

化工行业安检升级 行业变革深化

--化工行业专题

核心观点

陈家港化工园区爆炸引起化工行业震动：3月21日14时48分，位于江苏省盐城市响水县陈家港化工园区的江苏天嘉宜化工有限公司突发爆炸事故，截至2019年3月25日，事故已造成78人死亡；2018年4月份该地区曾经因为环保问题引起媒体关注，之后周边园区停产整治接近半年时间，而后由于经济下滑速度过快，8月有企业陆续复产，而爆炸事故发生，将半年的整改全部抹杀，这一事件之后引起化工行业震动，江苏省出台整治方案，其他省份也对化工企业安全运行引起高度关注。我们认为这一事件对化工行业未来的发展意义深远，行业变革继续深化。国内化工行业真正从做大逐渐向做强转变。

江苏省出台壮士断腕般的整治升级措施：2019年4月1日江苏省人民政府办公厅发出了关于征求《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》意见的紧急通知，按照这一规划，江苏省将大幅压减化工企业数量，从目前的4000多家减少到2022年底的1000家以下；化工园区从50家减少到20家；同时新建扩建项目难度加大，禁止新建扩建农药、医药、染料、中间等项目，全省不新增化学农药企业。2019年4月4日，江苏省盐城市政府决定彻底关闭响水化工园区，同时，根据省化工行业整治提升方案，进一步提升本市化工园区、化工企业整治标准，支持各地区建设无化区。盐城市农药和染料生产的集中区域。预计仅该地区影响染料、颜料供10%左右，同时多种农药产品产能将退出。因此以上两项整治措施，将迅速减少相关精细化工产品的供应，供给端大幅收缩，新增产能难度加大，短期供需矛盾难以有效解决。这些整治措施有可能也会被其他省份效仿，从而影响整个行业化工产品的供应。

江苏省化工在中国化工业占据举足轻重的位置：江苏省化工行业收入和利润总额分别占全国19%和20%的市场份额，分别居全国第二和第一，与山东省共同占据中国化工的半壁江山，尤其是精细化工的发展，在规模和品类上，都领先于国内其他省份。

投资建议：由于担心经济下滑影响需求和环保执行力度，同时中美贸易争端减少出口的预期，2018年下半年化工个股回调幅度较大；从历史情况来看，化工股的驱动因素更多是产能增长和价格弹性，安全环保和稳定生产并没有给予充分溢价，随着行业变革，小企业的不确定性加大，行业龙头的安全环保、创新管理的价值得以体现，化工行业的稳定生产将有明显的估值溢价。考虑公司估值和公司的长远发展，我们推荐以下三个方向：（1）供给端收到严重冲击的农药、染料、颜料：扬农化工、浙江龙盛、百合花、利尔化学；（2）一线龙头估值溢价提升：万华化学、华鲁恒升、龙蟒佰利；（3）、细分龙头行业集中度提升：利安隆、山东赫达。

风险提示：公司生产装置是否安全运行；需求较大幅度下滑。

行业表现对比图

2018/4/8~2019/4/8

— 沪深300 — 化工

相关报告

- 1.《国都证券-行业研究-行业专题-化工:行业估值低点 精细化工布局良机》
2018-12-14
- 2.《国都证券-行业研究-行业专题-化工:油价创新高 固投有回暖 四季度悲观中有亮点》
2018-09-27
- 3.《国都证券-行业研究-行业专题-化工:周期龙头崛起 新材料国产化势在必行》
2018-06-21
- 4.《国都证券-行业研究-行业专题-化工:关注长期供需改善 聚焦确定性成长》
2018-03-26

研究员:王双

电话: 010-84183312

Email: wangshuang@guodu.com

执业证书编号: S0940510120012

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1、江苏化工在全国有多重要？	4
2、江苏化工园区的特点是什么？	6
2.1、江苏省化工园区苏南地区快于苏北	6
2.2、江苏省化工园区存在的问题	7
3、江苏化工重点发展那些产业？	8
3.1、石化产业是江苏支柱产业之一	8
3.2、精细化工全国占据非常重要的位置	8
4、江苏化工行业整治的方向是什么？	12
4.1、江苏省大幅压减化工企业数量	12
4.2、盐城市响水化工园区取消	13
5、投资建议	15
5.1、供给端受到严重冲击的农药、染料、颜料	15
5.2、一线龙头估值溢价提升	16
5.3、细分龙头行业集中度提升	18
6、风险提示	19

图表目录

图 1: 江苏化工行业收入份额	4
图 2: 江苏化工行业利润总额份额	5
图 3: 2016 年各省化工收入市场份额	5
图 4: 2016 年各省化工利润总额市场份额	6
图 5: 江苏省化工园区分布图	7
图 6: 2018 年化学农药产量及各省份额	9
图 7: 2010 年染料产量及各省份额	11
图 8: 2010 年颜料产量及各省份额	11
图 9: 江苏化工企业数量	13
表 1: 国内草甘膦产能	9
表 2: 草铵膦生产企业	9
表 3: 联苯菊酯主要企业产能	10
表 4: 功夫菊酯主要企业产能	10
表 5: 颜料行业规模前十大产能及位置	11
表 6: 江苏省主要的抗老化助剂生产企业产能统计	12
表 7: 响水化工园区主要产能	14
表 8: 江苏省化工园区列表	20

3月21日14时48分，位于江苏省盐城市响水县陈家港化工园区的江苏天嘉宜化工有限公司突发爆炸事故，随后园区内企业陆续停产并进行人员疏散。22日清晨7点，江苏响水爆炸事故现场明火被最终控制。截至2019年3月25日，事故已造成78人死亡，共有伤员566人，其中危重伤员13人，重症66人。

这一事件之后引起化工行业震动，江苏省出台整治方案，其他省份也对化工企业安全运行引起高度关注。

我们认为这一事件对化工行业未来的发展意义深远，行业变革继续深化。国内化工行业真正从做大逐渐向做强转变。

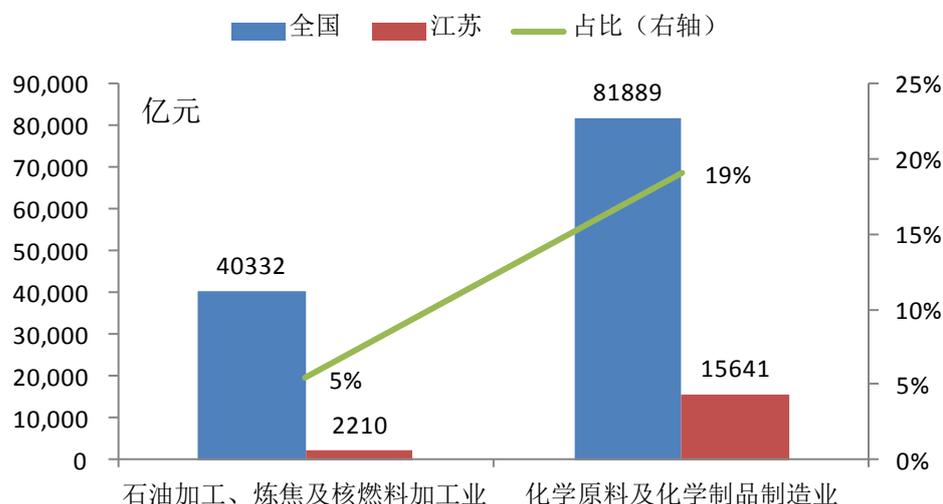
1、江苏化工在全国有多重要？

江苏化工行业在全国化工的地位，我们按照国家统计局行业分类，主要看代码25、26两个大类行业，即石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业。

化学原料及化学制品制造业这一大类涵盖了大部分化工细分行业，包括基础化工原料制造、肥料制造、农药制造、合成材料制造、专用化学品制造、炸药等制造、日用化学品制造等。

2017年全国石油、煤炭及其他燃料加工业收入4.03万亿，其中江苏省石油、煤炭及其他燃料加工业收入2210亿元，占全国该行业收入的5%；全国化学原料及化学制品制造业收入8.19万亿，江苏省化学原料及化学制品制造业收入1.56万亿，占全国该行业收入的19%。

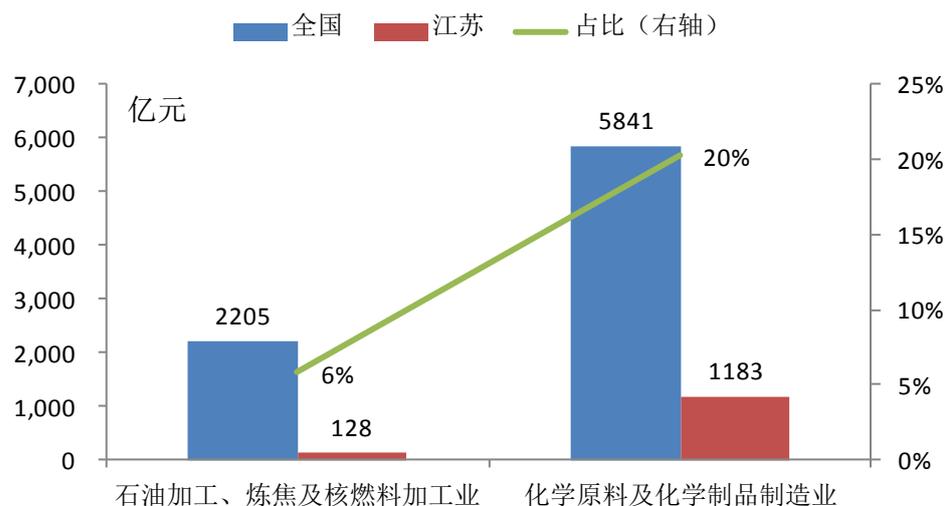
图1：江苏化工行业收入份额



数据来源：国家统计局、国都证券

2017年全国石油、煤炭及其他燃料加工业实现利润总额2205亿元，其中江苏省石油、煤炭及其他燃料加工业实现利润总额128亿元，占全国该行业利润总额的6%；全国化学原料及化学制品制造业实现利润总额5841亿元，江苏省化学原料及化学制品制造业实现利润总额1183亿元，占全国该行业利润总额的20%。

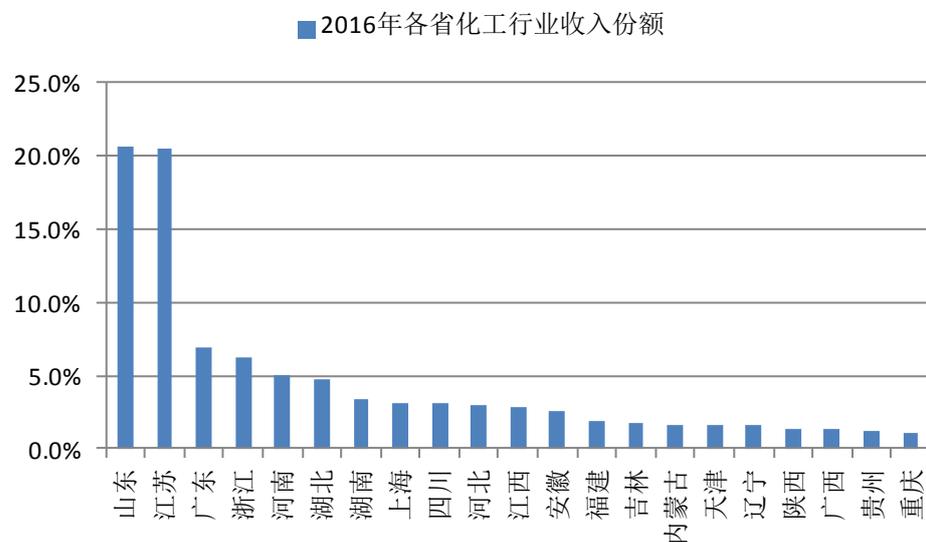
图 2：江苏化工行业利润总额份额



数据来源：国家统计局、国都证券

从各省收入市场份额看，江苏化工行业居全国收入比例排名第二，仅次于山东，并且与第三名的广东（6.9%）明显拉开距离。山东江苏占据了全国化工行业收入的半壁江山。

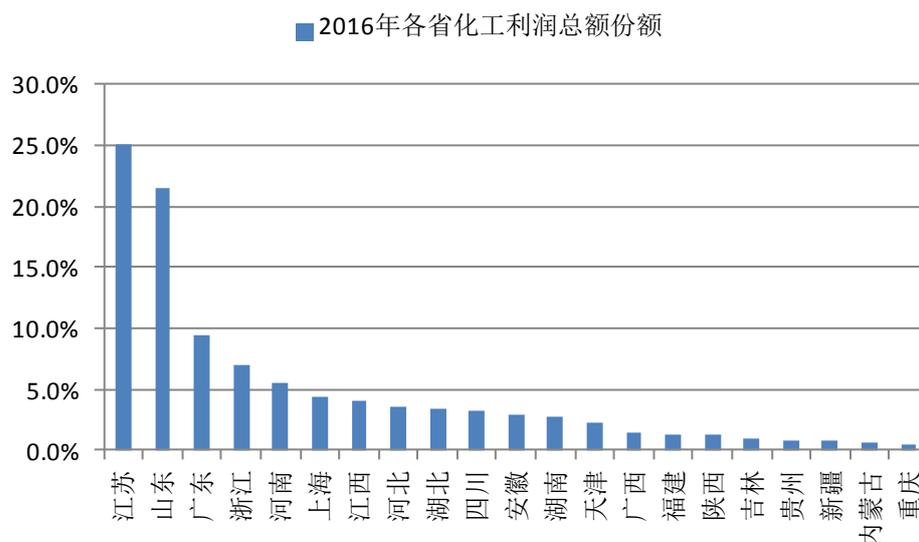
图 3：2016 年各省化工收入市场份额



数据来源：国家统计局、国都证券

从各省化工行业利润总额所占的市场份额来看，江苏化工行业利润总额居全国化工行业利润总额比例排名第一，并且与第三名的广东（9.5%）明显拉开距离。

图 4：2016 年各省化工利润总额市场份额



数据来源：国家统计局、国都证券

2、江苏化工园区的特点是什么？

2.1、江苏省化工园区苏南地区快于苏北

作为我国沿海发达省份之一的江苏，南北横跨长江，内贯京杭运河，身处水陆空四通八达的优越环境，经济发展地位不容小觑。

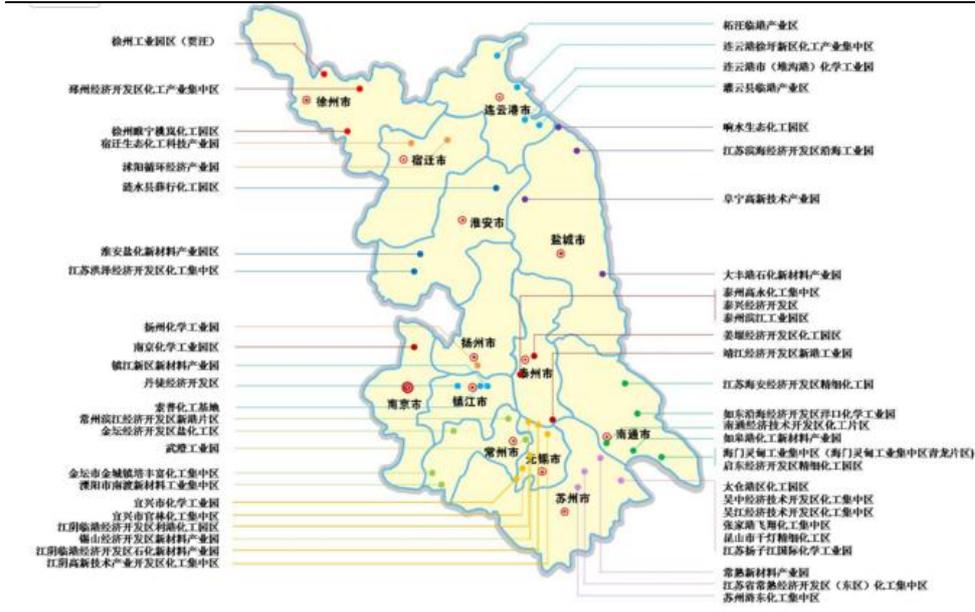
苏南地区发展早于苏北。苏南的化工产业，原来主要集中在苏锡常城市周边，以及环太湖的区域，通过搬迁关停并转等一系列的整合和洗牌之后，陆续进驻沿江化工园区。在搬迁、转型升级和技术创新方面做出了表率，苏南、苏中化工企业纷纷向长江岸边靠拢。其中以苏化、扬农、南通江山为代表，在长江两岸入园生产。

苏北徐宿淮盐连五市，地域辽阔，化工园区大小不一，发展程度不够成熟，尚处于初级水平。

根据 2019 年 2 月 3 日，江苏省政府办公厅发布的化工园区（集中区）环境治理工程的实施意见中提到，目前，江苏省化工园区有 53 家。（列表见文末附表）

中国石油和化学工业联合会化工园区工作委员会发布了 2018 中国化工园区 30 强名单，其中江苏 7 家园区上榜。评选出的 30 强园区代表了国内化工园区发展的先进水平，主要表现在产业基础雄厚，盈利能力强，基础设施完善，土地集约利用等方面。这七家化工园区主要包括南京江北新材料工业园区、泰兴经济开发区、扬州化学工业园区、常州滨江经济开发区、泰州滨江工业园区、镇江新区新材料产业园、江苏高科技氟化学工业园。基本集中在苏南和苏中。

图 5：江苏省化工园区分布图



数据来源：国都证券

2.2、江苏省化工园区存在的问题

2.2.1、入园门槛普遍不高、定位模糊良莠不齐

目前，省内化工园区比较规范的有张家港扬子江国际化学工业园、南京扬子化工产业园、泰兴精细化工园等，他们一般建园较早，除了有大型国内企业入驻外，还有一批来自海外的跨国公司落户，形成了一定的生产规模和配套。

江苏苏北的各个园区，普遍存在入园标准不一、门槛不高的情况，园区内的化工产品，均呈现大型企业少、科技含量低、产品链短、结构单一、粗放式生产、相互协同性差、产品大同小异没有显著差异性的特点。

2.2.2、园区之间交叉重叠，无序开采造成浪费

目前，建港口码头、储罐区和合成材料项目等已成为许多产业园追逐的热点，项目重复建设的情况明显。如聚苯乙烯产品，镇江产业园已建成80万~100万吨/年生产规模的生产线，而江苏扬子江国际化学工业园、常州滨江化学工业园等也在建设此项目或规划建设此项目。

苏北淮安市因为拥有大量的地下岩盐资源，除了市一级的盐化工园区外，下属的淮安区、淮阴区、洪泽县也都纷纷设立以盐化工为龙头的化工园区，大量无序开采地下的岩盐资源，以及有限的芒硝矿产。

2.2.3、园区规划变更随意性较大，欠缺中长期科学严谨规划

地域之间争抢项目，各级政府的招商引资力度逐年加大，为了完成年度目标，大多采用走出去的战略，甚至招商团队跨出国门，频频召开信息发布会，承诺的条件越来越无底线。

由于受各地政府“短平快”思维影响，加之招商引资的任务逐年加码，化工园区的范围也逐步由小变大，不断扩充园区面积，大量征用基本农田。其中个别园区缺少大局意识，争占港口码头、仓储场地等，然后再转手租借给后入园的企业，造成本属于园区公共规划的部分，被个别化企私自占用。

2.2.4、园区管理程度薄弱且落后

纵观园区内大多数园区办化工技术人才的高度缺乏，造成管理能力薄弱，行为滞后，化工应有的基础知识严重匮乏，对现场的管理没有正确的指导和监督，更谈不上管理创新的问题。

3、江苏化工重点发展那些产业？

3.1、石化产业是江苏支柱产业之一

根据江苏省工业和信息化厅数据，2018年，全省规模以上中小工业企业完成主营业务收入7.6万亿元，主要行业中，机械、轻工、石化和纺织四大行业支撑作用显著，主营业务收入均超过7000亿元，其中，机械行业主营业务收入3万亿元，石化行业主营业务收入1.2万亿元。四大行业的主营业务收入合计占规模以上中小工业的比重为76.1%，石化行业占比16%。

3.2、精细化工全国占据非常重要的位置

上个世纪90年代，我国建立了15个精细化工生产基地。每个基地从事的化学品生产领域不同，能够发挥每个基地的特点和优势。其中，江苏就占了五分之一，包括无锡、苏州、南通。一直以来，江苏都把精细化工作为经济发展的战略重点之一，在政策和投资上予以倾斜。

经过近20多年的努力，精细化工产业已在江苏得到确立，精细化工产业也由原来的三个化工基地发展到江苏沿江流域的所有城市。

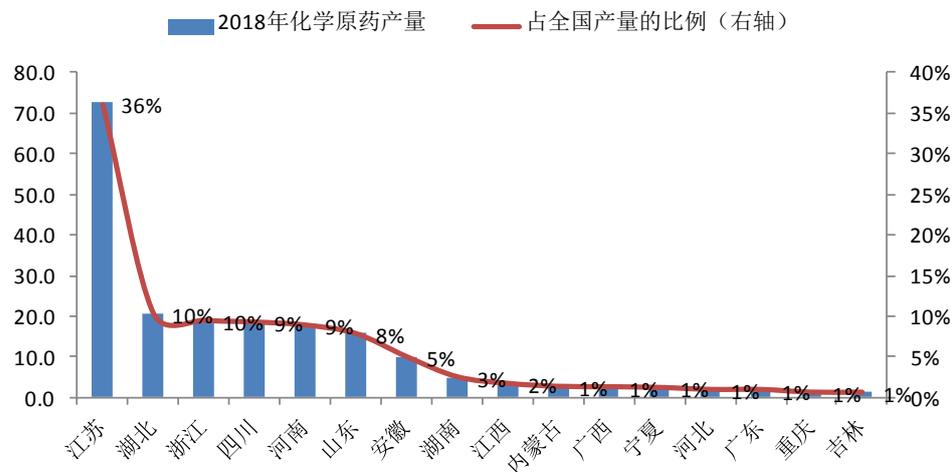
精细化学品是指能增进或赋予一种（类）产品以特定功能或本身拥有特定功能的小批量制造和应用的、技术密度高、附加值高，纯度高的化学品，是基础化学品进一步深加工的产物。

1986年原化学工业部将精细化工产品分为11个类别：（1）农药；（2）染料；（3）涂料（包括油漆和油墨）；（4）颜料；（5）试剂和高纯物质；（6）信息用化学品（包括感光材料、磁性材料等能接受电磁波的化学品）；（7）食品和饲料添加剂；（8）粘合剂；（9）催化剂和各种助剂；（10）（化工系统生产的）化学药品（原料药）和日用化学品；（11）高分子聚合物中的功能高分子材料（包括功能膜，偏光材料等）。

3.2.1、当之无愧的农药大省

2018年，中国化学原药产量200万吨，其中江苏省产量达到72万吨，全国占比36%，遥遥领先于排名第二的湖南省。

图 6：2018 年化学农药产量及各省份额



数据来源：国家统计局、国都证券

表 1：国内草甘膦产能

地址	企业	路线	产能 (万吨)	甘氨酸产能 (万吨)
安徽	广信化工	甘氨酸	3.0	
河南	许昌东方	甘氨酸	3.0	
湖北	泰盛化工	甘氨酸	13.0	
内蒙古	江苏腾龙	甘氨酸	5.0	
江苏	好收成韦恩	IDA	7.0	2
江苏	南通江山	IDA	4.0	
江苏	南通江山	甘氨酸	3.0	
江苏	扬农集团	IDA	4.0	
江西	金帆达	甘氨酸	2.5	
江苏	新安化工	甘氨酸	8.0	
四川	福华化工	甘氨酸	12.0	4
四川	和邦农药	IDA	5.0	
工艺路线		甘氨酸	49.5	
		IDA	19.0	1.5
总计			68.5	

资料来源：国都证券

以最大的除草剂品种草甘膦为例，全国产能 68 万吨，其中江苏省 20 万吨，占比 30%。

表 2：草铵膦生产企业

企业	原药产能 (吨/年)	规划	备注
德国拜耳	6000	计划扩产 6000 吨	扩产无投产消息
利尔化学	5000	再扩建 10000，2018 年投产 2000 吨	装置开工稳定，日产 20-25 吨
浙江永农	3000		装置检修
江苏辉丰(石家庄瑞凯)	1500	新上 5000	装置开工稳定，日产 10 吨
河北威远	1500		开工稳定
福华通达	3000	计划二期 3000	试运行

山东溪农	500		
好收成韦恩	1000		
江苏皇马	800		装置检修
乐斯化学	1000		开工不稳定
济宁天盛	500		
安徽富田	600		17年无开工计划
内蒙古佳瑞米	600	17年计划扩至3000	
合计	25500		

资料来源：国都证券

草铵膦全球产能 3 万吨，其中江苏产能 8000 吨左右，包括辉丰股份新建的 5000 吨产能。

重要的杀虫剂品种菊酯产能基本全部集中在江苏苏北地区，稳定生产的企业非常少，价格持续维持在高位，此次联化科技 1500 吨的联苯菊酯停产的话，行业产能进一步收缩。

表 3：联苯菊酯主要企业产能

公司名称	联苯菊酯产能（吨）	厂址
辉丰股份	1000	江苏盐城市大丰海洋经济综合开发区化工园
扬农化工	800	江苏
春江润田	800	江苏淮安盐化新材料产业园区
皇马农化	500	江苏省连云港市灌南县化学工业园

资料来源：国都证券

表 4：功夫菊酯主要企业产能

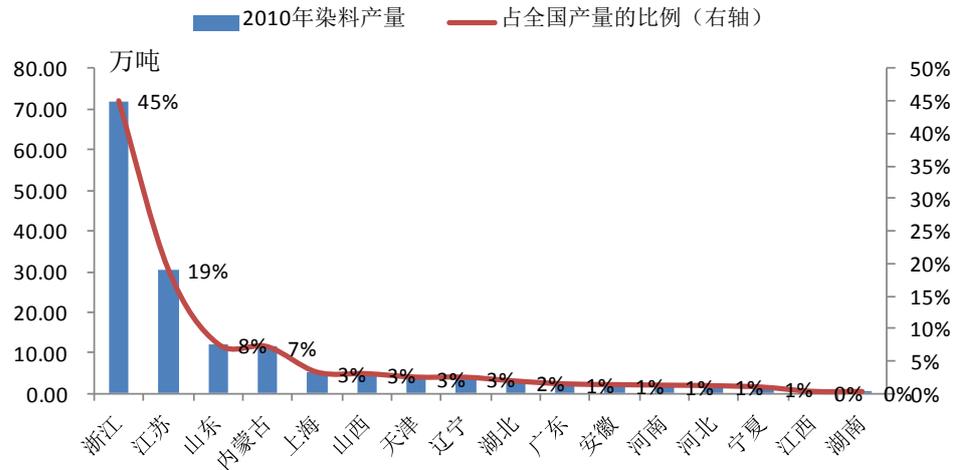
公司名称	功夫菊酯产能（吨）	厂址
扬农化工	2000	江苏
春江润田	800	江苏淮安盐化新材料产业园区
红太阳	600	江苏
常隆化工	500	江苏省常州市新北区
皇马农化	300	江苏省连云港市灌南县化学工业园
英德广农廉盛	300	
高新润农	100	山东省德州武城县经济开发区

资料来源：国都证券

3.2.2、染颜料国内小企业集中地

从产量上来说，浙江和江苏是我国染料生产的两大省份，而江苏省在中间体生产方面更具优势。

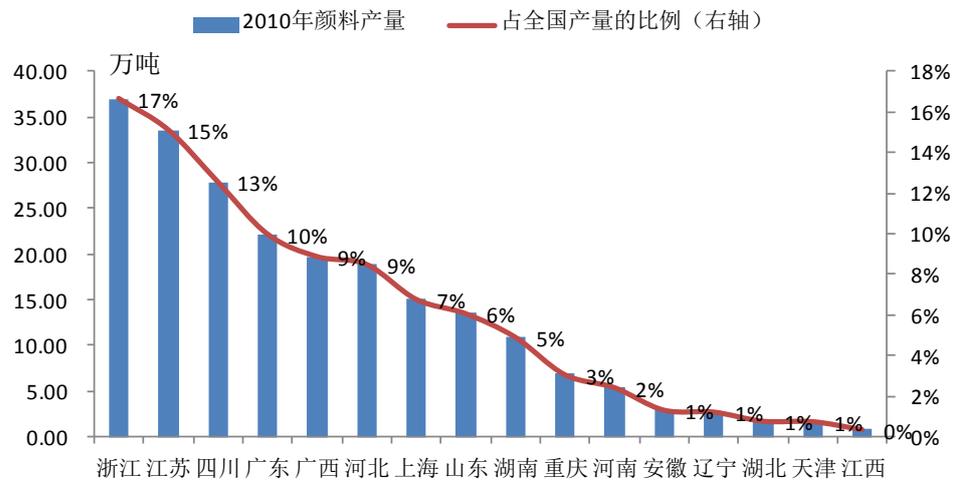
图 7：2010 年染料产量及各省份额



数据来源：国家统计局、国都证券

2017 年颜料全年产量 29.9 万吨，1 万吨以上的 10 家左右，生产企业集中在江苏、浙江、山东。目前前 10 位的，江苏 4 家，山东 2 家，杭州 2 家，河北 1 家。

图 8：2010 年颜料产量及各省份额



数据来源：国家统计局、国都证券

表 5：颜料行业规模前十大产能及位置

	行业规模前十名产能	
北美化学	4.50	常州市新区圩塘滨江化工区
百合花	3.34	杭州临江工业园区
阳光颜料	2.58	济宁市化学经济开发区企业
双乐颜料	2.57	江苏省兴化市张郭镇人民路
丽王科技	2.34	南通市高新技术产业园区
亚邦颜料	1.80	常州市牛塘镇人民西路
上海捷虹	1.60	上海市浦东民风路 351 号
龙口联合	1.61	
美利达	0.94	

红妍颜料	0.90	杭州市萧山区河庄街道
------	------	------------

资料来源：国都证券

3.2.3、化工助剂

以抗老化助剂为例，由于我国高分子材料化学助剂行业起步晚，国内企业规模普遍较小、产品型号少，研发能力弱，而江苏省抗老化助剂的生产企业多，产能占比较大。

表 6：江苏省主要的抗老化助剂生产企业产能统计

公司名称	品种	产能	备注
宿迁联盛	光稳定剂	中间体 2 万吨，终端助剂产品 1.8 万吨左右	国内最大的光稳定剂生产企业
杭州帝盛盐城工厂	UVA、HALS	3500 吨	
杭州帝盛启东工厂	UVA、HALS	3000 吨	
南通振兴	HALS	1.6 万吨	
双键化工	抗氧化剂	2000 吨	

资料来源：国都证券

4、江苏化工行业整治的方向是什么？

4.1、江苏省大幅压减化工企业数量

20190401 江苏省人民政府办公厅发出了关于征求《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》意见的紧急通知，对于化工行业整治提升主要是以下几点

（1）、大幅压减化工企业数量

到 2020 年底，化工企业数量减少到 2000 家，2022 年底，不超过 1000 家。

压减沿江化工企业数量：沿长江干支流两侧 1 公里范围内，化工园区外的 34 家 2020 年底前全部退出；园区内的 254 家企业，评估后，无产业链关联、安全隐患大的企业 2020 年底前退出。

压减环境敏感区域化工企业数量：包括太湖一级保护区、京杭大运河、通榆河清水通道 2020 年底前全部关闭或搬迁；

加快推进城镇人口密集区危化品生产企业搬迁改造：2020 年底前原则上全部退出；

压减园区外化工企业：涉及企业 2339 家；

压减小规模企业：涉及 1660 家规模以下企业；

减少化工园区数量：50 个降至 20 个左右。

图 9：江苏化工企业数量



数据来源：国家统计局、国都证券

(2)、新建项目难度加大

禁止沿江新建扩建：包括石油化工、煤化工、新增污染物项目；严禁在长江干支流一公里范围内新建、扩建化工园区和化工项目。

禁止新建扩建农药、医药、染料、中间体项目；全省不新增化学农药企业

新建化工项目原则上投资额不低于 10 亿元。

(3)、提升化工园区综合监管水平

提升化工园区安全环保基础设施、风险防控能力，把化工园区打造成最严“特别监管趋”，到 2020 年底前基本实现封闭化管理。

(4)、加快建设高水平化工园区，更注重产业链

淘汰低端落后、高风险、高耗能、高污染以及非产业链的化工项目；依托龙头企业大力引进技术创新水平高的企业和项目，进一步强链、延链、补链，重点打造一批国内领先的高水平的化工园区。

4.2、盐城市响水化工园区取消

2019 年 4 月 4 日，江苏省盐城市政府决定彻底关闭响水化工园区，同时，根据省化工行业整治提升方案，进一步提升本市化工园区、化工企业整治标准，支持各地区建设无化区。

该园区是重要的染料、颜料、农药、中间体生产园区，取消响水化工园区，影响主要是以上行业的供给。

其中染料、颜料预计占现有产量的 10%，而农药多品种受到牵连。不排除此后江苏省其他城市效仿此法或者其他省份也加大化工限制力度，化工行业未来新增产能堪忧。

表 7：响水化工园区主要产能

产品	公司名称	主营业务及可能产能	同行业上市公司
染料 颜料	恒利达科技化工	有机颜料 2.82 万；分散染料 0.5 万吨	百合花、浙江龙盛、闰土股份、安诺其等
	安诺其化工	活性染料 2017 年产量 1 万吨；2018 年 0.47 万吨。	
	富梅化工	烷基酚及中间体制造	
	天嘉宜化工	间苯二胺 1.7 万吨；邻苯二胺 2500 吨；1000t/a 三羟甲基氨基甲烷。	
	之江化工	2.5 万吨分散染料，滤饼 2 万吨，中间体 1 万吨	
	天波化工	色酚 7000 吨；色基 4000 吨	
	泓源化工	邻苯二酚、对苯二酚、间二氯苯、2,4-二氯苯乙酮、3,4-二氯二苯醚、间苯二酚、对氯苯酚、邻氯苯酚、2,4-二氯苯酚、2,6-二氯苯酚、2,4,6-三氯苯酚、硫酰氯、1,3-环己二酮制造与销售。	
	金隆生物工程	2000t/a 氨基蒽醌、500t/a 苯绕蒽酮、200t/a 还原棕 B Z C、600t/a 樟脑磺酸、2 万吨环保助剂[限 1.6 万吨三（二）醋酸甘油酯、2000 吨乙二醇二醋酸酯、1000 吨三乙二醇醋酸酯、1000 吨 CA 助剂]、1000t/a 还原漂兰 BC、500t/a 还原艳绿 FFB、1000t/a 还原橄榄 T 及 2520t/a 还原染料	
	虹艳化工	分散染料 4200 吨；活性染料 800 吨。	
	航龙化工	1500 吨染料及中间体	
	东旺化工	苯并咪唑酮系列高档有机着色剂试	
	信立颜料	计划建成 1 万吨颜料，具体建成尚不清楚	
	川大化工	染料	
	华盛化工	分散染料滤饼 4000 吨、成品 5000 吨。	
陈氏染料	活性染料 1 万吨，中间体 2000 吨（六羟基吡啶酮和四磺酸）		
汇龙化工	中间体		

	华亨生物化工	分散剂	
	生龙颜料	颜料 800 吨	
农药	江苏联化科技	联苯菊酯 1,500 吨, 邻氯苯甲腈 1 万吨	
	盐城联化科技	年产 800 吨 DFPA、年产 400 吨 PCA、年产 150 吨 (折百) PBA、300t/aA-NBE 生产线项目; 对、邻氯苯甲腈 7500 吨	百傲化学 (3000 吨邻氯苯甲腈、7000 吨在建)
	裕廊化工	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 万吨	
	威耳化工	CCMP(2-氯-5-氯甲基吡啶) 1200 吨、DCTF (2,3-二氯-5-三氟甲基吡啶) 1500 吨、啶虫脒 400 吨	长青股份 (1000 吨啶虫脒); 海利尔 (1500 吨啶虫脒)
	中山生物科技	硝黄草酮 3000 吨; 精异丙甲草铵 1 万吨; 莠灭净 0.5 万吨; 灭草松 0.3 万吨; 莠去津 3 万吨	长青股份 (精异丙甲草铵 0.3 万吨)、利民股份 (硝黄草酮 1000 吨)
	泰和化学	年产 250 吨氟氯草酯、200 吨炔草酯、100 吨噻菌酯、50 吨异噁唑草酮、50 吨茚虫威、200 吨咯菌腈、1000 吨噻虫嗪、300 吨吡唑醚菌酯、200 吨氟噻草胺、100 吨五氟磺草胺原药。	
	绿利来	94% 乙草胺原油 2 万吨; 50% 乙草胺乳油 2 万吨。	江山股份 (1 万吨乙草胺)
	南方化工	噻苯胺磺隆、氟噻草胺 300 吨、烯草酮 1200 吨、丁噻隆 1500 吨。	先达化工 (3000 吨烯草酮)

资料来源: 国都证券

5、投资建议

由于担心经济下滑影响需求和环保执行力度, 同时中美贸易争端减少出口的预期, 2018 年下半年化工个股回调幅度较大; 从历史情况来看, 化工股的驱动因素更多是产能增长和价格弹性, 安全环保和稳定生产并没有给予充分溢价, 随着行业变革, 小企业的确定性加大, 行业龙头的安全环保、创新管理的价值得以体现, 化工行业的稳定生产将有明显的估值溢价。考虑公司估值和公司的长远发展, 我们推荐以下三个方向。

5.1、供给端受到严重冲击的农药、染料、颜料

扬农化工: 菊酯产业链完善 农药一体化龙头估值溢价提升

公司是国内唯一一家一体化生产原料-中间体-原药的菊酯企业, 有核心中间体贵亭酸甲酯产能 3900 吨, 还有中间体 DV-菊酸、三氟氯菊酸与 DE-菊酸产能, 完全自给下一体化优势明显。同时卫生杀虫制品需求增长拉动卫生菊酯需求, 公司作为全球双寡头之一, 2600 吨农用菊酯产品升级充分受益。

响水工业园区预计影响联苯菊酯供应 1500 吨, 同时行业内其他供应基本不稳定, 菊酯价格维持在高位。

江苏作为农药大省, 随着化工企业压减, 农药供给端将受到较大影响, 公司作为江

苏地区甚至全国化工龙头公司，环保安全设施完善，稳定的生产更应该享受估值溢价。

浙江龙盛：染料行业绝对龙头 充分受益一体化产业链和雄厚的研发实力

公司为全球最大的纺织用化学品生产服务商：拥有超过年产 30 万吨染料产能和年产约 10 万吨助剂产能，年产 11 万吨的中间体产能，一体化生产带来的成本和环保优势，使公司中间体业务保持持续快速的增长。

公司目前拥有境内外专利近 1,900 项，雄厚的研发实力为公司在高端市场的产品开发提供有力的技术支持。

公司是分散染料行业的绝对龙头。响水工业园区关停之后，影响中间体间苯二胺产能 1.7 万吨，公司几乎成为国内唯一稳定的供货商，充分受益价格的上涨。同时此次预计影响染料供应接近产能 10% 左右，而随后中小产能的关闭将推动染料行业集中度进一步提升。

百合花：公司是国内上市的首家颜料企业

公司颜料产能规模全国第二，国内市场占有率约 10%，公司地处浙江，环保设施比较完善。

这个行业接近 60% 的企业产能小于 2 万吨，30% 小于 1 万吨，几家龙头公司在 3 万吨左右。目前有机颜料排名前 10 位的企业，江苏 4 家，山东 2 家，杭州 2 家，河北 1 家。此次盐城响水工业园区关停，预计直接影响颜料产能 3 万吨，占国内产能的 10% 左右。

公司中间体配套比较高：同染料的逻辑相同。中间体的质量和供应稳定性对颜料生产至关重要。大量的中间体供应商关停，颜料企业原材料供应不足，严重影响生产和销售。近年来公司不断加大上游中间体投入，建立较完整的产品链自我配套体系，估算公司的中间体自给率在 25% 以上，在行业内自给率比较高。

暂时不考虑颜料价格上涨，2019 年公司估值是 15 倍 PE，PEG 在 0.7 倍左右，我们认为行业趋势来看，颜料价格上涨的概率比较大，公司业绩还有提升空间，继续推荐。

利尔化学：农药行业新增产能审批困难 草铵膦龙头地位稳固

农药公司中的草铵膦龙头，拥有 5000 吨草铵膦设计产能，实际生产能力可以达到 8000 吨以上，公司在广安另外建设 1.2 万吨的设计产能。

公司在国内的成本和规模优势是其他公司难以超越的，公司规模不断扩大，依靠技术优势成本不断下降，考虑价格未来处于一个相对低的价格中枢，公司盈利仍然稳定增长。

5.2、一线龙头估值溢价提升

万华化学：MDI 成本优势是公司最大的安全边际 石化和新材料带公司更上一层楼

MDI 将迎来新一轮的扩产周期：当前全球 MDI 产能近 790 万吨，2018、2019、2020 年全球范围内将分别新增产能 70、10 万吨、167 万吨，但是负荷提升需要时间，有可能投产不及预期。目前全球 MDI 的需求量是 600 万吨左右，每年有 7% 左右的增量。

我们判断 2019 年，MDI 供需平衡略偏紧的态势会持续，2020 年之后有较多的新增产能，有可能会需要更多时间来消化。

万华是这次扩产潮的主力军：之前公司权益产能 150 万吨，吸收合并之后达到 210 万吨，公司同时规划未来在现有产能上扩建和美国产能投放，预计 2021 年达到 330 万吨的总规模，公司将占全球产能的三分之一左右，这意味着公司的话语权将越来越强。

MDI 产品的安全边际：按照公司 210 万吨的产能，80%开工率计算，公司的 MDI 业务最悲观净利润 33 亿元。按照未来 330 万吨，80%开工率计算，公司 MDI 业务最悲观净利润是 52 亿元。MDI 产品价格比我们预期的每高 1000 元/吨，按照未来 330 万吨，80%开工率计算，公司增加 20 亿元的净利润。

新材料蓄势待发：精细化学品及新材料系列主要包括表面材料、TPU、SAP、PC、特种异氰酸酯、特种胺等。2017 年营收、毛利中分别占比 7.90%和 6.27%。近两年公司新材料产品毛利率基本在 30%以上，我们认为这个毛利率水平略低于新材料的平均毛利率水平，未来还有上升空间。公司新材料产品合计产能在 80 万吨左右，按照 2 万元/吨的均价，化工行业利润率水平历史低点是 4-5%左右，而精细化工的利润率低点还在 11%以上，我们按照 11%计算，新材料产品的利润贡献保守估计在 17 亿元。

华鲁恒升：掌握国内最先进的水煤浆技术 多业联产打造行业最低成本

公司掌握国内最先进的水煤浆技术。公司是国内煤化工龙头企业，掌握最先进的清洁水煤浆粉煤气化技术，是多业联产的新型化工企业。现具备年产 220 万吨氨醇、180 万吨尿素、50 万吨醋酸、25 万吨 DMF、20 万吨混甲胺、20 万吨多元醇、16 万吨己二酸、5 万吨煤制乙二醇的生产能力。

新材料打开成长空间。2018 年 9 月份化工园区认定获批，150 万吨的化工新材料项目打开成长空间。公司在 18 年年报披露新产能扩建计划，公司下一步拟投资建设己内酰胺及尼龙新材料和精己二酸项目，打造一体化新材料产业基地。酰胺及尼龙新材料项目拟投资 49.8 亿元，建设期 30 个月，建成后形成 30 万吨己内酰胺（其中 20 万吨自用）、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等，预计达产后年均实现营业收入 56.13 亿元、利润总额 4.46 亿元；16.66 万吨精己二酸项目拟投资 15.72 亿元，建设期 24 个月，该项目将实现产品高端化、进入行业第一梯队，达产后预计年均实现营收 19.86 亿元，利润总额 2.96 亿元。

龙蟒佰利：超越周期性增长 中国钛白走向世界

公司是国内唯一氯化法和硫酸法双工艺、全产业链的企业，是目前产能规模全球第四、亚洲最大的钛白粉供应商。公司总部位于河南焦作，形成了河南焦作、四川德阳、攀枝花、湖北襄阳等三省四地五大生产基地。公司自上市以来，不断提高技术水平，从 10 万吨产能扩张到 65 万吨，从单一硫酸法实现硫酸法与氯化法共同进步，实现了跨越式发展，并且公司前进的步伐一直没有停止。

超越周期性增长 不能只看房地产：从历史情况看，钛白粉目前价格并非最高点，从行业集中度看，还有非常大的空间供中国企业进步。最近 5 年，全球市场看，中国的市占率逐渐提升，但是从数据分析看，我们认为公司仍然是在替代中小企业的市场份额，中国出口量从 40 万吨提升到 80 万吨，是小企业退出和行业自身增长带来的需求增长，

还未从根本上挤占龙头公司的份额，未来还有很长的行业集中度提升的路要走。钛白粉 60%用于涂料；涂料 34%用于建筑房地产，以国内 220 万吨消费量来计算，房地产需求如果下降 10%，对钛白粉影响 4.5 万吨左右，但是出口量预计增长 10 万吨以上，足以抵消房地产带来的负面影响。

这是一家不吝惜分红的公司，从 2011 年上市以来，实施现金分红 9 次，分红率 78%，预计未来保持高比例分红。未来公司有新增产能，基于行业分析对产品价格影响最小，预计公司 2018 年到 2020 年的净利润分别为 28 亿元、34 亿元和 43 亿元，三年利润复合增速 20%，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：产品价格下降；需求不达预期。

5.3、细分龙头行业集中度提升

利安隆：高分子抗老剂龙头 市场份额不断扩张

高分子材料抗老化助剂行业龙头：利安隆是国内高分子材料抗老化剂行业龙头，主营产品包括抗氧化剂、光稳定剂和 U-PACK 等。目前公司产能在国内最大，在行业内份额不到 2%，计划在 5 年内达到 10%。随着需求的扩张，抗老化助剂产能并没有明显扩张。国外大企业没有扩张意愿，国内小企业受环保影响，关停较多。公司快速发展正逢其时。

市场空间不断扩大：随着新兴市场崛起，涂料、塑料、橡胶等下游高分子行业迅速发展；与发达国家相比，国内工程塑料、改性塑料占塑料生产和消费总量的比例不高，质量水平和消费量有较大的上升空间，为抗老剂的新产品开发和应用技术发展提供了良好的市场机遇。新化学物质的不断出现大大加速高分子新材料的制备以及新应用领域的拓展，对高分子材料的需求进一步加大。

山东赫达：2018 年迎来发展拐点 植物胶囊前景无限

2018 年是公司业务发展的拐点：

(1) 公司是我国规模最大的非离子型纤维素醚生产企业，拥有建材级纤维素产能 3.39 万吨，2018 年底新增产能 1.5 万吨，新增产能是原有产能的 80%，并且获得海外大客户订单，销售压力不大，同时国家加大了对环境保护的监管力度，一部分环保不达标的纤维素醚厂家处于关停状态，国内市场竞争秩序有所好转，行业集中度提升；

(2) 医药级纤维素醚产业链向下游植物胶囊拓展，并获得多项欧美国家认证及客户认可，在成本和一体化方面具有明显优势，2018 年销量开始大幅提升；

(3) 子公司福川化工生产的原乙酸三甲脂由于竞争对手搬迁价格大幅上涨，公司明显受益。

植物胶囊发展潜力大：目前，全球植物胶囊的年销售量超过 1500 亿粒，其中 HPMC 植物胶囊的年均增长率超过 25%。植物胶囊是动物明胶胶囊的重要补充和理想替代产品之一。国外市场对植物胶囊的需求增长较快，我国在植物胶囊领域的起步较晚，产销量小，未来的市场需求潜力大。2018 年，公司取得美国、英国、德国及法国等多国客户的供货认证。赫达欧洲公司及赫达美国公司在 2018 年成功打开胶囊产品欧美市场 2017 年底公司产能 35 亿粒，预计到 2019 年底达到 85 亿粒，远期项目投资 5 亿元，形成年产 350 亿粒植物胶囊产能，项目计划在 3-5 年内分三期建设完成。

盈利预测及估值：我们暂时不考虑公司后续的医药食品级纤维素醚产能的扩建，2019-2020 年均属于建材级纤维素醚和植物胶囊产能释放期，下游客户采购意向强烈，订单增速高，预计 2019-2021 年实现净利润分别为 1.39 亿元、1.81 亿元和 2.19 亿元，年复合增速 44%，基本每股收益 1.17 元、1.52 元和 1.84 元，对应的 PE 分别为 22 倍、17 倍和 14 倍，给予推荐的投资评级。

6、风险提示

公司生产装置是否安全运行；需求较大幅度下滑。

表 8：江苏省化工园区列表

序号	区域	园区
1	南京	南京化学工业园区
2	徐州	新沂化工产业集中区
3		邳州经济开发区化工产业集中区
4		徐州睢宁桃岚化工园区
5		徐州工业园区（贾汪）
6	无锡	江阴高新技术产业开发区化工集中区
7		江阴临港经济开发区石化新材料产业园
8		江阴临港经济开发区利港化工园区
9		宜兴市化学工业园
10		宜兴市官林化工集中区
11		锡山经济开发区新材料产业园
12	常州	常州滨江经济开发区新港片区
13		金坛经济开发区盐化工区
14		金坛市金城镇培丰化工集中区
15		溧阳市南渡新材料工业集中区
16		武澄工业园
17		吴中经济技术开发区化工集中区
18		苏州浒东化工集中区
19		江苏省常熟经济开发区（东区）化工集中区
20		昆山市千灯精细化工区
21		常熟新材料产业园
22		江苏扬子江国际化学工业园
23		张家港飞翔化工集中区
24		太仓港区化工园区
25		吴江经济技术开发区化工集中区
序号	区域	园区
26	南通	南通经济技术开发区化工片区
27		海门灵甸工业集中区（海门灵甸工业集中区青龙片区）
28		启东经济开发区精细化工园区
29		如东沿海经济开发区洋口化学工业园
30		江苏海安经济开发区精细化工园
31		如皋港化工新材料产业园
32	连云港	连云港徐圩新区化工产业集中区（连云港市徐圩新区板桥片区）
33		灌云县临港产业区
34		连云港市（堆沟港）化学工业园
35		柘汪临港产业区
36	淮安	淮安盐化新材料产业园区
37		淮安市洪泽经济开发区化工集中区
38		涟水县薛行化工园区
39	盐城	江苏滨海经济开发区沿海工业园

40		大丰港石化新材料产业园
41		阜宁高新技术产业园
42		响水生态化工园区
43	扬州	扬州化学工业园
44	镇江	镇江新区新材料产业园
45		江苏省丹徒经济开发区
46		索普化工基地
47	泰州	姜堰经济开发区化工园区
48		泰州滨江工业园区
49		靖江经济开发区新港工业园
50		泰兴经济开发区
51		泰州高永化工集中区
52	宿迁	沐阳循环经济产业园
53		宿迁生态化工科技产业园

资料来源：江苏省办公厅 201902、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	汽车环保	wangshubao@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	苏国印	通讯、电子	suguoysin@guodu.com
于伯菲	房地产	yubofei@guodu.com	李树峰	传媒、互联网	lishufeng@guodu.com
陆星挺	家电、电力设备	luxingting@guodu.com	白姣姣	食品饮料	baijiaojiao@guodu.com
李兰	宏观、金融	Lilan@guodu.com	朱天辉	机械、军工	zhutianhui@guodu.com
黄翱	计算机、电子	huangao@guodu.com	韩保倩	光伏风电、商贸、交运物流	hanbaoqian@guodu.com
时应超	新材料、新技术	shyingchao@guodu.com	傅达理	医药生物、医疗服务	fudali@guodu.com