

## 短期影响农药、染料行业供需格局， 中长期看好优质园区一体化龙头企业

### 最近一年行业指数走势



### 联系信息

虞小波

分析师

SAC 证书编号: S0160518020001

yuxb@ctsec.com

张兴宇

分析师

SAC 证书编号: S0160518120001

zhangxingyu@ctsec.com

赵新裕

联系人

zhaoxy@ctsec.com

021-68592339

路辛之

联系人

luxz@ctsec.com

### 相关报告

- 《巴斯夫新战略:实现高效益运营,与中国化工市场共增长:海外公司看全球化工景气(二)》 2019-02-18
- 《中国进入行业发展快车道,有望迎来30年高速发展期:天然气行业深度报告》 2019-01-25
- 《万华化学乙烯、国瓷材料陶瓷外壳项目入选山东省重点项目:化工行业事件点评》 2019-01-24

### ● 响水化工园区关停,染料、农药及其中间体行业影响较大。

响水事件致国内第二大间苯二胺企业天嘉宜化工(产能1.7万吨)退出,产品报价从事故发生前的5万/吨跳涨至15万/吨。浙江龙盛作为国内间苯二胺龙头(产能6.5万吨)有望充分受益。响水园区内农药相关产品包括CCMP(影响产能国内占比3.8%)、啶虫脒(影响产能国内占比2.9%)、联苯菊酯(影响产能占比21.4%)等,相关受益公司包括扬农化工(菊酯)、海利尔(CCMP、啶虫脒)、长青股份(CCMP、啶虫脒)等。

### ● 优秀园区资源将成为化工企业重要竞争力。

江苏省出台化工行业整治意见稿,对未来对全省50个化工园区开展全面评价,根据评价结果,压减至20个左右。江苏拥有我国最大的氟化工产业园区,在主要氟化工产品中,江苏产能占比基本超过20%。氟化工龙头巨化股份有望受益。2017年山东省出台政策实施总量控制,全省化工园区、专业化工园区总量分别控制在75家以内、10家以内,数量上只保留43%的园区。现已有三批合计65家化工园区和7家专业化工园区通过认定。万华化学、华鲁恒升、鲁西化工、瑞丰高材等化工上市公司均在认定园区中。

### ● 推荐产业链一体化龙头公司,安监趋严下有望强者恒强。

从响水事件看,中间体对于企业影响较大,例如对于染料企业,间苯二胺及间苯二酚断供涨价会是企业生产成本提升,甚至会影响企业正常生产。而具备中间体生产能力的浙江龙盛确因此受益。基于此逻辑,我们推荐产业链一体化龙头公司万华化学、华鲁恒升、巨化股份。

- **风险提示:** 环保及安全生产风险,原材料价格大幅上涨,新项目投产不达预期等。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (04.04)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600309	万华化学	1,489.18	47.43	3.55	3.40	4.64	13.36	13.95	10.22	买入
600426	华鲁恒升	280.92	17.27	0.75	1.86	1.77	23.03	9.28	9.76	买入
600160	巨化股份	259.14	9.44	0.34	0.76	0.71	27.76	12.42	13.30	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

## 内容目录

1、响水化工园区关停，染料、农药及其中间体行业受益.....	3
1.1 染料板块：浙江龙盛直接受益，间苯二胺涨价弹性大.....	3
1.2 农药板块：园区内农药中间体生产企业较多，扬农化工等上市公司受益.....	4
1.3 氟化工板块：江苏省是氟化工重要产地，巨化股份有望受益.....	5
2、优秀园区将成为化工企业重要竞争力.....	7
2.1 江苏省出台化工行业整治意见稿，超半数化工园将退出.....	7
2.2 山东省化工园区认定严格，退城进园持续进行.....	8
3、推荐产业链一体化龙头公司，安监趋严下有望强者恒强.....	9
3.1 万华化学：产业链一体化布局完善，全球布局开启新征程.....	9
3.1.1 一体化带来成本优势显著.....	9
3.1.2 短期看好 MDI 价格持续反弹，公司盈利显著增厚.....	10
3.1.3 中长期看产能规模提升及成本降低，推动公司盈利中枢提升.....	11
3.2 华鲁恒升：一体化带来成本优势，新项目拉开成长序幕.....	12
3.3 巨化股份：氟化工龙头，一体化优势明显.....	13

## 图表目录

图 1：公司 MDI 一体化工艺技术.....	10
图 2：MDI-苯胺价差持续扩大.....	11
图 3：“一头多线”循环经济柔性多联产.....	12
图 4：公司主要产品及产业链.....	13

表 1：园区内染料板块产品及公司情况.....	3
表 2：园区内农药板块产品及公司情况.....	4
表 3：江苏省在我国氟化工中占有重要地位.....	6
表 4：《蒙特利尔议定书》第 19 次缔约方会议规定的各国削减 HCFCs 时间安排.....	6
表 5：《蒙特利尔议定书》基加利修正案规定的各国削减 HFCs 时间安排.....	6
表 6：江苏省化工园区一览表.....	7
表 7：山东省部分园区及上市公司.....	9
表 8：公司产能规模明显提升.....	11
表 9：MDI-苯胺价差和公司估算毛利对比表.....	11
表 10：公司 AHF 自给率在 39%左右.....	14
表 11：公司氯碱平衡，氯气、氢气完全消耗.....	14

## 1、响水化工园区关停，染料、农药及其中间体行业受益

2019年4月1日，江苏省政府办公厅下发《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，方案中提到：1)到2020年底，全省化工生产企业数量减少到2000家。到2022年，全省化工生产企业数量不超过1000家。2)对全省50个化工园区开展全面评价，根据评价结果，压减至20个左右。2019年4月5日，响水“3.21爆炸事件”持续发酵，盐城政府决定彻底关停响水生态化工园区。

### 1.1 染料板块：浙江龙盛直接受益，间苯二胺涨价弹性大

(1) 间苯二胺：响水事件致国内第二大间苯二胺企业天嘉宜化工（产能1.7万吨）退出，根据染化圈信息，截至2019.4.1，产品报价从事前发生前的5万/吨跳涨至15万/吨，公司作为国内间苯二胺龙头（产能6.5万吨）有望充分受益；

(2) 间苯二酚：17年海外INDSPEC产能退出后全球主要企业只剩下公司和日本住友，产品价格已站上新台阶，根据Wind资讯，18年现货均价10.3万/吨(+56.2%)。

表 1：园区内染料板块产品及公司情况

公司	主要产品	产能 (吨)	产能占比 (国内)	相关上市公司	产能 (吨)	产能占比 (国内)	备注
响水恒利达科技化工 (江苏吴中子公司)	中高档有机颜料	28200	11.51%	百合花	35300	14.41%	3000吨在建
	中高档分散染料	5000	0.99%	浙江龙盛	140000	27.61%	
				闰土股份	110000	21.70%	
			吉华集团	70000	13.81%		
			安诺其	30000	5.92%		
	1,4-二羟基蒽醌	1500					分散染料中间体
	1,4-二氨基蒽醌	1000					分散染料中间体
响水虹艳化工	分散染料	1700	0.34%	浙江龙盛	140000	27.61%	
				闰土股份	110000	21.70%	
				吉华集团	70000	13.81%	
				安诺其	30000	5.92%	
江苏天波化工	2,4-二氨基苯磺酸钠	800					活性染料中间体
	色酚	7000					有机颜料中间体
	色基	4000					有机颜料中间体
	间苯二胺	17000	17.53%	浙江龙盛	65000	67.01%	除去自用18年3.2万吨外销
	邻苯二胺	2500		浙江龙盛	10000		
	对苯二胺	500		浙江龙盛	10000		
江苏天嘉宜化工	KSS	200					
	间羟基苯甲酸	500					
	三羟甲基氨基甲烷	1000					
	均三甲基苯胺	500					

	2,5-二甲基 苯胺	100					
	3,4-二氨基 甲苯	300					
	间二甲氨基 苯甲酸	300					
	Mo (2-氨基丁 醇)	200					
	对甲苯胺	500					
	3,5-二羟基 苯甲酸	80					
江苏之 江化工	分散染料	25000	4.93%	浙江龙盛	140000	27.61%	
				闰土股份	110000	21.70%	
				吉华集团	70000	13.81%	
				安诺其	30000	5.92%	
响水金 隆生物 工程	1-氨基蒽醌 (97%)	2000					蒽醌系列染料中 间体
	樟脑磺酸 (99%)	600					
	还原染料	2520					

数据来源：政府官网、公司复产评估报告，公司项目环评，财通证券研究所

## 1.2 农药板块：园区内农药中间体生产企业较多，扬农化工等上市公司受益

响水园区内有盐城南方化工、江苏天荣集团、响水中山生物科技、江苏威耳化工、联化科技等多家农药及中间体上市公司，相关产品包括 CCMP（影响产能国内占比 3.8%）、啶虫脒（影响产能国内占比 2.9%）、联苯菊酯（影响产能占比 21.4%）等，相关受益公司包括扬农化工（菊酯）、海利尔（CCMP、啶虫脒）、长青股份（CCMP、啶虫脒）等。

表 2：园区内农药板块产品及公司情况

公司	主要产品	产能（吨）	产能占比（国内）	相关上市公司	产能（吨）	产能占比（国内）	备注
盐城南 方化工 (北京 颖泰嘉 和子公 司)	烯草酮 (94%)	1200		先达股份	1100		
	氟噻草胺 (98%)	300		长青股份	500		
	特丁噻草隆 (98%)	1500					
	灭草烟 (98%)	500					
江苏天 荣集团	杀虫剂原药	29850					
	除草剂原药	2900					
	其中： 精噁唑禾草 灵	300		中旗股份	800		
	农药制剂	26230					

	解草酯	400					
	副产品	40000					
响水中 山生物 科技	莠去津	30000					
	硝磺草酮	3000	30.00%	利民股份	1000	10.00%	
	精异丙甲草 胺	10000		长青股份	3000		
	莠灭净	5000					
	灭草松	3000					
	2-氯-5-氯甲 基吡啶 (CCMP)	1200	3.83%	海利尔	2500	7.99%	吡虫啉、啶虫脒 关键中间体
				长青股份	2000	6.39%	
江苏威 耳化工 江苏联 化科技、 联化科 技(盐 城)	2,3-二氯-5- 三氟甲基吡 啶(DCTF)	1500					
	高效氯吡甲 禾灵原药	500					
	啶虫脒	400	2.88%	海利尔	1500	10.79%	
				长青股份	1000	7.19%	
	联苯菊酯	1500	21.43%	扬农化工	1500	21.43%	
	氟磺胺草醚	200		长青股份	2400		
	邻氯苯甲腈	15000		百傲化学	3000		7000吨在建
	对氯苯腈	1500					
	2,6-二氯苯 腈	1000					
江苏绿 利来	异噁草松(广 灭灵)	1500		先达股份	3500		
	甲磺草胺(索 酚磺酰胺)	2500					
	丁草胺原油 (95%)	20000					
	乙草胺原油 (94%)	20000		江山股份	10000		
	二氯喹啉酸 原药(90%)	1000					
	灭草松原药	1000					

数据来源：政府官网、公司复产评估报告，公司项目环评，财通证券研究所

### 1.3 氟化工板块：江苏省是氟化工重要产地，巨化股份有望受益

江苏是我国氟化工的重要产区，江苏安全环保整治对氟化工产业链影响大。江苏拥有我国最大的氟化工产业园区——江苏高科技氟化学工业园区(大金、索尔维、阿科玛均在此建厂)，梅兰、三爱富中昊、三美(江苏子公司)等大型氟化工企

业，以及理文、格美、康泰、中润等中小型氟化工企业。我们统计，在主要氟化工产品中，江苏产能占比基本超过 20%。

**表 3：江苏省在我国氟化工中占有重要地位**

氟化工产品	国内产能（万吨）	江苏产能（万吨）	江苏产能占比
R22	26.68	8.59	32.18%
R134a	24.60	8	32.52%
R32	37.60	6	15.96%
R125	26.90	6	22.30%
PTFE	14.26	3.17	22.23%
PVDF	7.65	3.2	41.83%

数据来源：生态环境部，百川资讯，财通证券研究所

注：R22 产能以配额计，R32 包括了 4 月初扩产的东岳 4 万吨产能

氟化工生产环保压力大，且本就是产能需要削减的化工子行业。一方面，氟化工物料运输和生产危险性、腐蚀性大，是环保、安监的重点行业。（1）制冷剂和氟聚合物会副产盐酸；（2）原料二氯甲烷、三氯甲烷（氯仿）、三氯乙烯均有毒且易燃易爆；（3）重要原料无水氢氟酸有强腐蚀性。另一方面，在《蒙特利尔议定书》的制约下，氟化工（主要为制冷剂）是全球削减的品种，受到严格的产能限制，尤其是未来三年是中国制冷剂削减的关键年份（2020 年 HCFCs 削减 35%、2020-2022 年是 HFCs 削减的基线年）。在这一背景下，氟化工对环保、安监严格的反应将更加敏感。

**表 4：《蒙特利尔议定书》第 19 次缔约方会议规定的各国削减 HCFCs 时间安排**

时间	发达国家	发展中国家
基线	1989 年平均 HCFC+2.8% CFC	2009-2010 年平均 HCFC
2010	-75%	
2015	-90%	-10%
2020	-100%	-35%
2025		-67.5%
2030		-100%
2020-2030	允许保留 0.5% 作为必要维修用途	
2030-2040	允许保留 2.5% 作为必要维修用途	

数据来源：《蒙特利尔议定书》第 19 次缔约方会议，财通证券研究所

**表 5：《蒙特利尔议定书》基加利修正案规定的各国削减 HFCs 时间安排**

时间	发达国家第一集团	发达国家第二集团	发展中国家第一集团	发展中国家第二集团
基线	2011-2013 年平均 GWP 值+15% HCFC	2011-2013 年平均 GWP 值+25% HCFC	2020-2022 年平均 GWP 值+65% HCFC	2024-2026 年平均 GWP 值+65% HCFC
2019	-10%			
2020		-5%		



2024	-40%			
2025		-35%		
2029	-70%	-70%	-10%	
2032				-10%
2034	-80%	-80%		
2035			-30%	
2036	-85%	-85%		
2037				-20%
2040			-50%	
2042				-30%
2045			-80%	
2047				-85%

数据来源：《蒙特利尔议定书》基加利修正案，财通证券研究所

注：发达国家第二集团为白俄罗斯、俄罗斯、哈萨克斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦；发展中国家第二集团为印度、沙特、巴基斯坦、科威特、巴林、伊朗、伊拉克、阿曼、卡塔尔、阿联酋

## 2、优秀园区将成为化工企业重要竞争力

### 2.1 江苏省出台化工行业整治意见稿，超半数化工园将退出

江苏省人民政府办公厅发布了关于征求《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》，对未来五年之内，江苏省化工企业、化工园区的改造升级及退出做出了明确指示。到 2020 年底，江苏省化工生产企业数量减少到 2000 家，到 2022 年，全省化工生产企业数量不超过 1000 家；沿长江干支流两侧 1 公里范围内、化工园区外的 34 家企业原则上 2020 年底前全部退出；凡和所在园区无产业链关联、安全环保隐患大的企业 2020 年底前退出；城镇人口密集区安全卫生防护距离不达标的 89 家危险化学品生产企业 2019 年底前退出 30 家；对已确定就地改造的企业，重新评估提出新的处置意见，2020 年底前原则上全部退出；加大 2339 家园区外企业整治、压减、转移、转型。2020 年底前，高安全风险、安全环保管理水平差、技术水平低的企业加大力度关闭退出；对 1660 家规模以下企业进一步排查摸底，评估安全环保风险，不达标的企业 2020 年底前全部关闭退出；从园区区域、产业层次、用地面积、规划许可、安全监管、环境治理等方面对全省 50 个化工园区开展全面评价，根据评价结果，压减至 20 个左右；被取消化工园区定位的区域，严禁再新建化工项目，要严格管理、坚决关闭高燃、易燃易爆、安全环保不达标的化工企业，逐步关闭或搬迁其它化工企业。

**表 6：江苏省化工园区一览表**

序号	所在地	园区名称	序号	所在地	园区名称
1	南京	南京化学工业园区	28	南通	启东经济开发区精细化工园区
2	徐州	新沂化工产业集中区	29		如东沿海经济开发区洋口化学工业园

3		邳州经济开发区化工产业集中区	30		江苏海安经济开发区精细化工园
4		徐州睢宁桃岚化工园区	31		如皋港化工新材料产业园
5		徐州工业园区(贾汪)	32	连云港	连云港徐圩新区化工产业集中区
6	无锡	江阴高新技术产业开发区化工集中区	33		灌云县临港产业区
7		江阴临港经济开发区石化新材料产业园	34		连云港市化学工业园
8		江阴临港经济开发区利港化工园区	35		柘旺临港产业园
9		宜兴市化学工业园	36	淮安	淮安盐化新材料产业园区
10		宜兴市宜林化工集中区	37		淮安市洪泽经济开发区化工集中区
11		锡山经济开发区新材料产业园	38		涟水县薛行化工园区
12	常州	常州滨江经济开发区新港片区	39	盐城	江苏滨海经济开发区沿海工业园
13		金坛经济开发区盐化工区	40		大丰港石化新材料产业园
14		金坛市金城镇培丰化工集中区	41		阜宁高新技术产业园
15		溧阳市南渡新材料工业集中区	42		响水生态化工园区
16		武城工业园	43	扬州	扬州化学工业园
17		吴中经济开发区化工集中区	44	镇江	镇江新区新材料产业园
18		苏州济东化工集中区	45		江苏省丹徒经济开发区
19		江苏省常熟经济开发区(东区)化工集中区	46		索普化工基地
20		昆山市千灯精细化工区	47	泰州	姜堰经济开发区化工园区
21		常熟新材料产业园	48		泰州滨江工业园区
22		江苏扬子江国际化学工业园	49		靖江经济开发区新港工业园
23		张家港飞翔化工集中区	50		泰兴经济开发区
24		太仓港区化工园区	51		泰州高永化工集中区
25		吴江经济技术开发区化工片区	52	宿迁	沭阳循环经济产业园
26	南通	南通经济技术开发区化工片区	53		宿迁生态化工科技产业园
27		海门灵甸工业集中区			

数据来源：财通证券研究所

## 2.2 山东省化工园区认定严格，退城进园持续进行



2017年10月和2018年1月，山东省政府相继发布《山东省化工园区认定管理办法》和《山东省专业化工园区认定管理办法》，对园区的规划布局、公用基础设施、安全生产、环境保护、经济发展等方面进行细化打分，总评分在60分以上才予以认定。据统计，截至2016年底山东省拥有各类化工园区199个。2017年山东省出台政策实施总量控制，全省化工园区、专业化工园区总量分别控制在75家以内、10家以内，数量上只保留43%的园区。在化工园区外，严禁新建、扩建化工生产项目；危化品企业原则上进入专业化工园区，不在园区的逐步关停淘汰。

2019年1月10日，山东省政府办公厅印发《关于公布山东省第三批化工园区和专业化工园区的通知》，共20家化工园区和5家专业化工园区上榜，这是继2018年6月和9月之后的第三批名单，合计已有65家化工园区和7家专业化工园区通过认定。

**表 7：山东省部分园区及上市公司**

序号	园区名称	园区申报名称	起步面积 (平方公里)	四至范围	所在上市公司
1	聊城化工产业园	聊城化工新材料产业园	6.93	东至顾官屯镇与东阿县边界，西至位山一干渠，南至老聊滑路，北至新聊滑路	鲁西化工
2	沂源化工产业园	淄博沂源县化工园区	5.04	东至工业一路、工业三路，西至儒林河东路，南至南外环路、沂河二路，北至振兴路、华山路	瑞丰高材
3	烟台化工产业园	烟台化学工业园	25.11	东至疏港东路，西至伊犁路，南至G206国道，北至黄海	万华化学
4	德州运河恒升化工产业园	德州运河恒升化工园区	5.09	东至华鲁恒升老厂区现有东院墙，西至冀鲁边界，南至净水厂路侧路，北至德石边界	华鲁恒升

数据来源：财通证券研究所

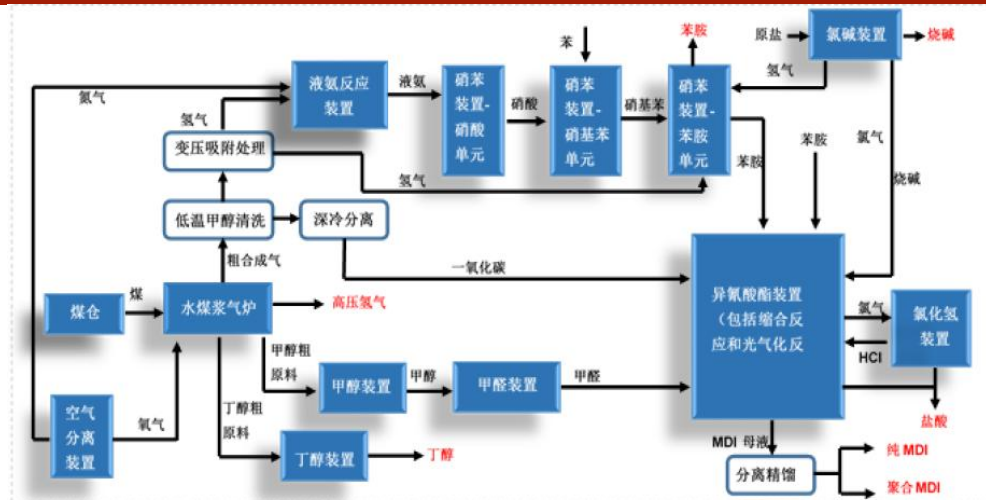
### 3、推荐产业链一体化龙头公司，安监趋严下有望强者恒强

#### 3.1 万华化学：产业链一体化布局完善，全球布局开启新征程

##### 3.1.1 一体化带来成本优势显著

万华化学（含万华宁波）MDI 产品主要采用一体化生产的工艺技术，实现上游重要化工中间体原料的自产自供。一体化生产工艺中万华化学（含万华宁波）采取液相光气法合成 MDI，MDI 的生产工艺并非独立，而是一个开放的产业生态体系，体系内的有机合成原料可以与公司其他业务的生产工艺形成有效的“互动”，提升化学原料的使用效率。如 MDI 工艺中的丁醇、高压氢气等化学品可以作为原料用于生产石化系列产品；光气、液氨、MDA 等化学品可以作为原料用于生产 ADI；产成品纯 MDI 则能用于生产 TPU。

图1：公司MDI一体化工艺技术



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3.1.2 短期看好 MDI 价格持续反弹，公司盈利显著增厚

聚合 MDI 价格从 2018 年 12 月中旬见底后（最低 11000 元/吨左右）持续反弹，目前市场价已经达到 18000 元/吨。万华也连续两月大幅上调 MDI 挂牌价，4 月份聚合 MDI 分销市场挂牌价 17800 元/吨（比 3 月份价格上调 2600 元/吨），直销市场挂牌价 18300 元/吨（比 3 月份价格上调 2800 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 26200 元/吨（比 2 月份价格上调 1500 元/吨）。供需层面上看，2018 年是新增供给压力最大一年，主要 2017 年底上海巴斯夫新扩产能 5.5 万吨，2018 年新增 12 万吨；上海亨斯迈 2017 年年底新扩 5.5 万吨，2018 年新增 12 万吨以及陶氏沙特 40 万吨产能主要也在 2018 年开始向国内大量进口。而 2019 年除了万华之外，全球几乎没有新增 MDI 产能，价值后续四五月份国内厂家将陆续检修，MDI 供给紧张格局持续，价格有望维持高位。

**原材料端价格仍处低位，MDI-苯胺价差扩大明显：**2018 年年初，华东地区苯胺价格达到 12550 元/吨，而之后全年基本处于下行趋势中，目前价格仅 6300 元/吨，2018 年初纯苯价格达到 6950 元/吨，而目前价格仅 4350 元/吨，原材料价格维持低位，而 MDI 价格强势反弹，MDI-苯胺价差明显扩大

图2：MDI-苯胺价差持续扩大



数据来源：wind，财通证券研究所

### 3.1.3 中长期看产能规模提升及成本降低，推动公司盈利中枢提升

**产能规模提升：**整体上市后公司新增资产主要包括万华宁波 25.5%股权及 BC 公司 100%权益，MDI 在产能规模上由此前约 149.4 万吨 MDI 权益产能提升至 210 万吨，TDI 由 30 万吨提升至 60 万吨。

表8：公司产能规模明显提升

	合并前权益产能（万吨）	合并后权益产能（万吨）
MDI	149.4	210
TDI	30（2018年底投产）	60

数据来源：财通证券研究所

**成本不断降低：**我们回顾过去 10 年，在 2009、2011、2014 这三年 MDI-0.78\*苯胺价差约在 9000 元/吨，而我们估算的 MDI 吨毛利分别为 3933、4667、4872 元/吨；2010、2015 年 MDI-0.78\*苯胺价差约在 8000 元/吨，而 MDI 吨毛利分别为 3867、4522 元/吨；2012、2016 年 MDI-0.78\*苯胺价差约在 10000 元/吨，而 MDI 吨毛利分别为 5088、5254 元/吨。同样 MDI-苯胺价差下，公司毛利越来越高，我们认为这是由于公司工艺改进、规模提升后单吨成本不断降低的结果。

表9：MDI-苯胺价差和公司估算毛利对比表

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
MDI 产能（万吨）	50	80	120	120	120	180	180	180	180	180
MDI 估算产量（万吨）	45	55	75	90	108	112	115	118	140	150

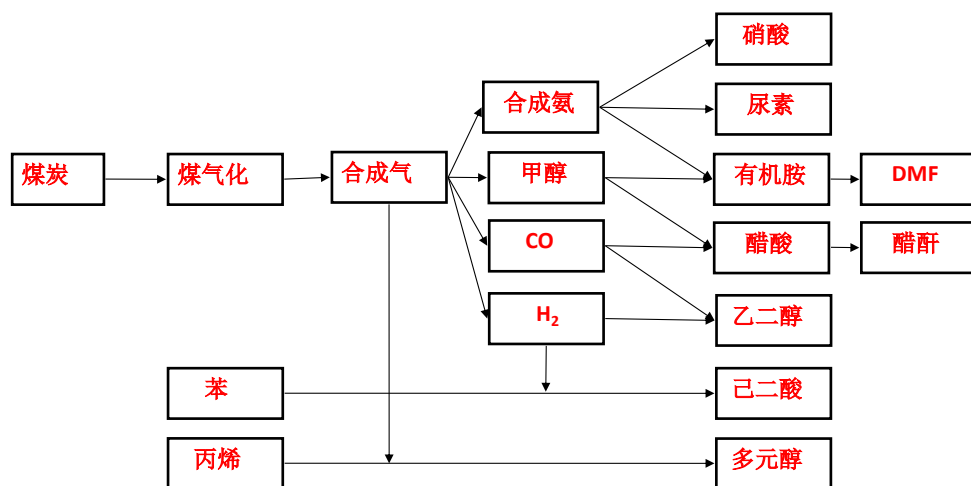
聚合MDI 市场价 (元/吨)	14577	16159	15841	18144	17321	15410	11291	13797	26677	18778
纯MDI 市场价 (元/吨)	17255	18319	19545	21043	20636	19570	16405	17859	28436	28589
MDI 加权市场价 (元/吨)	15470	16879	17076	19110	18426	16797	12996	15151	27263	22048
苯胺 市场价 (元/吨)	8279	11375	10341	11134	11314	10008	6348	6643	9714	9800
MDI-苯胺 价差 (元/吨)	9012	8007	9010	10426	9601	8991	8044	9970	19686	14405
MDI 估算毛利 (亿元)	18	21	35	46	54	55	52	62	160	170
MDI 估算吨毛利 (元/吨)	3933	3867	4667	5088	5014	4872	4522	5254	11429	11333

数据来源: wind, 财通证券研究所, 历年产量、毛利等数据均为估算

### 3.2 华鲁恒升：一体化带来成本优势，新项目拉开成长序幕

公司现已形成年产 170 万吨甲醇，110 万吨液氨及 40 万吨合成气生产能力，为下游尿素等产品提供低成本的原料，平台优势明显。公司依托柔性多联产优势，实施产销联动，根据市场行情及时调节生产结构，保持稳产高产和产销平衡。

图3：“一头多线”循环经济柔性多联产



数据来源: 财通证券研究所

2018 年公司盈利能力进一步增强，产品量价齐升。2018 年，公司尿素、乙二醇、三聚氰胺等项目相继投产，产能规模再上一个台阶；实现三大气化平台实现互联互通，园区化优势得到巩固，通过实施蒸汽对外合作，减少了能源消耗，通过开通化工、化肥两条铁路专用线，优化了运输结构，降低了运营成本和环保压力；通过启动智能园区规划建设，拓展了企业发展空间。公司肥料、有机胺、己二酸

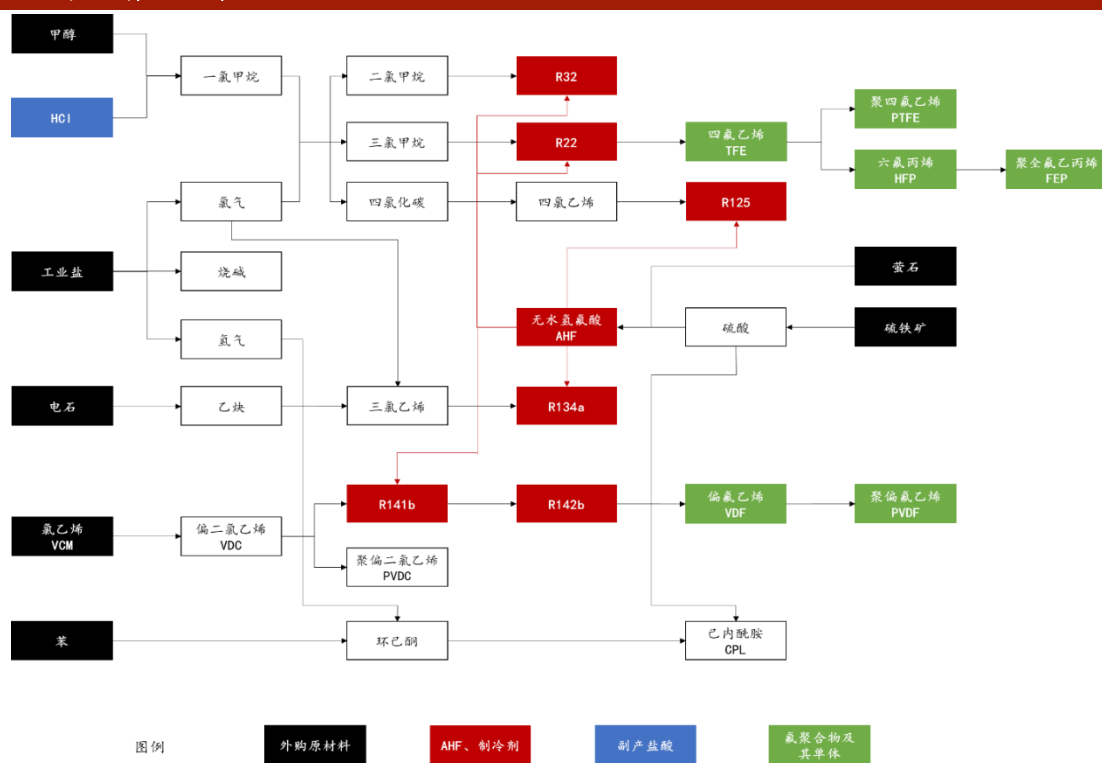
及中间体、醋酸及衍生品、多元醇等产品产量分别为 214.33、37.16、31.63、63.01、30.59 万吨，同比增长 30.62%、6.26%、-4.15%、-0.93%、39.17%。公司肥料、有机胺、己二酸及中间体、醋酸及衍生品、多元醇等产品均价分别为 1567、5661、9169、4007、6600 元/吨，同比增长 20.61%、6.16%、7.27%、52.20%、2.16%。

**己二酸、己内酰胺等项目为新一轮成长拉开帷幕。**己二酸：目前下游产品对己二酸产品质量的差异化需求逐步体现，对高端己二酸产品的需求也不断凸显。公司拟依托现有技术和本成本优势，实施精己二酸品质提升项目，进行技术升级，实现产品高端化。投产后预计年均实现营业收入 19.86 亿元，利润总额 2.96 亿元。酰胺及尼龙新材料项目：公司依托既有的气化平台，充分利用合成氨资源，发掘合成气高附加值，以羰基化路线和变换制氢气为方向，结合公司现有的原料甲醇和氨以及蒸汽、电力等能源优势，将发展环己酮-己内酰胺-尼龙 6 切片产业链。项目建成后预计实现营业收入 56.13 亿元，利润总额 4.46 亿元。

### 3.3 巨化股份：氟化工龙头，一体化优势明显

巨化股份是国内领先的氟化工、氯碱化工综合配套的氟化工制造业基地。

图 4：公司主要产品及产业链



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司之所以能成为国内领先的氟化工基地，主要因为其完善的氟化工产业链配套和装置管控能力。具体包括：

(1) 园区内子公司协同作用明显, 节省大量运输成本。氟化工原料运输危险性较大。公司主要子公司均位于浙江衢州, 物料运输和管理便利, 这为公司节省了大量物料运输成本。

(2) 产业链一体化, AHF 和甲烷氯化物/乙烯氯化物自给能力强。公司具备氯碱-甲烷氯化物/乙烯氯化物-AHF-制冷剂-氟聚合物的氟化工完整产业链: ①公司拥有 8 万吨 AHF 产能, 自给率在 39% 左右, 且公司计划进行 5 万吨 AHF 扩产, 我们测算扩产完成后公司 AHF 自给率将超过 50%。②公司拥有 72.5 万吨甲烷氯化物 (世界龙头)、10 万吨三氯乙烯、8 万吨四氯乙烯 (国内龙头) 产能, 足够满足自身制冷剂需求且仍有剩余。这使得公司可以获得全产业链利润, 有效平抑成本波动, 并根据市场和自身情况灵活调整产品结构 (比如甲烷氯化物和制冷剂之间的调整、制冷剂和氟聚合物之间的调整)。

**表 10: 公司 AHF 自给率在 39% 左右**

单位: 吨	2016	2017
外购萤石	143148	165092
生产 AHF*	65067	75042
外购 AHF	101641	118145
<b>AHF 自给率</b>	<b>39.03%</b>	<b>38.84%</b>

数据来源: 环评报告, 公司公告, 财通证券研究所

注: \*为财通化工自行测算

(3) 氯碱平衡优秀, 烧碱产能浙江省内第一。氯碱工业是公司所有业务的基础, 公司依靠甲烷氯化物 (二氯、三氯、四氯甲烷) 和三氯乙烯消耗氯气。我们测算, 公司氯气可以被完全消耗, 氯碱平衡优秀。而氢气则由环己酮完全消耗。

氯碱平衡为公司带来了甲烷氯化物/乙烯氯化物的配套能力, 也让公司烧碱在省内极具竞争力。公司氯碱装置开工率处于国内前列, 烧碱产能浙江省内第一。由于液碱受运输成本影响销售半径有限, 而浙江是轻工、化工、化纤大省, 公司在省内优势巨大。

**表 11: 公司氯碱平衡, 氯气、氢气完全消耗**

	2016	2017
生产烧碱	445200	460700
生产氯气*	391776	405416
生产氢气*	11130	11518
外购甲醇	266700	287923
生产一氯甲烷*	419340	452709
生产所有甲烷氯化物	580700	672400
甲烷氯化物消耗氯气*	332089	452136
外购电石	35900	37470

生产乙炔*	10559	11021
生产三氯乙烯*	48678	50807
三氯乙烯消耗氯气*	60146	62777
总消耗氯气*	392235	514913
生产环己酮	88100	92400
环己酮消耗氢气*	10572	11088

数据来源：信用评估报告，环评报告，公司公告，财通证券研究所

注：\*为财通化工自行测算



## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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，作者也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。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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并进行证券或期权交易，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。