;出口创汇1.94亿美元,比上年同期增长90.20%;实现每股收益0.498元,比上年同期增长100%。

图表22:皖维高新营业收入(百万元)及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表23:皖维高新归母净利润(百万元)及增速

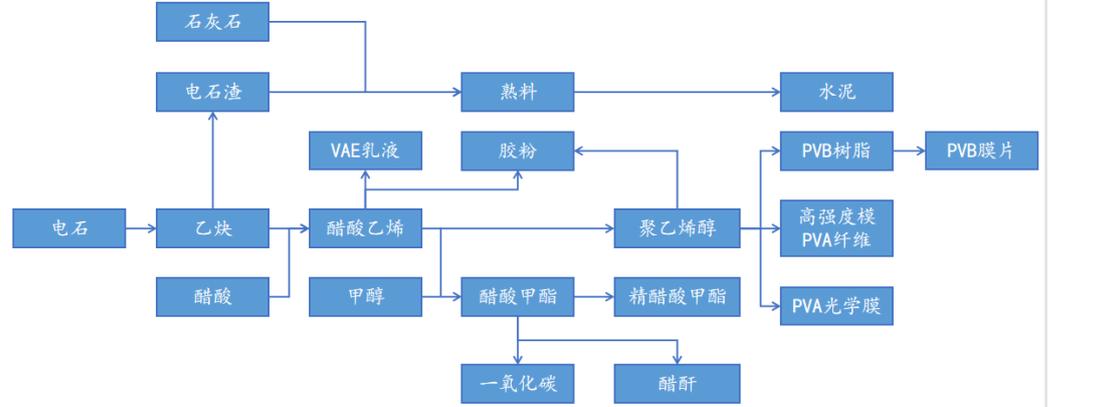


来源: Wind, 国金证券研究所

根据“延伸产业链、拓展产业面”的发展思路,公司立足PVA产业链、做大做强主业,建成了化工、化纤、新材料、建材四大产业,形成电石—PVA—PVA纤维、膜用PVA—PVA光

学薄膜、PVA—PVB—PVB 胶片、废糖蜜—酒精—乙烯—醋酸乙烯—VAE/PVA、VAE—可再分散乳胶粉等五大产业链，产品广泛应用于纺织、食品、医药、建筑、木材加工、造纸、印刷、农业以及冶金、电子、环保等行业，成为品种最齐全、研发能力最强、技术与管理水平最高的国内 PVA 行业龙头企业。

图 24：皖维高新 PVA 相关产品产业链的构成及循环路线



来源：皖维高新公告，国金证券研究所

此外，公司 100%收购皖维甬盛进军 PVB 中间膜领域，打通 PVA—PVB 树脂—PVB 中间膜完整产业链。公司是国内唯一一家拥有该全产业链的企业，有望受益于国内广阔的 PVB 中间膜市场空间。未来随着新材料产品逐步扩张，公司有望打开业绩增长空间。

#### 黑猫股份：股权激励计划落地，导电剂国产替代带来成长空间

股票激励计划彰显发展信心，业绩有望继续维持增长态势。公司在 2020 年 7 月发布了 2020 年限制性股票激励计划，一方面通过股权激励的方式推动公司的管理改革，另一方面颁布的激励方案细则也彰显了公司对未来业务发展具备较强的发展信心。本次激励计划首次授予的激励对象不超过 126 人，包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干员工，拟授予的限制性股票数量为 2168 万股，锁定期为 36 个月，对于净利润方面的行权条件是以 2017-2019 年净利润均值为基数（1.92 亿元），2021-2023 年净利润增长率分别不低于 10%、50%、125%，对应的净利润水平分别为 2.12、2.89、4.33 亿元。

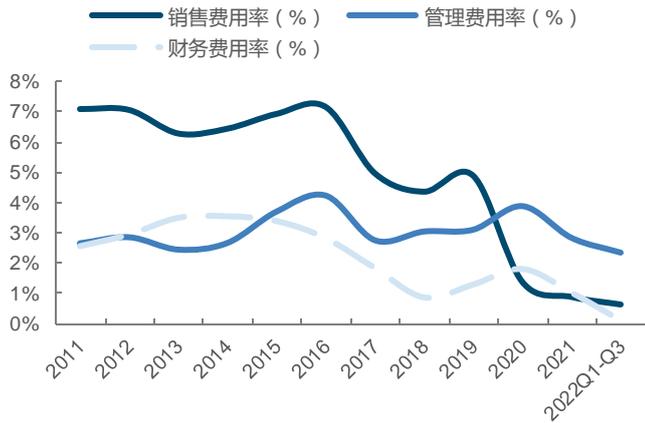
图 25：黑猫股份首次授予及预留授予的限制性股票解除限售业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次授予及预留授予第一个解除限售期	2021 年净资产收益率不低于 6.2%；且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2017-2019 年净利润均值为基数，2021 年净利润增长率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值水平； 2021 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
首次授予及预留授予第二个解除限售期	2022 年净资产收益率不低于 7%；且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2017-2019 年净利润均值为基数，2022 年净利润增长率不低于 50%，且不低于对标企业 75 分位值水平； 2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
首次授予及预留授予第三个解除限售期	2023 年净资产收益率不低于 9%；且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2017-2019 年净利润均值为基数，2023 年净利润增长率不低于 125%，且不低于对标企业 75 分位值水平； 2023 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。

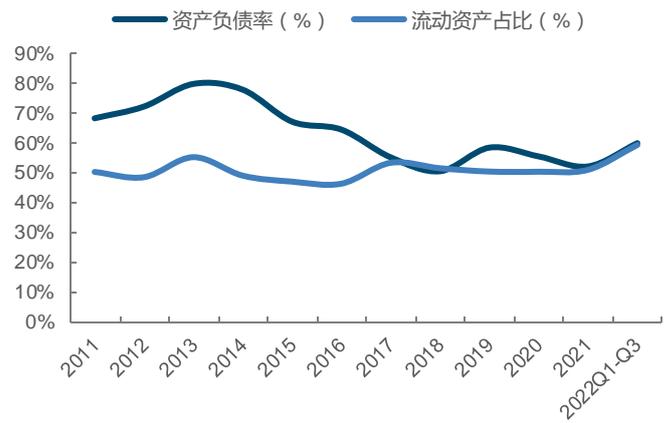
来源：黑猫股份公告，国金证券研究所

资产结构优化，费用管控趋严，盈利能力提升。在公司治理结构和激励机制逐渐完善的背景下，公司的资产结构开始优化，截至 2022 年前三季度，资产负债率从最高时的 80%降低至了 60%。在管理优化的背景下，公司通过提升工业信息化水平加强过程管理、降耗增效，销售费用率和管理费用率快速下降，改革成效显著。

图表26：黑猫股份期间费用率持续降低



图表27：黑猫股份资产负债率与流动资产占比



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

依托产业链优势及碳基材料基础，深度布局导电剂领域。近年来由于新能源行业的高速发展，锂电池导电剂需求量呈现爆发式提升。目前导电炭黑仍为主流的锂电池导电剂，但是由于技术门槛较高长期被益瑞石等海外企业垄断。公司长期从事导电炭黑领域，已经拥有1万吨导电炭黑产能，主要应用于电缆屏蔽料、导电色母等领域，具有一定的导电炭黑的技术和产线基础，并针对锂电用导电炭黑正在加快研发进度，积极进行产品的参数调整和设备优化，一旦通过客户的参数要求和认证，有望快速通过对现有产线进行技改形成快速的产能释放，从而利用成本与规模优势实现国产替代，快速占据市场份额。与此同时，由于碳纳米管具有更为优良的导电性能，并且可以通过掺混结合其他材料来满足多种应用场景的需求，有望成为下一代锂电池导电剂主要产品。公司在加速导电炭黑研发的同时积极布局碳纳米管项目，投资6.8亿元在江西景德镇布局5000吨碳纳米管粉体及配套产业化项目，一期建设500吨/年碳纳米管粉体产能，预计2022年底建成投产；二期建设2500吨/年碳纳米管粉体产能，预计2024年底建成投产；三期建设2000吨/年碳纳米管粉体产能，预计2026年底建成投产。

### 岳阳兴长：2022年首次实施股权激励，向高端聚烯烃进发

抓改革提活力，推进国企内部市场化激励机制。公司隶属于中石化实际控制，目前拥有9套炼油及化工生产装置和6座加油站，主要产品包括聚丙烯、液化石油气、MTBE、醚后碳四、异辛烷、邻甲酚等，近年来公司加大内部改革力度，对于人员的考核与激励做出市场化变革，根据岗位价值评估结果，实施市场化薪酬绩效新机制，启动岗位胜任能力评价体系建设，推行宽带薪酬模式，并通过实施股权激励、分红激励、股份跟投等方式，逐步推行中长期激励机制，2022年7月4日，公司历史上首次实施股权激励，首批102人的激励股份已经顺利授予，核心骨干人员干事创业热情进一步激发。

图表28：岳阳兴长股权激励方案

序号	姓名	职务	获授数量(万股)	占授予总量比例	占公司总股本的比例
1	付锋	董事、总经理	29	3.23%	0.10%
2	邹海波	副总经理、董事会秘书	24	2.68%	0.08%
3	李湘波	副总经理	24	2.68%	0.08%
4	霍国良	副总经理	24	2.68%	0.08%
5	中层管理人员—总监层级 (2人)		26	2.90%	0.09%
6	中层管理人员—经理层级 (46人)		414	46.16%	1.38%
7	核心骨干人员 (50人)		176.5	19.68%	0.59%
	首次合计 (102人)		717.5	80.00%	2.40%
8	预留		179.375	20.00%	0.60%
	合计		896.875	100.00%	3.00%

来源：岳阳兴长公告，国金证券研究所

图表29：岳阳兴长股权激励考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以2021年营业收入为基准，2023年营业收入增长率不低于56.00%，且不低于同行业平均值或者50分位值；2023年加权平均净资产收益率不低于7.50%，且不低于同行业平均值或者50分位值；2023年主营业务收入占营业收入的比重不低于97%。
第二个解除限售期	以2021年营业收入为基准，2024年营业收入增长率不低于95.00%，且不低于同行业平均值或者50分位值；2024年加权平均净资产收益率不低于8.00%，且不低于同行业平均值或者50分位值；2024年主营业务收入占营业收入的比重不低于97%。
第三个解除限售期	以2021年营业收入为基准，2025年营业收入增长率不低于144.00%，且不低于同行业平均值或者50分位值；2025年加权平均净资产收益率不低于8.50%，且不低于同行业平均值或者50分位值；2025年主营业务收入占营业收入的比重不低于97%。

来源：岳阳兴长公告，国金证券研究所

探索高端聚烯烃，构造第二成长曲线。目前，公司研发围绕新材料、节能环保、传统产业三大领域，设立了多个研发板块，建立了一系列研发实验室，与国内高校、科研院所建立了广泛的产学研合作。2022年公司发布定增预案，规划在惠州建立30万吨/年聚烯烃新材料项目和在岳阳本地建设岳阳兴长研发中心项目，其中惠州的聚烯烃为30万吨高端聚丙烯材料，应用特种聚烯烃专用催化剂以及高性能聚烯烃产品自有成套技术，它与研发中心建设项目共同构成进入高端新材料领域的关键一步，后续将进一步扩张优质产能，完成新业务布局，优化产品结构。惠州30万吨/年聚烯烃新材料项目正在建设中。该项目被列入2022年广东省重点建设项目，各项工作按节点推进，预计2023年3月实现中交。成立特种烯烃大团队，将聚丙烯生产装置改为试验装置，从催化剂生产、聚合工艺实验、多牌号产品开发、多领域市场推广等方面同步开展工作，为惠州项目建成投产并实现产品大规模应用奠定基础。

图表30：岳阳兴长2022年定增预案项目

序号	项目名称	实施主体	项目投资总额(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	惠州立拓30万吨/年聚烯烃新材料项目	惠州立拓	119,586.00	80,000.00
2	岳阳兴长研发中心项目	岳阳兴长	15,000.00	12,000.00
3	补充流动资金	岳阳兴长	8,000.00	8,000.00
	合计		142,586.00	100,000.00

来源：岳阳兴长公告，国金证券研究所

### 湖南海利：员工持股提升积极性，多维度提升发展空间

第一期员工持股计划完成，提升员工积极性。公司是全球氨基甲酸酯类和杂环类农药龙头，产能近3万吨规模国内领先。2018年2月2日，公司第一期员工持股计划购买股票已经实施完毕。“招证资管-同赢之湖南海利1号员工持股计划定向资产管理计划”已认购公司非公开发行股票5,073,000股，认购价格人民币7.53元/股，占公司本次非公开发行后公司总股本的比例为1.43%。

图表31：湖南海利的员工持股计划

年份	项目	员工认购股数(股)	认购价格(元/股)	占总股本比例
2018	员工持股计划	5,073,000	7.53	1.43%

来源：湖南海利公告，国金证券研究所

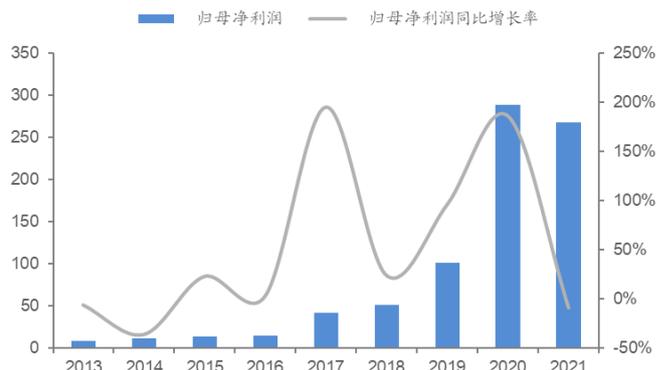
通过核心技术和壁垒环节构建，公司获得了持续成长。公司掌握关键原料呋喃酚的合成技术和光气定点生产资格，下游产品占据国内市场主导地位，其中，克百威、灭多威、甲萘威等国内份额6-7成，残杀威、抗蚜威、甲基嘧啶磷、嘧啶醇等为国内独家生产，低毒衍生产品丁硫克百威占据国内40%以上出口份额。

图表32：湖南海利营业收入（百万元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表33：湖南海利归母净利润（百万元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

公司目前仍处于增长期，一方面，常德基地和贵溪新区项目将于2020-2021年有新产能释放带来业绩增量，另外，宁夏基地在未来也将是公司下一步项目建设的主战区，公司计划将海利贵溪原有主要产品线逐步转移至海利宁夏进行生产，包括甲萘威、灭多威、甲基硫菌灵、仲丁威和异丙威。公司的六大主要产品的价格近四年均持续上涨，这主要还是由于其他企业未见新增产能，部分企业由于环保等因素导致行业整体供给出现了收缩。预计未来行业的整体仍然处于供不应求的情况，公司相关产品价格有望高位运行。同时在原有主业基础上，公司也有延伸布局新能源领域，在锰酸锂方面，锰酸锂项目二期完成之后钨钴锰基产能将会达到1万吨左右；在全钒液流电池也在推进，借助资源、技术以及国家支持等优势，海利集团准备在全钒液流电池进一步发展，构建产业链优势。

图表34：湖南海利重要在建工程项目情况

项目名称	预算 (亿元)	产能规划
杂环农药及中间体产业化基地项目	4.26	环评、环评等前期准备
贵溪公司新区建设项目	4.84	3500吨/年邻仲丁基苯酚
		1500吨/年邻异丙基苯酚
		3000吨/年丁硫克百威
		1000吨/年4-TBC生产装置

来源：湖南海利公告，国金证券研究所

### 万润股份：股权激励彰显成长信心，依托化学合成能力打造一流平台型企业

实施股权激励计划，促进公司业绩持续增长。公司实控人为央企中国节能环保集团有限公司，主营业务包括功能性材料、环保材料以及大健康业务三大领域。2021年，公司实施限制性股票激励计划，激励对象共计621人，包括公司部分董事、公司高级管理人员、总经理助理、中层管理人员、核心科技与业务人员、科技与业务骨干。本次激励计划公司主要对于营业收入复合增长率、净资产收益率以及经济增加值改善值三大指标提出明确要求，调动公司管理人员与业务骨干积极性的同时表现出公司强势增长的信心。

图表35：万润股份限制性股票解除限售期业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以2020年营业收入为基数，2022年营业收入复合增长率不低于10%且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；2022年净资产收益率不低于10.2%且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；2022年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。
第二个解除限售期	以2020年营业收入为基数，2023年营业收入复合增长率不低于11%且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；2023年净资产收益率不低于10.5%且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；2023年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。

第三个解除限售期	以 2020 年营业收入为基数，2024 年营业收入复合增长率不低于 12% 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2024 年净资产收益率不低于 10.8% 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2024 年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。
----------	--

来源：万润股份公告，国金证券研究所

国六标准全面落地，绑定下游龙头共享行业发展红利。公司研究、开发并生产了多种新型尾气净化沸石系列环保材料，包括 X 型分子筛、Y 型分子筛、Beta 分子筛、ZMS-5 分子筛、EU-1 分子筛、SAPO-34 分子筛、ZSM-35 分子筛等，系列产品的生产技术属于国际领先水平。与此同时，公司于 2008 年与全球尾气处理龙头庄信万丰开展沸石原材料的商业合作，于 2012 年成功研发出第一种沸石材料并于 2013 年成功投产，目前已经成为庄信万丰的核心供应商。随着 2023 年国六 b 标准的全面实施，沸石分子筛作为 SCR 系统尾气处理核心材料仅国内需求空间有望超过 1 万吨。

图表 36：万润股份沸石产能规划

项目	产能（吨/年）	投产时间
年产 850 吨 V-1 产品项目	850	2013.6
沸石系列环保材料二期扩建项目	1500（第一车间）	2016.6
	1000（第二车间）	2017.7
	2500（第三车间）	2020.12
环保材料建设项目	2000（ZB 系列车用沸石）	2021H1
	2000（ZB 系列车用沸石）	2021H2
	3000（MA 系列沸石）	暂未开始建设
300 吨非车用沸石分子筛项目	300	已实现中试产品销售
合计规划产能（万吨）	13150	

来源：万润股份公告，国金证券研究所

依托强大化学合成能力，积极布局新材料业务。公司目前现拥有超过 6000 种化合物的生产技术，具有极其丰富的专利与技术储备。借助自身强大的化学合成以及技术研发能力，公司加快布局新能源材料、高端信息材料、特种工程材料等多个新材料项目，产品包括光刻胶树脂、聚酰亚胺材料、新能源电池用电解液添加剂等。与此同时，公司在 2014 年开始布局开发钙钛矿太阳能电池材料，随着产品开发工作的不断推进，逐步实现了相关产品技术积累，并于 2016 年起开始形成部分产品的专利布局，现已有钙钛矿太阳能电池方面材料根据客户需求送样。公司通过实施平台化的发展战略持续深入布局新材料业务，充分展现出强大的技术与产业化能力，具有较强的成长性与广阔的成长空间。

图表 37：万润股份在建项目情况

项目	建设内容	投产时间
万润工业园一期 B02	中间体与原料药 3155 吨	2022 年年底投入使用， 2023 年实现销售
年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目	65 吨光刻胶树脂系列产品	22 年 11 月试生产，预计 23 年实现销售
OLED 显示材料及其他功能性材料一期项目	OLED 材料 348 吨，医药中间体 72 吨	预计 23 年投产
万润工业园二期 C01	年产液晶材料 280 吨及特殊化学品 220 吨	22 年 6 月已完成 30%，预 计 24 年投产
蓬莱新材料一期	电子信息材料 1150 吨/年，特种工程材料 6500 吨/年，新能源材料 250 吨/年	预计 24 年下半年投产

来源：万润股份公告，国金证券研究所

## 2.2、协同产业优势，把握机遇加速发展，助力优势落地

相比于多数的非国有企业，部分央企及国企在集团产业链配置、渠道布局、产业联动等方向具有较好的产业基础，但是由于动力不足，力度有限，整体兑现落地空间有限，而此次国企改革着重针对提升企业核心竞争力进行提升，针对央企进行重点考核，有助于央企和国企梳理产业资源，避免资源和产能的浪费。

而借助控股集团或兄弟公司的协同配合，部分企业有望重新梳理企业定位，明确发展空间，梳理下游渠道，强化上游布局等，实现优势兑现，建议关注中化国际、鲁西化工、昊华科技、中国化学、中泰化学、川发龙蟒等公司。

### 中化国际：国企联合重组样板企业，打造世界一流化工龙头

深化三项机制改革落地，股权激励激发企业活力。中国中化控股有限责任公司由中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司联合重组而成，于2021年5月8日正式揭牌成立。中国中化业务范围覆盖生命科学、材料科学、石油化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域，是全球规模领先的综合性化工企业。中国中化成立以后，通过建立公司领导督导责任机制、完善企业退出管理机制、完善预算考核和专项激励机制三项措施提质增效，推动产业结构调整。

中化国际是中化集团旗下重要上市公司之一，主营业务包括环氧氯丙烷、烧碱、硝基氯苯等化工基础原料与中间体以及环氧树脂、ABS、芳纶等高性能材料。公司秉持“科学至上”核心价值理念，持续推进创新以及人才激励制度改革。公司在2019年实行上市公司限制性股票激励计划，充分激发国有企业活力，业绩屡创新高。截至2022年3月，第一批解除限售条件达成，经董事会审议同意按照激励计划的规定为符合条件的激励对象244人解除限售授予部分的33%并上市流通，实现了核心员工与公司收益共享、风险共担的目标。

图表38：2019年中化国际限制性股票激励计划解除限售条件

解除限售安排	业绩考核目标
第一批解除限售	1)2020年净资产现金回报率(EOE)不低于26.5%，且不低于对标企业75分位；2)2020年利润总额较2016-2018平均利润总额增长率不低于89%，且不低于对标企业75分位；对应较2018年利润总额的复合增长率不低于11%；3)2020年公司EVA达到集团下达的考核要求。
第二批解除限售	1)2021年净资产现金回报率(EOE)不低于26.7%，且不低于对标企业75分位；2)2021年利润总额较2016-2018平均利润总额增长率不低于110%，且不低于对标企业75分位；对应较2018年利润总额的复合增长率不低于11%；3)2021年公司EVA达到集团下达的考核要求。
第三批解除限售	1)2022年净资产现金回报率(EOE)不低于27%，且不低于对标企业75分位；2)2022年利润总额较2016-2018平均利润总额增长率不低于133%，且不低于对标企业75分位；对应较2018年利润总额的复合增长率不低于11%；3)2022年公司EVA达到集团下达的考核要求。

来源：中化国际公告，国金证券研究所

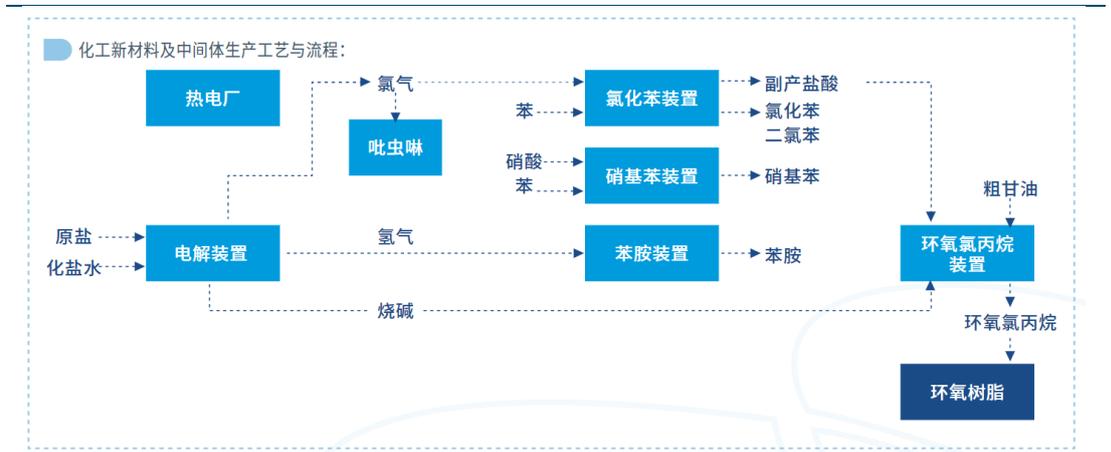
加快新材料项目布局，注重产业链配套赋能。公司近年来聚焦新材料业务，持续加大研发投入，围绕重点产业链，攻克芳纶、聚苯醚、生物可降解材料等技术壁垒较高的重大研发项目，并形成多项自主技术。与此同时，公司拥有较为完整的环氧树脂一体化产业链，使得公司在成本、规模以及供应链安全方面具有明显的竞争优势。

图表39：中化国际现有产品与22年投产项目产能

产品/项目	产能 (万吨/年)	项目	产品	产能 (万吨/年)
烧碱	24	碳三产业一期项目	PDH	60
苯胺	3		苯酚丙酮	65
氯化苯	6		双酚 A	24
硝基氯化苯	8		PO	40
硝基苯	14		ECH	15
环氧氯丙烷	10	离子膜烧碱项目	烧碱	12
吡虫啉	0.4	双酚 A 扩建项目	双酚 A	24
二氯苯	3	环氧树脂项目	环氧树脂	18
环氧树脂	17	尼龙 66 及中间体 J 项目	尼龙 66 和中间体	4
苯并三氮唑	0.5	聚合物添加剂项目一期	促进剂中间体 M	10
邻苯二胺	1.5		促进剂 NS	10
啉虫脒	0.2		促进剂 CBS	4
橡胶防老剂	14		促进剂 DM	1.2
TMQ	2.5	泰国圣奥防老剂项目	防老剂	2.5
三元锂电正极材料	1	ABS 改性材料项目	ABS 改性材料	2.4
三元锂离子动力电池	0.9GWh/年			
对位芳纶	0.5			

来源：中化国际公告，国金证券研究所

图表40：中化国际环氧树脂生产工艺与流程



来源：中化国际公告，国金证券研究所

### 鲁西化工：22 年实行股权激励，两化合并后精准定位，持续投资

公司是中化旗下化工新材料、基础化工、化肥、装备制造及科技研发于一体的综合性化工企业。经过多年的发展具备了明显的一体化及产业链循环的经济优势，产品间具备较强的协同效应。公司积极推进改革，于 2022 年 5 月 11 日对股票激励计划激励对象首次授予限制性股票。此次股权激励将进一步提升鲁西化工的公司凝聚力，奠定企业成长的基础，也凸显了管理层对公司未来发展的信心。

图表41：鲁西化工股权激励方案

姓名	职务	授予限制性股票数量（万股）	占总股本比例
张金成	董事长	12.8	0.0067%
张金林	副总经理	12.4	0.0065%
王富兴	副总经理	11.9	0.0063%
蔡英强	董事	11.3	0.0059%
王延吉	副总经理	12.1	0.0064%
董书国	副总经理	11.5	0.0060%
张雷	副总经理	11.8	0.0062%
杨本华	副总经理	11.3	0.0059%
姜吉涛	副总经理	10.9	0.0057%
邓绍云	副总经理	12	0.0063%
李雪莉	董事会秘书	7.3	0.0038%
闫玉芝	财务负责人	6.9	0.0036%
中层管理及核心骨干人员（264人）		1477.6	0.7760%
首次授予部分合计（共276人）		1609.8	0.8450%

来源：鲁西化工公告，国金证券研究所

持续巩固一体化优势，资本开支驱动成长。公司持续延链、补链、强链，扩大化工新材料的比重，提高产品市占率。120万吨/年双酚A项目已于2022年11月投产，将于2023年开始贡献业绩，该项目总投资7.9亿元，预计实现营收/利税28/3.8亿元；己内酰胺-尼龙6一期项目，总投资达33.00亿元，预计可实现年均营收/利税42.6/7.2亿元；有机硅一期项目总投资33.3亿元，预计2023年年底建成投产，预计实现年均营收/利税40/7亿元；甲胺/DMF改扩建项目总投资1.25亿元，预计实现年均营收/利税10.0/7.2亿元。

图表42：鲁西化工股权激励目标

考核年度	解除限售比例	业绩指标
2022年	33%	(1)以2020年净利润为基数,2022年净利润复合增长率不低于61%,且不低于对标企业75分位值水平;(2)2022年净资产收益率(ROE)不低于10.63%,且不低于对标企业75分位值水平;(3)2022年公司EVA达到集团下达的考核要求,且当年度 $\Delta EVA > 0$ 。
2023年	33%	(1)以2020年净利润为基数,2023年净利润复合增长率不低于42%,且不低于对标企业75分位值水平;(2)2023年净资产收益率(ROE)不低于11.03%,且不低于对标企业75分位值水平;(3)2023年公司EVA达到集团下达的考核要求,且当年度 $\Delta EVA > 0$ 。
2024年	34%	(1)以2020年净利润为基数,2024年净利润复合增长率不低于43%,且不低于对标企业75分位值水平;(2)2024年净资产收益率(ROE)不低于14.77%,且不低于对标企业75分位值水平;(3)2024年公司EVA达到集团下达的考核要求,且当年度 $\Delta EVA > 0$ 。

来源：鲁西化工公告，国金证券研究所

除股权激励外，2022年11月鲁西化工公布吸收合并鲁西集团交易草案，拟通过向鲁西集团的全部股东（中化投资、中化聊城、财信控股和聚合投资）发行股份的方式对鲁西集团实施吸收合并。此举将有助于减少公司治理分层，使公司治理结构更为扁平化，进一步提高管理和决策的效率，同时将优化国有资本配置和运行效率，有利于鲁西化工资产的统一，减少公司与鲁西集团的内部关联交易，增强公司的独立性。

#### 昊华科技：科改示范企业标杆，拟收购中化蓝天加强氟化工产业链布局

12家化工领域顶级科研院所合并为平台公司，科改示范企业标杆。昊华科技，原天科股份，大股东为中国昊华化工集团，2018-2019年，集团将内部12家国内顶尖化工科研院所

所注入上市公司，并成立昊华气体，整合特种气体板块。整合后，公司由原来的技术工程服务类公司转型为高端化工平台型企业。公司作为“科改示范行动”的标杆，在国企改革三年行动期间重点推进落实董事会建设、经理层成员任期制和契约化管理、混合所有制改革、市场化机制建设、改革专项工程、生产经营组织管理模式改革、“两非”“两资”清理、信息公开全覆盖等改革任务，成为国有科技型企业改革样板和自主创新尖兵。2020年公司完全首期股权激励计划，授予核心骨干员工766人共2060.5万股，授予价格为11.44元/股。公司预留200.0万股以12.59元/股授予核心骨干49人。2020-2022年前三季度，公司收入由54.22亿元增长至63.93亿元，归母净利润由6.48亿元增长至7.56亿元，研发费用率维持在7%-8%。

图表43：昊华科技股权激励方案

姓名	职位	获授限制性股票数量 (万股)	占首次授予总量 比例	占公司股本总额 比例
胡冬晨	董事长	25.00	1.21%	0.03%
杨茂良	副董事长、总经理	20.00	0.97%	0.02%
刘政良	副总经理、董事会秘书	8.00	0.39%	0.01%
姚庆伦	董事、副总经理	8.00	0.39%	0.01%
何捷	财务总监	8.00	0.39%	0.01%
李嘉	副总经理	15.00	0.73%	0.02%
核心骨干员工（760人）		1,976.50	95.92%	2.20%
合计		2,060.50	100.00%	2.30%

来源：昊华科技公告，国金证券研究所

图表44：昊华科技股权激励考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以2018年营业收入为基数，2020年营业收入复合增长率不低于10%；2020年净资产收益率不低于9.1%，且上述两个指标均不低于对标企业75分位值；2020年研发投入占比不低于7.0%。
第二个解除限售期	以2018年营业收入为基数，2021年营业收入复合增长率不低于12.3%；2021年净资产收益率不低于9.2%，且上述两个指标均不低于对标企业75分位值；2021年研发投入占比不低于7.0%。
第三个解除限售期	以2018年营业收入为基数，2022年营业收入复合增长率不低于13.4%；2022年净资产收益率不低于9.4%，且上述两个指标均不低于对标企业75分位值；2022年研发投入占比不低于7.0%。

来源：昊华科技公告，国金证券研究所

聚焦“3+1”核心产业，产品结构向高端化升级。公司的“3+1”产业是以高端氟材料为主的氟化工产业，以电子特气为主的电子化学品产业，以民用航空配套材料为主的航空化工材料产业，以及提供绿色低碳整体解决方案的碳减排业务。当前公司的重点项目中，4600吨电子特气项目已于去年逐步投产，2500吨PVDF预计在今年继续放量，10万条民用轮胎预计24年投产，2.6万吨高性能有机氟材料项目预计24年底建成，西南院的变压吸附技术收益于下游碳减排需求，订单饱满。

图表45：昊华科技产能规划

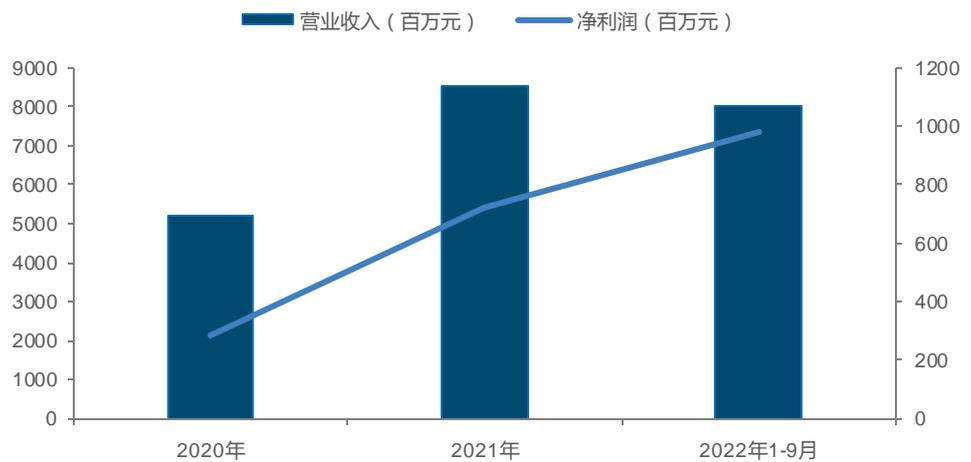
主要厂区或项目	设计产能	产能利用率(%)	在建产能	在建产能预计完工时间
聚四氟乙烯树脂(吨)	30000	101.2	18500	2024年
氟橡胶(吨)	1500	118.2	0	无
含氟气体材料(吨)	4000	110.3	4600	2022年
聚氨酯类新材料(吨)	15000	79.2	25000	2024年
涂料生产基地(吨)	12000	86.3	0	无

轮胎（条）	50000	96.4	100000	2024年
-------	-------	------	--------	-------

来源：昊华科技公告，国金证券研究所

收购中化蓝天，深度布局氟化工产业链。2023年2月15日，公司发布发行股份购买资产并募集配套资金预案，拟向中化集团和中化资产发行股份购买其持有的中化蓝天的股权，使得中化蓝天将成为公司的全资子公司。中化蓝天拥有的主要生产基地遍及全国多个省市，主要业务涵盖含氟锂电材料、氟碳化学品、氟聚合物以及氟精细化学品等，生产的产品达百余种，广泛应用于汽车、家电、新能源等领域，许多品种在国内市场份额领先。通过本次重组，上市公司将进一步丰富氟化工产品线，完善产业链布局，提升抗风险能力，形成一体化产业链平台，深度打造世界一流氟化工原创技术策源地。2020年、2021年、2022年1-9月，中化蓝天分别实现营收51.9、85.5、80.3亿元，净利润2.8、7.2、9.8亿元。

图表46：中化蓝天营收及净利润（百万元）



来源：昊华科技公告，国金证券研究所

### 中国化学：激励机制落地，长期研发投入加速高端产品国产化

公司由中国化学工程集团公司作为主发起人，联合神华集团有限责任公司和中国中化集团公司共同发起设立。中国化学业务覆盖建筑工程、环境治理、工艺工程技术开发、勘察、设计及服务。面向“十四五”，中国化学集团将纵深推进国企改革三年行动全面按期完成。公司积极推进改革，以三项制度改革为重点，开展全员竞聘、释放高比例股权混改、实施薪酬激励。2022年公司进行股权激励，一方面有利于工程业务降本增效，也利好近两年以来重点发展的新材料实业项目快速达产与落地，保障业绩持续增长。

图表47：中国化学股权激励方案

姓名	职务	授予限制性股票数量（万股）	占总股本比例
胡永红	总经济师	24	0.0039%
聂宁新	总经理助理	24	0.0039%
杨志明	总经理助理	24	0.0039%
李胜利	职工董事	24	0.0039%
中层管理人员及核心骨干人员（481人）		5900	0.9842%
合计		5996	0.9999%

来源：中国化学公告，国金证券研究所

丁二烯法己二腈工业化壁垒高，公司实现国产化首套项目投产。公司采用自主研发技术建设尼龙新材料项目，2022年7月29日中国化学孙公司天辰齐翔20万吨/年己二腈项目开车成功并产出优级产品，项目转入正常生产，进入优化调整期。同时，己内酰胺项目通过技改产能提升至33万吨/年，创全球单线最大产能。除己内酰胺、己二腈项目外，公司年产5万方硅基气凝胶项目已于2022年2月27日开车成功，产品主要应用于工业保温类项目，同时公司也将逐步进入新能源汽车热片行业。公司PBAT项目一次性开车成功，HPPO项目在建预计2023年9月投产，POE、MCH（甲基环己烷）、环保催化剂、尼龙12、PBAT催化剂、废旧轮胎裂解等研发工业化进展顺利。

图表48：中国化学股权激励考核目标

考核年度	解除限售比例	业绩指标
2023年	34%	(1) 2023年扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率不低于9.05%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平；(2) 以2021年业绩为基数，2023年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平；(3) 完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。
2024年	33%	(1) 2024年扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率不低于9.15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平；(2) 以2021年业绩为基数，2024年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平；(3) 完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。
2025年	33%	(1) 2025年扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率不低于9.25%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平；(2) 以2021年业绩为基数，2025年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业75分位值水平；(3) 完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。

来源：中国化学公告，国金证券研究所

通过持续创新和精细化管理，积极推进多个工程领域的全过程服务和产业运营、资本运营，实现公司的持续发展。在“双碳”目标的大背景下，硅基新材料、可降解材料、新能源领域市场需求将快速增长，公司坚持“技术+产品”一体化发展战略，一方面将加速我国高端新材料国产替代进程，另一方面也将使公司抢占市场先机，未来有望集中受益。

#### 中泰化学：股权激励或考核机制执行中，带动公司积极性提升

控股股东计划增持公司股份，提供资金和产业支持。新疆中泰化学股份有限公司是新疆维吾尔自治区重点支持的优势资源转换企业，其控股集团中泰集团及其一直行动人计划通过二级市场增持金额10-20亿元股份，提升其持股比例。同时集团在新疆地区具有较好的布局基础，有望为公司提供资源和资金支持，形成较好的产业赋能。公司主营聚氯乙烯树脂(PVC)，离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱等产品，是我国氯碱行业市场龙头企业，享有较高的市场知名度和信誉。2022年上半年，公司为进一步充分发挥氯碱—粘胶纤维—纺纱一体化产业链的协同效应，扩大液碱在疆内的销售规模，以增资方式取得新疆兴泰纤维65%股权，获得进一步的规模提升。公司在2022年公司进行股权激励，提高经营管理层的工作积极性和人员稳定性，加速在建产能落地。

图表49：中泰化学股权激励方案

姓名	职务	授予限制性股票数量(万股)	占总股本比例
杨江红	董事长	13	0.0050%
刘洪	董事、总经理	13	0.0050%
于雅静	董事	13	0.0050%
丁永众	副总经理	10	0.0039%
王雅玲	总工程师	10	0.0039%
李芸华	副总经理	10	0.0039%
张玲	副总经理、董事会秘书	10	0.0039%
彭江玲	财务总监	10	0.0039%
赵克雄	副总经理	10	0.0039%
吕文瀚	副总经理	10	0.0039%
陈建平	副总经理	10	0.0039%
子公司高管、高级技术人员(191人)		1109.5	0.4308%
中层管理人员、核心技术(业务)人员(718)		1334	0.5179%

人)		
合计	2562.5	0.9949%

来源：中泰化学公告，国金证券研究所

中泰化学是我国氯碱行业最大的市场份额拥有者，其在烧碱的市场份额为 3%，在聚氯乙烯的市场份额为 6.9%，粘胶产能位居国内第三位。公司主营产品生产能力为年产 205 万吨聚氯乙烯树脂、146 万吨离子膜烧碱、73 万吨粘胶纤维、270 万吨粘胶纱、280 万吨电石、193.75 万千瓦背压机组的产量规模。公司在未来两年，拟筹建 30 万吨/年 BDO 产能和 100 万吨甲醇等项目。未来随着公司在建项目投产，将强化公司的全产业链协同效应，打开下游盈利空间，长期成长可期。

图表 50：中泰化学股权激励考核目标

考核年度	解除限售比例	业绩指标
2022 年	40%	(1) 净资产现金回报率不低于 21%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。(2) 以 2018-2020 年业绩均值为基数，营业利润增长率不低于 100%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。(3) 应收账款周转率全年不低于 12.5 次。
2023 年	30%	(1) 净资产现金回报率不低于 22%，或 2023 年和 2024 年平均不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。(2) 以 2018-2020 年业绩均值为基数，营业利润增长率不低于 130%，或 2023 年和 2024 年平均不低于 130%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。(3) 应收账款周转率全年不低于 13 次。
2024 年	30%	(1) 净资产现金回报率不低于 23%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。(2) 以 2018-2020 年业绩均值为基数，营业利润增长率不低于 160%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。(3) 应收账款周转率全年不低于 13.5 次。

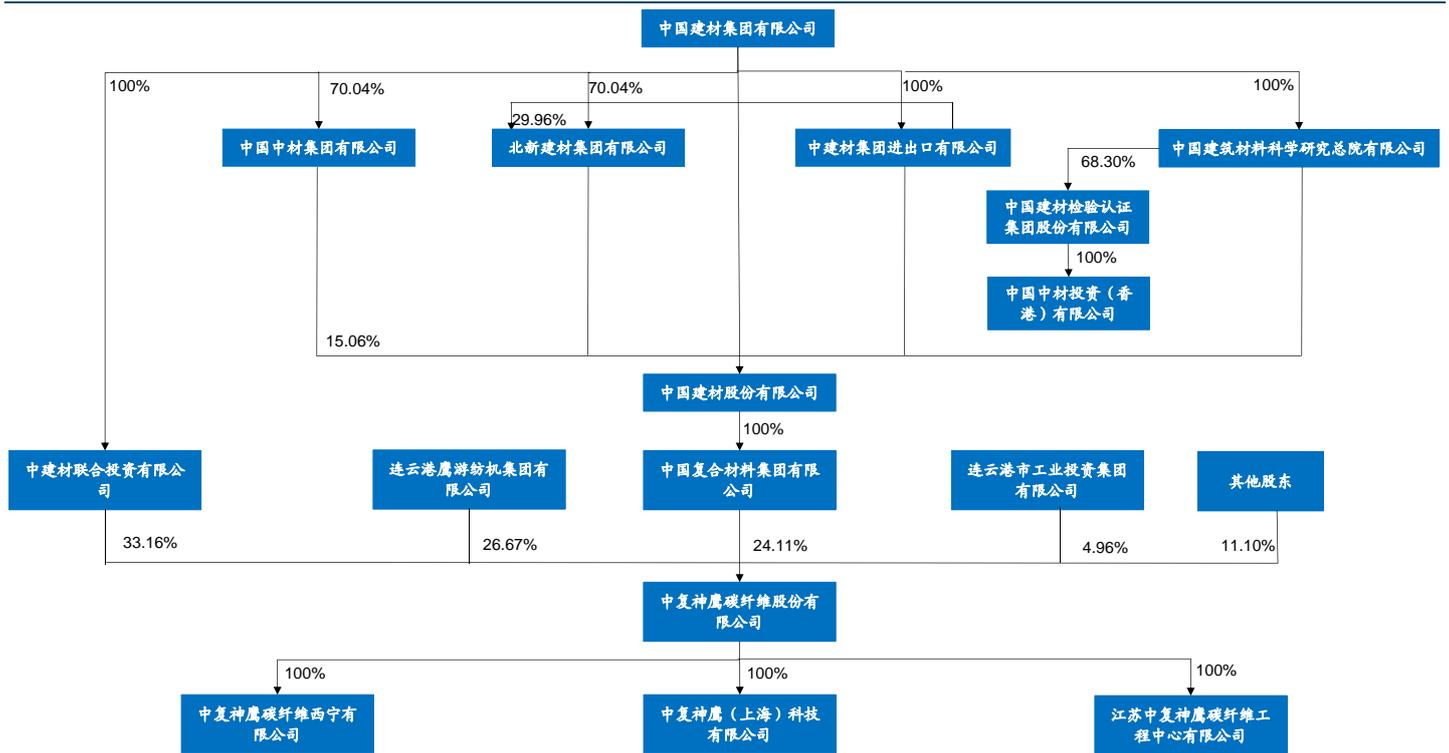
来源：中泰化学公告，国金证券研究所

### 中复神鹰：中国建材集团旗下唯一碳纤维生产企业，混合所有制双向赋能

国资背景助力碳纤维发展，民营基因推动技术发展。2006 年作为民企的鹰游集团参与设立神鹰新材料，2007 年中国复材入股并成为公司第一大股东，公司混改为国资企业。碳纤维作为重资产高壁垒高研发强度的行业，前期需要进行大量的技术投入来摸索符合工业化质量成本要求的产线，企业在前期需面临很大的资金压力与试错成本，作为中国建材集团旗下唯一的碳纤维生产企业，中国建材集团在资金、项目研发等方面给予了中复神鹰重要支持，2021 年 9 月，中国首条万吨碳纤维生产线在青海西宁投产，2023 年初，公司 3 万吨高性能碳纤维建设项目作为江苏省与中国建材集团战略合作的落地项目正式启动。

国资助力的同时，作为前身为民企的中复神鹰，在技术和设备方面，具备独特的竞争优势，公司系统掌握 T700 级、T800 级、M30 级、M35 级千吨级技术以及 T1000 级、M40 级百吨级技术，在国内率先实现了干喷湿纺的关键技术突破和核心装备自主化，建成国内首条千吨级干喷湿纺碳纤维产业化生产线。2018 年，公司“干喷湿纺千吨级高强/百吨级中模碳纤维产业化关键技术及应用”项目荣获 2017 年度国家科学技术进步一等奖。国资背景为公司提供坚实基础，民营基因又为公司提供了民用碳纤维的市场化灵活机制。

图表51：中复神鹰股权结构图



来源：Wind，国金证券研究所

公司已形成连云港和西宁双基地，扩大产能同时优化布局。公司目前在连云港基地拥有3500吨碳纤维产能；19年5月起，公司在西宁开启了万吨级碳纤维生产基地建设项目，一期1.1万吨已于21年5月-22年5月陆续投产，目前开工率达90%以上；二期1.4万吨预计22年底至23年间陆续投产；23年1月，公司宣布在连云港基地新建3万吨高性能碳纤维项目，预计建设期在23年4月至26年8月。西宁基地投产后，公司可利用当地能源成本优势，在近两年将主力型号T700级产品安排在当地生产，同时连云港本部向“小丝束、高性能化”产品结构转型，以小丝束(3K)、高性能(T800级、M系列)产品为主，未来连云港3万吨项目投产后，公司在单线规模、纺丝速度以及能源成本方面相比当前有很大提升潜力，形成连云港+西宁双基地布局。

图表52：中复神鹰公司产能情况

项目名称	项目阶段	产能(吨)	投资额(亿元)	开车时间	投产时间
连云港基地		3500			
西宁一期1万吨高性能碳纤维及配套原丝项目	第一阶段	2000	20.58	21年3月	21年5月正式投产
		4000		21年6月-7月	21年8月正式投产
	4000	21年12月-22年3月		22年5月正式投产	
西宁二期1.4万吨高性能碳纤维及配套原丝项目		14000	28.00		预计23年投产
连云港年产3万吨高性能碳纤维建设项目			59.62	预计23年4月开工	预计26年8月全线建成

来源：中复神鹰公告，环评报告，国金证券研究所

### 川发龙蟒：充分发挥混合所有制优势，深耕多资源绿色低碳产业链

深化混合所有制改革，股权激励激发企业活力。2020年9月，四川发展全资子公司四川先进材料集团通过认购公司非公开发行的股票并改组董事会成为公司控股股东，公司变更为国资控股的混合所有制企业，由此获得大型国有股东在信用、资金、资源等各方面支持，为公司未来发展奠定了坚实的基础；同时，公司充分保留了民营企业的灵活机制，保证了公司市场化高效运转。为充分调动公司专业管理人员以及核心技术骨干的积极性与创造性，公司在2021年实行限制性股票激励计划，对于22-24年营收、扣非后净资产收益率以及

应收账款周转率提出明确目标，进一步推动公司发展。

图表53：公司2021年限制性股票激励计划业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	1. 以2020年扣除已剥离非主营BPO后的营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于35.00%，且不低于同行业平均水平；2. 2022年扣非后净资产收益率不低于6.00%，且不低于同行业平均水平；3. 2022年扣除已剥离非主营BPO后的应收账款周转率不低于22；
第二个解除限售期	1. 以2020年扣除已剥离非主营BPO后的营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于46.00%，且不低于同行业平均水平；2. 2023年扣非后净资产收益率不低于6.50%，且不低于同行业平均水平；3. 2023年扣除已剥离非主营BPO后的应收账款周转率不低于22.25；
第三个解除限售期	1. 以2020年扣除已剥离非主营BPO后的营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于57.00%，且不低于同行业平均水平；2. 2024年扣非后净资产收益率不低于7.10%，且不低于同行业平均水平；3. 2024年扣除已剥离非主营BPO后的应收账款周转率不低于23。

来源：川发龙蟒公告，国金证券研究所

充分发挥自身资源优势，不断完善产业链布局。公司聚焦磷化工业务，主要产品包括工业级磷酸一铵、饲料级磷酸氢钙、肥料级磷酸氢钙、复合肥以及水泥缓凝剂、建筑石膏粉等副产品。公司在德阳、襄阳两大基地都有丰富的磷矿资源配置，其中湖北白竹磷矿已投入生产，生产规模100万吨/年；襄阳基地红星磷矿目前已到矿山开采尾期，每年仍可开采出约15万吨的磷矿石。此外，公司收购天瑞矿业，达产后每年增加磷矿产能250万吨，大部分满足绵竹基地磷矿需求，届时公司将具备年产365万吨磷矿的生产能力。借助上游资源禀赋的优势和先进的磷矿石采选生产技术，公司不断完善产业链布局，形成“硫-磷-钛-铁-锂-钙”多资源循环经济产业集群，通过运用分段除杂技术，生产出与之对应价值的产品，实现了“肥盐结合、梯级开发”的生产策略以及产品附加值的不断提高。

积极建设新能源项目，进一步延伸产业链。由于磷酸铁是公司现有磷化工产品工业磷酸一铵的下游产品，公司布局磷酸铁与磷酸铁锂可以有效延伸公司现有产业链，充分发挥公司磷资源优势，进一步提升产品附加值，培育新的利润增长点。目前公司已经在德阳、攀枝花、襄阳、荆州等地投资建设新能源材料项目，累计投资200亿元左右建设年产50万吨磷酸铁、40万吨磷酸铁锂生产线及配套产品。

图表54：川发龙蟒在建磷酸铁与磷酸铁锂项目

项目名称	公告时间	建设内容	建设进度
德阳川发龙蟒锂电新能源材料项目	2022.2	建设年产20万吨磷酸铁锂、20万吨磷酸铁	本项目建设周期计划为2022年3月至2026年12月（建设周期若因土地问题导致开工时间顺延而相应顺延）。项目分期实施：一期项目暂定于2024年12月建成投产，二期项目暂定于2026年12月建成投产。
20万吨/年新材料项目	2022.5	年产20万吨磷酸铁锂、年产20万吨磷酸铁和年产30万吨硫酸生产线	一期项目预计2022年9月开工建设，在2024年9月前竣工投产。二期项目预计在2025年1月开工建设，在2026年12月前竣工投产。
年产5万吨新能源材料磷酸铁项目	2022.5	年产5万吨磷酸铁装置、年产40万吨硫酸装置	自取得建筑工程施工许可证之日起12个月内，全部建成投产。
年产5万吨新能源材料磷酸铁及40万吨硫磺制酸项目	2022.9	建设年产5万吨新能源材料磷酸铁及40万吨硫磺制酸装置	自取得建筑工程施工许可证之日起18个月内竣工投入生产。

来源：川发龙蟒公告，国金证券研究所

### 2.3、优化调整业务结构，提升企业经营业绩

优化调整产业结构，提升业绩兑现程度。由于多年来很多国企沿用历史的管理模式，很多

企业内部并未形成最优的运行状态，通过伴随企业内部的结构调整，优化费用管控，剥离非主业资产，将有望带动企业轻装上路，抛开历史负担，重新定位，发挥优势，提升效率，兑现业绩。

有效规划未来发展方向，构建长期成长动力。公司整顿历史遗留问题，提升内部管理效率，针对现有业务进行重新规划布局，构筑公司新的成长空间，形成进一步发展的动力，建议关注湖北宜化、阳煤化工等。

### 湖北宜化：剥离子公司聚焦主营业务，进军新能源行业前景可观

剥离辅业和低效资产，专注主营业务发展。湖北宜化是宜昌国资委下属宜化集团的核心子公司，主要产品包括尿素、磷酸二铵等化肥产品，聚氯乙烯、烧碱等氯碱产品和季戊四醇、保险粉等精细化工产品。湖北宜化在过去几年持续深化内部改革，剥离经营情况较差的子公司，经营业绩逐渐回升。2017年，湖北宜化子公司新疆宜化在2月12日和7月16日分别发生电石炉喷料事故以及燃爆事故，安全生产许可证被吊销的同时对公司造成了重大经济损失。2018年3月，公司与宜昌新发签署了关于新疆宜化资产重组之框架协议，剥离新疆宜化。2019-2021年三年间积极推进辅业资产和低效资产的处置工作，先后剥离了近十家经营效率低下、拖累公司业绩的子公司与相关资产，经营业绩逐步回升，改革成效显著。

图表55：2019-2021年湖北宜化积极推进辅业资产和低效资产的处置工作

年份	处置辅业与低效资产	处置方式	股权比例
2019	四川雷波卡哈落磷矿	转让	71.50%
	贵州新宜矿业（集团）有限公司	转让	60%
	北京宜化贸易有限公司	转让	51%
	三峡国际金融大厦	转让	-
2020	贵州宜化化工有限责任公司	转让	100%
	贵州金江化工有限公司	转让	100%
	内蒙古宜化矿业投资	转让	100%
2021	湖北香溪化工有限公司	破产清算	100%
	湖南宜化	转让	100%
	雷波县华瑞矿业有限公司	转让	18.50%

来源：湖北宜化公告，国金证券研究所

加速产业转型升级，打开公司成长空间。公司现有尿素产能156万吨，磷酸二铵产能126万吨，PVC产能84万吨。与此同时，为加快公司合成氨产业技改升级，保障公司终端产品原料供给，公司55万吨/年氨醇项目正在稳步推进。此外，公司加速布局新材料相关业务，6万吨/年PBAT项目预计23年建成投产，邦普宜化新材料30万吨/年磷酸铁、20万吨/年硫酸镍项目预计在年底前投产。公司依托与宁德时代深度合作与自身的资源优势快速入局新能源领域，未来具备广阔的发展空间。

图表56：湖北宜化现有主要产品产能

产品	产能(万吨)	具体情况
尿素	156	子公司联化公司具备年产104万吨的尿素产能，子公司新疆天运具备年产52万吨的尿素产能，分别利用内蒙、新疆两地天然气为原料生产尿素。
磷酸二铵	126	子公司宜化肥业具备年产66万吨的磷酸二铵产能，子公司松滋肥业具备年产60万吨的磷酸二铵产能。子公司江家墩矿业具备年产30万吨磷矿石的产能，并自主研发了重介质选矿和正反浮选技术，成功突破了胶磷矿选矿的世界性难题，使得国内大量低品位磷矿可以得到充分利用，产品成本相对较低。
PVC	84	子公司内蒙宜化具备年产30万吨的PVC产能，子公司青海宜化具备年产30万吨的PVC产能，子公司太平洋化工和太平洋热电各具备年产12万吨的PVC产能。公司主要采取电石法生产PVC。子公司内蒙宜化具备年产60万吨的电石产能，子公司青海宜化具备年产45万吨的电石产能。

来源：湖北宜化公告，国金证券研究所

图表57：湖北宜化新材料项目建设情况

在建项目	项目概况
年产55万吨氨醇项目	项目的主要产品为46万吨/年液氨和9万吨/年甲醇，并副产约2万吨/年硫酸。项目投资总额356786万元，预计建设周期24个月。
30万吨/年磷酸铁、20万吨/年硫酸镍项目	公司与宜昌邦普时代共同增资宜昌邦普宜化，公司持股35%，投产后将在同等条件下优先保证供应给宁波邦普时代作为电池原材料，项目预计23年年底投产。
新能源材料前驱体磷酸铁及配套项目	与史丹利农业集团合资设立松滋史丹利宜化新材料科技有限公司，建设新能源材料前驱体磷酸铁及配套项目。项目建设规模为4×5万吨/年磷酸铁装置、5万吨/年高档阻燃消防材料装置、5万吨/年中档阻燃消防材料装置、5万吨/年磷酸二氢钾装置，配套建设60万吨/年新型专用肥装置、2×20万吨/年多元素酸性生理专用肥装置、2×60万吨/年硫磺制酸装置、180万吨/年选矿装置、30万吨/年湿法磷酸装置、2×10万吨/年精制磷酸装置、150万吨/年磷石膏净化装置、150万吨/年磷石膏综合利用装置。项目一期总投资60亿元，计划今年11月开始陆续投产，明年一季度全面投产
6万吨/年生物可降解新材料项目	项目按6万吨/年设计，主要产品为PBAT树脂，并可兼顾生产其它树脂产品，项目建设周期15个月，预计23年年底投料生产。

来源：湖北宜化公告，国金证券研究所

### 阳煤化工：股权激励或考核机制执行中，带动公司积极性提升

公司是国内规模最大的煤化工企业之一，主营业务以尿素、乙二醇和甲醇制烯烃等为主。近年来公司在深化国企改革、提升自身管理水平上进行了诸多探索，从传统煤化工企业逐步转型成为新型现代煤化工企业。2016年公司整合化工产业板块，开始集团化运作；2017年开启契约化管理模式，激发企业内生活力；2020年积极推进资产的优化重组工作，剥离不良资产，盈利能力显著改善；2021年计划进行股权激励，有利于推进重点项目落地，实现公司长期可持续发展。

图表58：阳煤化工股权激励方案

姓名	职务	授予数量(万股)	占总股本比例
冯志武	董事长	150	0.0600%
朱壮瑞	董事、总经理	90	0.0400%
柳小丰	常务副总经理	65	0.0300%
杨印生	党支部书记、副总经理	65	0.0300%
成晓宇	副总经理	65	0.0300%
韩建政	副总经理	65	0.0300%
李建兵	副总经理	65	0.0300%
程计红	财务总监	65	0.0300%
高峰杰	董事会秘书	65	0.0300%
各分子公司高管(不超过80人)		5245	2.2100%
核心管理和技术人员(不超过411人)		4860	2.0500%
首次授予小计		10800	4.5500%
预留		1200	0.5100%
合计		12000	5.0500%

来源：阳煤化工公告，国金证券研究所

正元二期项目稳步推进，布局氢能产业链前景广阔：公司长期布局氢能领域，拥有多个子公司，包括正元氢能，阳雄氢能，以及与深圳市阳雄重驱动力科技有限公司联营公司阳雄双阳。目前公司拥有尿素产能232万吨、聚氯乙烯产能30万吨、烯烃产能30万吨、烧

碱产能 40 万吨、双氧水产能 25 万吨和甲醇产能 40 万吨。此外，正元二期项目规划新增合成氨 40 万吨/年（30 万吨用于生产尿素，10 万吨作为商品氨销售），尿素 52 万吨/年，氢气 4.32 亿立方米/年。目前正元二期项目已完成总体设计、项目前期手续完善、桩基的试桩、现场四通一平工作，预计 2024 年底完工。正元二期项目建成后，公司氢气年产能将达到 6.48 亿立方米，有望成为沧州临港经济技术开发区最大的氢源供应商。

图表 59：阳煤化工股权激励考核目标

解除限售期	解除限售比例	业绩指标
2021	33%	2021 年净资产现金回报率不低于 28%，且不低于对标企业 75 分位值或行业均值；2021 年净利润不低于 2.1 亿元，且较上一财务年度业绩值增长率不低于对标企业 75 分位值或行业均值；2021 年带息负债占总资产的比例不高于 60%。
2022	33%	2022 年净资产现金回报率不低于 30%，且不低于对标企业 75 分位值或行业均值；2022 年净利润不低于 2.5 亿元，且较上一财务年度业绩值增长率不低于对标企业 75 分位值或行业均值；2022 年带息负债占总资产的比例不高于 58%。
2023	34%	2023 年净资产现金回报率不低于 32%，且不低于对标企业 75 分位值或行业均值；2023 年净利润不低于 2.8 亿元，且较上一财务年度业绩值增长率不低于对标企业 75 分位值或行业均值；2023 年带息负债占总资产的比例不高于 55%。

来源：阳煤化工公告，国金证券研究所

公司不断加强科技创新，推进成果转化，广泛布局新型煤化工产业。随着氢能产业链逐步完善，公司依托自身丰富的氢气产能和技术优势，协同氢能源产业上下游其他企业，在氢气提纯、加氢站建设、氢气供应等方面布局新业务，将有力打造新的利润增长点。

## 2.4、持续强化费用管控能力，盈利空间逐步释放

此次改革进一步强化企业治理，提质降费，有利于企业利润释放。行业内的部分国有企业具有较好的产业基础和业务布局，伴随治理效率的提升，有望降低企业的费用支出，进一步带动利润释放，建议关注云天化、兴发集团等企业。

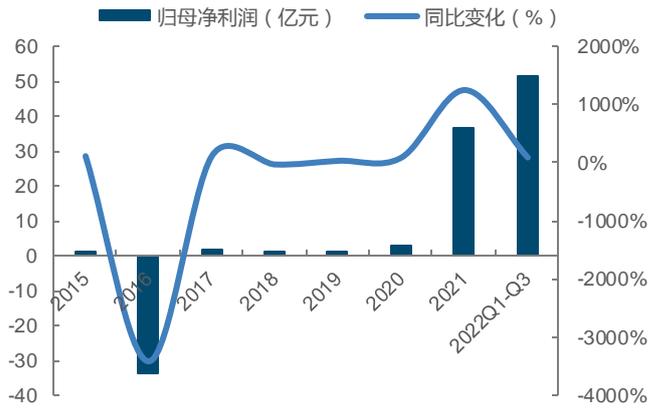
### 云天化：可控费用有效降低，全产业链优势日渐突出

持续深化三项制度改革，经营业绩快速提升。云天化是云南国资委控股的大型磷化工国有上市公司，主营业务包括肥料及现代农业、磷矿采选、精细化工、商贸物流等产业。作为国内规模最大的磷化工企业之一，云天化在过去发展的过程中存在机构臃肿、经营效率较低、费用率持续高位等一系列问题。2016 年，由于基础化肥相关产品国内市场价格和出口价格均大幅跌落至低点，公司主要产品盈利能力大幅下降，叠加公司自身费用较高的问题导致公司全年亏损 33.59 亿元。在“双百行动”和“国企改革三年行动”期间，公司抓住改革机遇，持续深入推进三项制度改革。公司从组织、运营、人才、机制入手，建立灵活高效的新业务运作机制，同时实施业绩捆绑激励、一企一策差异激励、增量激励等多元化激励方式，使激励机制更具针对性，充分激发国有企业活力。费用管控方面，公司积极推进业财一体化信息化建设，持续多渠道加强费用控制与优化，销售费用率、管理费用率、财务费用率连续多年呈现快速下降趋势。在公司的持续改革下，2021 年与 2022 年前三季度公司的经营业绩均出现较大增长，各项费用率达到历史新低。

图表60: 云天化营业收入与同比变化



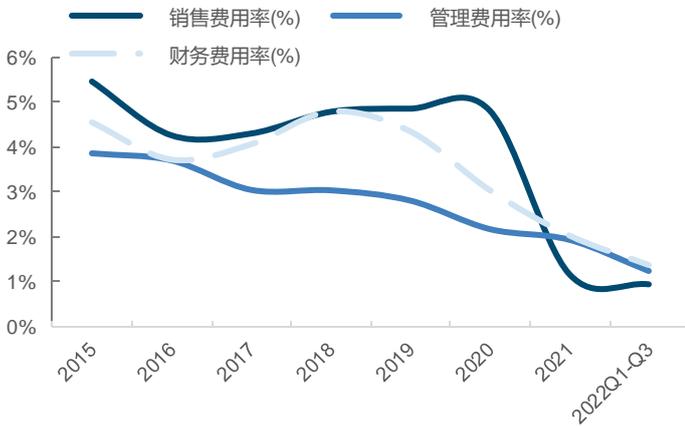
图表61: 云天化归母净利润与同比变化



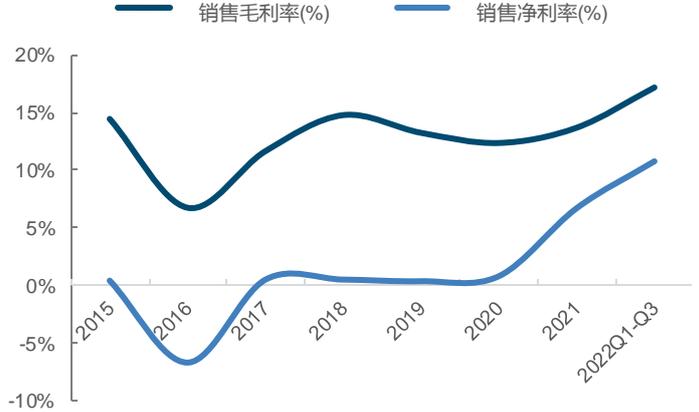
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 云天化期间费用率变化



图表63: 云天化销售毛利率与净利率变化

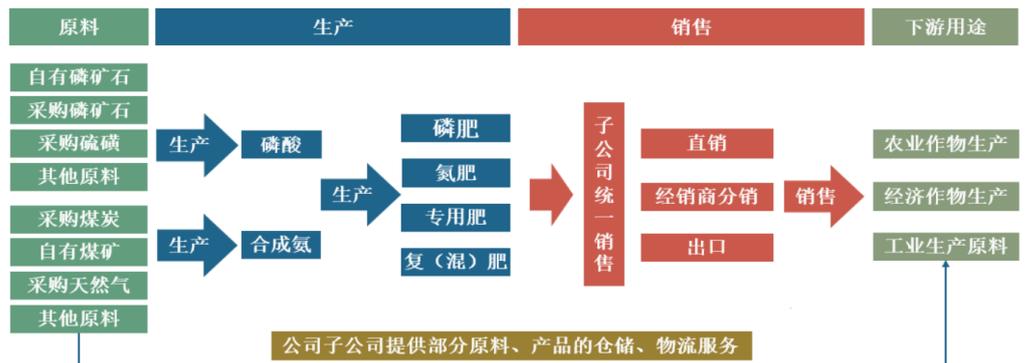


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

聚焦资源和产业优势, 加速推进业务结构转型。传统业务方面, 公司以化肥产业为基础, 依托自身的磷矿、煤矿资源优势, 形成以基础肥为主, 功能肥、特种肥协同发展的产品格局, 推进新型化肥产品的研发, 打造差异化肥料体系。公司作为大型磷化工国有企业, 在上游磷矿石资源方面拥有显著优势, 公司现有原矿生产能力 1450 万吨, 擦洗选矿生产能力 618 万吨, 浮选生产能力 750 万吨, 已经成为我国最大的磷矿采选企业之一。与此同时, 公司现有化肥总产能约 883 万吨/年, 其中磷肥产能为 555 万吨/年、复合(混)肥产能 128 万吨/年、尿素产能 200 万吨/年, 是国内产能最大的磷肥生产企业之一。依托自身的资源与产业优势, 公司加速推进精细化工、新能源领域的业务布局, 涉及工程塑料、精细磷化工、氟化工等多个细分领域。

图表64: 云天化化肥产业链





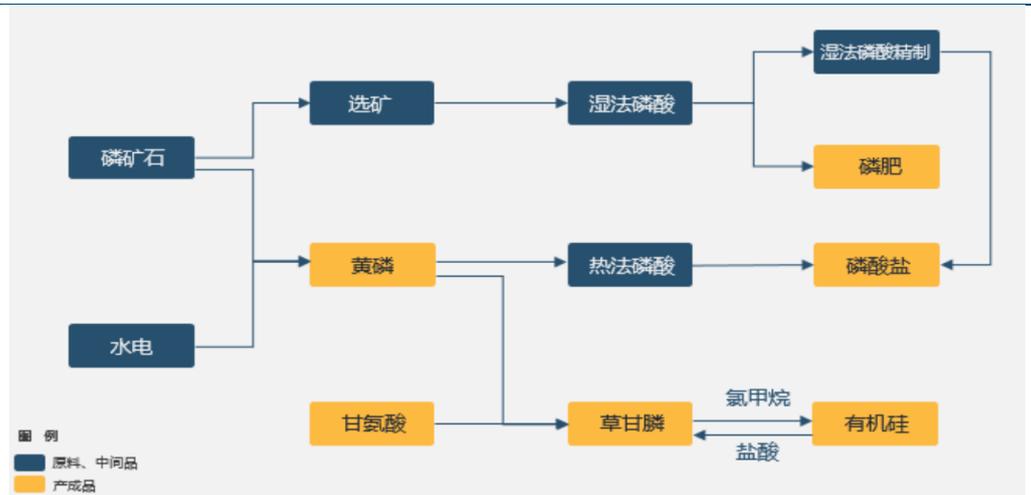
图表68：兴发集团磷矿资源情况

公司	磷矿储量(亿吨)	开发进展	持股比例(%)
上市公司自有	4.25	拥有采矿权	100%
荆州荆化	2.89	目前处于探矿阶段	70%
桥沟矿业	1.88	目前处于探矿阶段	50%
宜安实业	3.15	已取得采矿许可证, 目前处于采矿工程建设阶段	26%

来源：兴发集团公告，国金证券研究所

产业链一体化优势突出，多项业务齐头并进。公司始终专注精细磷化工发展主线，积极探索磷、硅、硫、锂、氟融合发展，不断完善上下游一体化产业链条，经过多年发展，已形成“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的产业格局，并打造了行业独特的“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势，现有食品级、牙膏级、医药级、电子级、电镀级、工业级、饲料级等各类产品15个系列591个品种。公司在传统磷化工业务稳步发展的基础上加快实施以高端新材料、新能源产业为核心的战略布局，持续加码研发投入及成果转化，实现产业转型升级。公司基于自身雄厚的上游资源基础，形成独有的产业链优势，最大程度实现原料与能源自给，在充分获取产业链各环节利润的同时规避了原材料价格波动带来的风险。

图表69：兴发集团磷化工产业链



来源：兴发集团公告，国金证券研究所

## 2.5、投资建议：关注具有潜力和边际向好的企业

国企改革将进一步释放国有企业的竞争优势和经济活力，整体建议关注：①能够进一步获得外部赋能的企业：比如两化合并的相关标的，实控人可以形成产业链原料或渠道赋能的相关标的；②自身通过优化管理，实现自身优势挖掘，释放利润的相关标的；③加速实现优势兑现，能够具有发展潜力或者成长空间的标的；④通过现代化治理和考核激励方式，提升效率，释放活力的相关标的。

图表70：建议关注国有标杆企业和正逐步焕发活力的潜力股

公司	企业性质	核心看点	收盘价 元/股	激励行权 价(元/股)	员工持股 占比	研发支出 占比	2019-2021 年固定 资产增速	管理 费用率
万华化学	地方 国有 企业	①基础化工行业最大的龙头企业，具有资金、研发投入优势和基础； ②产业链布局和现有核心产品具有高壁垒；③高管层内部选拔，管理 高效灵活；④具有员工持股平台，薪资水平相对较高，部分产品允许 员工跟投，利于人才构建和储备；⑤持续的项目投入，具有成长空间；	95.60		持股平台 持股 20.13%	2.18%	32%	3.5%
华鲁恒升	地方 国有	①行业领先的煤化工企业，清晰的自我定位和认知，构筑自身极致的 成本优势；②高层内部选拔，扁平化管理，对费用进行良好管控；③	32.98	17.93		3.36%	16%	2.4%

	企业	持续进行股权激励, 针对有工艺技术优化、产品突破等核心员工进行奖励, 提升员工积极性; ④构建第二基地, 复制优势平台, 扩展产品种类, 提升公司发展空间;						
扬农化工	中央国有企业	①在现有产品端深度夯实竞争力, 在菊酯、麦草畏、草甘膦等大单品领域技术、工艺、成本全行业最优; ②具备持续成长空间, 2023-2028年葫芦岛项目规划投资 100 亿, 预计未来 5 年的净利润复合增速约 15%; ③扩展新项目仿制药和创新药相结合, 产品更加多元化; ④推出股权激励, 提升员工积极性;	99.62	推进中		3.17%	26%	8.1%
万润股份	中央国有企业	①实施股权激励政策, 明确营收增长率与净资产收益率目标; ②平台型新材料企业, 信息材料、环保材料、大健康三大板块共同发展; ③沸石分子筛业务深度绑定庄信万丰, 国六标准全面实行带来广阔需求空间; ④加快布局光刻胶等高端新材料产品, 未来具备较强成长性。	17.46	9.78		6.75%	36%	13.8%
中国化学	中央国有企业	①国内化学工程行业最大的龙头企业, 资金实力雄厚且研发投入优势显著; ②产业链布局完善且技术积淀深厚, 技术创新平台体系完善; ③持续进行股权激励, 提升员工积极性; ④打造新技术平台型企业, 新材料产能陆续放量的同时技术端也不断突破;	10.53	4.81		3.45%	10%	5.2%
阳煤化工	地方国有企业	①具备煤炭资源优势, 布局氢能产业链带动长期成长; ②公司过去期间费用率较高, 后续还有优化空间; ③有股权激励的计划;	3.46	有规划		1.21%	-34%	4.7%
云天化	地方国有企业	①国内最大的磷化工上市企业, 具有丰富的磷矿资源储备, 具有良好的资源和资金实力; ②推行股权激励, 提升员工积极性, 提升公司整体的管理和成本管控; ③前期间费用相对较高, 已有明显下行, 具有改善空间; ④在现有规模和产业的基础上, 扩展新能源材料领域的产品布局	21.23	2.62		0.48%	-4%	2.2%
湖北宜化	地方国有企业	①积极推进辅业资产和低效资产的处置工作, 资产质量明显提升; ②传统业务(氯碱、氮肥、磷肥)稳步发展, 构建一体化产业链; ③加快业务转型升级, 积极布局磷酸铁、PBAT 等新能源与新材料项目, 开辟第二成长曲线;	14.54			3.83%	-8%	6.3%
泰和新材	地方国有企业	①持续技术积累, 在技术、成本方面构筑自身的核心竞争优势; ②在芳纶材料的基础上延伸产业链至芳纶涂覆, 开启新的成长空间; ③公司执行市场化的激励考核机制, 退出股权激励, 采用职业经理人超额利润分成;	23.03	9.25		4.39%	21%	7.8%
湖南海利	地方国有企业	①氨基甲酸酯类农药龙头, 农化农药是基本盘, 针对客户需求变化对老产品进行不断改进与创新; ②延伸拓展新能源与新材料业务, 海利锂电主要分布在锰酸锂的细分市场, 公司在全钒液流电池领域具有资源、技术以及国家支持等优势, 海利集团准备在全钒液流电池进一步发展, 上游的钒矿资源会考虑布局;	8.59	员工持股计划	18 年持股计划 1.43%	3.79%	34%	8.4%
皖维高新	地方国有企业	①构建规模优势, 公司 PVA 的产销量和市场占有率约占国内市场的 35%, 生产能力位居全国第一、世界前列; ②公司作为中国大陆唯一一家具备 PVA 光学膜产能的企业, 目前建成 PVA 光学膜产能 1200 万平米, 偏光片 700 万平米, 有望逐步实现进口替代; ③公司通过全资收购 PVB 中间膜领先企业皖维 60 盛, 实现了 PVA-PVB 树脂-PVB 中间膜的完整产业链;	6.51	超额利润分享计划		4.26%	-6%	8.2%
中复神鹰	中央国有企业	①混合所有制典范, 中国建材集团为公司提供坚实基础, 助力公司实现技术突破与双基地布局, 民营基因为公司提供了民用碳纤维的市场化灵活机制; ②新能源需求助力碳纤维行业高速发展, 公司西宁基地	40.63			5.04%	89%	15.1%

		具备显著成本优势；③连云港 3 万吨项目进一步打开成长空间，在能源配备、工艺提升和更高性能产品供应方面提供新的 α						
中化国际	中央国有企业	①实施股权激励计划，提升企业经营效率；②受益两化整合，有望获得产业链赋能；③聚焦新材料业务，对位芳纶等多项高壁垒核心材料持续突破；④持续深化一体化产业布局，提升产品竞争力；	6.91	3.05		1.84%	18%	4.1%
黑猫股份	地方国有企业	①实施股权激励计划，明确净利润增长目标；②国内炭黑行业龙头企业，加大成本优化和费用管控；③积极布局锂电级导电剂导电炭黑与碳纳米管，未来有望实现新材料国产替代	12.60	2.41		5.16%	-2%	2.9%
鲁西化工	中央国有企业	①两化合并后定位更加精准，管理结构扁平化带来效率提升；②国内煤化工龙头之一，产业链继续延伸优化，新能源相关材料种类丰富且在建设项目较多，成长动力充足；③持续进行股权激励；	13.61	9.49		3.53%	0%	4.7%
中泰化学	地方国有企业	①氯碱粘胶双主业龙头企业，产业链循环经济优势明显；②粘胶行业格局优化推动公司业绩向好；③剥离贸易业务后资产优化；④在建产能丰富，产业链继续完善的同时后续成长动力充足；⑤持续进行股权激励；	7.19	5.34		1.17%	11%	1.8%
岳阳兴长	中央国有企业	①中石化旗下第一家完成股权激励改革的上市公司，近几年加大内部改革力度，激发员工积极性；②以催化剂为抓手，由传统石化产品向高端聚烯烃转型，构造第二成长曲线	20.01	6.55		0.61%	66%	5.6%
兴发集团	地方国有企业	①持续优化资产负债结构，加强费用管控能力，资产负债率与期间费用率逐年下降；②资源与成本优势突出，磷矿资源可实现完全自供，绿电实现部分自供；③产业链一体化优势突出，“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势；④布局湿化学品、电池材料等新材料业务，借助资源优势优化产业布局，具有成长空间；	30.36	5.67		3.67%	10%	5.2%
昊华科技	中央国有企业	①中化旗下氟化工龙头企业，12 家科研院所研发底蕴深厚，产品潜力巨大；②科改示范企业标杆，科研院所间统一规划，股权激励对员工积极性带动明显，盈利增长稳健；③拟收购中化蓝天，深度布局氟化工产业链。	46.31	11.22		8.35%	8%	15.5%
川发龙蟒	地方国有企业	①实行股权激励，提升积极性；②多元化布局资源，借助股东支撑，形成储备优势；③多元化产品布局，提升发展空间；④构筑硫磷钛铁钙循环产业链，形成一体化优势；	10.54	8.49		1.48%	14%	6.6%

来源：Wind，国金证券研究所（收盘价为 2023.03.24 数据）

### 三、风险提示

产品价格波动风险：若产品价格有明显波动，影响产品盈利；

原材料价格剧烈波动风险：化工原材料变动将大幅影响产品生产成本，不同工艺的相对优势，进一步影响产品盈利；

行业政策变动风险：若行业政策发生变动，或将影响企业成长及资源等优势；

需求释放不及预期风险：若需求不及预期，将难以形成有力的盈利支撑；

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

## 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。

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。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402