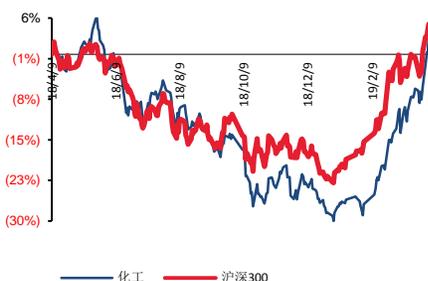


材料 材料 II

响水爆炸事件开启新一轮供给侧改革，优质资产价格重估

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

《积极推进全产业链布局，未来成长空间广阔》--2019/04/04

《【太平洋化工】浙江龙盛(600352)2018 年年报点评：染料中间体双轮驱动，充分受益国内环保安检趋严》--2019/04/02

《【太平洋化工】扬农化工 2018 年年报点评：盈利增速预计放缓，但中枢向上，打造中国农药标杆企业》--2019/04/02

证券分析师：杨伟

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

报告摘要

响水爆炸事件将开启新一轮供给侧改革。3月21日响水爆炸事件影响重大，催化政策快速出台。4月1日，江苏省政府办公厅下发了《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，其中明确到2020年，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。化工园区数量将由50个压减至20个。4月4日，盐城市已决定彻底关闭响水化工园区。在2015-2018年上半年环保督查引领化工供给侧改革、2018年中期环保政策边际放松之后，我们认为此次安全与环保整治将加快在江苏落地，并快速升级扩散至山东、河南等化工大省，导致安全环保不达标的落后产能加速退出市场，开启化工行业新一轮供给侧改革。

化工板块迎来资产重估的中级行情，30%空间，建议超配。预计市场对化工行业19年供需双双走弱的预期将得到逆转，优势企业盈利水平将在19年二季度显著转好，第一轮环保核查推动的供给侧改革使化工行业ROE从2015年触底后持续反弹至2018年的10%，我们预计新一轮供给侧改革之下，行业ROE将回升至12-13%的合理区间，结合明年业绩可能加速及龙头公司估值提升，判断此轮化工行业资产价格将在目前基础上增长约30%，优势龙头市值向上重估空间有望达50%。

推荐标的：基于新一轮供给侧改革将对农药、染料、助剂、中间体、精细化工品等行业影响较大，通过对上述行业安全与环保投入高、竞争企业产能在江苏山东等地的企业进行梳理后，重点推荐企业：万华化学（一体化）、鲁西化工（园区）、扬农化工（农药）、利民股份（农药）、阳谷华泰（橡胶助剂）、兄弟科技（维生素）、浙江龙盛（间苯二胺与染料）、海翔药业（染料）、金禾实业（食品添加剂）、利安隆（新材料助剂）、万盛股份（阻燃剂）、中泰化学（PVC）。

风险提示。政策落地进度低于预期的风险。

目录

一、 响水爆炸事件将开启新一轮化工供给侧改革	3
(一) 重大安全环保事件频发	3
(二) 供给格局再塑，优质资产价格重估	5
二、 安全环保监管升级，落后产能将加速退出	6
三、 重点推荐公司	9
(一) 万华化学	9
(二) 鲁西化工	10
(三) 利民股份	10
(四) 扬农化工	11
(五) 浙江龙盛	11
(六) 阳谷华泰	11
(七) 兄弟科技	12
(八) 中泰化学	12
(九) 海翔药业	12
(十) 金禾实业	13
(十一) 利安隆	13
(十二) 万盛股份	13
四、 风险提示	14

图表目录

图表 1：响水化工园区停产影响及相关受益上市公司	3
图表 2：泰兴开发区相关化工企业及相关上市公司	4
图表 3：2017-2019 年化工行业重大安全事故表	5
图表 4：化工行业 ROE 将继续回升至合理区间 (%)	6
图表 5：化学原料及化学制品制造业利润同比 (%)	6
图 6：江苏省 2020 年化工企业数量将减少至 2000 家	7
图 7：山东省化工园区数量将由 199 家降至 85 家	7
图表 8：各省份化工企业搬迁日期表	7
图表 9：江苏省化工产品产能占比情况	8
图表 10：重点推荐公司财务指标与产能分布情况 (亿元, %)	9

一、响水爆炸事件将开启新一轮化工供给侧改革

(一) 重大安全环保事件频发

近期企业安全事故屡见报端，引起市场重视。2019年3月21日，响水化工厂爆炸事故导致重大人员伤亡；3月31日江苏昆山一金属制品公司集装箱燃爆导致7死5伤；4月3日，位于泰兴经济开发区的江苏中丹化工技术有限公司内污水处理车间发生火灾。

图表1：响水化工园区停产影响及相关受益上市公司

企业	此前经营状况	主要产品及产能	所处行业	相关上市公司及产能	
江苏天嘉宜化工	2018.8复产	间苯二胺 1.7万吨	中间体	浙江龙盛 间苯二胺 6.5万吨	
江苏之江化工	2018.10复产	分散染料4万吨，滤饼2万吨，中间体1万吨	染料及中间体	浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其、亚邦股份、航民股份	
江苏安诺其化工(原永庆化工)	停产	活性染料	染料		
响水恒利达科技化工(江苏吴中)	2018.10复产	4-氯-2,5-二甲氧基苯胺 1200吨, 28200 吨中高档有机颜料, 5000 吨分散染料	染料		
江苏陈氏染料化工		六羟基吡啶酮及四磺酸等染料中间体2000吨, 染料1万吨	染料及中间体		
响水县华盛化工		分散染料滤饼4000吨, 染料5000吨	染料		
响水金陵化工		1-氨基蒽醌	染料		
响水航龙化工		2,6-二氨基蒽醌, 还原黄 1500吨	染料		
盐城市虹艳化工	2018.8复产	1,4-二羟基蒽醌 1500吨, 1,4-二氨基蒽醌 1000吨, 各类蒽醌染料 1700吨, 2,4-二氨基苯磺酸钠 800吨	染料		
江苏联化	2018.8复产	联苯菊酯1500吨, 邻氯苯甲腈5000吨	农药		扬农化工 联苯菊酯800吨, 各类菊酯产能8100吨
盐城联化	2018.8复产	对氯苯甲腈、邻氯苯甲腈等氯代苯腈共计7500吨	农药		百傲化学BF腈目前产能3000吨, 7000吨4月份投产
响水威耳化工	2018.8复产	2,3-二氯-5-三氯甲基吡啶 1500 吨, 2-氯-5-氯甲基吡啶(CGMP) 1200吨, 吡啶甲末灵原药500吨, 吡虫啉400吨	农药	红太阳 吡啶类 6.2万吨 海利尔 CGMP 2500吨 长青股份 CCMP 2000吨	
响水中山生物	2018.8复产	莠去津30000吨, 精异丙甲草胺10000吨, 灭草松3000吨, 莠天净5000吨, 硝磺草酮3000吨	农药	利民股份 硝磺草酮 1000吨	
江苏瑞和新材料	2018.8复产	高性能树脂涂料 50000吨, 氯化橡胶 2000吨			
江苏大和氯碱	2018.8复产	烧碱 20万吨, 液氯 18万吨, 盐酸 8万吨, 次氯酸钠 6万吨, 氯气 5000吨, 氯化石蜡 4万吨			
江苏裕廊化工	2018.12复产	双甘膦 1.5万吨, 丙烯酸 16万吨, 丙烯酸甲、乙、丁、辛酯类 10 万吨, 草甘膦 2		万华化学, 扬农化工、卫星石化	
响水长洋化工	2018.12复产	三氯化铝 35000吨			
响水瑞邦化学	2018.12复产	2,6-二羟基甲苯 80吨, 磷酸伯氨喹 20吨, 2-氨基-3-羟基吡啶 30吨, 4,5-二氨基-1-(2-羟乙基)吡啶硫酸盐 30吨, 2,3-二氨基吡啶 15吨	农药		
江苏天容集团	2018.12复产	年产 29850 吨杀虫剂原药, 2900吨除草剂原药, 26230 吨农药制剂, 400 吨解草酯, 40000 吨副产品	农药	中旗股份 精噁唑禾草灵 1000吨	
盐城南方化工	2018.12复产	烯草酮 1200吨, 特丁噻草隆 1500吨, 灭草烟 500吨, 氟唑草胺 300吨	农药	先达股份 烯草酮 1100吨	
江苏绿利来股份	2018.12复产	丁草胺 10000吨, 乙草胺 10000吨, 二氯喹啉酸 500吨, 灭草松 370吨	农药	江山股份 乙草胺 3万吨	
江苏天波化工	2018.12复产	色酚AS等颜料			
盐城方正医药	2018.8复产	阿奇霉素 200吨, 辛伐他汀 200吨, 孟鲁司特 50吨	医药		
江苏华旭药业	2018.8复产	舒巴坦酸 250吨, 舒他西林 34吨, 他唑巴坦 6吨等	医药		
响水雅克	停产	发泡剂H(DPT), 三-(氯异丙基)磷酸酯, 三(1,3-二氯丙基)磷酸酯, 双酚A双(二苯基磷酸酯), 间苯二酚双(二苯基磷酸酯), 磷酸三乙酯, 磷酸三苯酯	阻燃剂	万盛股份 阻燃剂 9.4万吨	

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表2：泰兴开发区相关化工企业及相关上市公司

企业	主要产品及产能	所在行业	相关上市公司及产能
江苏中丹化工	间苯二酚(环评批复1200吨)、乙氧基噻咪(万吨级)抗氧化剂(饲料用, 食品级)	中间体	浙江龙盛
江苏锦鸡	活性染料 8万吨	染料	浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其、亚邦股份
万得化工(泰兴)	活性染料 0.5万吨		
泰兴市昇科化工(阿科玛与泰兴裕廊合资)	丙烯酸(48万吨)及副产品醋酸、丙烯酸正丁酯	丙烯酸酯类	万华化学、卫星石化
江苏三蝶化工	丙烯酸(16万吨), 丙烯酸正丁酯(12万吨)		
泰州联成化学	苯酐正丁二烯、邻二甲苯、苯乙烯、正丁醇、异丁醇、不饱和聚酯树脂、环氧树脂、醇酸树脂、苯酐、马来酸酐		宏昌电子
江苏凯力克铝业	电积钴 钴粉 钴精矿 草酸钴 铜精矿		华友钴业, 寒锐钴业
江苏常隆农化	杀虫剂	农药	
新浦化学(泰兴)	离子膜烧碱、氯乙烯、苯乙烯、硝基苯、苯胺		
爱森(中国)絮凝剂	丙烯酰胺、甲醇、二甲基胺乙基丙烯酸酯、季胺盐、硫酸铵、多铵、二甲基二烯丙基氯化铵		
泰兴金江化学	醋酸酯		
泰兴市扬子医药化工	对硝基苯、对氨基苯酚		
泰州百力化学	溴氨酸、盐酸、乙酸(醋酸)		
江苏奥喜埃化工	氢氧化钾、液氯、盐酸、次氯酸钠、氢气		
阿克苏诺贝尔氯乙酸化工(泰兴)	氯乙酸		
江苏广域化学	烷基取代苯硼酸、烷基取代联苯		
泰兴协联众达化学	邻苯二甲酸酐(苯酐)、反丁烯二酸(富马酸)		
泰兴市兴安精细化工	三氯化磷、三氯氧磷、盐酸		
江苏盛泰化学科技	天然脂肪醇、脂肪醇聚氧		
先尼科化工(泰兴)	涂料添加剂		
泰州市正大化工	聚氯乙烯树脂和分子物理膨胀微球		
阿贝尔化学(江苏)	苯乙烯、乙基苯、甲基苯、焦油、氢气		

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

事故发生园区的企业所处行业以农药、染料、涂料、助剂、中间体为主，且普遍偏中小规模。接二连三的安全事故看似偶然，其实背后有深刻的原因，主要包括设备使用到期、设计不规范、施工赶周期、安全生产管理不善等因素。我们对2017-2019年重大事故进行整理发现，事故种类广泛分布于实验生产检修等各个环节。其中检修期间发生事故最多，主因是操作不当，且相对集中在中小企业，主要是企业缺乏正规设计、安全配套设施有缺陷，且对相关操作人员安全培训不足，对潜在风险无法识别，非法生产、违章作业等，酿成严重后果。环保及安全生产需要给予更高的重视，在此形势下政策将快速推动落后中小产能退出，在2015-2018年上半年环保督查引领化工供给侧改革、2018年中期环保政策边际放松之后，我们认为此次安全与环保核查将加快在江苏落地，并快速升级扩散至山东、河南等化工大省，开启新一轮供给侧改革。4月4日，盐城市已决定彻底关闭响水化工园区，将陈家港镇列入全市改善农民群众住房条件“十镇百村”试点。同时，要根据省化工行业整治提升方案，进一步抬高本市化工园区、化工企业整治标准，支持各地区建设“无化区”。

图表3：2017-2019年化工行业重大安全事故表

时间	事故	影响	主要原因
2019	河南新乡伟隆塑化“2·18”毒气泄漏事故	2人死亡，4人受伤	毒气泄漏
	江苏南通雅本化学“2·26”爆燃事故	2人死亡，1人受伤	操作不当
	江苏响水化工园区“3·21”爆炸事故	78人死亡，566人受伤	
	山东招远金恒化工“3·25”爆裂事故	1人死亡，4人受伤	四苯基烯含水超标
	山东青州永利珍珠岩厂“3·29”爆炸事故	5人死亡，3人受伤	天然气泄漏
2018	新疆吐鲁番恒泽煤化“1·24”闪爆事故	3人死亡、1人受伤	违规使用明火
	山东临沂金山化工“2·3”爆燃事故	5人死亡、5人受伤	氯化反应失控
	河北唐山华熠实业“3·1”爆燃事故	4人死亡、1人受伤	管理不当，苯系有机物挥发着火
	天津渤化永利化工“4·26”中毒事故	3人死亡、2人受伤	有毒气体泄露
	上海赛科石化“5·12”闪爆事故	6人死亡	爆炸性气体泄露并闪爆
	吉林长春兴发糠醛“6·18”爆炸事故	3人死亡	停产期间违法生产，反应釜超压
	辽宁葫芦岛世星药化“6·20”窒息事故	3人死亡	检修不当
	四川宜宾恒达科技“7·12”重大爆炸事故	19人死亡、12人受伤	投料错误
	河北新乐金万泰“11·7”爆炸事故	6人死亡、7人受伤	煤气泄漏
	河北张家口盛华化工“11·28”重大爆燃事故	24人死亡、21人受伤	氯乙烯泄漏遇火爆燃
	河南洛阳永龙能化“12·8”中毒事故	3人死亡	亚硝酸甲酯泄露
	江苏如皋众昌化工“12·18”中毒事故	3人死亡	煤气泄漏
	新疆吐鲁番新治能源“12·25”爆炸事故	7人死亡	操作不当
2017	吉林松原石化“2·17”爆炸事故	3人死亡	可燃气体操作不当
	安徽安庆万华油品“4·2”爆燃事故	5人死亡、3人受伤	非法租赁，储存不当
	山东临沂金誉石化“6·5”爆炸事故	10人死亡，9人受伤	液化气泄漏
	江西九江之江化工“7·2”爆炸事故	3人死亡、3人受伤	对硝基苯胺反应釜冷却失效
	新疆宜化化工“7·26”煤气气化炉燃爆事故	5人死亡、27人受伤	违规释放燃气
	大连西太平洋石油化工“11·18”中毒事故	2人死亡、6人受伤	清洗剂使用不当
	中石油乌鲁木齐石化“11·30”物体打击事故	5人死亡，16人受伤	检修不当
	江苏连云港聚鑫生物“12·9”爆炸事故	10人死亡，1人受伤	间二硝基苯爆炸
山东日科化学“12·19”爆燃火灾事故	7人死亡，4人受伤	天然气违规使用	

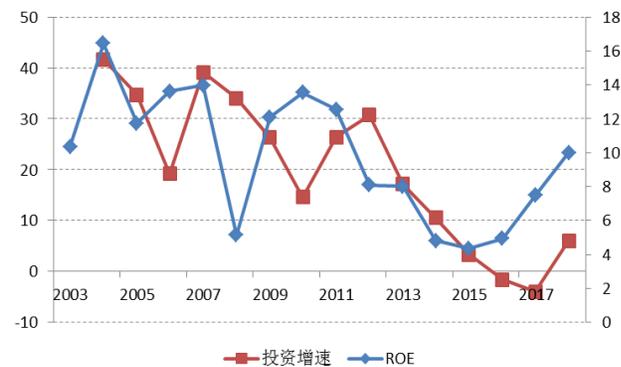
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）供给格局再塑，优质资产价格重估

安全环保达标的龙头公司受益，市值面临重估。在新一轮化工供给侧改革即将全面推开的预期之下，我们认为行业龙头市值重估主要来源于以下因素：1) 中小落后产能退出，供给紧缺导致相关产品价格上涨，龙头公司量价齐升；2) 政策目前对新建项目投资额、安全环保投入均有严格规定，扩产将主要集中于安全环保的头部企业，一般精细化工产品技改3-6个月、新建需9-12个月，2020年优势企业利润有望加速增长；3) 18年下半年市场预期化工行业19年需求下滑，供给端受环保边际放松、新产能周期影响大，3月PMI超预期、供改升级将逆转市场预期；4) 龙头公司扩产将避免此前中小产能的无序扩张，未来产品价格波幅将减弱，在安全环保的持续投入将转化为产品的

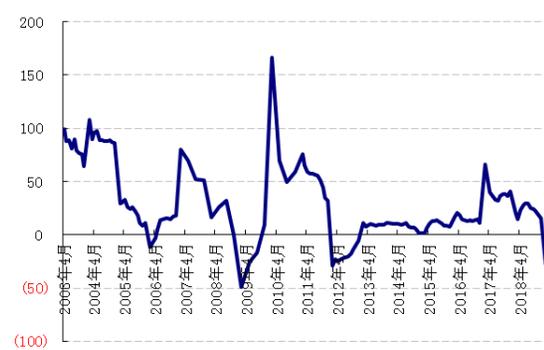
竞争优势，盈利水平与估值将得到提升。整体来看，市场对化工行业19年供需双双走弱的预期将得到逆转，优势企业盈利水平将在19年二季度显著转好，第一轮环保核查推动的供给侧改革使化工行业ROE从2015年触底后持续反弹至2018年的10%，我们预计在安全环保核查升级带动的新一轮供给侧改革之下，行业ROE将回升至12-13%的合理区间，结合明年业绩可能加速及龙头公司估值提升，判断此轮化工优质资产价格将在目前基础上增长约30%。

图表4：化工行业ROE将继续回升至合理区间（%）



资料来源：百川资讯，太平洋研究院整理

图表5：化学原料及化学制品制造业利润同比（%）



资料来源：百川资讯，太平洋研究院整理

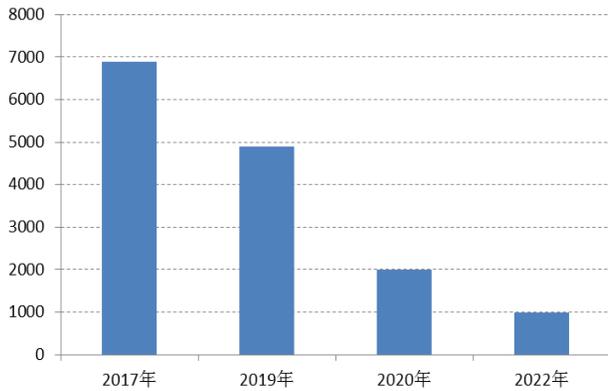
二、安全环保监管升级，落后产能将加速退出

4月1日，江苏省政府办公厅下发了《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》，其中明确到2020年，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。对所有化工生产企业进行评估，安全环保不达标的化工生产企业立即停产、限期整改，不具备整改条件和逾期整改不到位的予以关闭，工业企业资源集约利用综合评价D类的企业逐步关闭退出。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。加大2339家园区外企业整治、压减、转移、转型力度，对1660家规模以上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，达标的企业鼓励进入化工园区或集中区发展。从园区规模、产业层次、用地面积、规划许可、安全监督、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。

安全环保不达标的中小企业将面临关停或搬迁改造。截至2018年12月31日，初步确定全国需要搬迁改造的企业共有1176家，其中异地搬迁479家，就地改造360家，关闭退出337家。多地要求到2025年，城镇人口密集区现有不符合安全和卫生防护距离要求的危险化学品生产企业就地改造达标、搬迁进入规范化工园区。随着一系列相关政

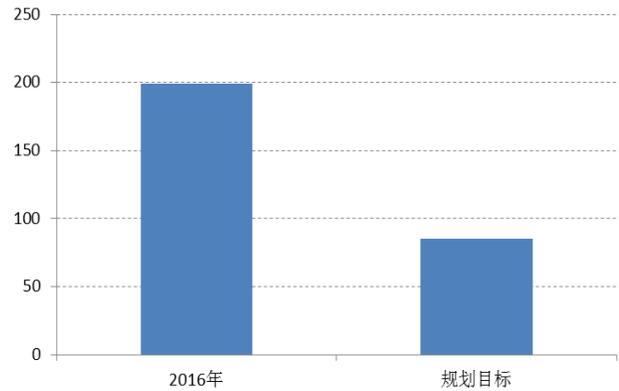
策的出台，化工园区一方面面临减量淘汰、重新认定的时代变革，另一方面也面临提质升级的历史机遇。

图 6：江苏省 2020 年化工企业数量将减少至 2000 家



资料来源：太平洋研究院整理

图 7：山东省化工园区数量将由 199 家降至 85 家



资料来源：太平洋研究院整理

图表8：各省份化工企业搬迁日期表

省份	企业搬迁日期表
河南	退城入园企业 2019 年年底启动搬迁工作，中小型企业 2022 年年底完成，大型和特大型企业 2025 年年底完成。
山东	山东省对化工园区重新认定，将园区从原来的 199 家缩减到“75+10”家，到达该上限后，确有必要增设的，按照“撤一建一”的原则办理。确定全省搬迁企业 37 家，涉及 11 个市、1.2 万职工，搬迁投资总额约 780 亿元。
湖北	湖北省 478 家化工企业涉及其中。2020 年底前，全省将完成关改搬转化企 345 家，占整体数量的 72%，2025 年底前完成剩余的化企 133 家。
江苏	江苏省要求到 2025 年，城镇人口密集区现有不符合安全和卫生防护距离要求的危险化学品生产企业就地改造达标或搬迁进入规范化工园区或关闭退出。
安徽	安徽省发布城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造实施方案，要求中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年底前全部启动搬迁改造，2020 年底前完成，涉及全省十余个市、县的 40 多家企业。
浙江	浙江省城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造工作分 3 个阶段实施，2025 年 11 月之前全部完成。
天津	到 2025 年，城镇人口密集区危险化学品生产企业就地改造达标、搬迁进入规范化工园区或关闭退出，其中中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年底前全部启动搬迁改造，2020 年底前完成。
广东	中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年底前全部启动搬迁改造，2020 年底前完成；其他大型企业和特大型企业 2020 年底前全部启动搬迁改造，2025 年底前完成。
甘肃	甘肃省要求中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年底前全部启动搬迁改造，2020 年底前完成；其他大型企业和特大型企业 2020 年底前全部启动搬迁改造，2025 年 9 月底前完成。
吉林	中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年底前全部启动搬迁改造，2020 年底前完成；其他大型企业和特大型企业 2020 年底前全部启动搬迁改造，2025 年底前完成。

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

我们整理了江苏省包括精细化工、农药、化工助剂、基础化工大类下的 32 个子行业，麦草畏、功夫菊酯、毒死比、乙草胺、环氧树脂、百草枯、代森锰锌、多菌灵、百菌清、吡虫啉、丙烯酸、冰醋酸等产品江苏产能占比较高，均超过 35%。随着江苏省全省范围的环保整治，上述化工品的供

给将受到较大影响，产品价格可能发生较大幅度的波动，对相关行业上下游造成影响。

图表9：江苏省化工产品产能占比情况

行业	产品	江苏产能占比	江苏	浙江	山东	河南	河北	全国	相关上市公司
精细化工	分散染料	10.6%	6	46.5	0.6			56.7	浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其、亚邦股份、海翔药业
	活性染料	29.8%	13.1	17.7				44	
	间苯二胺	18.5%	1.7	6.5				9.2	浙江龙盛
	维生素 B1	0.0%		1.72				2.32	兄弟科技
	维生素 D3	0.0%		0.7				0.79	花园生物、新和成、浙江医药、金达威
农药	吡虫啉	39.7%	1.12	0.1	1		0.4	2.82	扬农化工、海利尔、长青股份
	草铵膦	29.1%	1.08	0.6	0.6		0.135	3.715	利尔化学、利民股份、红太阳、辉丰股份
	草甘膦	24.2%	18.2	10		3		75.2	兴发集团、新安股份、江山股份、扬农化工、广信股份、和邦生物、沙隆达
	百草枯	54.0%	2.42	0.5	1		0.3	4.48	红太阳、沙隆达
	毒死蜱	76.0%	7.3	1.3				9.6	红太阳、利尔化学
	百菌清	42.4%	1.95					4.6	利民股份、苏利股份
	代森锰锌	53.8%	3.5				1.5	6.5	利民股份
	麦草畏	96.2%	3	0.12				3.12	扬农化工、长青股份、
	乙草胺	64.1%	5		1	1.5		7.8	江山股份
	功夫菊酯	80.4%	0.82		0.1			1.02	扬农化工、辉丰股份
多菌灵	43.1%	2.5	1.5				5.8	扬农化工、广信股份、新安股份	
化工助剂	氯化聚乙烯	2.5%	3	14	71.85	1.2	8	120.65	日科化学、亚星化学
	ACR 树脂	3.5%	0.8	0.5	17.2			23	日科化学
	DOP (邻苯二甲酸二辛酯)	13.1%	36	42	71	8	21	275	广东榕泰
	促进剂	0.0%			17.77	8.5	0.5	45.47	阳谷华泰
基础化工	有机硅	16.2%	50	85	48		20	308	安迪苏、新安股份、兴发集团、三友化工、鲁西化工
	环氧树脂	56.1%	109.6		9.6	4	6.5	195.5	宏昌电子
	环氧丙烷	21.9%	68		142.1			310.6	滨化股份、万华化学、红宝丽、航锦科技
	聚合 MDI	0.0%		76.8	66			232.2	万华化学
	纯 MDI	0.0%		51.2	44			154.8	万户化学
	己二酸	11.7%	30	16	59.5	45	15	256.5	华鲁恒升、神马股份、阳煤化工
	氨纶	11.9%	9	45.75	5	8		75.7	华峰氨纶、新乡化纤、泰和新材
	丙烯酸	38.0%	118	80	57			310.5	卫星石化、万华化学
	冰醋酸	37.1%	310		140	75	50	835	
	己内酰胺	14.6%	60	45	70	30	30	410	鲁西化工、恒逸石化、神马股份、巨化股份
	双氧水	5.0%	62	86	358	39	41	1244.6	鲁西化工、金禾实业、恒逸石化、兰太实业、神马股份
钛白粉	10.2%	41	12	51	31		401.3	龙蟒佰利、中核钛白、金浦钛业、安纳达	

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、重点推荐公司

基于新一轮供给侧改革将对农药、染料、助剂、中间体、精细化工品等行业影响较大，我们通过对上述行业安全与环保投入高、竞争企业产能在江苏山东等地的企业进行梳理后，重点推荐企业：万华化学（一体化）、鲁西化工（园区）、扬农化工（农药）、利民股份（农药）、阳谷华泰（橡胶助剂）、兄弟科技（维生素）、浙江龙盛（间苯二胺与染料）、海翔药业（染料）、金禾实业（食品添加剂）、利安隆（新材料助剂）、万盛股份（阻燃剂）、中泰化学（PVC）。

图表10：重点推荐公司财务指标与产能分布情况（亿元，%）

证券代码	公司简称	公司市值	毛利率	ROE	主要产品江苏占比	主要产品山东占比
000830.SZ	鲁西化工	263.97	27.88	26.62	己内酰胺 14.6%，双氧水 5%，有机硅 16.2%	己内酰胺 17.07%，双氧水 21.58%，有机硅 15.58%
600486.SH	扬农化工	202.49	30.98	15.71	草甘膦 24%，麦草畏 98%，功夫菊酯 80.4%	
002597.SZ	金禾实业	114.16	33.29	35.88	三氯蔗糖 9.55%安赛蜜 25%	三氯蔗糖 36.3%
002562.SZ	兄弟科技	61.00	26.50	20.88	-	泛酸钙 32%
300121.SZ	阳谷华泰	42.94	36.35	27.16	-	促进剂 50%
002734.SZ	利民股份	45.36	27.34	8.21	代森锰锌 53.8%，百菌清 42.39%	
002601.SZ	龙蟒佰利	365.36	43.26	19.14	钛白粉 5.3%	钛白粉 13.41%
600352.SH	浙江龙盛	748.27	45.87	15.24	分散染料 10.6%，活性染料 29.8%，间苯二胺 18.5%	
002092.SZ	中泰化学	236.11	12.93	14.54	PVC1.8%	
600160.SH	巨化股份	259.14	24.98	8.82	R22 26.2%，R32 24.1%，R134a 41.9%	
600309.SH	万华化学	1,489.2	36.82	50.66	聚合 MDI 28.42%，纯 MDI 28.42%	
300596.SZ	利安隆	69.59	31.08	16.01	抗氧化剂 12%	
002099.SZ	海翔药业	133.88	43.33	6.90	活性染料 29.8%	
603002.SH	宏昌电子	32.44	9.98	7.39	环氧树脂 56.1%	环氧树脂 4.91%
603010.SH	万盛股份	41.76	22.18	8.54	阻燃剂 30%	
603011.SH	广信股份	28.55	32.98	2.50	多菌灵 43%、广信股份 24.2%	

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（一）万华化学

聚氨酯龙头，构建高护城河：MDI 经历 2018 年价格单边下滑走势，公司股价大幅调整，2019 年 2、3、4 月的相继提价，意义重大。公司 MDI 产能 210 万吨，全球产能占比约 26%，龙头地位稳固。同时从 MDI 出发，逐步拓展 TDI（55 万吨）、ADI、聚醚多元醇、

TPU等一系列产品，进一步提升产业链盈利能力。

自我造血能力强，产业链布局再上新台阶，引领二次成长：2015年-2018Q3，公司累计构建长期资产开支223.4亿元，同行中名列前茅。7万吨/年PC、5万吨/年MMA、8万吨/年PMMA、30万吨/年TDI于2018年陆续建成投产。同时新建100万吨/年大乙烯项目，延伸至C2产业链。随着投资项目的稳产，公司处于收获期。

盈利预测及评级：预计公司2019-2020年归母净利润分别为114.11亿元、136.41亿元，对应EPS分别为3.63元、4.34元，PE 13X、11X。由于近期MDI价格上涨催化公司股价迅速上涨，考虑交易层面及对MDI上涨持续性担忧，市场担心调整。我们认为，公司自我造血能力强，技术、园区、一体化优势明显，产业链布局引领二次成长，未来成长空间大，短期涨价催化叠加优质龙头长期配置价值凸显，维持“买入”评级。

（二）鲁西化工

园区一体化优势明显：公司自2004年打造中国化工新材料（聊城）产业园，累计固定资产投资超270亿元，从传统尿素化肥企业成功转型为“煤化工、氯碱、氟硅、新材料”为一体的循环产业链新龙头，构建了极高的园区和环保壁垒。公司产品多达16种以上，覆盖多个子行业，所谓“东方不亮，西方亮”，一定程度熨平周期影响。同时，公司引领山东高端化工新旧动能转换。

盈利预测及评级：预计公司2018-2020年归母净利分别为30.02亿元、28.41亿元和30.37亿元，对应EPS 2.05元、1.94元和2.07元，PE 8.8X、9.3X和8.7X。考虑公司一体化、园区化及环保优势明显，充分受益安监、环保高压常态化，供给侧改革“量的去化”和“量的优化”，新旧动能转换规划助力公司打开未来发展空间，维持“买入”评级。

（三）利民股份

杀菌剂龙头企业，内生增长动力强。公司主要产品代森锰锌与百菌清产能均居国内第一，环保与技术优势明显。百菌清供给受限，价格已由去年均价2.5万元/吨涨至目前5.5万元/吨；新产能进入集中投放期，新河1万吨百菌清已于18年10月投产，新增的1万吨代森锰锌也将于19年Q2投产，苯醚甲环唑预计Q3将建成。

现金收购威远生化，国内排名将跃居前五。公司已公告现金收购威远100%股权，威远为国内阿维菌素、草铵膦优势企业，二者强强联合将带来显著协同效应。威远18年上半年净利为1.09亿元，预计Q2并表后将大幅增厚公司利润。

盈利预测及评级：暂不考虑威远并表，预测公司2019-2020年EPS分别为1.05元、

1.42元，PE15倍、11倍，维持“买入”评级。

（四）扬农化工

内生外延促发展，龙头强者恒强：尽管经历2016年以来的“环保高压常态化”，落后产能持续淘汰，但响水“3·21”特别重大爆炸事故教训惨痛，预计行业准入门槛和标准进一步提高，监管要求更加严格，利好现有环保持续达标，具有环保、技术、园区、一体化优势的龙头企业。内生方面：（1）公司优嘉二期剩余项目已陆续投产，优嘉三期顺利推进。（2）优嘉公司计划投资4.3亿元，建设3,800吨/年联苯菊酯、1,000吨/年氟啶胺、120吨/年卫生菊酯和200吨/年羧啶酯农药。（3）优嘉公司计划投资2.02亿元建设32,600吨/年农药制剂项目，投资0.51亿元建设码头及仓储工程项目。外延方面：拟以现金收购中化作物保护品有限公司和沈阳中化农药化工研发有限公司。

盈利预测及评级：我们预计公司2019-2021年归母净利分别为9.96亿元、11.33亿元、13.08亿元，对应EPS 3.21元、3.66元、4.22元，PE 20.3X、17.9X、15.5X。考虑公司为优质农药龙头，环保、园区、技术优势明显，内生外延齐发展，大股东实力雄厚，有望打造国内农化标杆企业，结合公司近期涨幅较多，给予“增持”评级。

（五）浙江龙盛

染料及中间体龙头竞争优势显著。浙江龙盛为国内染料中间体一体化龙头，注重环保安全生产，具备分散染料14万吨、活性染料6万吨、间苯二胺6.5万吨，间苯二酚3万吨。公司具备分散染料、间苯二胺、间苯二酚行业定价权，充分受益景气周期。

盈利预测及评级：我们预测2019-2021年公司净利润分别为60.60亿、64.91亿和66.27亿元，EPS分别为1.86元、2.00元和2.04元，对应PE为12/12/11倍。考虑到公司具有全产业链的优势，环保高压下龙头地位有望进一步加强，维持“买入”评级。

（六）阳谷华泰

公司为橡胶助剂行业龙头，主营促进剂、防焦剂和不溶性硫磺等产品。18年受下游景气走弱影响，促进剂价格由4.1万元/吨持续降至目前2.6万元/吨，已接近历史低点。随着国家对汽车消费的支持政策不断出台，需求预期转好，同时江苏化工行业整治政策出台后，安全环保监管将快速扩散至山东省，山东省内橡胶助剂产能占全国近40%，预计供给端将再度收紧。公司作为国内橡胶助剂行业唯一A股上市公司，将显著受益橡胶助剂价格上涨带来的价格弹性。

盈利预测与评级。预测2019-2020年公司EPS为0.95元、1.12元，对应PE为12倍、10倍，维持“买入”评级。

（七）兄弟科技

公司是全球维生素龙头企业，K3、B1、B3 规模分别位居全球第一、前三、前四。近期受环保监管、成本上升影响，K3、B1、B5 价格已持续反弹，考虑到维生素行业竞争企业主要分布在江浙与山东，预计维生素价格有进一步提升空间。此外，公司江西二期项目包括年产 20000 吨苯二酚、31100 吨苯二酚衍生物、1000 吨碘造影剂及其中间体，一期项目预计将于 6 月底前投产。公司业绩将在 Q2 开始逐季回暖。

盈利预测及评级：预计公司2019-2020年EPS 为0.15元、0.32元，PE46倍、22倍。维持“买入”评级。

（八）中泰化学

氯碱一体化龙头：在氯碱过剩行业，公司主要产品一直以来均为满负荷生产，可见公司经营稳定，竞争力强。公司打造了“煤炭-电石、热电-氯碱-粘胶纤维-纱线”上下游一体化产业链，核心原料电石、电等基本自给，规模及经济优势明显。2017年Q1-2018年Q4，公司单季度分别实现归母净利润6.98亿元、5.47亿元、8.01亿元、3.57亿元、4.25亿元、8.18亿元、7.68亿元、4.92亿元。2018归母净利润25.03亿元，同比+4.2%，表现优异。EPS 1.17元，BPS 8.83元，同比+12.2%。

新产能稳步推进：2018年，公司阿拉尔富丽达20万吨/年粘胶纤维项目投产，粘胶产能增至71万吨/年。2019年，预计阜康能源15万吨烧碱项目、托克逊能化30万吨/年高性能树脂项目、天雨煤化工500万吨/年煤分质清洁高效综合利用项目一期120万吨/年兰炭项目陆续建成投产，进一步稳固公司粘胶氯碱双龙头地位

盈利预测及评级：我们预计公司2019-2021年归母净利分别为23.89亿元、24.87亿元、26.25亿元，对应EPS 1.11元、1.16元、1.22元，PE 9.9X、9.5X、9X。考虑公司为氯碱、粘胶双龙头，一体化优势明显，新产能持续投放，PE及PB估值低位，维持“买入”评级。

（九）海翔药业

KN-R染料龙头。“中间体-染料”全产业链配套企业，目前KN-R染料产能1.5万吨，全球市占率60%，具备行业定价权。江苏地区事故不断，染料及中间体企业大概率停产或限产，推涨染料价格。1.8万吨产能投放在即。公司下半年预计投放各品类染料1.8万吨，公司染料产能有望从1.5万吨提升至3.3万吨，公司染料业务有望量价齐升。

估值与评级。我们预测2019-2021年公司净利润分别为10亿、15亿和20亿元，EPS 分别为0.62元、0.89元和1.19元，对应PE为13/9/7倍。公司量价齐升，迎来快速增长，

维持“买入”评级。

(十) 金禾实业

食品添加剂寡头优势稳固，受益环保高压常态化：公司在麦芽酚与安赛蜜市场的地位与定价权持续增强，预计将继续贡献可观利润。三氯蔗糖受益于国内环保严查，公司有望依托技术、成本、规模、环保上的综合优势，通过产能扩张，复制出以上两产品的行业地位。

盈利预测及评级：我们预计公司2019-2020年归母净利分别为9.03亿元、10.51亿元，对应EPS 1.62元、1.88元，PE 12.6X、10.9X。考虑公司安赛蜜、麦芽酚、三氯蔗糖市场地位，综合竞争力强，维持“买入”评级。

(十一) 利安隆

抗老化助剂龙头，成长逻辑持续兑现：公司作为国内高分子材料抗老化助剂行业龙头，2018年业绩同比增长48%，基本符合我们2018年6月深度报告《抗老化剂龙头，细分行业小而美，未来保持高增长》判断。公司业绩增长主要由于（1）产能释放，募投项目、自有资金建设项目部分建成投产，产销量提升。（2）综合销售毛利率稳中略升。

收购凯亚化工，完善产业链全布局：交易完成后，公司将直接获得HALS先进产能（2017年产量7900吨），同时获得改善加工性能的阻聚剂产能（2017年产量1074吨），补齐高分子抗老化剂中的最后一环，巩固行业龙头地位。

盈利预测及评级：若考虑凯亚化工2019年并表，预计公司2019-2021年归母净利润分别为3.11亿元、3.87亿元、4.64亿元，对应EPS 1.52元、1.89元、2.27元，PE 25X、20X、17X。考虑公司为高分子抗老化剂细分领域龙头，全系列产品布局，处于产能扩张期，业绩高增长，维持“买入”评级。

(十二) 万盛股份

阻燃剂供给逐渐紧张，淡季开始提价。阻燃剂受江苏盐城爆炸事件影响提价。其中工程塑料用阻燃剂目前价格22000-23000/吨，近期提价1000-2000元/吨。受益于原材料价格下滑，毛利率进一步提升。聚氨酯硬泡阻燃剂、聚氨酯软泡阻燃剂也在逐渐提价。阻燃剂1季度是淡季，2季度变好，3季度是旺季。目前供给已经开始紧张，不排除2季度继续提价。

设立子公司，进军芯片行业。18年公司设立子公司昇微电子（苏州），进军芯片的研发、设计和销售。未来公司将在芯片行业继续深耕。

盈利预测及评级：预计公司 18-20 年归母净利润分别为 1.65/2.50/3.20 亿元，对应 EPS0.65/1.0/1.26 元，当前股价对应 PE25/17/13 倍。考虑近期阻燃剂供需紧张，公司业绩有望受益产品涨价，维持“买入”评级。

四、风险提示

政策落地进度低于预期的风险

投资评级说明

1、行业评级

看好：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；

看淡：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。

2、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；

持有：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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyux@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。