

# 化工园区整治提升加速, 关注中长期影响

2019 年 04 月 09 日

## 【投资要点】

- ◆ 继“3.21”爆炸事故以来, 江苏省重拳出击整治排查, 4月1日出台《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》, 提出压减化工企业和园区数量。4月4日, 盐城市委常委会决定彻底关闭响水化工园区。4月8日, 江苏省常委会召开会议提出“三必须、三支持”, 要求对化工产业要分类施策, 保持有关政策的相对稳定性。我们认为从严整治对化工行业的影响不是一蹴而就的, 化工园区将在中长期时间内实现改造升级。
- ◆ **投资主线一: 染料。** 本次爆炸的天嘉宜化工为染料中间体生产企业, 直接导致染料及中间体产能供应不足价格攀升, 市场也已经率先反应。染料行业集中度虽相对较高, 部分中间体及小品种分布仍较分散, 行业集中度仍有提升空间。大企业部分敏感地区的产能仍有停产可能, “存量竞争”预期加剧。因而在关注价格上涨带来的业绩弹性同时, 建议警惕子公司停产的可能性。建议关注标的浙江龙盛具备中间体间苯二胺产能约6.5万吨(自用3.5万吨), 分散染料产能约14万吨, 活性染料产能约6万吨。生产基地位于环保及安全管理较为规范的绍兴地区, 停产可能性较小, 最为受益染料行业景气度提升。
- ◆ **投资主线二: 农药。** 2017年江苏省农药原药产量占全国总产量比例为33%, 响水园区分布着众多农药及中间体企业。响水园区停产后将显著影响到联苯菊酯、CCMP、乙草胺、丙烯酸及酯、烯草酮、B/F腈等产品及中间体供给。爆炸事件以来多数农药产品价格以稳为主, 响水园区停产相关农药及中间体价格支撑较强, 景气度有望提升。短期内直接受益产能收紧的小市值标的预计将收获更好的弹性, 核心受益标的长青股份、江山股份、海利尔, 建议关注长青股份、江山股份、海利尔、先达股份、利民股份、广信股份、新安股份、百傲化学。长期来看, 农药行业工艺复杂污染相对严重, 高压监管、退城进园、持续出清落后产能预计将常态化。产业链完整、持续扩产或在中西部地区有产能布局的龙头企业将长期受益, 谨慎看好扬农化工、利尔化学。
- ◆ **投资主线三: 具备园区资源及全产业链优势龙头企业。** 未来随着园区数量进一步大幅压减, 化工园区预计将“一票难求”。“园区资源”“全产业链优势”将成为化工企业核心竞争力, 产能指标、资源预计将明显向产业链一体化龙头企业集中, 强者恒强逻辑再度强化。另外, 化工安全环保严监管风暴下, 预计化工品价格上涨将由精细化工品逐步传导至大宗化工品, 带动行业整体景气度提升。建议关注园区一体化、产业链完整龙头企业万华化学、华鲁恒升、鲁西化工; 谨慎看好产业链完整、近年来产能快速扩张的菊酯龙头企业扬农化工、草铵膦龙头企业利尔化学。

## 【风险提示】

- ◆ 整治方案存在变化;
- ◆ 政策执行力度不及预期;
- ◆ 产能受整治波及开工不足。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

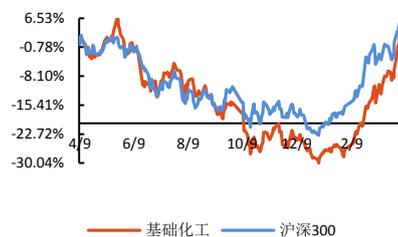
证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 孙翠华

电话: 021-23586480

相对指数表现



相关研究

《江苏省出台化工行业整治提升方案征求意见稿, 强者恒强格局再度强化》

2019. 04. 08

《爆炸事故影响持续发酵, 染料及中间体价格如期上涨》

2019. 04. 02

《基于 VAR 模型的原油价格波动影响传导机制研究》

2019. 03. 22

《干湿法价差持续缩小 头部公司产销率远超中小企业》

2019. 02. 14

《18Q4 基金持仓分析: 持仓继续回落, 低配比例创新高》

2019. 01. 25

## 正文目录

1. 安全事故频发，江苏化工园区整治提升预计加速.....	3
2. 供给收紧，农药、染料行业景气度有望持续提升.....	4
2.1. 响水化工园区农药、染料及中间体产业集中.....	4
2.2. 子公司停产，部分上市公司业绩或将受影响.....	5
2.3. 染料：浙江龙盛最为受益.....	7
2.4. 农药及中间体：建议关注长青股份、江山股份、海利尔、扬农化工、利尔化学、广信股份、先达股份、利民股份、百傲化学、新安股份、红太阳.....	10
2.5. 其他：阻燃剂、丙烯酸及酯，建议关注万盛股份、万华化学、卫星石化、华谊集团.....	16
3. 严监管下强者恒强逻辑持续强化，建议关注万华化学、华鲁恒升、鲁西化工.....	16

## 图表目录

图表 1: 响水地区化工企业产能分布一览表.....	4
图表 2: 联化科技营业收入及增速.....	6
图表 3: 联化科技归母净利润及增速.....	6
图表 4: 江苏吴中营业收入及增速.....	6
图表 5: 江苏吴中归母净利润及增速.....	6
图表 6: 雅克科技营业收入及增速.....	6
图表 7: 雅克科技归母净利润及增速.....	6
图表 8: 安诺其营业收入及增速.....	7
图表 9: 安诺其归母净利润及增速.....	7
图表 10: 分散染料产能分布（万吨）.....	8
图表 11: 活性染料产能分布（万吨）.....	8
图表 12: 响水园区主要染料及中间体企业产能分布.....	9
图表 13: 分散染料上市企业产能及苏北地区产能分布情况.....	9
图表 14: 染料上市企业价格弹性测算.....	10
图表 15: 响水园区主要农药及中间体产品对应上市公司产能情况.....	10
图表 16: 农药及中间体直接受益上市公司价格弹性测算.....	11
图表 17: 长青股份营业收入及增速.....	12
图表 18: 长青股份归母净利润及增速.....	12
图表 19: 长青股份毛利率、净利率水平.....	12
图表 20: 江山股份营业收入及增速.....	13
图表 21: 江山股份归母净利润及增速.....	13
图表 22: 江山股份毛利率、净利率水平.....	13
图表 23: 海利尔营业收入及增速.....	13
图表 24: 海利尔归母净利润及增速.....	13
图表 25: 海利尔毛利率、净利率水平.....	14
图表 26: 先达股份营业收入及增速.....	14
图表 27: 先达股份归母净利润及增速.....	14
图表 28: 先达股份毛利率、净利率水平.....	14
图表 29: 丙烯酸及酯受益上市公司价格弹性测算.....	16
图表 30: 重点关注公司盈利预测及估值情况.....	17

## 1. 安全事故频发，江苏化工园区整治提升预计加速

3月21日下午，江苏省盐城市响水县陈家港镇化工园区江苏天嘉宜化工有限公司苯储存罐发生严重爆炸，事故造成78人遇难，并波及周边16家企业。涉事企业江苏天嘉宜化工有限公司主营产品为苯二胺类产品，拥有间苯二胺产能约1.7万吨。4月3日晚，位于江苏泰州泰兴经济开发区的中丹技术化工有限公司污水车间废水储罐发生火灾，事故未造成人员伤亡，初步分析认为火灾原因为废水储罐内甲苯爆燃。中丹化工主要产品为农药、医药、染料中间体。

4月初，江苏省政府办公厅发布《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》。文件要求深入开展全省化工行业整治，调整优化行业规划布局，大幅压减沿长江干支流两侧1公里范围内、环境敏感区域、城镇人口密集区、化工园区外、规模以下等化工生产企业，着力破解“重化围江”“低散乱污危”等突出问题。到2020年底，全省化工生产企业数量由当前5000余家减少到2000家。到2022年，全省化工生产企业数量不超过1000家。全面提高准入门槛，要求新建化工项目原则上投资额不低于10亿元，禁止新/扩建农药、医药、染料中间体项目。同时要求对全省50个化工园区全面评价，根据评价结果压减至20个左右。

4月4日，盐城市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，加快实现乡村振兴。同时，要举一反三做好全市面上化工整治工作，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”。市场普遍已预期到爆炸事件发生后响水化工园区会进行整改排查，但此次响水化工园区直接彻底关闭还是超出市场预期，响水地区集中分布了较多染料、农药及中间体企业，产能冲击较大。

4月8日，江苏省委常委会议召开会议，会议指出要历史全面辩证地看待化工产业，坚持实事求是、分类施策，系统推进我省化工行业整治提升工作。对不符合安全生产标准的企业、园区**必须关闭**，对环保不达标的企业、园区**必须关停**，对落后低端企业**必须淘汰**。对符合安全生产、环保标准的企业要**支持技术改造、支持配套产业、支持完善产业链**。对区域总体环境容量不足的，要统筹规划调整，一企一策，针对性实施。**要保持有关政策的相对稳定性**，严格按照中央要求办。整治的目的在于提升，要通过实施差异化、精准化的治理措施，**加速淘汰安全系数低、污染严重的化工园区和企业，加快提升江苏化工产业发展层次**。我们认为政策严监管的趋势和基调不变，力度和强度不变，执行细则预期将相对温和，不会“一刀切”。

爆炸发生后，我们多次强调染料作为爆炸事件直接受冲击的产品，会率先受益产能收紧价格上涨，且预计将掀起化工安全环保监管排查风暴，产能集中的农药行业也将迎来产能压缩。目前来看我们的观点正持续得到验证。后续预计化工品价格上涨将由精细化工品逐步传导至大宗化工品，园区一体化、产业链完整、产能持续扩张的龙头企业持续受益。

## 2. 供给收紧，农药、染料行业景气度有望持续提升

### 2.1. 响水化工园区农药、染料及中间体产业集中

江苏省作为化工大省，全省约有 50 个化工园区，分布着大小 5000 余家化工企业，以农药、医药、染料中间体企业为主。2017 年江苏省农药原药产量占全国总产量比例为 33%，染料产能占比约为 16%。

本次关闭的响水化工园区，原名为陈家港化工集中区，2002 年 6 月建区，规划总面积 20 平方公里，2009 年，曾被省科技厅认定为全省唯一的化工类科技创业园。响水工业园区目前进区投资亿元以上企业已达 68 家，在建企业 20 个。集中分布了众多农药、医药、染料及中间体企业。

图表 1：响水地区化工企业产能分布一览表

企业	产品类型	主要产品及产能	2018 年复产情况	相关上市公司产能情况
江苏天嘉宜化工	染料及中间体	间苯二胺 1.7 万吨	18 年 8 月复产	浙江龙盛：间苯二胺约 6.5 万吨
江苏之江化工	染料及中间体	分散染料 2.5 万吨 滤饼 2 万吨 中间体 1 万吨	18 年 10 月复产	(自用 3.5 万吨)，未来 5 年内扩产至 10 万吨。间苯二胺约 3 万吨，分散染料约 14 万吨，活性染料约 6 万吨；
江苏安诺其化工	染料及中间体	活性染料 5500 吨	停产	闰土股份：拥有年产 19 万吨染料产能，其中分散染料年产 11 万吨，活性染料年产 6 万吨
响水恒利达(江苏吴中)	染料及中间体	28200 吨中高档有机颜料 5000 吨分散染料	18 年 10 月复产	吉华集团：分散染料 7 万吨，活性染料 1.5 万吨，其他染料 1 万吨，H 酸产能 2 万吨
江苏陈氏染料化工	染料及中间体	六羟基吡啶酮及四磺酸等染料中间体 2000 吨，活性染料 1 万吨		安诺其：分散染料产能 3.6 万吨、活性染料产能 1.83 万吨、中间体产能 3 万吨。
响水县华盛化工	染料及中间体	分散染料滤饼 4000 吨，染料 5000 吨		亚邦股份：分散染料 2.2 万吨
响水金隆化工	染料及中间体	1-氨基蒽醌		
响水航龙化工	染料及中间体	2,6-二氨基蒽醌，还原黄 1500 吨		
盐城市虹艳化工	染料及中间体	各类蒽醌染料 1700 吨	18 年 8 月复产	
江苏天波化工	染料及中间体	色酚 AS 等颜料	18 年 12 月复产	
响水汇龙化工	染料及农药中间体	氯苯酚系列产品及中间体		
响水利华化工	农药、医药中间体	丙酮醛，4-甲基咪唑		
江苏联化	农药及中间体	联苯菊酯 1500 吨，邻氯苯甲腈 5000 吨(总 10000 吨)	18 年 8 月复产	扬农化工：各类菊酯 8100 吨
盐城联化	农药及中间体	对氯苯甲腈、邻氯苯甲腈等氯代苯腈 7500 吨	18 年 9 月复产	百傲化学：目前产能 3000 吨，四月份投产 7000 吨
响水威尔化工	农药及中间体	吡啶类农药中间体 2700 吨，吡氟甲禾灵原药 500 吨，啉虫脒 400 吨	18 年 10 月复产	红太阳：吡啶类 6.2 万吨 海利尔：啉虫脒产能 1200 吨，2500 吨 CCMP，3500 吨各类新烟碱杀虫剂新增产能正逐步投产。 长青股份：CCMP 3000 吨。
响水中山生物	农药及中间体	莠去津 3 万吨，精异丙甲草胺 1 万吨，灭草松 3000 吨，莠灭净 5000 吨，硝磺草酮 3000 吨	18 年 8 月复产	利民股份：硝磺草酮 1000 吨 长青股份：异丙甲草胺产能 3000 吨

企业	产品类型	主要产品及产能	2018年复产情况	相关上市公司产能情况
江苏裕廊化工	农药及中间体	双甘膦 1.5 万吨, 草甘膦 2 万吨, 乌洛托品 3200 吨, 丙烯酸 16 万吨, 丙烯酸酯 10 万吨	18 年 12 月复产	
响水瑞邦化学	农药及中间体	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)吡唑硫酸盐 30 吨, 2, 3-二氨基吡啶 15 吨	18 年 12 月复产	
江苏天荣集团	农药及中间体	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	18 年 12 月复产	<b>中旗股份:</b> 精恶唑禾草灵 1000 吨
盐城南方化工	农药及中间体	烯草酮 1200 吨, 特丁噻草隆 1500 吨, 灭草烟 500 吨, 氟噻草胺 300 吨	18 年 12 月复产	<b>先达股份:</b> 烯草酮 1100 吨、异噁草松 3500 吨、咪草烟 1000 吨
江苏绿利来股份	农药及中间体	丁草胺 10000 吨, 乙草胺 20000 吨, 氯喹啉酸 500 吨, 灭草松 370 吨	18 年 12 月复产	<b>江山股份:</b> 乙草胺 1 万吨
盐城方正医药	医药	阿奇霉素 200 吨, 辛伐他汀 200 吨, 孟鲁司特 50 吨	18 年 8 月复产	
江苏华旭药业	医药	舒巴坦酸 250 吨, 舒他西林 34 吨, 他唑巴坦 6 吨等	18 年 8 月复产	
响水雅克	阻燃剂	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	停产	<b>万盛股份:</b> 阻燃剂 9.4 万吨
江苏瑞和新材料	其他	高性能树脂涂料 5 万吨, 氯化橡胶 2000 吨	18 年 8 月复产	
江苏大和氯碱	其他	烧碱 20 万吨, 液氯 18 万吨, 盐酸 8 万吨, 次氯酸钠 6 万吨等	18 年 8 月复产	
响水长洋化工	其他	三氯化铝 35000 吨	18 年 12 月复产	

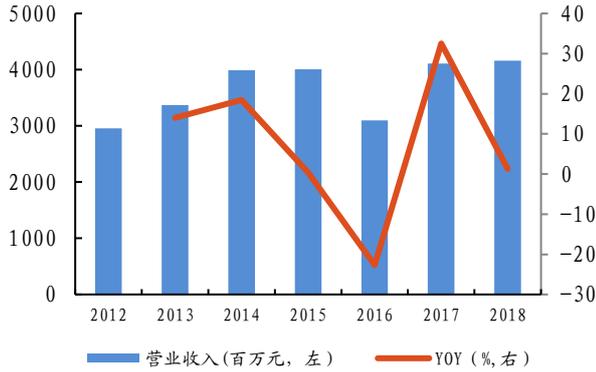
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

## 2.2. 子公司停产, 部分上市公司业绩或将受影响

### 联化科技:

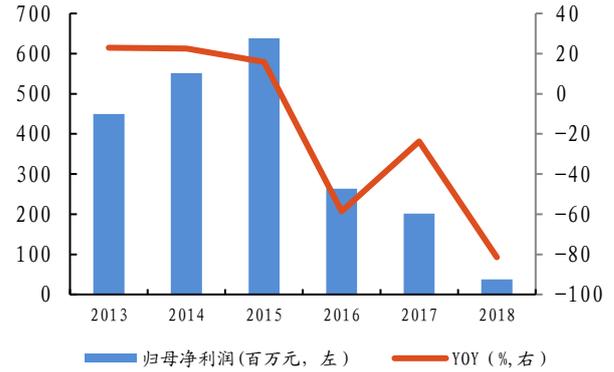
联化科技有两家重要子公司位于响水化工园区, 江苏联化具备联苯菊酯产能 1500 吨, 邻氯苯甲腈产能 5000 吨。盐城联化具备中间体氯代苯腈产能 7500 吨。两家子公司 2017 年合计营业收入为 18.12 亿元, 营收占比 44%; 合计净利润为 1.16 亿元, 占比 56%, 子公司关停后预计对业绩影响较大。

图表 2: 联化科技营业收入及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 3: 联化科技归母净利润及增速

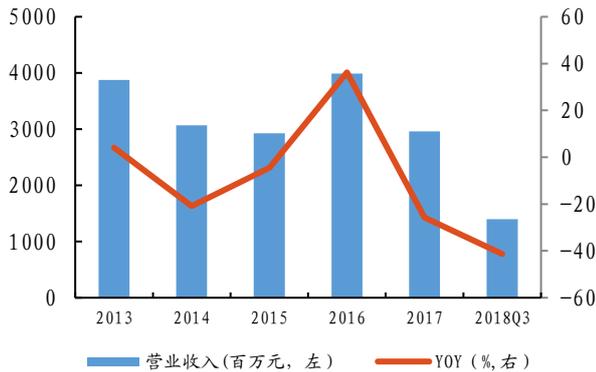


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**江苏吴中:**

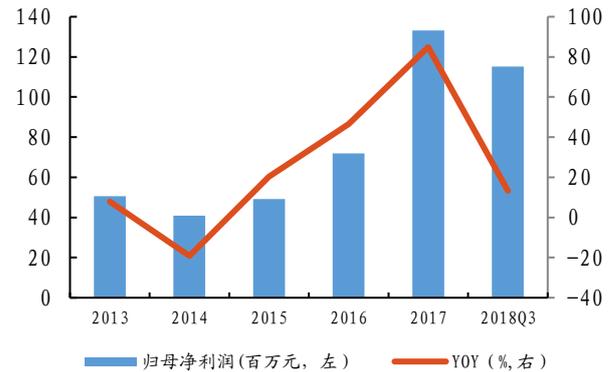
子公司响水恒利达具有 28200 吨中高档有机颜料、5000 吨分散染料产能, 是公司化工产品的主要生产基地。2017 年营收 6.5 亿元, 占比 22%, 净利润 8174 万元, 占比 60%。恒利达关停后预计将严重影响化工产品业务收入, 将大幅影响公司业绩。

图表 4: 江苏吴中营业收入及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 5: 江苏吴中归母净利润及增速



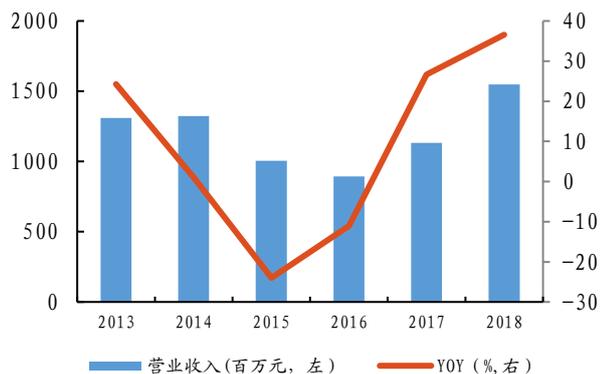
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**雅克科技:**

子公司响水雅克为公司重要的磷系阻燃剂生产基地, 具备阻燃剂产能约 7.1 万吨, 另外滨海雅克具备 3.5 万吨阻燃剂产能。2018 年 5 月份起, 响水雅克一直处于停产状态, 18 年上半年实现营业收入 4145 万元, 占比 6.4%; 净利润 128 万元, 占比 2.2%, 业绩占比较低。响水化工园区关闭后阻燃剂业务预计会持续下滑, 但该部分产能预计会部分转移至滨海园区, 且随着科美特、江苏先科并表, 电子材料业务占比继续提升, 响水雅克的业绩影响会持续弱化。

图表 6: 雅克科技营业收入及增速

图表 7: 雅克科技归母净利润及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

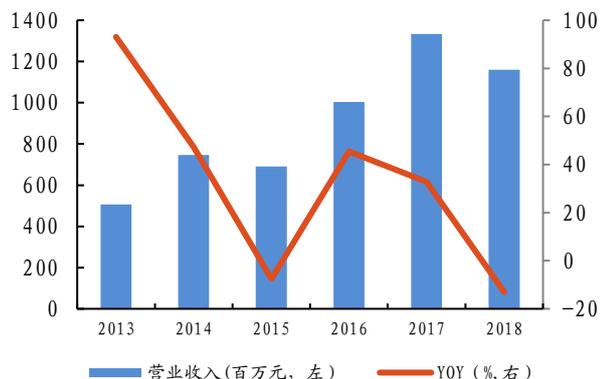


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 安诺其:

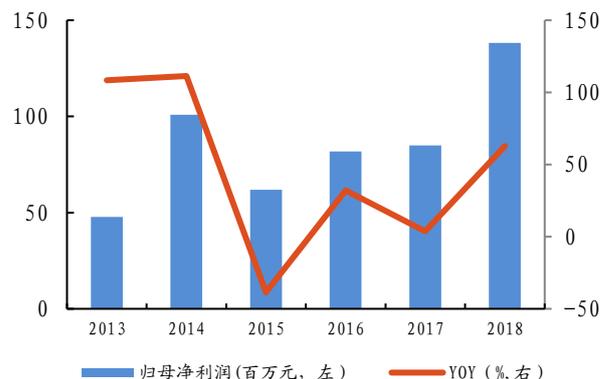
子公司江苏安诺其化工主要产品为活性染料, 爆炸事故前一直处于停工状态, 受停产影响 18 年营收降幅较大, 2018 年实现营收 2.05 亿, 占比 17.7%, 净利润 0.18 亿元, 占比 13.3%。目前烟台 3 万吨中间体项目一期 1.3 万吨分散染料中间体等产品已达产; 二期计划在未来三年逐步达产。山东安诺其精细化工仍有计划筹建不低于 5 万吨染料及中间体项目。受益新产能投出以及产品价格上涨, 预计江苏安诺其停产不会对业绩产生重大影响。

图表 8: 安诺其营业收入及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 9: 安诺其归母净利润及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

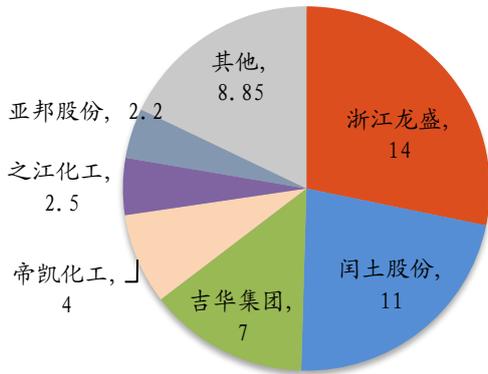
## 2.3. 染料: 浙江龙盛最为受益

**间苯二胺:** 爆炸企业江苏天嘉宜化工有限公司主营产品为苯二胺类产品, 拥有间苯二胺产能约 1.7 万吨。间苯二胺是合成分散染料的重要中间体, 目前主要生产企业有: 浙江龙盛约 6.5 万吨(自用 3.5 万吨); 四川红光约 1 万吨(已停产)、天嘉宜化工约 1.7 万吨。预计园区关停后影响间苯二胺 12% 产能, 受益标的: 浙江龙盛。

**染料:** 响水化工园区规模较大的染料企业包括: 之江化工 分散染料 2.5 万吨, 产能占比 5.1%; 安诺其 活性染料 5500 吨, 产能占比 2.8%; 恒利达化工 分散染料 5000 吨, 产能占比 1.1%; 陈氏染料化工 活性染料 1 万吨, 产能占比 2.3%; 以及众多中间体生产企业的产

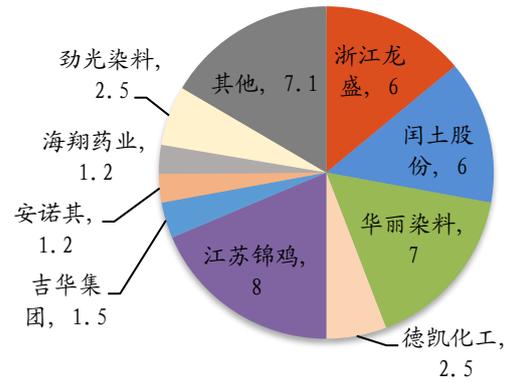
能影响较大，预计全面关停后分散染料及中间体价格仍有上涨预期。

图表 10: 分散染料产能分布 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 东方财富证券研究所

图表 11: 活性染料产能分布 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 东方财富证券研究所

图表 12: 响水园区主要染料及中间体企业产能分布

企业	产品类型	主要产品及产能	2018年复产情况	相关上市公司产能情况
江苏天嘉宜化工	染料及中间体	间苯二胺 1.7 万吨	18 年 8 月复产	浙江龙盛: 间苯二胺约 6.5 万吨
江苏之江化工	染料及中间体	分散染料 2.5 万吨 滤饼 2 万吨 中间体 1 万吨	18 年 10 月复产	(自用 3.5 万吨), 未来 5 年内扩产至 10 万吨。间苯二胺约 3 万吨, 分散染料约 14 万吨, 活性染料约 6 万吨;
江苏安诺其化工	染料及中间体	活性染料 5500 吨	停产	闰土股份: 拥有年产 19 万吨染料产能, 其中分散染料年产 11 万吨, 活性染料年产 6 万吨
响水恒利达(江苏吴中)	染料及中间体	28200 吨中高档有机颜料 5000 吨分散染料	18 年 10 月复产	吉华集团: 分散染料 7 万吨, 活性染料 1.5 万吨, 其他染料 1 万吨, H 酸产能 2 万吨
江苏陈氏染料化工	染料及中间体	六羟基吡啶酮及四磺酸等染料中间体 2000 吨, 活性染料 1 万吨		安诺其: 分散染料产能 3.6 万吨、活性染料产能 1.83 万吨、中间体产能 3 万吨。
响水县华盛化工	染料及中间体	分散染料滤饼 4000 吨, 染料 5000 吨		亚邦股份: 分散染料 2.2 万吨
响水金隆化工	染料及中间体	1-氨基蒽醌		
响水航龙化工	染料及中间体	2,6-二氨基蒽醌, 还原黄 1500 吨		
盐城市虹艳化工	染料及中间体	各类蒽醌染料 1700 吨	18 年 8 月复产	
江苏天波化工	染料及中间体	色酚 AS 等颜料	18 年 12 月复产	
响水汇龙化工	染料及农药中间体	氯苯酚系列产品及中间体		

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

**受益标的:** 我们认为在关注产品价格上涨带来的业绩弹性的同时, 需警惕江苏省内尤其是苏北地区产能是否会受到整治停产。

**最受益标的浙江龙盛:** 间苯二胺约 6.5 万吨 (自用 3.5 万吨), 未来 5 年内扩产至 10 万吨。分散染料约 14 万吨, 占比 28%。活性染料约 6 万吨, 占比 14%。且浙江龙盛的染料及中间体产能均位于环保及安全管理较为规范的绍兴地区, 产能开工受环保及安监排查影响较小。

图表 13: 分散染料上市企业产能及苏北地区产能分布情况

公司名称	分散染料总产能(万吨)	苏北地区子公司	所属化工园区	详细产能
浙江龙盛	14	-	-	-
闰土股份	11	江苏远征	灌云	2.25 万吨分散染料及配套中间体
		江苏明盛	灌云	H 酸、对位酯、氨基 K 酸等活性染料中间体及硫酸
		江苏和利瑞	灌云	1.45 万吨分散染料及配套中间体
亚邦股份	2.2	江苏华尔化工	灌南	3300 吨分散黄原染料、3 万吨商品染料
吉华集团	7	江苏吉华	滨海	分散染料产能 4 万吨、H 酸产能 2 万吨
安诺其	3.6	江苏安诺其化工	响水	活性染料
江苏吴中	0.5	响水恒利达	响水	28200 吨中高档有机颜料 5000 吨分散染料

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

**闰土股份:** 拥有年产 19 万吨染料产能, 其中分散染料年产 11 万吨, 占比 22%; 活性染料年产 6 万吨, 占比 14%。但闰土股份有三家子公司位于苏北灌云县, 涉及 3.7 万吨分散染料及配套中间体, 目前江苏和利瑞仍未复产。我们认

为当前监管高压态势下，响水化工园区的关停仅是一个开始，苏北地区率先整治的可能性较大，不排除灌云、灌南等园区部分企业再次停产的可能。

**吉华集团:**拥有分散染料7万吨,占比14%;活性染料1.5万吨,占比3.5%;其他染料1万吨,H酸产能2万吨,是全国仅次于龙盛的第二大染料企业。位于江苏滨海园区的子公司具有4万吨分散染料产能,产能影响较大,同样需要关注后续政策风险。

**亚邦股份:**分散染料2.2万吨,产能占比4.4%。子公司江苏华尔化工位于灌南县。

图表 14: 染料上市企业价格弹性测算

证券简称	证券代码	归母净利润 (亿元)	PE (TTM)	分散染料产能 (万吨)	活性染料产能 (万吨)	间苯二胺产能 (万吨)	分散染料价格每上涨1元/公斤增厚净利润 (亿元)	活性染料价格每上涨1元/公斤增厚净利润 (亿元)	间苯二胺价格每上涨1万元/吨增厚净利润 (亿元)
浙江龙盛	600352	41.11	18.20	14	6	3	1.4	0.6	3
闰土股份	002440	13.37	14.72	11	6	-	1.1	0.6	
吉华集团	603980	3.97	14.12	7	1.5	-	0.7	0.15	
亚邦股份	603188	5.01	21.51	2.2		-	0.22	0	
安诺其	300067	1.38	39.29	3.6	1.2	-	0.36	0.12	
江苏吴中	600200	1.33	40.96	0.5		-	0.05	0	

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

(注: 归母净利润一栏浙江龙盛、闰土股份、安诺其为18年数据, 其余为17年数据)

#### 2.4. 农药及中间体: 建议关注长青股份、江山股份、海利尔、扬农化工、利尔化学、广信股份、先达股份、利民股份、百傲化学、新安股份、红太阳

响水化工园区规模较大的农药及中间体企业包括联化科技两个子公司江苏联化和盐城联化, 天荣集团及其子公司绿利来化工、威尔化工、裕廊化工、中山生物、盐城南方等。直接受益标的包括长青股份、江山股份、海利尔、先达股份、利民股份、扬农化工、广信股份、新安股份、百傲化学、辉丰股份, 短期内小市值标的预计将收获更好的弹性, 核心受益标的长青股份、江山股份、海利尔。长期来看, 产业链完整龙头、扩产稳步推进、在中西部地区有产能布局将长期受益, 谨慎看好扬农化工、利尔化学。

图表 15: 响水园区主要农药及中间体产品对应上市公司产能情况

企业	核心产品	产能 (吨)	产能占比	受益公司	产能 (吨)	产能占比
江苏联化	联苯菊酯	1500	33%	扬农化工	800 (各类菊酯 8100 吨)	17%
				辉丰股份	1000	22%
江苏联化	氯苯甲腈	10000		百傲化学	3000 (四月份投产 7000 吨)	
盐城联化		7500				
响水威尔化工	CCMP	1200	6%	海利尔	2500	13%

				长青股份	3000		16%
响水威尔化工	啉虫脒	400		海利尔	1200		
响水中山生物	硝磺草酮	3000		利民股份	1000		
响水中山生物	异丙甲草胺	10000		长青股份	3000		
江苏裕廊化工	草甘膦	20000	2.8%	新安股份	80000		11%
				扬农化工	30000		4%
				广信股份	30000		4%
江苏裕廊化工	丙烯酸	200000	7.5%	卫星石化	480000		18%
				万华化学	300000		11%
				华谊集团	160000		6%
江苏裕廊化工	丙烯酸酯	100000	12.4%	万华化学	180000		14.5%
				华谊集团	300000		24.2%
盐城南方化工	烯草酮	1200	11%	先达股份	1100		10%
				辉丰股份	1000		9%
				长青股份	1000		9%
江苏绿利来股份	乙草胺	20000	20%	江山股份	10000		10%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 16：农药及中间体直接受益上市企业价格弹性测算

证券简称	证券代码	归母净利润 (万元)	PE (TTM)	受益产品	产能 (吨)	当前价格 (万元/吨)	价格上涨 10% 增厚 净利润 (万元)	所在地区
长青股份	002391.SZ	31943.25	16.94	CCMP	3000	13.5	4050	江苏扬州、南通
长青股份	002391.SZ	31943.25	16.94	烯草酮	1000	16.5	1650	江苏扬州、南通
长青股份	002391.SZ	31943.25	16.94	异丙甲草胺	3000	2.5	750	江苏扬州、南通
扬农化工	600486.SH	89537.70	22.61	草甘膦	30000	2.45	7350	江苏扬州
扬农化工	600486.SH	89537.70	22.61	联苯菊酯	800	40	3200	江苏扬州、南通
新安股份*	600596.SH	53273.54	7.35	草甘膦	80000	2.45	19600	浙江建德
先达股份*	603086.SH	11010.65	21.44	烯草酮	1100	16.5	1815	山东潍坊
江山股份*	600389.SH	24898.77	14.81	乙草胺	10000	2.3	2300	江苏南通
辉丰股份	002496.SZ	-46270.48	-10.95	联苯菊酯	1000	40	4000	江苏盐城
辉丰股份	002496.SZ	-46270.48	-10.95	烯草酮	1000	16.5	1650	江苏盐城
海利尔*	603639.SH	28603.53	15.87	CCMP	2500	13.5	3375	山东潍坊
海利尔*	603639.SH	28603.53	15.87	啉虫脒	400	17	680	山东潍坊
广信股份*	603599.SH	33722.69	19.91	草甘膦	30000	2.45	7350	安徽池州
百傲化学*	603360.SH	10026.64	40.07	B/F 腈	10000	3	3000	辽宁沈阳
利民股份	002734.SZ	20726.62	21.88	硝磺草酮	1000	24	2400	江苏新沂

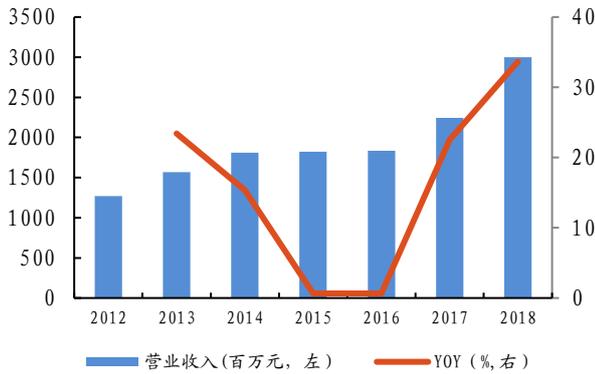
资料来源：Choice，公司公告，百川资讯，卓创资讯，东方财富证券研究所

(注：公司名称备注星号的暂未公布 18 年年报，表中归母净利润为 17 年数据)

**长青股份:**

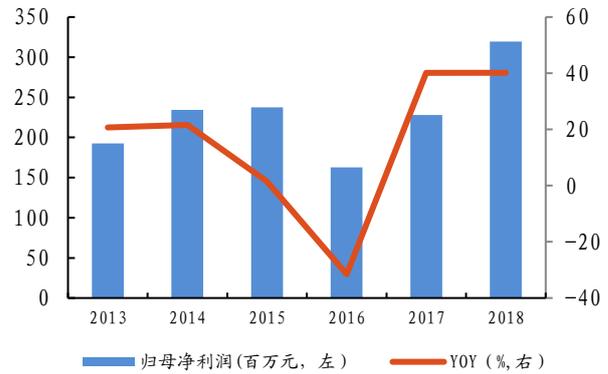
响水园区内威尔化工主营产品为吡虫啉中间体 CCMP (2-氯-5-氯甲基吡啶), 拥有 1200 吨产能, 占比 6%。长青股份具备 CCMP 产能 3000 吨, 目前 CCMP 价格约 13.5 万元/吨, 价格每上涨 1 万元/吨, 预计增厚净利润 3000 万左右。爆炸发生至今 CCMP 价格稳中略降, 威尔化工关停后价格支撑较强, 仍存上涨空间。另外公司拥有除草剂产品烯草酮 1000 吨、异丙甲草胺 3000 吨, 盐城南方化工 1200 吨烯草酮停产后预计影响 11% 产能, 中山生物 10000 吨异丙甲草胺停产后也将对产能造成较大冲击, 两种除草剂价格分别上涨 10% 时, 预计增厚净利润 2400 万。长青股份目前主要产能位于江苏省扬州市和南通市, 南通园区靠近海口, 在政策上放的稍宽, 预计受整治停产影响可能性较小。

图表 17: 长青股份营业收入及增速



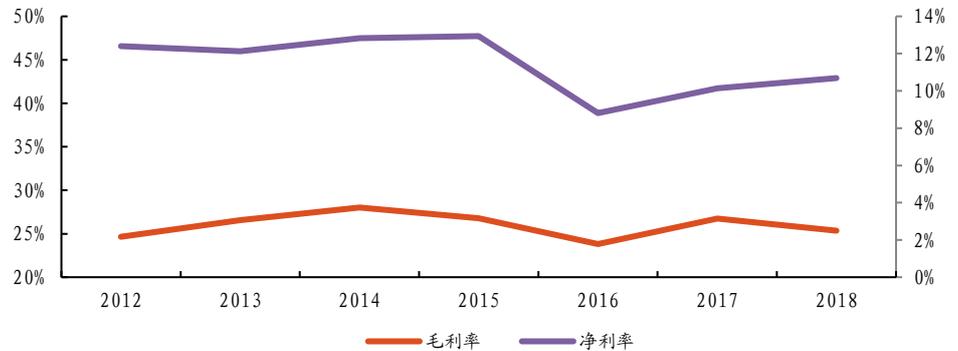
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 18: 长青股份归母净利润及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 19: 长青股份毛利率、净利率水平

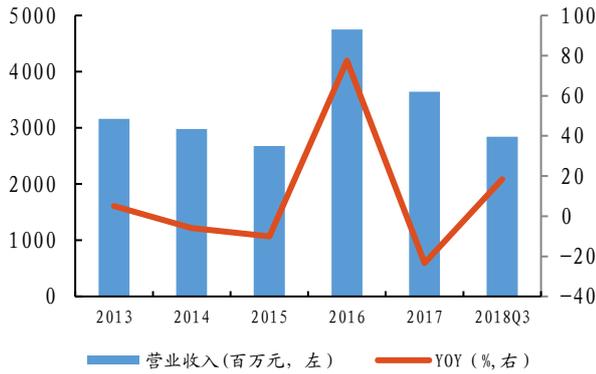


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**江山股份:**

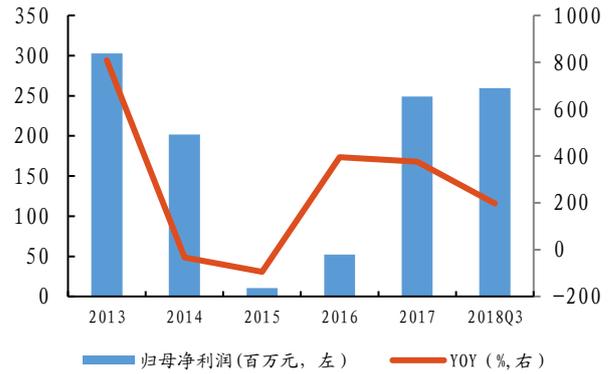
园区企业江苏绿利来化工具备乙草胺产能 20000 吨, 产能占比 20%。此次关停后预计将大幅影响乙草胺供给, 江山股份作为乙草胺唯一上市标的, 具备产能 10000 吨。爆炸事故至今乙草胺价格稳定, 维持在 2.3 万元/吨, 价格上涨 10% 预计能够增厚净利润 2300 万。生产基地位于江苏南通, 预计受整治停产影响可能性较小。

图表 20: 江山股份营业收入及增速



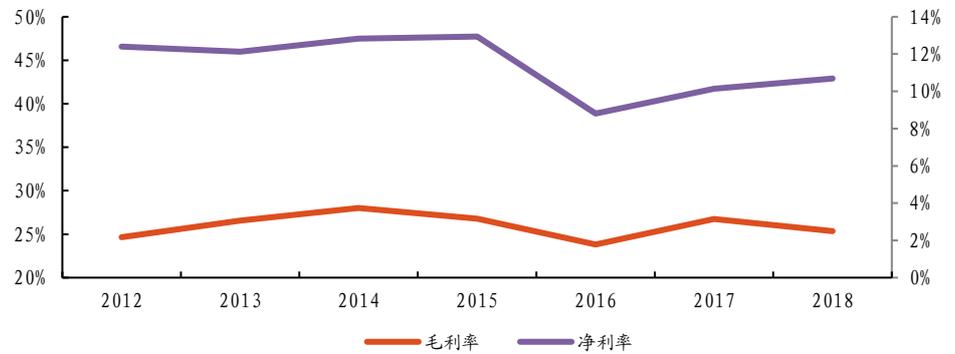
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 21: 江山股份归母净利润及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 22: 江山股份毛利率、净利率水平

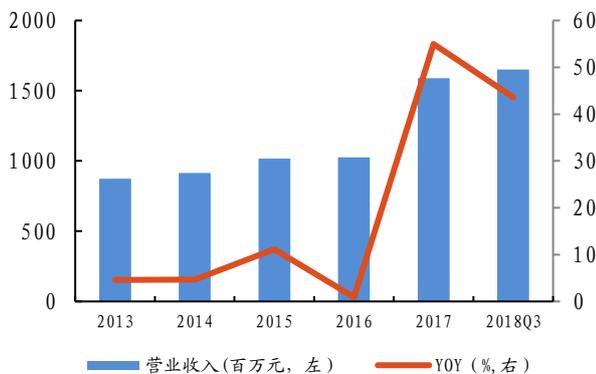


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**海利尔:**

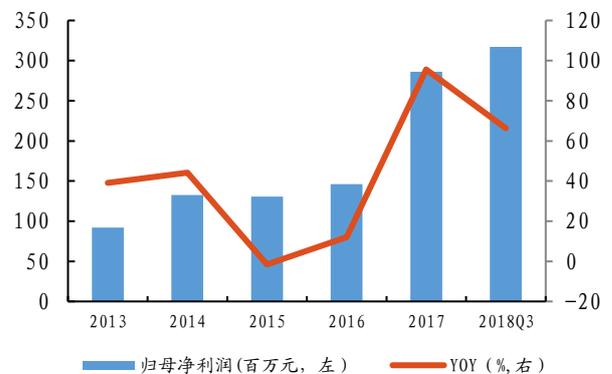
海利尔具备 CCMP 产能 2500 吨, 啮虫脒产能 1200 吨, 同样受威尔化工 CCMP 及啮虫脒产能停产影响, CCMP 和啮虫脒价格每上涨 1 万元/吨, 预计增厚净利润 2900 万。生产基地位于山东潍坊, 暂不受江苏省整治方案直接影响。

图表 23: 海利尔营业收入及增速



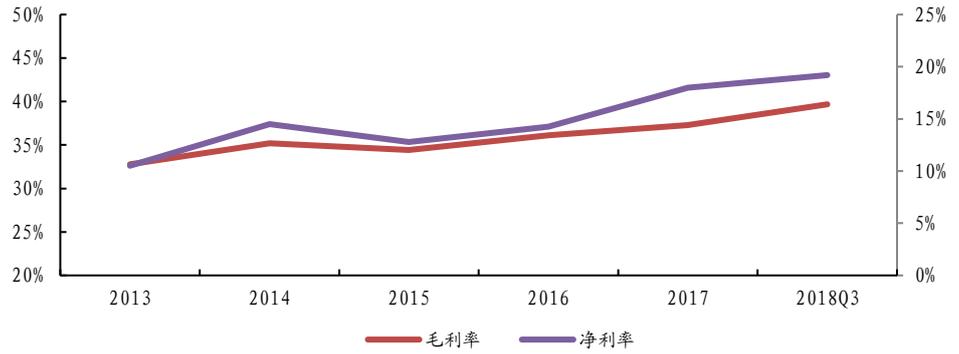
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 24: 海利尔归母净利润及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 25: 海利尔毛利率、净利率水平

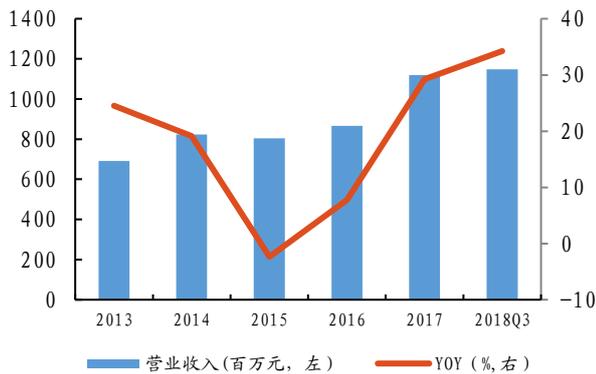


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**先达股份:**

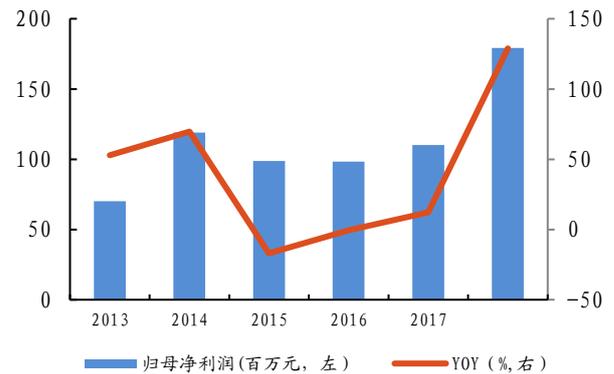
盐城南方化工具备烯草酮产能 1200 吨, 占比 11%。先达股份具备烯草酮产能 1100 吨, 占比约 10%。盐城南方化工停产后将大幅受益, 烯草酮当前价格约为 16.5 万元/吨, 价格每上涨 1 万元/吨, 将增厚净利润 1100 万元。先达股份生产基地位于山东潍坊, 产能开工受环保及安监排查影响较小。

图表 26: 先达股份营业收入及增速



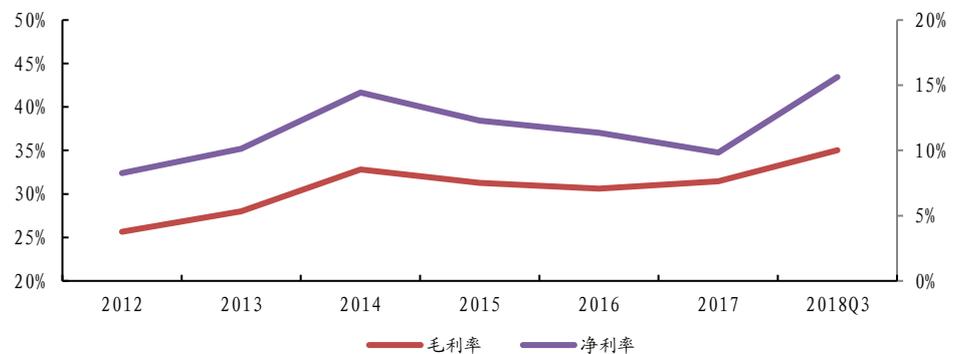
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 27: 先达股份归母净利润及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 28: 先达股份毛利率、净利率水平



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**利民股份:**

园区内中山生物具备硝磺草酮产能 3000 吨, 作为硝磺草酮产能收紧的核心受益标的, 利民股份具备产能 1000 吨, 生产基地位于江苏徐州。当前硝磺草酮价格约为 24 万元/吨, 预计硝磺草酮价格每上涨 1 万元/吨, 预计增厚净利润 1000 万元。

**百傲化学:**

百傲化学为 B/F 腈中间体生产企业, 具备产能 3000 吨, 4 月份预计投产 7000 吨。江苏联化和盐城联化 17500 吨 B/F 腈产能停产后预计将大幅收紧供给。目前 B/F 腈价格约为 3 万元/吨, 价格上涨 10%, 预计增厚净利润 3000 万元。百傲化学生产基地位于沈阳市, 预计受监管影响较小。

**辉丰股份:**

辉丰股份具备联苯菊酯产能 1000 吨, 烯草酮产能 1000 吨, 受益江苏联化联苯菊酯及盐城南方化工烯草酮停产, 预计两产品价格各上涨 10% 时, 将增厚净利润 5650 万元。但需要注意的是, 辉丰股份生产基地位于江苏省盐城市, 此次盐城关闭响水化工园区的同时支持各地区建设“无化区”, 且公司历史上曾因环保违法行为遭遇处罚和停产, 预计未来产能开工仍有一定不确定性, 暂不做推荐。

**优质白马: 扬农化工、利尔化学**

扬农化工和利尔化学是我们一直推荐的优质农药标的。

**扬农化工** 2018 年实现营业收入 52.91 亿元, yoy 19.21%; 归母净利润 8.95 亿, yoy 55.73%。18 年受苏北化工园区环保收紧影响, 菊酯量价齐升。18 年高效氯氟氰菊酯和联苯菊酯市场均价分别为 29/38 万元/吨, 较 17 年均价分别上涨 11/14 万元/吨。杀虫剂毛利率为 32.74%, 同比提升 3.6pct。优嘉二期 20000 吨麦草畏项目于 17 年全部投产, 18 年除草剂全年销量同比提升 6.6%。受中美贸易摩擦以及上半年抢出口效应影响, Q4 麦草畏出口量大幅下滑, Q4 除草剂总销量环比下滑 32%, 拖累单季业绩下滑。全年市场均价 9.35 万元/吨, 同比下降 9%。

展望 19 年我们认为, 菊酯产品环保安监高压下高景气有望维持, 且公司长单占比较高, 预计菊酯销售价格稳定, 中枢有望小幅上移。优嘉二期 1000 吨吡啶醚菌酯于 18 年底投产, 19 年稳定贡献业绩。目前中美贸易谈判进展乐观, 转基因作物顺利推广及草甘膦复配需求支撑下, 预计 19 年麦草畏需求稳中有升。同时优嘉三期项目预计 19 年全面推进, 19 年底有望开始逐步释放产能, 长期增长仍有保障。不考虑收购并表影响, 预计公司 19/20/21 年营业收入分别为 56.34/67.54/81.35 亿元, 归母净利润分别为 10.22/12.33/13.57 亿元, EPS 分别为 3.30/ 3.98/4.38 元。

**利尔化学** 2018 年实现营业收入 40.27 亿元, 同比增长 30.60%; 实现归母净利润 5.78 亿, 同比增长 43.75%。公司通过持续技改, 绵阳基地草铵膦产能由 17 年初的 5000 吨/年提升至目前 8400 吨/年, 18 年主要产品产销量提升。18 年草铵膦全年均价 17.97 万元/吨, 同比上涨 5.46%。同时湖南比德、江油启明星并表也部分增厚业绩。但 Q4 广安利尔丙炔氟草胺车间发生爆炸, 造成直接经济损失及行政处罚约 140 万。同时 17 年四季度草铵膦价格处于高位, 18Q4 价格同比下跌 8.45%, 两方面因素使得四季度业绩出现下滑。

公司 10 月份完成可转债发行，募集资金 8.52 亿用于建设广安基地 1000 吨丙炔氟草胺、10000 吨草铵膦、1000 吨氟环唑项目。丙炔氟草胺项目已于 10 月全面投产，草铵膦项目 18 年底投入试生产，受安全事故影响投产延后预计将于上半年投产。1000 吨氟环唑项目预计 19 年年中也将投产。氯代吡啶类除草剂仍有大量在建产能，规模优势持续扩大。同时公司启动 15000 吨/年甲基二氯化磷、2000 吨/年含磷阻燃剂、3000 吨/年 L-草铵膦原药生产线建设，项目总投资 10 亿元，预计于 2020 年后逐步投产。虽然目前全国草铵膦在建产能较多，但我们认为草铵膦技术、安全、环保门槛较高，实际达产产能仍有不确定性。同时草铵膦对百草枯的替代以及与草甘膦混配需求空间仍较大，产能对价格的冲击将处于合理区间。另外公司改进了草铵膦生产工艺，成本较国内主流的格式-Strecker 法大幅降低，草铵膦盈利能力仍有保障。看好公司长期增长，预计预计公司 19/20/21 年营业收入分别为 47.71/57.75/62.60 亿元，归母净利润分别为 6.85/8.07/8.81 亿元，EPS 分别为 1.31/ 1.54/1.68 元。

### 2.5. 其他：阻燃剂、丙烯酸及酯，建议关注万盛股份、万华化学、卫星石化、华谊集团

园区内响水雅克为上市公司雅克科技重要的磷系阻燃剂生产基地，具备磷系阻燃剂产能约 7.1 万吨。雅克科技为磷系阻燃剂龙头企业，响水工厂关停后预计将大幅影响阻燃剂供给，受益标的万盛股份具备阻燃剂产能 9.4 万吨。

图表 29：丙烯酸及酯受益上市企业价格弹性测算

证券简称	证券代码	归母净利润 (万元)	PE (TTM)	受益产品	产能 (吨)	当前价格 (万元/吨)	价格上涨 10%增厚 净利润 (万元)	所在地区
卫星石化	002648.SZ	94062.78	20.31	丙烯酸	480000	0.79	37920	浙江平湖
万华化学	600309.SH	1061037.99	14.04	丙烯酸	300000	0.79	23700	山东烟台
万华化学	600309.SH	1061037.99	14.04	丙烯酸酯	180000	0.96	17280	山东烟台
华谊集团*	600623.SH	61912.84	11.91	丙烯酸	160000	0.79	12640	上海
华谊集团*	600623.SH	61912.84	11.91	丙烯酸酯	300000	0.96	28800	上海

资料来源：Choice，公司公告，百川资讯，卓创资讯，东方财富证券研究所

(注：公司名称备注星号的暂未公布 18 年年报，表中归母净利润为 17 年数据)

园区内企业裕廊化工具备丙烯酸产能 20 万吨，占比 7.5%；丙烯酸丁酯产能 10 万吨，占比 12.4%，预计停产后将一定程度提振丙烯酸及酯的价格。主要受益标的为万华化学、华谊集团、卫星石化，丙烯酸当前价格为 9600 元/吨，价格上涨 10%，预计分别增厚净利润 2.37/1.26/3.79 亿元。丙烯酸丁酯价格上涨 10%，预计增厚万华化学和华谊集团净利润分别为 1.73/2.88 亿元。

### 3. 严监管下强者恒强逻辑持续强化，建议关注万华化学、华鲁恒升、鲁西化工

根据《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，方案要求对全省 50

余个化工园区全面评价，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新建化工项目；对于保留的化工园区，要依托龙头企业强化和完善产业链。目前江苏省仍有 2339 家企业园区外生产企业，随着园区数量进一步压减，化工园区预计将“一票难求”。可见“园区资源”“全产业链优势”将成为未来化工企业核心竞争力，未来产能指标、资源预计将明显向产业链一体化龙头企业集中，强者恒强逻辑再度强化。建议关注园区一体化、产业链完整龙头企业万华化学、华鲁恒升、鲁西化工、染料龙头企业浙江龙盛。谨慎看好产业链完整、近年来产能快速扩张的菊酯龙头企业扬农化工、草铵膦龙头企业利尔化学。

图表 30：重点关注公司盈利预测及估值情况

公司简称	股票代码	收盘价	EPS			PE(倍)			PB(MRQ)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
长青股份	002391.SZ	16.56	0.89	1.11	1.31	16.94	14.85	12.66	1.66
江山股份	600389.SH	23.10	1.29	1.40	1.47	17.88	16.46	15.70	3.59
海利尔	603639.SH	42.50	2.52	3.23	3.92	16.84	13.15	10.85	3.44
扬农化工	600486.SH	65.34	2.89	3.44	3.96	22.61	18.99	18.16	4.38
利尔化学	002258.SZ	18.11	1.10	1.39	1.70	16.44	14.38	11.72	3.21
浙江龙盛	600352.SH	23.00	1.26	1.60	1.76	18.20	15.85	14.39	3.75
先达股份	603086.SH	44.45	1.99	2.43	3.29	22.36	18.27	13.51	3.52
利民股份	002734.SZ	17.50	0.74	0.95	1.15	21.88	18.44	15.27	2.57
新安股份	600596.SH	15.28	1.84	1.39	1.59	9.12	12.08	10.55	1.94
广信股份	603599.SH	20.11	1.02	1.27	1.55	19.70	15.86	12.94	1.87
万华化学	600309.SH	47.43	3.88	3.75	4.29	14.04	12.63	11.71	4.63
百傲化学	603360.SH	30.07	0.77	1.08	1.37	39.19	27.92	21.95	6.69
卫星石化	002648.SZ	19.72	0.89	1.26	1.58	20.31	15.64	12.49	2.38
华谊集团	600623.SH	11.40	0.96	0.94	0.98	11.79	12.10	11.61	1.21
鲁西化工	000830.SZ	18.02	2.03	2.15	2.33	9.78	9.21	8.51	2.74
华鲁恒升	600426.SH	17.27	1.86	1.72	1.87	9.30	10.65	9.82	2.33

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。