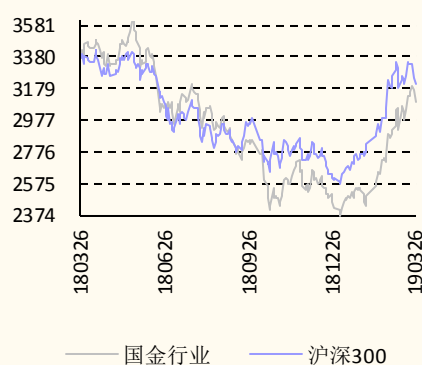


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金基础化工指数	3095.90
沪深300指数	3700.44
上证指数	2997.10
深证成指	9513.00
中小板综指	9520.47



相关报告

1. 《我国 EHS 安全管理仍处初级阶段，聚合 MDI、分散染料等显著提...》，2019.3.24
2. 《甲醇汽车推广政策出台，甲醇燃料应用引起重视-【国金大化工】甲...》，2019.3.20
3. 《沙特继续减产预计油价上行，丙烯酸承压 SAP 盈利佳-【国金化工...】》，2019.3.17
4. 《OLED 柔性材料技术要求较高，钛白粉二次提价-【国金大化工】...》，2019.3.10
5. 《OLED 材料国产化持续推进，周期品需求回升、具备估值修复空间...》，2019.3.3

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

杨翼荣 联系人
yangyiyong@gjzq.com.cn

中间体行业深度报告（二）——产业链价值重构，行业持续整合，龙头企业长期受益

行业观点

- 第一篇中间体行业报告《从产业链转移及竞争力优势角度研判中间体行业发展趋势》中，对全球中间体行业转移的发展趋势进行了综合阐述，本篇报告结合了产业链的发展动向，着重梳理中间体行业发展的核心逻辑，从产业链价值重构、客户整合促进供应商集中、环保安全要求趋严淘汰落后产能三个维度详细分析了行业的发展走向，在清晰的行业发展趋势下，中间体领先企业将集中受益，有望步入快速发展阶段。
- 农药创新难度加大，农化巨头调整产业结构，加大中间体外包趋势。随着农药产业不断发展，各大农化巨头产品创新的难度加大，农药产品生命周期延长，企业在面对资本回报下行压力下，不得不重新调整产业结构，加大在盈利能力更强的产品研发和销售两个环节进行资本投入，通过提升生产环节外包程度，降低企业的低盈利环节投入，从而拉升整体的盈利水平。同时伴随部分农药专利到期，下游客户将采取“以量补价”策略，更是提升了中间体产品市场需求，中间体企业的发展空间将得到大幅提升。
- 国际农化巨头相继整合兼并，带动中间体供应商集中度提升。由于产品研发难度提升，下游农化巨头相继进行整合兼并，通过优化产业布局来完善企业业务发展，也因此带动了产业链中上游中间体行业供应商的数量下滑，下游订单将向长期合作的龙头企业集中。国内中间体行业具有人工成本、技术研发、产业配套等多重优势，将是承接未来主流订单的关键力量，龙头企业具有长期的客户合作基础，将有望成为农化巨头的核心供应商。
- 由于环保、安全要求趋严，中间体行业将淘汰落后产能，市场向头部集中。近两年来我国对环境保护、安全生产的要求逐步严格，对化工企业采用园区化管理模式，从而在较大程度上淘汰了大量小规模落后产能，同时小规模企业难以承受大规模的公共配套设施和安全管理方面的资金投入，将逐步退出市场，而行业内龙头企业自身发展基础良好，逐渐进入适应性发展阶段，伴随着分散产能的退出，中间体市场份额有望向头部企业集中。

投资建议

- 国内中间体企业将受益于农药产业链价值重构，在外包趋势加大的条件下，享受产品放量和发展环节延伸的双重利好。随着全球农化巨头的整合加速，原产业链中的中间体供应商的集中度也将持续提升，国内中间体龙头企业具有良好的区位优势、技术基础和成本优势，将成为下游农化巨头客户的主要选择。国内环境保护、安全生产要求趋严，预期中间体的市场份额还将进一步向行业头部集中。

建议关注中间体领先企业雅本化学、中旗股份、嘉化能源、联化科技。

风险提示

- 生产外包趋势不达预期；专利到期，农药价格大幅下行；下游需求不佳，带动上游中间体订单不及预期；国内环保、安全管控政策调整风险；园区生产安全事故风险。

内容目录

研究逻辑	4
一、农药产业“微笑曲线”结构突出，各环节价值重构加大代工趋势	5
1.1、创新难度提升，农药产品生命周期延长	5
1.2、产业链价值重构，微笑曲线结构突出，代工外包趋势加深	6
1.3、农药品类专利到期，产品放量将带来原药代工的产业转移	7
二、市场寡头垄断，巨头整合带动中间体供应商持续集中	9
2.1、国际巨头业务整合，专注发展谋求业务突破	9
2.2、国内行业基础良好，有望成为承接代工订单的生产主力	11
2.3、下游客户集中度提升，中间体企业大者恒大	12
三、环保、安全要求提升带动行业整合，中间体市场向头部集中	13
3.1、工业园区化生产，环保要求淘汰落后生产企业	13
3.2、安全检查逐步趋严，落后企业难以稳定生产	13
四、投资建议	14
4.1、雅本化学：基础夯实、客户合作稳定，公司步入成长快车道	14
4.2、中旗股份：高端原药细分龙头，多样化布局构建平台优势	14
4.3、嘉化能源：多元化业务转型，中间体业务获得良好发展	14
4.4、联化科技：先发优势突出，发展基础坚实	15
五、风险提示	15

图表目录

图表 1：中间体行业产业发展趋势持续向好	4
图表 2：农药产品创新难度提升，生命周期延长	5
图表 3：国际农化巨头的研发占营收比重变化情况	5
图表 4：农药产业链“重组”提升农化巨头投资回报	6
图表 5：农药产业链布局情况	7
图表 6：全球 CMO 市场格局分布情况	7
图表 7：中美两国农垦耕地及人口情况（人/公顷）	8
图表 8：中美两国农业人均收入情况（元）	8
图表 9：全球农药市场专利药占比情况	8
图表 10：专利到期后中间体企业向原药扩展布局	9
图表 11：全球 Top20 农药销售变化情况	10
图表 12：2017 年全球农药市场占比情况	10
图表 13：农药巨头进行业务整合形成新的格局	10
图表 14：中印同发达国际的人工成本对比情况（美元/人）	11
图表 15：国内化工产业链布局相对完整	11
图表 16：2017 年全球前十位国家化工销售额	11

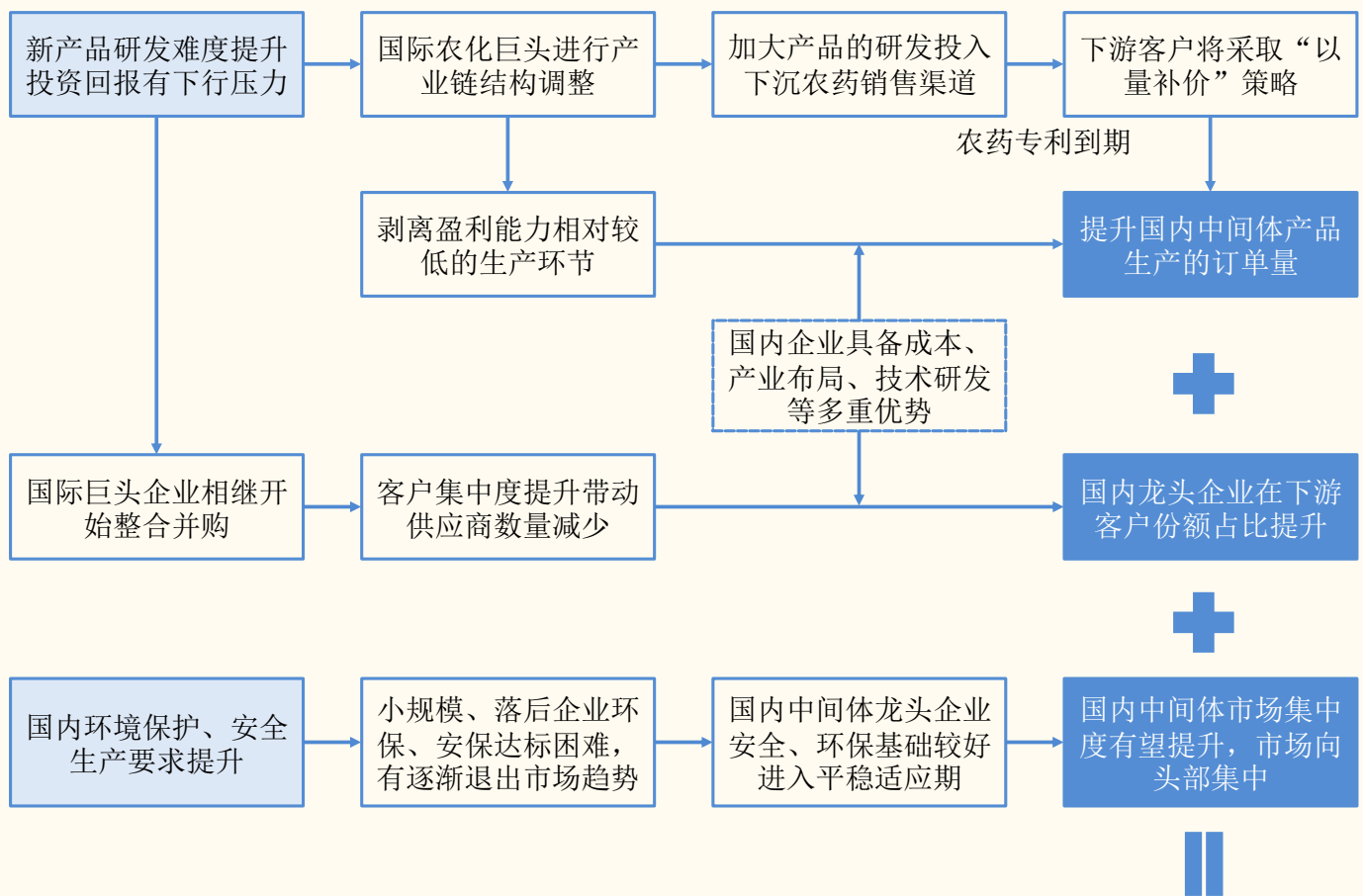
图表 17: 我国研发支出水平大幅提升 (亿欧元)	12
图表 18: 国内企业的研发投入相对较高.....	12
图表 19: 下游农化龙头整合带动中间体龙头企业市占能力提升.....	13
图表 20: 国内中间体龙头企业对安全、环保重视程度较高.....	13

研究逻辑

- 我们第一篇中间体深度报告《从产业链转移及竞争力优势角度研判中间体行业发展趋势》综合阐述了中间体行业转移的发展趋势，本篇报告结合了产业链的发展动向，着重梳理中间体行业发展的核心逻辑，从产业链价值重构、客户整合促进供应商集中、环保安全要求趋严淘汰落后产能三个维度详细分析了行业的发展走向，在清晰的行业发展趋势下，中间体领先企业将集中收受益，有望步入快速发展阶段。

而国内中间体龙头企业将凭借客户基础、技术研发、成本管控、产业布局等多重优势，承接海外巨头外包份额提升的发展机遇，同时受益于国内淘汰落后产能，环保安全审查趋严的政策影响，市场份额将向头部集中，龙头企业的发展空间有望大幅提升。

图表 1：中间体行业产业发展趋势持续向好



农药产业链价值重构，国内中间体行业发展趋势良好，产业持续整合，龙头企业将集中收益

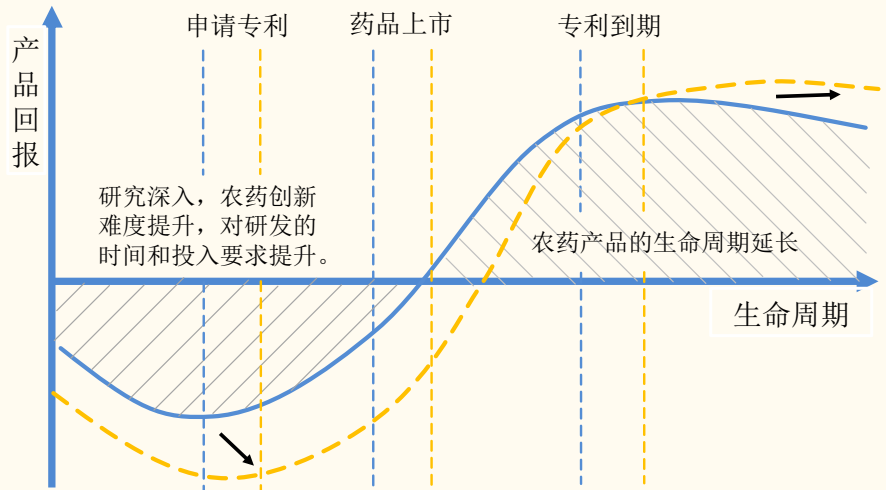
来源：国金证券研究所

一、农药产业“微笑曲线”结构突出，各环节价值重构加大代工趋势

1.1、创新难度提升，农药产品生命周期延长

- **农药产品的创新难度提升，新产品研发周期延长。**经过了几十年的发展，农药经过大类产品快速扩充期，产品种类逐步齐全，经过持续的产品研发，大类农药也经历了几代产品的升级、替换，市场应用范围大幅扩展，效果也有明显提升；然而随着基础问题的逐步解决，新的应用要求不断提升，产品的创新难度大幅增加，使得农药研发效率缓慢下行，需要更多的时间进行新品研发，产品整体的生命周期有所延长。

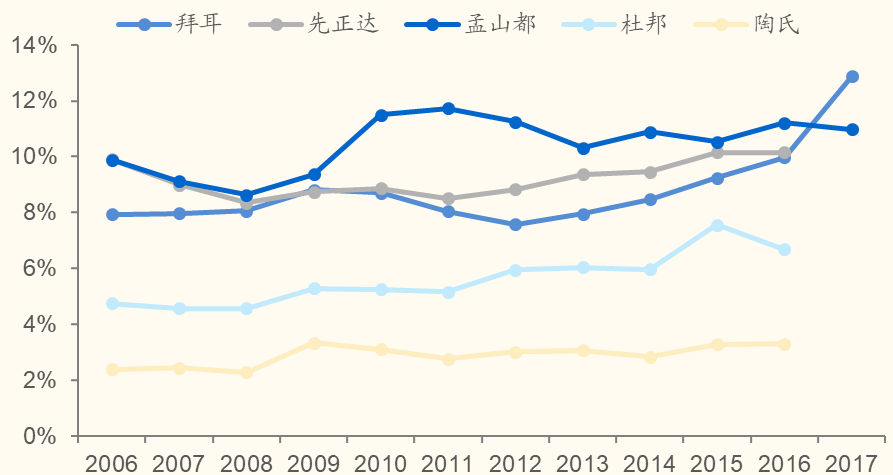
图表 2：农药产品创新难度提升，生命周期延长



来源：国金证券研究所

- **产品资金投入加大，资本回报有承压趋势。**而正是由于产品创新难度加大，研发效率降低，企业为保证领先的产品优势，不得不加大前段产品研发的资金投入。近十年来，全球农化巨头企业在产品研发的投入占比都不同程度上呈现上升趋势，叠加产品发展周期延长，单位资本投入的价值回报有下行趋势，企业的资本回报有减少压力。

图表 3：国际农化巨头的研发占营收比重变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **保证公司整体高回报水平，产业链结构调整将成主要选择。**目前来看，农药行业的国际巨头凭借其多年的行业积淀具有极强的领先优势，经过多年的发展，几乎所有的公司都具备了全产业链的一体化布局。然而在回报承

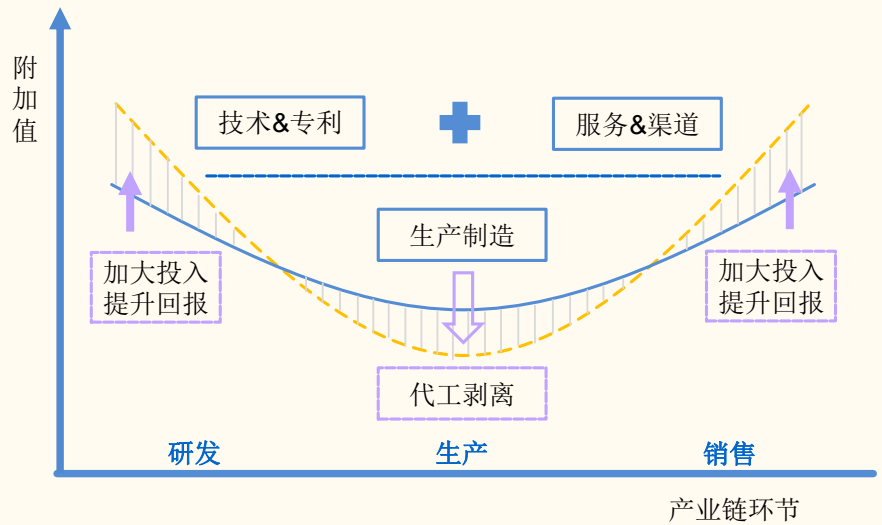
压的状态下，进行产业链的结构调整将是企业维持其高回报水平的关键选择。

1.2、产业链价值重构，微笑曲线结构突出，代工外包趋势加深

- 农药领域“微笑曲线”结构突出，产业链各环节盈利差异明显。不同于一般的农用产品，农药产品在具有相对稳定的消费市场的同时，兼具较高的技术要求，产品的专业化程度较高，无论是在产品研发、生产以及应用服务领域都具较高的发展壁垒。

然而在产业链内部，农药生产各个环节的“微笑曲线”结构较为明显，国际农化龙头企业凭借多年的发展积淀，在研发、销售环节优势极为突出，资金的投入回报也明显较高，而生产环节的技术要求虽仍高于一般的农化产品，但是基于产业链的发展规律，其盈利相对较弱。在产业链内部，各环节的盈利差异较为明显。

图表 4：农药产业链“重组”提升农化巨头投资回报



来源：国金证券研究所

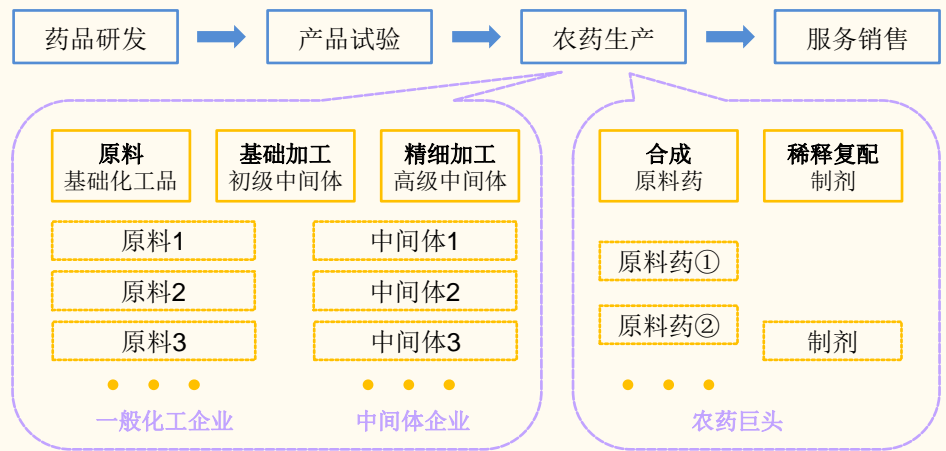
- 农化企业产业链布局调整，提升整体业务的盈利能力。面对产品周期以及投入加大的回报压力，不变的生产结构必然将带来产品回报率的下滑，因而国际领先的化工企业逐步进行产业链的结构调整：
 - 一方面，在具有战略意义的研发和销售环节加大投入，通过加大创新力度以及渠道下沉等方式，在产业链两端建立更强的竞争优势，加大盈利回报空间；
 - 另一方面，企业通过外包代工等方式削减产品生产制造环节，通过将产品拆分委托生产，减少低盈利水平业务占比，通过外包给具有区域优势的企业生产，获取生产环节成本差异带来的盈利空间，在减少低回报支出的同时获得额外收益。

随着农药产业链格局的持续变化，国际农化巨头将加大产业链两端的研发和销售投入力度，对其本成本偏高，竞争优势逐步下滑的中间加工环节将加大外包代工力度，中间体行业的市场空间仍在逐步提升。

- 产业链布局明晰，中间体企业加工生产不形成市场竞争。在这个农业产业中，虽然农药产品种类繁多，但是专利农药产业链条中的各个环节的差异较为明显，生产外包企业的分工极为清楚。中间体行业上游采购基础化工品及初级中间体，经过特殊的精细化加工制成高级中间体，然后交由客户进行合成复配。中间体企业以其高效的代工生产能力和较低的制造成本为下游客户提供部分结构的生产，满足下游定制化服务。企业在发展过程中，专注产品技术研发和产品生产，不涉及终端产品销售，同农药企业并不形

成竞争关系，因而在承接中间加工环节中，能够与国际农化企业进行长期高效的 合作，保证充分的产品盈利空间。

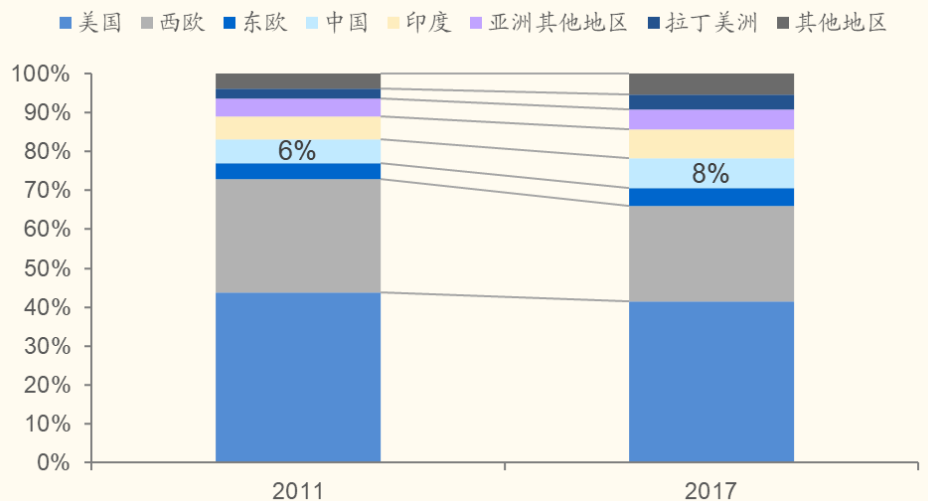
图表 5：农药产业链布局情况



来源：国金证券研究所

- **全球 CMO 市场仍以欧美为主导，国内企业承接外包生产空间巨大。**目前全球主要的农化巨头都不同程度的面临投资回报下滑的压力，不得不进行产业链结构调整。多年来，下游农药客户主要依靠自己进行产品生产，在全球 CMO 市场中，欧美占比高达 7 成左右，然而随着发达国家的人工成本、环保成本不断提升，其中间生产环节的盈利水平逐步下滑，欧美的农化巨头向中国、印度等地进行外包生产的行为正在逐步加强，从 2011 年至 2017 年，中国在全球 CMO 的市场份额占比已经由 6% 迅速上升至 8%。预期未来，随着农药产业链价值重构，国内中间体企业的发展空间将获得进一步的提升。

图表 6：全球 CMO 市场格局分布情况



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

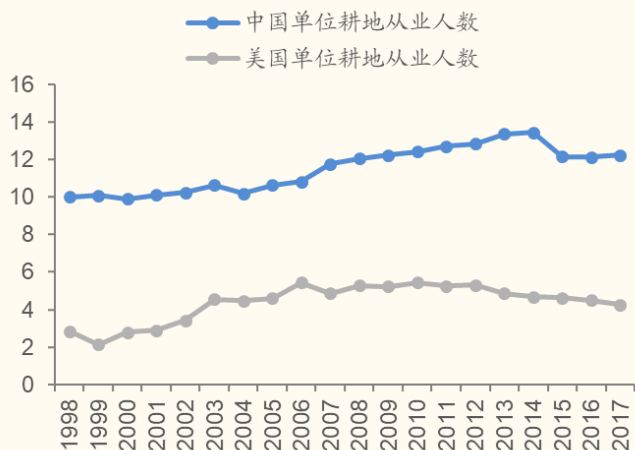
1.3、农药品类专利到期，产品放量将带来原药代工的产业转移

- **海外农业发展程度较高，农场发展模式下农药巨头广泛布局。**虽然中国是农业大国，但相比于海外的现代化农业发展，国内的农业水平仍有较大的提升空间。以美国农业发展为例，2017 年美国约有 647 万农业从业人员，从事农业耕种面积达到 152 万平方公里，单位耕地从业人数仅为 4-5 人，相比之下，我国的单位耕地从业人数达到 12 人以上，人均收入不足美国一

半。整体来看，美国的农场发展模式下，机械化水平较高，农业分布非常集中，为农化企业进行产品销售、业务服务渠道下沉提供了良好的机遇。

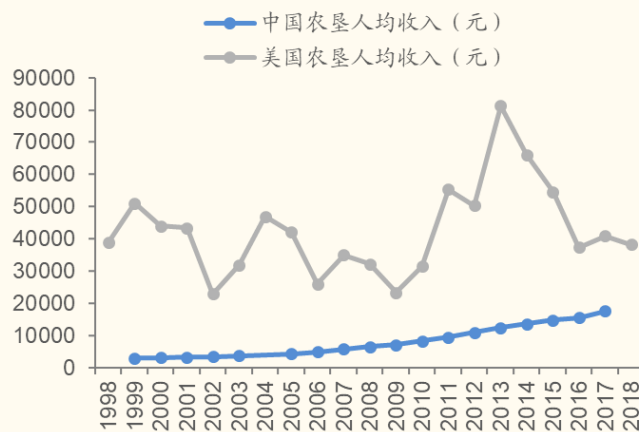
由于海外农业发展较为先进，从业人员的收入情况良好，对于技术含量、专业程度要求较高的产品具有极强的品牌忠诚度，且对于价格的敏感性相对较低。国际农药巨头企业经过多年的产品深耕和服务覆盖，已经建立巨大的品牌影响力，对于下游渠道的把控力度极强。

图表 7：中美两国农垦耕地及人口情况 (人/公顷)



来源：世界银行、Wind，国金证券研究所

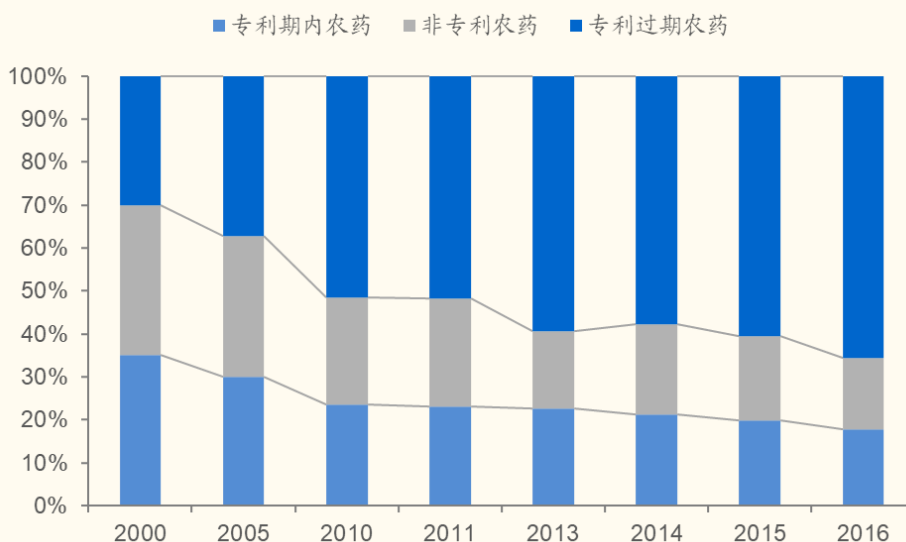
图表 8：中美两国农业人均收入情况 (元)



来源：美国劳工部、国家统计局，Wind，国金证券研究所

- 农药企业凭借其极强的销售服务水平及品牌价值，仍能把控专利过期产品的销售市场。受到研发速度放缓的影响，专利农药的新增速度减慢，专利保护期有限，专利过期农药的市场占比逐渐提升，至 2016 年，全球专利过期后的农药市场占比接近 7 成，成为下游农业主要的应用产品。然而由于农药自身的专业性属性较强，在海外现代化农场经营模式下，农场主整体收入水平较高，具有较强的品牌忠诚度，原有的龙头企业的销售布局使得他们仍能持续掌控主流的农药产品应用市场，保证产品销量。

图表 9：全球农药市场专利药占比情况



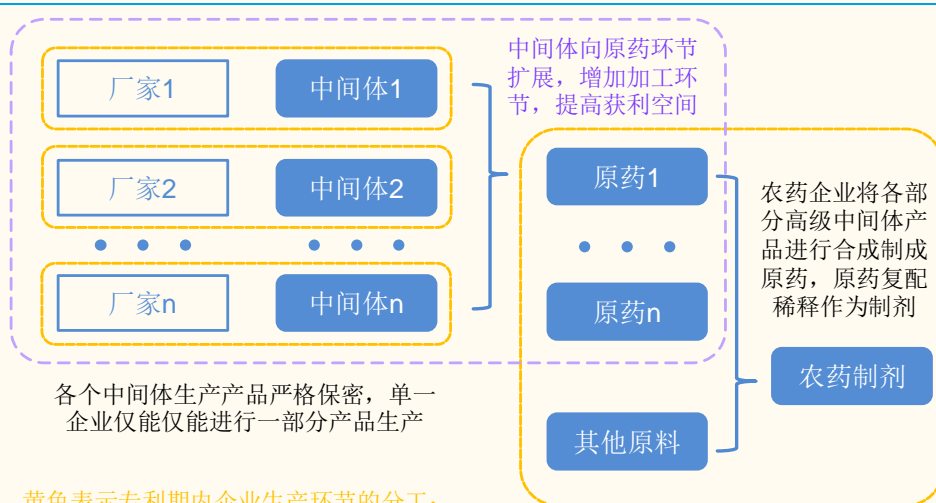
来源：UPL, PhillipsMcdougall，国金证券研究所

- 农药专利到期，市场“以量补价”，中间体企业的发展空间有望提升。由于国际农药巨头具有极强的下游销售布局，农药专利到期仍能把握主要的销售市场；同时由于专利到期，原有的专利药的价格将缓慢下行，带来产品

的市场应用的快速扩展，进入一个快速的产品放量过程。中间体企业同下游客户之间联系紧密，在专利期后，仍将持续承接产品的代工生产，而随着下游需求的快速提升，代工环节反而收益于市场需求数量的提升，带动更大的发展空间。根据“Agrow’s New Generics 2018”资料披露，在2018-2022年间，共有30个农药的化合物专利到期，预期将大幅提升原专利农药的销售数量，带动相应农药的生产需求，中间体行业持续发展。

- **龙头企业由中间体向原药领域延伸发展，获取更大的提升空间。**随着专利农药的逐步到期，原有的农药生产环节将有所转变，中间体企业将有望通过多个环节生产获得更大的盈利空间。由于专利期的农药具有产品保密要求，农药企业往往将产品拆分成多个高级单体，分别委托给几个厂商进行生产，彼此之间严格保密，由农药厂商将多个单体合成为原药进一步生产制剂。然而由于专利期过去，保密要求已经逐步降低，农药企业由于产品生产成本的限制，将逐步把原药的生产环节进行连续外包，而此时，行业内技术及生产能力较强的龙头企业将有望获得产品订单。中间体企业布局多个环节，有望获取更大的提升空间。

图表 10：专利到期后中间体企业向原药扩展布局



黄色表示专利期内企业生产环节的分工；
紫色表示专利期过后，龙头中间体企业的业务拓展

来源：国金证券研究所

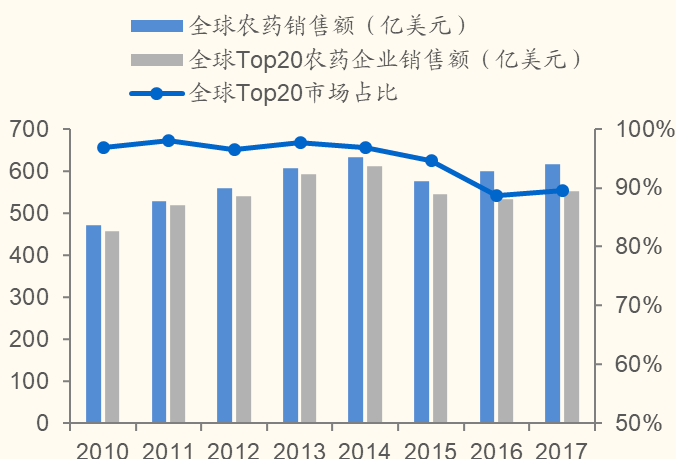
- 综合来看，由于创新难度加大，企业的投资回报有下行趋势，企业有望加快对原有盈利较低的生产环节的外包趋势，而国内企业专注产品加工，不形成产品竞争，凭借成本优势，中间体行业将受益于产业链的加之重构；同时专利要到期后，价格下降将带来产品需求的提升，从而带动中间体企业的订单提升，生产环节的进一步扩展，提升行业内企业的发展空间。

二、市场寡头垄断，巨头整合带动中间体供应商持续集中

2.1、国际巨头业务整合，专注发展谋求业务突破

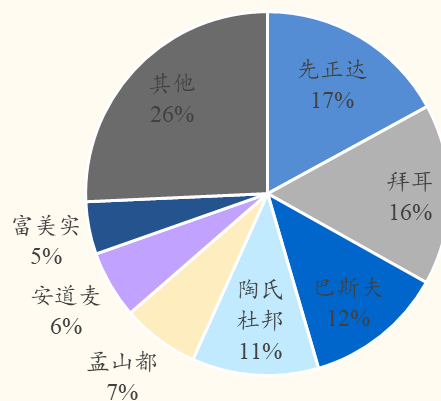
- **农药产品的技术要求较高，全球处于寡头垄断状态。**在农药产业当中，产品种类多样，产品的应用差异较大，无论是在生产还是使用过程中都具有较强的专业性，产业的进入壁垒天然较高。而农药企业为了进行长期有效的发展，在产品的专业化生产基础上，还需配套完善服务和销售环节，面对应用问题再持续进行新产品研发，多个环节形成了有效的良性闭环，在提升企业发展空间的同时，也使得企业的规模越来越大，市场占比不断提升。经过多年的发展积淀，全球的农药行业市场高度集中，2017年全球前20家农药企业的市场占比接近9成，其中先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏杜邦等6家巨头占比接近四分之三，基本掌控了全球主要的专利农药市场。

图表 11: 全球 Top20 农药销售变化情况



来源: PhillipsMcdougall, Agropages, 国金证券研究所

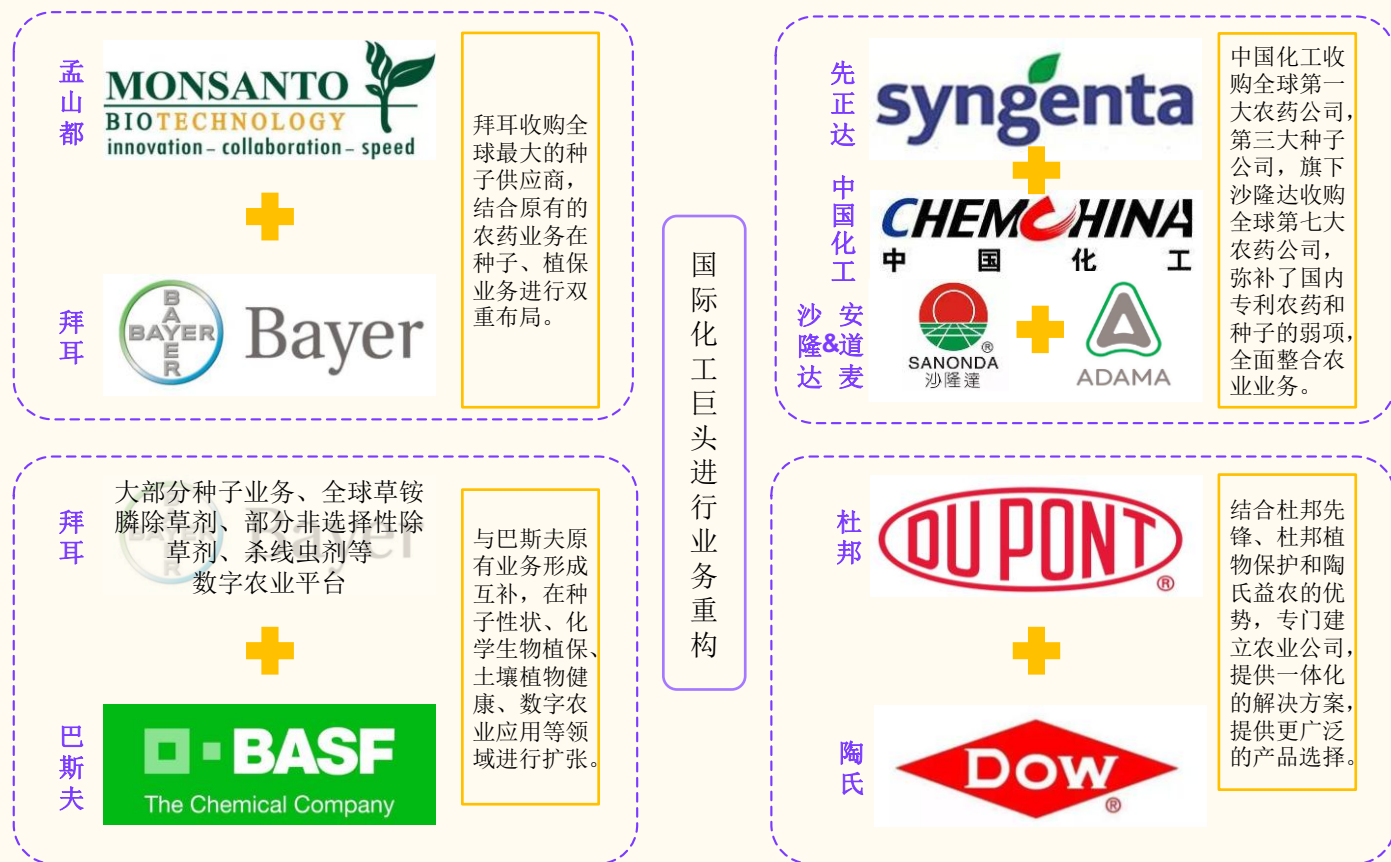
图表 12: 2017 年全球农药市场占比情况



来源: AgroPages, 国金证券研究所

■ **国际农药巨头业务重组, 大力整合全面布局。**受到创新难度下降以及终端一体化服务要求提升的影响, 各大企业的发展压力逐步加大, 各大企业相继开始酝酿行业整合, 优势互补。从 2017 年开始, 国际农化巨头相继开启了整合之路, 通过企业收购合并, 各大巨头互补短板, 逐渐进行全品类农化服务的业务布局, 而通过整合, 原来的农化巨头整合成为四大集团: 陶氏杜邦 (陶氏杜邦合并)、拜耳 (收购孟都山)、巴斯夫 (收购部分拜耳业务)、中国化学 (收购先正达, 旗下控股上市公司沙隆达收购安道麦), 市场集中度进一步提升。

图表 13: 农药巨头进行业务整合形成新的格局

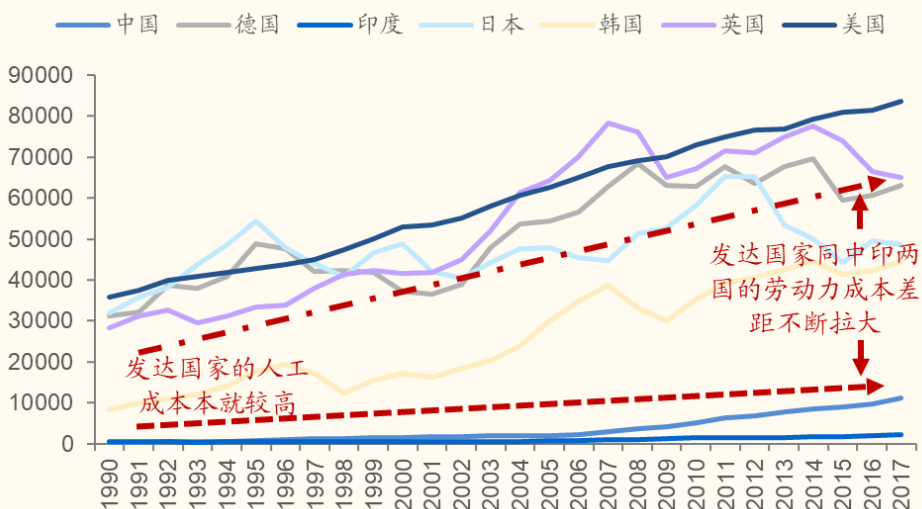


来源: 国金证券研究所

2.2、国内行业基础良好，有望成为承接代工订单的生产主力

- 目前全球 CMO 主要的生产地区仍然集中在北美、西欧地区的发达国家，经过多年的发展，这些地区企业具备了较强的生产基础，但随着各地的人工成本、环保要求的不断提升，产品的生产成本明显提升，生产进程难以灵活调节，CMO 生产的份额有逐步下滑趋势。
- 印度和中国将凭借成本优势，成为承接外包订单主力。多年来，各个国家的人工成本都有不同程度的提升，然而相比之下，发达国家的劳动力成本本就偏高，增长速度过快，发达国家同中印两国的人工成本差距逐年提升。相比于欧美地区，中印两国人工成本较发达国家具有极强的成本优势，对于化工产品的环保投入也相对较小，未来将成为承接欧美国家代工订单的主力。

图表 14：中印同发达国际的人工成本对比情况（美元/人）



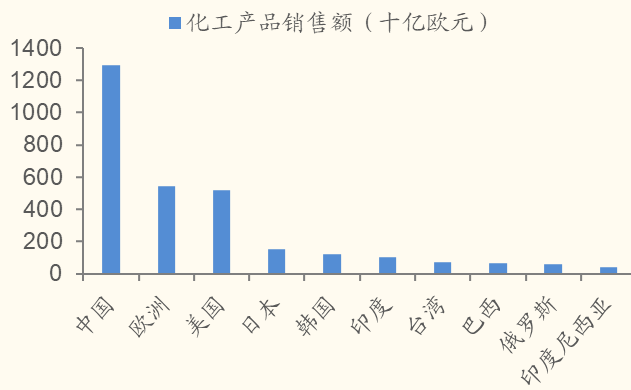
来源：The conference board，国金证券研究所

- 化工产业布局逐步完善、技术研发持续提升，国内企业承接海外订单优势突出。相比发达国家中印两国整体上都具有极强的人工成本优势，印度的人工甚至更低，但是经过多年的发展积淀，国内在产业链布局、技术研发等方面优势明显，更具有综合平台优势：
- 化工产业链布局逐步完善：经过多年的产线布局和产能扩充，我国已经在上游原料、中游加工品、下游产品等方面具有了良好的产业链布局，为国内中间体行业提供原材料市场以及产业配套服务。目前我国已经成为全球第一大化工产品销售国，遥遥领先于其他国家，在原料采购、配套管理等方面具有良好的基础。

图表 15：国内化工产业链布局相对完整

原料	中间体	产品	下游
原油 成品油 烯烃 苯 甲苯 二甲苯	PTA、EG、MDI、PTMEG、CPL、对苯二酚、间苯二胺 PE、PP、ABS、PC、PO、丁二烯、苯乙烯	PET/涤纶、氨纶、锦纶、染料 改性塑料、硬泡聚醚、合成橡胶 (BR、SBR、IIR)	纺织服装：涤纶、氨纶、粘胶、锦纶、染料、助剂 汽车家电：改性塑料、橡胶、制冷剂、泡沫、弹性体
天然气 合成气 煤炭	合成胺、尿素、磷酸、氯化钾、农药中间体 烧碱、液氯、纯碱、PVC	合成肥、农药原药/制剂 PVC改性剂、减水剂、聚酯、涂料、有机硅胶	农业：单质肥、农药、农膜 建筑：管材型材、水泥助剂、玻璃、涂料、胶粘剂
电石 原盐、磷矿石、萤石、石灰石、硅矿、钾矿	有机硅、制冷剂	硅橡胶、氟塑料	医药、光伏/风电、电子、环保、民爆、轻工

图表 16：2017 年全球前十位国家化工销售额



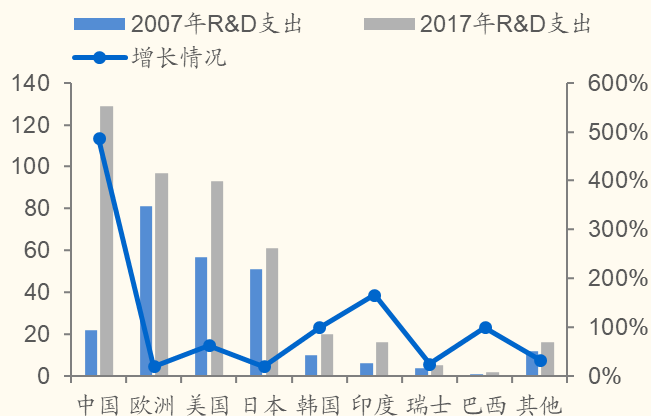
来源：国金证券研究所

来源：Cefic，国金证券研究所

- **研发能力大幅提升：**虽然相比于欧美等国际领先企业，国内企业的技术研发能力仍然有差距，但是经过多年的持续的研发投入，国内整体的研发水平有了大幅提升，2017年，我国已经成为研发支出最高的国家，10年时间，研发支出提升了5倍。而国内的中间体龙头企业，研发支出也持续提升，研发投入水平远远高于行业均值。可以说通过持续的技术投入，国内企业已经具有较强的配套研发能力，龙头企业能够配合下游客户进行新产品前期布局、后期生产。

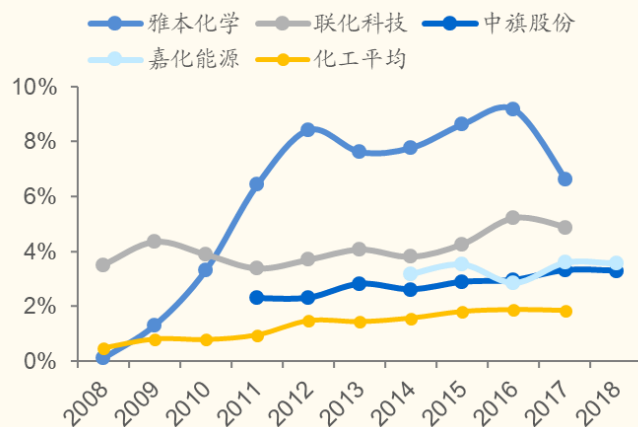
产业链配套以及技术研发优势为国内中间体企业提供了良好的发展平台，相比于印度企业更具有综合发展优势。

图表 17：我国研发支出水平大幅提升（亿欧元）



来源：Cefic，国金证券研究所

图表 18：国内企业的研发投入相对较高

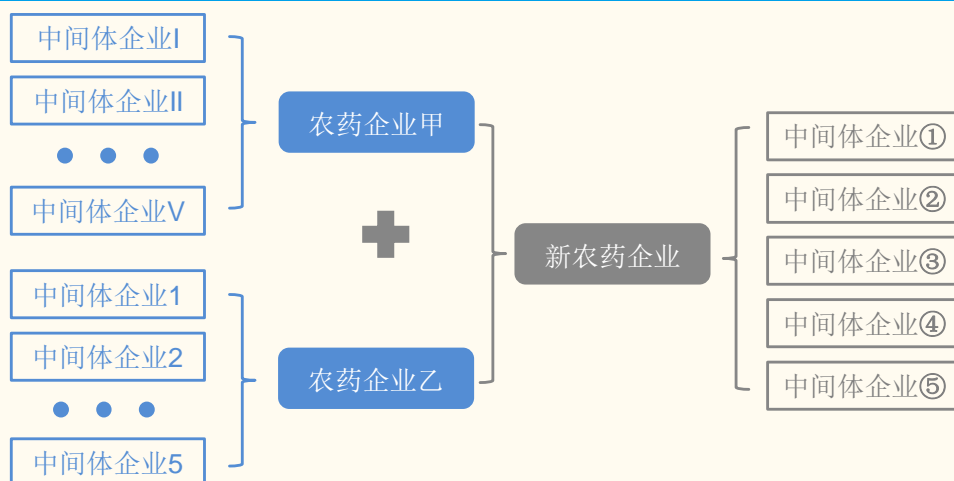


来源：Wind，国金证券研究所

2.3、下游客户集中度提升，中间体企业大者恒大

- **中间体行业从事定制加工，盈利空间稳定，龙头企业长期合作稳固。**由于生产链条的特殊性，中间体企业同下游客户合作极其紧密，为下游客户提供定制化的产品加工，产品的盈利空间相对稳定，因而下游农药客户并没有大幅分散供应商的动力；反而由于产品的生产规模及合作、协调成本，企业将长期维持同原有龙头企业的稳定合作，保持较强的业务跟进能力。
- **定制中间体技术、生产要求较高，龙头企业将成为下游农药企业的首要选择。**虽然在农药生产的各个环节中，中间体的生产对技术水平的要求远低于农药的研发环节，然而相比于一般化工加工环节，定制中间体的技术要求明显偏高，无论是在产品生产技术、新产品生产的技术研发、自身生产的技术更新等方面都具有高于一般水平的技术壁垒，而此时能够进行稳定的产品生产、具有坚实的技术研发基础以及充足产能供给的龙头企业将成为首要选择。
- **下游客户持续整合，带动中间体供应商逐步集中，龙头企业将占领更多市场。**随着下游七大农药领域的巨头不断整合，产品的原有供应商的市场亦将呈现逐步集中态势。目前来看，国内的中间体行业较为分散，多数企业规模相对较小，在承接更高订单的生产能力不足，同时受制于研发投入不足，企业跟随下游客户的技术配套研发能力较弱，难以切入长期大量的产品供应链条之中，随着下游客户的并购整合，长期合作的供应商数量较之前将有所减少，带动中间体龙头企业获得更多巨头客户订单，市场份额不断提升。

图表 19：下游农化龙头整合带动中间体龙头企业市占能力提升



来源：国金证券研究所

三、环保、安全要求提升带动行业整合，中间体市场向头部集中

3.1、工业园区化生产，环保要求淘汰落后生产企业

- **化工园区化管理，加速淘汰落后企业。**由于过去一段时间的粗狂式发展国内化工行业存在着较多的小规模落后企业，由于生产能力相对不足，不仅对环境产生较大影响，更是由于小企业的价格竞争导致市场运行无序，难以提升行业发展质量。而国家通过化工园区化管理，对能够迁入化工园区的企业进行严格审查，对小规模、技术生产落后、环保不达标企业不予准入，大幅度提升了企业的行业准入门槛，同时淘汰了一批小、散、乱企业，加速了整个化工行业的整合，而国内中间体生产行业相对分散，企业的发展状态多样，通过园区化管理，将有望加快行业整合速度。
- **环保要求有增不减，龙头企业进入适应化发展阶段。**过去两年，我国在环保方面要求不断提升，对环保能力不达标企业进行关停整改。中间体龙头企业长期以来在环保方面的投入较相对较高，本身就具有良好的基础，经过过去两年的持续投入，已经进入稳定的适应化发展阶段，然而规模较小、环保投入不足的分散型中间体企业，短期内将难以承受大幅增加的环保配套设施投入，更有生产技术落后的企业迟迟难以复产，将逐步退出市场。

3.2、安全检查逐步趋严，落后企业难以稳定生产

- **安全事故发生，提升国家对化工生产安全的监控力度。**相较于一般的轻工产品生产，化工产业位于产业链的源头，部分种类的产品生产具有一定的危险性，国家对化工生产的安全管理要求较高。而近期随着江苏响水化工园区安全事故的发展，国家对于化工生产安全的监控力度有望大幅提升。
- **龙头企业安全监控体系完整，有利于长期稳定生产。**相比于小规模中间体生产企业，国内的中间体龙头产品供给海外巨头，下游客户的生产环节考察本就相对严格，而企业自身也加强安全及环保管理，以国际标准要求自己生产，受到未来安全检查趋严的影响相对较小，未来运行较为稳定。

图表 20：国内中间体龙头企业对安全、环保重视程度较高

公司	环保安全认证
雅本化学	通过了 ISO14001 环境管理系统及 OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证。
中旗股份	2006 年引入 ISO14001 环境保护管理系统、OHSAS18001 职业健康安全管理体系，并持续通过认证
联化科技	通过 ISO14001 环境保护管理系统、OHSAS18001 职业健康安全管理体系，定期接受审查评估

来源：公司公告，国金证券研究所

- 综合来看，国家对于化工行业的环保、安全要求不断提升，中间体行业巨头自身基础良好，以国际标准对环保、安全生产等环节进行要求，受到影响相对较小；然而不达标企业将受制于大量的环保资金投入和生产安全等因素限制，难以提供稳定生产，行业的市场份额将有望向头部集中。

四、投资建议

- 由于农药研发难度提升，产品推出进程放缓，国际农化巨头不得不调整产业结构，加大盈利空间较低，且不具有优势的生产环节外包趋势，将资本投入在回报较高的研发和销售环节。而随着部分产品的农药专利到期，产品将进入放量趋势，下游客户将采用“以量补价”策略，带动中间体的加工环节的订单提升，同时专利保密需求下降，中间体企业有望向下游原药产业链延伸。可以说国内中间体企业将受益于农药产业链价值重构，在外包趋势加大的条件下，享受产品放量和发展环节延伸的双重利好。
- 而随着全球农化巨头的整合加速，原产业链中的中间体供应商的集中度也将持续提升，国内中间体龙头企业具有良好的区位优势、技术基础和成本优势，将成为下游农化巨头客户的主要选择。
- 国内环境保护、安全生产要求趋严，小规模落后企业将难以承担不断提升的公共配套成本，生产难以保证稳定，预期中间体的市场份额还将进一步向行业头部集中。

4.1、雅本化学：基础夯实、客户合作稳定，公司步入成长快车道

- **技术研发能力不断提升，具备良好的客户合作基础。**公司是国内农药、医药定制中间体的龙头企业之一，多年来持续在产品研发方面的加大投入，建立了三大研发中心，在手性化合物方面优势突出。凭借不断提升的研发实力和丰富的产线布局，公司同全球主要的农化企业皆建立了合作关系，与海外农化巨头富美实、杜邦、拜耳等企业长期合作，建立了极为牢固的客户基础。随着合作的不断深入，公司在进行原有产品生产的基础上，同步布局下游客户的在研产品，预期将持续获取下游客户订单，提升公司长期的发展空间。
- **下游产品销售良好，在手订单充足。**公司是全球第一大杀虫剂康宽中间体BPP的供应商，随着产品的应用市场不断开拓，下游需求将持续增长，随着公司新建BPP产线生产逐步稳定，公司的产品盈利空间大幅提升。同时公司在原有业务基础上陆续扩展医药中间体、原药等业务，业务增长迅速，目前公司管道内产品线丰富，具有充足的发展潜力，预期公司将进入发展快车道，盈利空间持续提升。

4.2、中旗股份：高端原药细分龙头，多样化布局构建平台优势

- **原药生产细分龙头，客户基础优良。**公司多年来从事差异化的高效低毒环保农药原药以及中间体的研发生产，同陶氏杜邦、拜耳、先正达、巴斯夫等企业合作关系密切，向多家农化巨头提供原药产品的细分行业龙头。公司与下游跨国农药公司以及海外经销商保持良好的客户关系，密切跟踪市场需求，依托强劲的研发实力，不断开发市场前景较好的产品，为公司提供了业绩增长的驱动力。
- **布局产品多样，强效抵抗风险。**公司采用的多样产品布局策略，选取高效低毒、技术壁垒高、市场渠道独特的产品布局，使得公司整体营收不依赖单一产品，通过长期布局的老产品获取持续增长的产品营收，通过新布局的产品获取较高利润空间，有效抵御风险。同时公司在不断进行产业链延伸，在中间体、原药、制剂多个环节提供一体化服务。

4.3、嘉化能源：多元化业务转型，中间体业务获得良好发展

- 公司早期以供应蒸汽业务发展起家，经过持续的投入扩展，公司逐步向氯碱、硫酸、中间体等化工领域延伸，并逐步开启磺化医药业务，形成了蒸汽、氯碱、脂肪醇酸、磺化医药及中间体、光伏发电和码头业务七大版块。

经过公司持续的产能布局，公司的磺化业务发展较快，生产甲苯磺酰氯及其衍生物为下游医药、农药等领域的重要中间体产品。公司的中间体生产工艺先进，吨原料消耗以及废物排放方面具有优势。随着公司的产能提升和产品种类的扩充，磺化中间体业务有望快速提升公司的盈利水平。

4.4、联化科技：先发优势突出，发展基础坚实

- **多年积淀，发展基础扎实，先发优势明显。**公司从事中间体生产超过 20 年，在农药中间体领域布局基础极其稳固，客户群体覆盖全球主要的农化巨头，公司采用大客户战略，通过定制化生产与下游客户深度绑定，2017 年公司农药中间体销售额位居国内首位，发展基础扎实。多年来公司大力进行技术研发，能够长期跟随下游客户的产品生产需求，生产订单不断增长。同时公司在原有业务的基础上，凭借良好的技术研发能力和多年的生产布局，公司开始逐步向医药中间体，原料药领域进行延伸，扩展公司业务。公司近 2 年受园区影响，意外停产，生产受到一定影响，但公司发展基础深厚，具有多年积淀，受益于行业整体趋势，未来仍有较大提升空间。

五、风险提示

- 海外农化巨头产业链调整不及时，产品生产外包速度不达预期；
- 专利农药到期后，价格下跌风险；
- 农药市场的整体需求不佳，带动中间体加工环节订单增长不及预期；
- 国内环保、安全管控政策调整风险；
- 国内化工企业多处于园区生产，园区安全事故带来连带生产影响：响水工业园爆炸损坏联化科技生产设备，园区生产有待观察。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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。

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH