

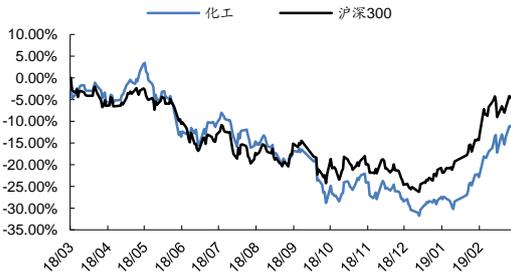
研究所

证券分析师: 代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
证券分析师: 陈博 S0350518010001
010-88576983 chenb05@ghzq.com.cn
联系人: 卢昊 S0350118050025
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

短期利好染料龙头, 长期关注政策影响下的行业 园区化发展

——盐城响水园区爆炸事件点评报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
化工	15.8	24.8	-10.9
沪深300	11.4	26.7	-5.5

最近一年行业 PE 走势

相关报告

《化工行业专题报告: 高性能纤维投资机会来临》——2019-03-15

《化工专题报告: 柔性显示大幕将启, 关注 OLED 产业链投资机会》——2019-03-03

《聚酰亚胺薄膜 (PI 膜) 行业深度报告: 技术创新打开市场空间, 国产化替代有望迎来拐点》——2019-02-27

《化工行业事件点评报告: 安道麦拟收购辉丰资产, 苏北园区复产实质性利好初现》——2019-01-11

《化工行业周报: 油价小幅反弹不改周期弱势, 关注新材料和农化行业》——2019-01-08

事件:

3月21日14时许, 江苏盐城市响水县陈家港化工园区内江苏天嘉宜化工有限公司发生剧烈爆炸, 截止当日19时, 确认事故已造成6人死亡, 30人重伤。江苏天嘉宜化工是国内第二大间苯二胺厂商, 产能约1.7万吨, 仅次于浙江龙盛(产能6.5万吨), 排名第三的是四川红光(产能约1.7万吨)。

本篇报告尝试回答三个问题:

问题一: 怎么看苏北灌河口三个园区未来?

问题二: 本次事件震惊全国, 是否会有新一轮的全国安全环保大整顿?

问题三: 除了短期的涨价逻辑, 如何从安全和环保的角度选股?

投资要点:

■ 本次爆炸发生前的灌河口三个园区的状况。苏北灌河口三个园区分为隶属于连云港的“两灌”——灌南、灌云化工园区”和隶属于盐城的响水化工园区。本次爆炸发生之前, 两灌园区除亚邦等少数企业外近200家企业大多处于停产状态, 而响水园区大多企业已复产。

造成两者差异的原因有两点: 第一, 2018年苏北化工园区的集体整顿起源于两灌园区——灌南的“129”爆炸事件和灌云的污水偷排曝光事件, 而响水园区则是自发性的停产排查安全; 前者的停产是自发, 后者则是自觉, 前者的监管比后者严厉得多; 第二, 两灌园区近年来频繁地停产整顿导致园区企业缺乏长期发展的信心和实力, 没有足够的安全环保投入, 反过来导致监管更严, 形成恶性循环, 而响水园区的情况则要好得多, 企业的信心和投入更大, 复产进度也更快。关于两灌园区长期停产的根源, 欢迎参考我们1月11日的

点评报告《安道麦拟收购辉丰资产，苏北园区复产实质性利好初现》。

基于以上两点，进入 2019 年，两灌园区停产，而响水园区大多企业已经复产。

- **响水爆炸事件背后：绕不开的监管困境。**很明显，爆炸案的原因在于“中间体生产工艺的危险性+企业安全环保措施不到位”，但真要去思考怎么解决这些问题，光谈这点就意义不大了，化工行业背后的监管问题是绕不开的。化工行业安全环保监管的专业度要求非常高，如监管指标的设定、现场稽查的判断、产品技术路线分析等不是半个行业专家根本判断不了，集全国专家的中央环保督察组当然有这个专业实力，但对地方环保部门来说专业人才则少得多。

不少人常常想当然地认为，“一步到位提高安全环保标准，达不到就关停”，这样出问题的概率自然最低，但若真如此保守估计国内 90% 以上的化企都要面临被关停的风险——显然是不现实的，安全水平的提高毕竟需要时间；所以监管不能不管忽视安环风险，但也不能管过头不给产业升级的时间，**尺度非常重要。**

然而实践中监管尺度很难把握，更常见的现象是：针对安全环保要求，地方监管部门要么出于税源和财政考虑，阳奉阴违虚假整改，搞“地方保护主义”，要么为了乌纱帽搞“一刀切”，把所有生产企业停下来再说；或者采取折中的方式，保护大企业保障税收，关停小企业做环保政绩。此外，安全环保规定繁复，监管在企业面前选择性执法的空间大，很容易成为权力寻租与腐败的沃土，也会削弱监管机构的公信力。这背后的根本原因在于监管部门的专业能力不足，并且缺乏政策执行思路的连贯性。

这种监管能力的缺失最终导致苏北园区进退两难的局面：1) 两灌园区在经历多次整顿后，园区企业缺乏长远发展的信心，不敢再加大环保投入（单个企业环保投入数千万元起），监管更不敢放松，复产一再推迟；2) 响水园区企业复产后，园区安环措施不足之下则迅速出现全国级的事故。松也不行，紧也不行。

一言以蔽之，“**高危产品+低安全环保措施+监管能力不足**”共同促成了本次爆炸的悲剧以及今日苏北园区的尴尬局面。

- **（回答问题一）灌河口三园区的未来：大概率停产，园区的生存面临挑战。**2018 年江苏环保整顿已经凸显出江苏省政府对安全环保问题的重视，特别是本次事件引发全国关注，影响力远超 129 聚鑫爆炸事件，又是在留有“历史污点”的苏北，监管部门面临压力极大，停产排查风险几乎是必然的选择。而监管能力的不足必然导致短期难以完成安环验收，我们认为响水园区未来大概率要走两灌园区类似的道路：集体复产无望，每家企业单独完成验收，经监管部门批准复产。受响水事件影响，两灌园区的复产进度大概率也会被拖累。

长远看，园区本身的生存面临挑战，特别是两灌园区，长期停产下园区企业无力承担高昂环保投入，地方政府也无财力和法律依据促使企业搬迁，僵持之下外部的产业资本和金融资本也不敢轻易介入，我们原本寄希望于安道麦对辉丰的收购能带动两灌园区改造和复产，目前看可能性存在但实践中困难重重。局面僵持之下园区走向荒废和取缔的可能性在逐步加大。不管苏北这几个园区最终能否保存，都必将成为中国化工产业升级改造中的标志性案例。

- **（回答问题二）未来环保会趋严，但必然有限度。**本次事故是否会导致全国新一轮的环保安全大整顿？我们认为：会，但有限度。从监管思路来看，2017、2018年的连续整顿有两个核心目的：一是要加强全国政企界对安全环保的重视，二是加强产业集中度，鼓励龙头做大做强，促进产业升级。目前来看，这两个目的实现度都很高，行业里只要想长期发展的企业几乎都不敢轻视安环问题，而化工上下游也普遍出现了行业集中度提高的现象。

然而副作用也很明显：一是大量的中小企业的倒闭，特别是中间体或市场较小的行业，企业数量普遍从两三年前的10-20家减少到了目前的2-5家，甚至一家独大的局面也不罕见；二是社会舆论压力，雷厉风行的环保执行必然效率却未必公平，实际上即便是苏北园区，2018年停产前的安全环保水平也比2016年时好得多，不少企业也对安全环保做了大量的投入，然而这些投入基本成为沉没成本。

如果2019年再度高压整顿，那化工产业面临的不是升级，而是挥刀自宫产业竞争力被削弱，特别是偏下游的基础化工，同时，这也会严重打压产业资本的积极性，与我们经济政策“脱虚向实”的大目标背道而驰。这些问题政策制定者不会看不到，且苏北园区的今天也是各个地方政府极力要避免的，所以我们认为：**全国安全环保趋紧的压力会常态化，但不会回到过去极端的状态。**

- **（回答问题三）园区化、集群化是大势所趋，关注企业的技术、园区及监管。**从本次爆炸事件来看，最直接的受益方显然是间苯二胺产能最大的企业浙江龙盛，我们不考虑短期业绩弹性（后有说明），长期来看，什么样的企业能最小的规避类似安全环保事件的“黑天鹅”？在监管部门专业能力普遍不足的情况下，化企的园区化、集群化发展不仅可以集中管理、优化监管资源，还可以节省物流和渠道成本，提高行业的整体竞争力，是大势所趋。园区化管理也是细分国家化工产业发展的必经之路。具体到个股选择，我们认为要从技术、园区及监管三个层面考虑，即企业技术能力、所在园区整体的安环水平、以及地方相关部门的监管能力，三者皆佳才是优质的企业。

- **行业评级：推荐。**随着化工行业安全环保压力常态化，行业未来的关注点主要在于供需格局相对良好的细分领域、高技术门槛如新材料领域，关注技术水平高、所在园区优质、地方监管水平较高的个

股。给予行业“推荐”评级。

■ **重点推荐个股：浙江龙盛（600352）：**

间苯二胺提价增厚公司业绩。本次事件后，间苯二胺供需趋紧，有提价预期。公司一年产量约6万吨，3万吨自用（用于生产染料和间苯二胺），3万吨外销，2019Q2-Q4三个季度产量以5万吨计算，间苯二胺每提价1万元/吨，公司毛利增加5亿，净利润增厚3亿元，EPS每股增加0.092元；

技术内功深厚，盈利能力强。间苯二胺2004年量产，有15年以上的技术积累，稳定生产能力全球领先；环保整顿后染料上游中间体价格大幅度提升，公司自配大部分的染料中间体，整体毛利率水平高于行业10-15%，竞争优势显著。

区域位置极佳，安环风险低。公司主要生产基地在浙江上虞化工园区，浙江省是国内最早重视安环的省份之一，上虞园区是省内尖园区，园区整体安全环保水平高，监管能力较强。

■ **风险提示：**竞争对手扩产，安全和环保不达标。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-03-21 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
600352.SH	浙江龙盛	11.42	1.26	1.08	1.30	9.06	10.57	8.78	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

我们作为行业的近距离观察者，在努力客观研究的同时，也为本次悲剧感到深深地痛心。

为逝者默哀，祝福伤者早日康复。

希望借助本文，让更多投资者了解行业实际的监管状况，为中国化工产业的安全环保升级贡献一点微薄的力量。

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，3年券商行研经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。