

化工行业 2019 中期投资策略

2019 年 06 月 13 日

长周期下的危机意识与化工行业选择

重点推荐农化，染料，维生素等精细化工品种
增持（维持）

证券分析师 柴沁虎
执业证号：S0600517110006
021-60199793
chaiqh@dwzq.com.cn
研究助理 陈元君
021-60199793
chenyj@dwzq.com.cn
研究助理 肖雅博
021-60199793
xiaoyb@dwzq.com.cn

投资要点

■ **稳定的外部环境是我们经济发展的重要条件。**由于基础科学的停滞，第三次工业革命的效应进入尾声，全球经济增长的动力不足，西方主要经济体出现了社会的全面保守化。

■ **国内“三去一降一补”为特征的供给侧改革已经历时 4 年，出现了一些新变化。**主要表现为个别省份供给侧改革已经结束，部分省份进入收官阶段，大宗化学品面临价格高企，需求不足和产能扩张的压力。

■ **外部需求存在不确定，政府部门的支持力度对产业和企业影响较大。**目前内外形势错综复杂，突出表现为安全压力不断增大，但投入资源条件趋紧。重点关注军民融合、国企改革、自主可控、产业升级以及大创新等方向。

从发达国家的经验看，通过军民融合发展来凝聚国家意志和全社会力量，统筹安全与发展，筑牢本国安全和发展的基石具有重要的战略意义。建议投资者重点关注宏大爆破，关注天科股份、泰和新材。

民营企业投资愿望不足，通过制度创新、机制创新，盘活国有企业的存量资产，协调好税收、就业等诸多问题是发展方向。关注江山股份、天科股份、苏盐井神、星湖科技、宏大爆破等。

弯道超车的时代或已结束，通过制度套利、模式创新、平台红利快速逆袭难度激增。大资本、大创新类的标的长期值得关注，重点推荐万华化学、新和成、鲁西化工、华鲁恒升这样的标的。

■ **供给侧改革已经进入下半场，利基品种值得关注。**由于历史原因，精细化工企业较少选择一体化的发展模式，环保整治趋于常态化、规范化，中间体企业的生产经营整体承压，下游精细化工产业如能坚持一体化发展模式，生存空间、成长性打开。重点关注农化、染料以及维生素等子行业。小品种农药原药合成企业生存环境稳步改善。坚持一体化、系列化发展的农药原药企业会迎来毛利、价格和市场空间的三重提升。关注中旗股份、先达股份以及苏利股份。

偶氮类染料供给收缩，蒽醌类活性染料更加值得关注。天嘉宜爆炸使得偶氮类染料产能收缩，价格可协同性增强。蒽醌类活性染料因其区位优势突出，长期坚持一体化的发展模式，长期的成长空间逐步打开。重点推荐浙江龙盛、海翔药业，关注闰土股份。

目前 VA 供求平衡偏紧，随着帝斯曼对能特和 Amyris 的整合，VE 的格局也会重回寡头格局，相关产品后市表现值得期待。非洲猪瘟使得生猪养殖格局进一步优化，带动 VE、VA 需求增加，重点推荐新和成和浙江医药。

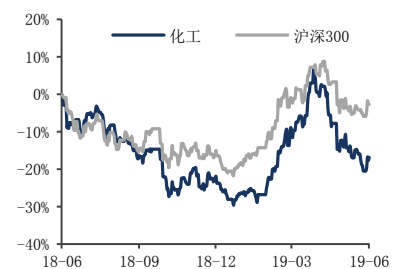
基于上述选股思路，重点关注标的的汇总如下

推荐标的：宏大爆破、泰和新材、万华化学、新和成、浙江医药、鲁西化工、华鲁恒升、中旗股份、浙江龙盛、海翔药业。

建议关注：天科股份、江山股份、苏盐井神、星湖科技、先达股份、苏利股份、闰土股份。

风险提示：油价大幅下跌，周期化工品价格剧烈波动，相关项目开发进度

行业走势



相关研究

- 1、《技术为王，关注成长：东吴证券石化化工组 2019 年策略报告》2019-01-15
- 2、《化工行业 2019 年 1 月月报：油价底部探明，关注高技术壁垒标的》2019-01-10

内容目录

1. 行业回顾与投资逻辑的梳理	4
1.1. 2019 年上半年行业跑输大盘，但是个股机会明显	5
1.1.1. 石油化工：油价先涨后跌，油服板块表现较好	5
1.1.2. 基础化工：江苏供给侧改革是上半年主线	6
1.2. 下半年油价上行是最大的不确定因素	7
1.3. 天嘉宜事件不适宜过分解读	8
1.3.1. 关停陈家港化工园的负面效应更为显著	9
1.3.2. 江苏省委已经在进行纠偏工作，化工产业仍然是江苏省的支柱产业	9
1.3.3. 周边省份综合整治进入尾声，江苏省的差距逐步拉大	10
1.4. 选股思路：重点关注环保过关、具备一体化优势的龙头企业	10
2. 军民融合、国企改革、自主可控和大创新是自上而下首选	11
2.1. 科学认识的停滞或许是当前诸多问题的本源	11
2.2. 军民融合是解决当前政府关切的重要抓手	12
2.3. 国企改革也是政府应对诸多不确定的重要抓手	12
2.4. 科创板有望成为培育经济发展新动能的关键一环	13
2.5. 产业升级或存机会，大创新类的标的始终值得关注	15
3. 供给侧改革进入下半场，精细化工产品值得关注	15
3.1. 农药板块估值较低，工艺的安全、环保、产品的系列化是抓手	16
3.2. 偶氮类染料供给收缩，格局向好，蒽醌类活性染料成长性可能打开	18
3.3. 维生素 A 供求紧平衡，VE 格局存在逆转可能	19
3.3.1. VA 供求紧平衡，存在刚性缺口	19
3.3.2. 帝斯曼收购阿米瑞斯和能特，VE 的格局存在逆转可能。	20
4. 风险提示	21
4.1. 油价大幅波动的风险	21
4.2. 环保政策的不确定风险	21

图表目录

图 1: 2019 上半年化工相对大盘表现 (截止 6 月 14 日)	5
图 2: 石化分板块涨幅 (%)	6
图 3: 2019 上半年原油走势 (美元/桶)	6
图 4: 19 年上半年基础化工子版块表现	6
图 5: WTI&Brent 原油价格 (美元/桶)	8
图 6: 美国活跃钻井平台数量 (单位: 座)	8
图 7: 化工新材料的战略意义与产业关系	14
图 8: 除草剂的主要品种的市占以及门类划分	17
图 9: 主要除草剂的复配概览	17
图 10: 主要杀虫剂的复配概览	17
图 11: 海翔药业染料发展产品树	19
图 12: VA 油的供求平衡 (吨)	20
图 13: 国内动物饲料的需求分解 (亿吨)	20
图 14: VE 油的供求平衡 (吨)	21
图 15: VE 合成路线概要	21
表 1: 2019 年上半年个股涨跌幅前 10 名	7
表 2: 北美的管道新增计划	7
表 3: 部分化工新材料领域发展重点	15

本报告首先回顾化工板块上半年的表现及其成因。

就板块内部而言，供给侧改革推进已经耗时4年，很多产品价格处在高位，同时，由于全国不同地区供给侧改革的执法力度略有差别，个别化工大省的环保整治进入尾声，行业的扩产冲动难以遏制，大宗化学品整体承压。

就外部环境而言，中国是全球重要的化工产成品制造中心，但是全球经济复苏的基础并不牢靠，叠加中美贸易摩擦悬而未决，很多产品的外部需求并不明朗。

我们建议投资者从两个维度进行选股。首先，中国是全球的化工产成品制造中心，目前全球经济形势错综复杂，导致化工品的需求不很明朗，政府部门的支持力度对产业和企业影响会比较大。从有关部门的关切看，军工材料、国企改革、自主可控等方向值得关注，大创新、大资源类标的值得关注。

其次，具体到化工行业，供给侧改革仍在延续，但是大宗化学品边际效应递减，利基产品的表现可能更加值得期待。建议关注有新产能投放，且有较强市场掌控力的精细化工龙头。关注行业格局较好，且有较大可能供给收缩的行业。

1. 行业回顾与投资逻辑的梳理

供给侧改革始于15年底，是过去三年化工行业最重要的投资主线。供给侧改革的直接后果就是龙头的优势进一步凸显，化工的进入壁垒提升，恶性竞争、无序竞争减少，行业格局由乱而治，中期向好。

时至今日，大部分沿海经济发达地区的供给侧改革已经进入下半场，个别地区的环保整治已经进入尾声。不少大宗化学品，面临着产能扩张，需求不足，价格下行的压力。

全国范围看，供给侧改革还在稳步深入，机会孕育在一些精细化工产品中。由于不同地区的环保执法力度存在尺度不一的问题，国内精细化工企业较少选择一体化的发展模式。目前的产业环境下，中间体企业一方面投资门槛大大提升，一方面因为属于小散污企业，生产经营持续受到冲击。这个过程中，坚持一体化协同发展的企业有可能逐步做强做大。

目前全球经济形势错综复杂，表现为全球经济复苏的基础并不牢靠，主要经济体贸易摩擦加剧。中国是全球最重要的化工制造中心，很多产品也都存在需求不确定的问题。我们认为，基础科学发展的停滞可能是导致目前全球经济遇到困境的主要原因，军用材料、国企改革以及自主可控、产业升级的相关的标的可能有较高的投资价值。

由于外部形势错综复杂，未来通过制度套利，模式创新，平台红利实现快速逆袭的难度越来越大，大资本、大创新成为行业发展方向。从这个角度看，万华化学、华鲁恒升、鲁西化工以及新和成这样的标的，长期投资价值越发显著。

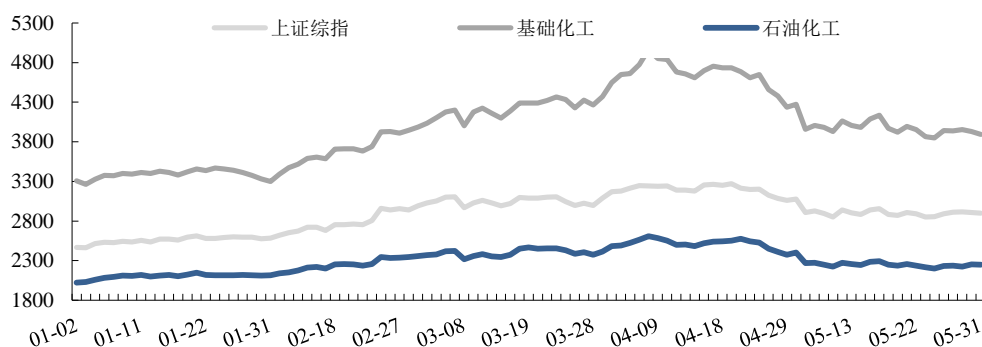
1.1. 2019 年上半年行业跑输大盘，但是个股机会明显

回顾 19 年上半年，石化板块跑输大盘，基础化工板块和大盘基本持平。截止 6 月 1 日，上证综指和深证成指分别较年初上涨 16.23% 和 23.25%，同期的石化化工板块上涨 10.41%，基础化工板块年初至今整体涨幅为 16.80%。

板块表现较为平庸，但是个股精彩纷呈。表现较好的个股有一个共同特点，或者是一线龙头白马，比如万华化学；或者是有产能扩张，行业格局较好的精细化工龙头，比如中旗股份、百傲化学。

行业的拐点出现在 4 月上旬。受 321 天嘉宜事件冲击，江苏省出台了比较激进的《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》，征求意见稿提出了一些异常严苛的化工产业压缩方案，随后江苏省委进行了纠偏，导致市场情绪受挫，叠加油价下行，板块迎来调整。

图 1：2019 上半年化工相对大盘表现（截止 6 月 1 日）

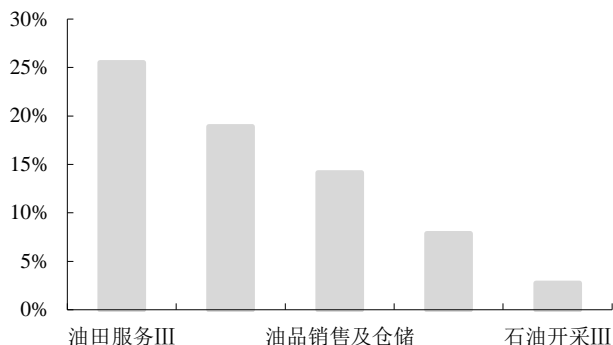


数据来源：wind，东吴证券研究所

1.1.1. 石油化工：油价先涨后跌，油服板块表现较好

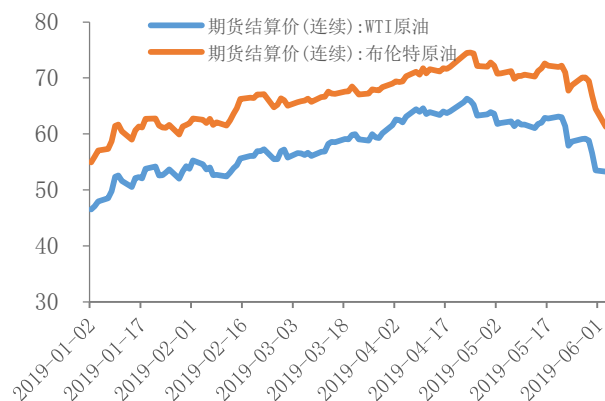
2019 年上半年，短期供需偏紧使得油价触底回升，WTI 从 47 美元/桶上行至 66 美元/桶，随后油价回调，当前价格在 53 美元附近。此期间油田服务板块表现最为亮眼，年初至今上涨 25.50%，而“石油开采”板块表现相对欠佳，年初至今仅上涨 2.75%。

图 2：石化分板块涨幅（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：2019 上半年原油走势（美元/桶）



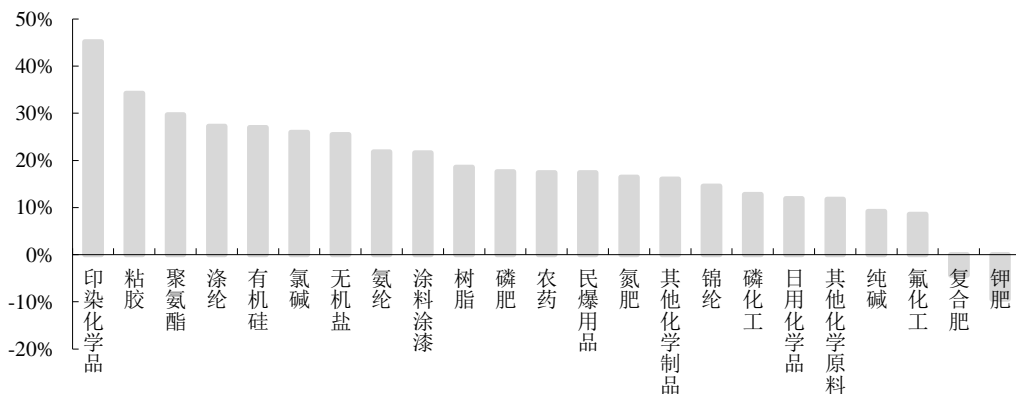
数据来源：wind，东吴证券研究所

1.1.2. 基础化工：江苏供给侧改革是上半年主线

基础化工板块方面，截止 6 月 1 日，基础化工板块年初至今整体涨幅为 16.80%，略高于上证指数同期涨幅 16.23%。

板块方面，由于“3.21”江苏天嘉宜事故对行业供给端带来的影响，“印染化学品”细分板块表现突出，年初至今板块涨幅高达 45.16%，远远高于行业平均水平和上证指数。

图 4：19 年上半年基础化工子版块表现（截止 6 月 1 日）



数据来源：wind，东吴证券研究所

个股方面，表现较好的标的或者是贴合燃料电池等主题性质较强的标的，比如华昌化工、德威新材、凯龙股份等。或者是产能扩张，或者有产能收缩，但是格局较好的精细化工龙头，比如百傲化学等。

表 1：2019 年上半年个股涨跌幅前 10 名

排名	成分代码	公司名称	最新价格	上半年区间涨跌幅[%]	区间成交量[百万]	主营产品
1	002274	华昌化工	12.40	144.58	4,056.02	氮肥、复合肥、氢能
2	300174	元力股份	25.36	124.62	398.68	活性炭
3	000159	国际实业	8.85	109.72	5,096.96	油品贸易、房地产
4	300325	德威新材	6.35	105.50	7,688.52	线缆用高分子材料，布局氢能
5	603360	百傲化学	25.05	102.67	468.11	工业杀菌剂
6	603519	立霸股份	17.64	101.83	287.44	家电外壳用复合材料
7	300387	富邦股份	11.35	101.60	546.78	化肥与化肥助剂
8	300405	科隆股份	15.09	100.66	660.27	非离子表面活性剂
9	002783	凯龙股份	12.60	95.96	1,711.30	民爆，氢能概念
10	002002	鸿达兴业	5.55	92.71	10,255.08	PVC、烧碱等，氢能概念

数据来源：wind，东吴证券研究所

化工板块最大的考验是供给侧改革或进入下半场，目前，个别省份的供给侧改革已经解除，部分地区的环保整治进入尾声。大宗化工品面临着价格高企，需求不足和产能扩产的压力。

1.2. 下半年油价上行是最大的不确定因素

如果单纯从供求平衡的角度看，原油供求平衡偏弱。

部分由于中美贸易摩擦加剧，全球经济增长的前景变得不很确定，主要经济组织纷纷调低 2019 年的全球经济增长目标。世界银行在其最新的《全球经济展望》，将 2019 年的全球经济增长目标从 3% 下修到 2.9%。经济合作与发展组织在其最新的《经济展望》将 2019 年的全球经济增长预测从 3.3% 下修到 3.2%。OPEC 将 2019 年全球经济增长目标从 3.5% 下修到 3.2%。按照这个经济增速，全球 2019 年的原油需求增速估计在 130 万桶/d。

供给层面，短期看，供给相对宽裕，巴西的 6 个 FPSO 深水平台投产，美国的页岩油的产量也是一再超出市场预期，而且随着 Sunrise 管线等管线的投产，页岩油主产区 Mainland 的外输瓶颈也会被打破。

表 2：北美的管道新增计划

管道	始发地	目的地	运力（万桶/日）	投入使用时间（预计）
Cactus II	德州麦卡米	德州科珀斯克里斯蒂	67	2019 年 9 月
EPIC 管道	德州米德兰	德州科珀斯克里斯蒂	90	2020 年 1 月
Gray Oak 管道	德州克伦	休斯敦、弗里波特、科珀斯克里斯蒂	80	2020 年 1 月

数据来源：Wood Mackenzie，东吴证券研究所

中期的供求格局有两个因素使我们有理由看多原油价格。

首先，IMO2020 推行在即。目前全球市场大概对海运油有 3.5-4mbd 的需求，而新

法规对海运油含硫量的规定是在 0.5% 以下，这将导致 1.5mbd 的高硫燃料油的退役，以及市场对低硫燃料油的短缺，而这部分短缺将由 Distillate Fuel（煤油柴油高硫燃料油混合油）填补。

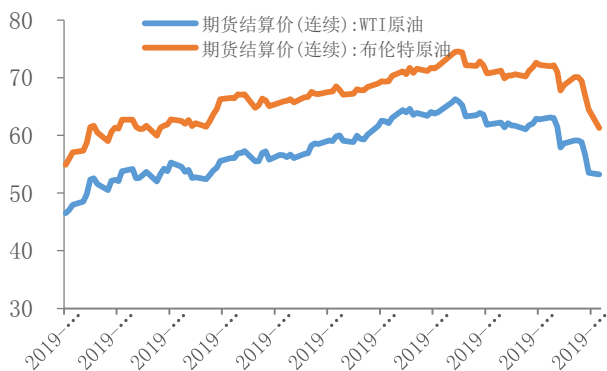
其次，深海采油生产的循环周期非常长，要五到七年，而低油价时期的完成投资项目积累到 2019 年下半年、2020 年上半年就已经用尽。海上原油从项目上线到达巅峰产能需要一年时间，所以 2020 年下半年的深海产油导致的供给缺乏会从 2021 年体现出来。

最后，目前美国的页岩油主产区已经开始进行大规模的产业政策，雪佛龙、美孚等企业纷纷在页岩油主产区进行产业并购，或暗示页岩油开发进入传统石油巨头主导的时代。

从关联利益方和地缘政治的角度看，油价也存在上涨的压力。

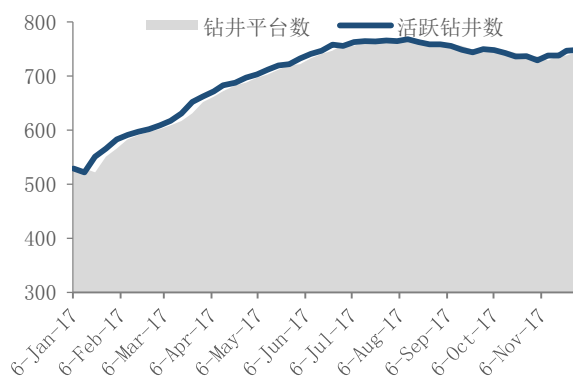
美国目前的石油及其制品进口整体平衡，如果考虑到页岩油气开发对美国就业的拉动，美国对油价高低可能远不如我们敏感。随着 19 年下半年 Epic 管线的上线，美国原油出口的瓶颈彻底打通。这个时点非常值得关注，我们认为，油价有可能在 Epic 管道投产后迎来缓步上行的可能。

图 5: WTI&Brent 原油价格 (美元/桶)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 6: 美国活跃钻井平台数量 (单位: 座)



数据来源: Baker Hughes, 东吴证券研究所

1.3. 天嘉宜事件不适宜过分解读

19 年 3 月 21 日，盐城响水陈家港化工园区所属企业江苏天嘉宜化工有限公司发生爆炸，4 月 4 日，江苏盐城市市委常委会召开会议，决定彻底关闭响水化工园区。

4 月 1 日，江苏省人民政府出台《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》，征求意见期限 1 天，并且方案提出了比较激进的产业整治目标，引发社会关注和争议。最终的方案删除了一些量化指标，但是标准仍然较为严苛。

5 月 1 日，江苏省委办公厅、省政府办公厅联合印发《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》的通知【苏办〔2019〕96 号】。96 号文删除了此前征求意见稿中的园区数量、企业数量的压减指标，但是保留了新建化工项目原则上投资额不低于 10 亿元〔列入国家《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016）》的项目除外〕的约束。

1.3.1. 关停陈家港化工园的负面效应更为显著

天嘉宜是一家精细化工企业，主要从事间苯二胺、对苯二胺系列产品的生产，年生产能力2万吨。间苯二胺、对苯二胺的生产过程有一定的危险性，但是考虑到陈家港园区的相关企业的复产有严格的行政审批程序（一家化工厂某个项目想恢复生产，园区先验收一次，上报给县，县报告给市。市里安排第三方来验收，验收合格后市长签字），出现这样的事故，反映出相关部门的专业素质、行政管理能力以及应急管理措施都有严重的缺失。

事故发生以后，盐城市政府主管部门勒令陈家港化工园区永久关停，同时提出，要在相关地区建设“无化区”。

天嘉宜事件导致陈家港化工园区的公用设施损毁严重，进行技改措施升级到符合最新的环保、安全标准需要的投资极大，而且还需要考虑园区内企业因为投资环境恶化外迁导致的需求不足的压力。从这个角度看，当地政府逡巡不决的心态可以理解。

首先，园区的土地修复费用是一个沉重的负担，按照我们的估算，土地修复费用约在200-500万/亩，园区占地面积10平方公里，当地政府无力承担如此高的资本支出。

其次，硝化反应属于比较经典的化工反应，安全管控措施到位，过程可控。近年来，也有一些本征安全的新工艺，但是由于缺乏产业政策引导，推广并不顺利。

最后，苏北化工园区的相关产业多为承接浙江、苏南地区的产业转移项目，虽然形成了医药、农药、染料的中间体集聚，但是并没有形成完整的产业集群和产业协同，相关产业简单的转移对转移目的地就是祸水东引，对本地政府而言，转移后没有合适的产业能够过渡。

1.3.2. 江苏省委已经在进行纠偏工作，化工产业仍然是江苏省的支柱产业

受天嘉宜事件影响，目前盐城全市、灌云、灌南的化工企业全部停产整顿。其中，个别化工园区要求物料只出不进。

毗邻区域，相关的企业全部要开展安全环保排查整治“回头看”，企业的环保、安全公益必须符合最新的标准，并且经过有关部门会签、现场审核后才能复产。由于现场检查人员人手严重短缺，相关企业复产目前没有时间表。

简单概括，苏南地区目前可以正常报批项目，但是流程拉长。苏中地区开展新项目的三评有各种各样的阻力。苏北地区，除了少数国企外，大部分企业的生产经营处于半停产状态。

政府主管部门对苏北的这些化工园区态度整体负面，不过，也要认识到，苏北化工产业的形成有其历史成因，依托科技进步，体制创新完全可以解决相关问题，所以有关部门必须采取措施解决这些历史遗留问题，而不是简单一关了之。

不仅如此，化工是国民经济的重要基础性产业，也是江苏省的支柱产业，但是由于历史原因，苏北地区的化工产业并没有形成完整的产业集群，产业升级也就是无本之木。合理的做法是保持有关政策的相对稳定性，分类施策，系统推进。最终通过实施差异化、精准化的治理措施，淘汰安全系数低、污染严重的小散污企业，系统性重构符合产业发

展规律、产业链完善的现代高端化工集群，从而实现江苏化工产业的全面转型升级。

1.3.3. 周边省份综合整治进入尾声，江苏省的差距逐步拉大

浙江省的化工行业综合整治始于12年，15年出台《浙江省化工行业整治提升方案》，目前浙江省的行业整治基本结束，我们也观察到有部分在十二五期间外迁的企业，因为技术进步，产业升级，重回浙江发展化工产业。

山东省目前已经完成了对省内化工园区和化工集中区的认定，并且在19年5月29日山东省工业和信息化厅公布了《山东省化工投资项目管理规定(征求意见稿)》。山东省已经4年没有大型化工项目的投产，投资项目管理规定的出台暗示山东省的相关产业发展进入新阶段。

江苏省的化工综合整治始于16年底的“263”专项行动，比照浙江、山东等省的经验，预计19年底或可收官。

整体而言，我们认为江苏省的化工产业发展面临周边省份的压力，环保工作常态化、规范化应该是常态。

1.4. 选股思路：重点关注环保过关、具备一体化优势的龙头企业

目前政府主管部门最大的考验就是安全压力不断增大，但投入资源条件趋紧。

解决这个问题主要依靠两个抓手。首先，通过军民融合，来凝聚国家意志和社会力量，统筹安全与发展。推荐宏大爆破，关注天科股份和泰和新材。其次，目前的经济背景下，从民营企业上继续切割利润不可持续，采取措施，盘活国有企业的存量资产是一个重要的可行途径。建议投资者关注江山股份、天科股份、星湖科技、宏大爆破等。

中国的经济快速发展的同时贫富分化问题并未得到很好的解决，这是个问题，但是更是一个机会。如果能采取措施，缩小贫富分化，提高中低收入阶层的收入水平，可能会极大激发出我们的内需，也能较好满足我们的产业升级的目的。发展出适销对路的，高端化产品一方面有助于产业升级，一方面可以较好满足国内的需求增长。如能如此，自主可控、产业升级的相关的标的都值得期待。

目前，供给侧改革已经进入下半场，虽然有天嘉宜事件这样的恶性事件的冲击，但是行业治理工作的逐步规范化是一个发展方向。同时不同的地区的执法力度，整治进程也有差异。我们相对看好有新产能投放，且有较强市场掌控力的精细化工龙头企业，或者有产能收缩的格局较好的企业。关注中旗股份、湖南海利、苏利化学、彩客化学、百傲化学、海翔药业、新和成、浙江医药、日科化学、丰元股份等。

再次，全球化进程或已中断，弯道超车难度加大，可以继续聚焦大资本、大创新类标的，重点推荐万华化学、荣盛石化、恒力股份、新和成、新奥股份这样的标的，关注广汇能源、中泰化学、扬农化工。

最后，目前的产业环境使得投资者可以以很好的性价比完善产业链，并且借此打开长期的发展空间，关注美联新材、宏川智慧。

相对而言，我们更看好精细化工产品的表现，尤其是有较大产能投放或者较大产能收缩的利基产品，可能都值得期待。

此外，目前的氛围下，大创新、大资源类标的值得高看。

相对而言，19年下半年，我们重点关注农化、染料、维生素等板块的投资机会。

2. 军民融合、国企改革、自主可控和大创新是自上而下首选

全球经济如何演绎，仁者见仁。

不过，稳定的外部环境是我们经济发展的重要条件，目前全球经济发展过程中遇到了很多问题，这些问题本质上都可以归因为主要经济体对现有的国际分工格局认知出现了重要变化。作为近代长周期的策源地和国际分工的组织者，美国越来越认识到中国的发展模式的潜在冲击。

由于外部的需求存在较大的不确定性，**政府部门的支持力度对产业和企业的影响就会比较显著**。我们认为，为了维护经济稳定，一定程度上会牺牲效率。从底线思维的角度看，军民融合、国企改革以及自主可控可能是最值得关注的领域。

中国有很大的内需，贫富分化也较为悬殊，这是一个双刃剑，如果能够采取措施切实缩小贫富分化，则目前经济发展过程中遇到的需求不确定和低水平重复建设的问题都可以迎刃而解，中国的经济发展或迎来长期向上。并没有确切的信号，但是这是我们需要重点观察的变量。

2.1. 科学认识的停滞或许是目前诸多问题的本源

当前，国内经济发展进入新常态，对内财政收入增长进入调整期，对外贸易摩擦加剧，各种可以预见和难以预见的风险和挑战也在不断增多。

西方发达国家也是困境重重，相当一部分国家和地区出现了社会的全面保守化，局部的民粹化。

这种背景下，主要经济体内部、之间的纷争不断加剧。国际形势波动幅度加大，不稳定性、不确定性、不可预见性成为常态，出现战略意外导致战略危机的可能性上升。

出现这种困境可以从两个角度予以解读。

首先，技术革命的背后是基础科学的进步。但是，从上世纪40年代开始，基础科学没有取得什么突破性进展，基础科学停滞叠加第三次工业革命的效应进入尾声，全球经济发展的前景不很明朗。

其次，就目前全球国际分工看，美国是近代长周期的策源地，也是目前国际分工的组织者。改革开放40年，中国主要承担的角色是传统产业的承接者。部分因为中华民族的刻苦耐劳，目前中国在局部细分领域有赶超美国的迹象。部分因为我们的制度优势、体制优势，更是让西方国家坐立不安。美国近期发布的《战略安全报告》和《国防战略摘要》两份报告，形容中国为“战略竞争对手”与“修正主义大国”。

这种背景下，我们认为效率可能要让位于公平，政府部门的关切可能是我们投资的

重要的指挥棒。

2.2. 军民融合是解决当前政府关切的重要抓手

国防安全压力不断增大，但是国防投入资源条件趋紧是目前政府面临的一个重要考验。

从西方发达国家的经验看，通过军民融合发展来凝聚国家意志和全社会力量，统筹安全与发展，引领国家由大向强发展，筑牢本国安全和发展的基石具有重要的战略意义。

从美国的经验看，美国最重要的高新技术产业和最关键的技术系统，几乎都是在军事需求带动下产生和发展起来的。实际上，目前所有的民用科技应用，基本是 20 年前的军用技术军转民而来。按照西方发达国家的经验，军事专用技术的比重不到 15%，而军民通用技术超过 80%。

中央领导已经对军民融合做出战略部署，将其上升到国家战略的高度。2015 年“两会”期间，国家主席首次提出要把军民融合发展上升为国家战略。

2017 年 1 月，中共中央政治局召开会议，决定设立中央军民融合发展委员会。

2017 年 11 月，国务院发布《国务院办公厅关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》（国办发〔2017〕91 号），是军民融合工作的纲领性、指导性文件。

当然，由于历史原因，我国的军民融合的产业基础比较薄弱，缺乏经验可循。实操层面，还是有不少体制性、结构性和政策性挑战和障碍。

我们注意到，目前已经有一些地方国企和民营企业涉足军工业务，并且为了激发技术骨干的创新潜力，这些机构和技术骨干组件事业部的时候，放下姿态，并不谋求事业部的控股权。

军民融合和军用材料领域，我们建议投资者关注宏大爆破、天科股份和泰和新材。

2.3. 国企改革也是政府应对诸多不确定的重要抓手

民营经济贡献了 50% 以上的税收，60% 以上的国内生产总值，70% 以上的技术创新成果，80% 以上的城镇劳动就业，90% 以上的企业数量。

15 年底开始的供给侧改革，使得不少运营不规范的民营经济体的发展受到较大冲击。

“三去一降一补”的产业政策使得很多民营经济主体出现资金周转困难的问题，个别地方国资驰援有平仓风险的民企又引发了社会对国进民退的担忧。

民营企业投资愿望不足，从民营企业身上切割利润的发展模式不可持续。

这种背景下，采取措施，盘活国有企业的存量资产，解决税源的问题就有一定的必

然性。

初看起来，国企改革看起来可能无从下手，概念多过实质。不过，国企改革的关键在于机制创新，制度创新，选股策略可以沿着这个角度出发。

我们注意到，有国有企业建立核心骨干员工中长期激励基金计划，当年度加权净资产收益率大于10%可以分级提取激励，激励资金的80%必须在三个月内从二级市场购买公司股票，并且三年内不得通过任何方式进行减持。基本实现了国有资产的保值、增值，员工的短期利益和长期利益的均衡。

我们也注意到，有的地方国企要求管理层按照高于净资产作价，现金入股，然后和集团签署目标责任书，超额完成的收益可以不对等分红。或者为了发展新型业务，引进技术团队时，集团在控股权层面有所让步，但求为我所用。

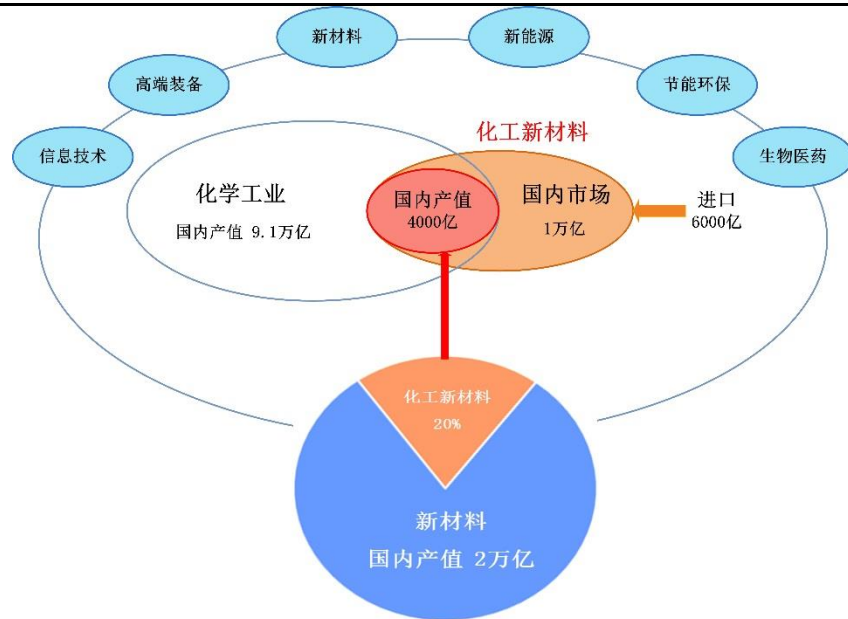
相关标的，建议投资者关注江山股份、天科股份、苏盐井神、星湖科技、宏大爆破等

2.4. 科创板有望成为培育经济发展新动能的关键一环

在我国，70%以上的新技术创新来自小企业，未来也将在中国经济发展中扮演重要角色，但目前A股的制度建构却难以适应这些创新企业的生命周期，而科创板重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，不仅有助于促进创新和技术进步，还有助于优化资本市场整体结构、提升资源配置效率，有望成为培育我国经济发展新动能的关键一环。

另一方面，新材料行业关系到整个化工产业转型升级的进程。目前我国化工新材料产品市场规模接近1万亿元，与此同时，国内化工新材料产品供应整体短缺，2017年进口金额达6000亿元，约占国内化工新材料市场的60%、全部化工产品进口金额的40%以上，所以我国的化工新材料产业还有较大的成长空间。

图 7：化工新材料的战略意义与产业关系



资料来源：石油和化学工业规划院，东吴证券研究所

化工新材料具有品种多、用量小、专用性强、附加值高、产业关联度大等特点，根据不同细分领域的情况，我们认为未来的关注重点应集中在表 3 所列的方向。目前，申报科创板的新材料类企业多集中在电子化学品、特种纤维及材料领域。考虑到不同细分领域的发展水平不同，建议投资者关注八亿时空、西部超导等。

表 3：部分化工新材料领域发展重点

产品类别	发展重点	代表产品
电子化学品	满足集成电路小型化的高纯化学品、大功率和高密度集成电路板制造材料高密度布线的封装绝缘材料、电子设备小型化的制造材料	LED 封装材料、混合液晶和关键新型单体材料、偏光片及相关化学薄膜材料、彩色滤光片及相关材料、高纯电子气体和试剂等
塑料添加剂	产品无毒、绿色化，同时提高产品的协同性能	高碳醇酯类、柠檬酸酯类、环氧类、聚酯类和生物降解类增塑剂、无（低）铅、无镉、低粉尘和复合型热稳定剂，无机阻燃剂等
橡胶助剂	产品绿色化，满足轮胎轻量化、低滚动阻力和长寿命等要求	二硫化四苜基秋兰姆（TBzTD）、橡胶助剂预分散母粒、防老剂 4030 和 3100 等、高性能不溶性硫磺、新型加工助剂
密封胶黏剂	满足 VOC 要求的新型高性能产品	改性丙烯酸酯胶、改性聚氨酯胶、改性有机硅密封胶和环氧树脂胶，反应型聚氨酯热熔胶，热熔型、无溶剂型、生态型、光固化型、低温和常温固化型、高固含量型等环保节能胶黏剂
水处理化学品	适合不同水质和用途的水处理剂配方及环保型水处理剂	有机絮凝剂及生物絮凝剂、有机磷酸酯类阻垢分散剂、聚天冬氨酸钠盐及酯等新型绿色环保缓蚀剂及过氧乙酸等新型杀菌剂等

数据来源：东吴证券研究所

2.5. 产业升级或存机会，大创新类的标的始终值得关注

中国是全球化工最重要的集散地，承载了全球相当一部分大宗化学品的供给保障。

目前大宗化学品面临的挑战在于价格高位，需求不足，产能扩张。依托外部市场实现破局有一定的难度，但是依托国内市场打开僵局反而有一定的可能性。中国有很大的内需，贫富分化也较为悬殊，如果能够采取措施切实缩小收入差距，激活中西部地区的潜能，则目前经济发展过程中遇到的需求不确定和低水平重复建设的问题都可以迎刃而解。

最后，需要强调，未来的化工产业有可能进入一个强者恒强的过程，通过制度套利，模式创新，平台红利快速逆袭难度加大，有必要对一些大资本、大创新类的标的给与足够的关注。重点推荐万华化学、新和成、鲁西化工、华鲁恒升等。

3. 供给侧改革进入下半场，精细化工产品值得关注

首先，我们认为供给侧改革的逻辑并没有破坏，但是细节发生变化。

全国不同地区的环保整治的力度、尺度存在差异，不同地区的环保整治进度也有差别，个别地区的整治已经结束或者已经进入收官阶段。对不少大宗化学品而言，价格高企和扩产冲动是制约板块估值的重要因素。

我们认为，机会在精细化工产业，由于历史原因，不少精细化工产业规模不大，技术落后，产业链无从谈起，环保整治的规范化使得一些小散污企业的生产经营长期受压，一些致力于一体化策略的企业或迎来长期发展良机。

进一步细分，我们看好有新产能投放，且有较强市场掌控力的精细化工龙头，关注中旗股份、先达股份、苏利股份、海翔药业。

看好有供给收缩，且产品格局较好的精细化工企业，推荐新和成、浙江医药、日科化学、百傲化学，关注丰元股份、彩客化学。

3.1. 农药板块估值较低，工艺的安全、环保、产品的系列化是抓手

江苏是中国比较重要的农药集散地，江苏集中了中国 45% 的农药原药产量，其中大部分产能集中在苏中、苏北。

天嘉宜事件直接导致中山生物、南方化工等企业永久关停，周边的盐城、连云港地区的农药中间体以及农药原药企业也被迫停产。不过，江苏省内不同的地区政策差异较大：苏南地区的农药企业的生产经营受到影响，但是仍可正常进行项目的报批。苏中地区不同的园区差异较大，但是整体项目审批较为拖沓。苏北大部分地区目前执行比较激进的安全环保整治措施。

整体看，我们认为农药板块的投资机会需要细化，小品种农药原药的投资机会好过大品种农药原药，当然对于小品种农药原药而言，也需要施加一些其他约束。

扬农、利尔属于我们所说的有核心竞争力的大创新类标的，不过如果以半年的尺度看，我们觉得可能不如一些小品种农药原药企业更有吸引力。

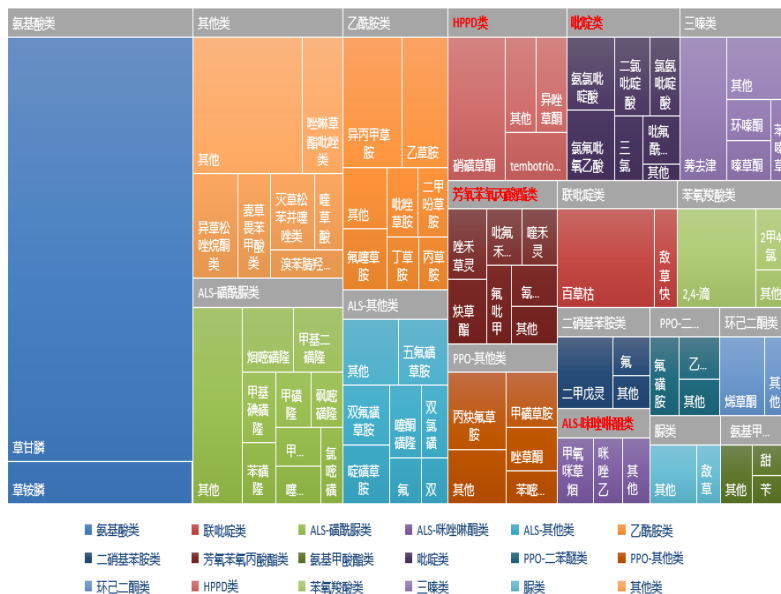
成本管控是国内的传统农药原药合成企业致胜的法宝，表现优异的企业概括起来说有三个特点。首先，涉足的农药品种吨位较大。其次，有较强的成本掌控力。最后，致力于一体化、规模化发展。

不过供给侧改革棋至中盘，部分小型农药原药企业也迎来发展的良机。

首先，农药的品种虽然繁多，但是从作用机理入手，分类可以大大化繁为简，这些品种叠加在一起的体量完全可以和常规的大吨位农药抗衡。由于环保执法不严，长期以来，农药中间体的生产较为无序，不少小品种农药原药合成企业倾向于选择外购中间体。关键中间体的相通以及目前的产业环境使得不少企业开始考虑一体化发展的问题。

其次，长期以来，农药中间体企业倾向于在证照不全的背景下从事农药原药合成，对中小品种的农药原药市场秩序构成挑战。供给侧改革的深入，以及环保整治工作的规范化，不少农药中间体企业因为环境容量受限和执法环境严峻，没有涉足原药合成的可能，只能从事中间体合成产业。小吨位农药原药合成企业的边际生存空间大大改善。

图 8：除草剂的主要品种的市占以及门类划分



数据来源：Phillips McDougall，东吴证券研究所

小品种农药的产业环境较好，如果能沿着一体化的角度发展，可能也具备做大的可能。但是这些企业缺乏渠道优势，成本掌控力也很难观察，整体而言成长路径并不清晰，估值受限。

我们注意到，复配是目前农药制剂的主要发展方向，这些农药制剂一般以一种原药为主，根据不同的使用场景会选择添加不同的辅助原药。我们认为，除了一体化外，如果能够实现相关品种的系列化，相关多元的标的可以享受一定程度的溢价。

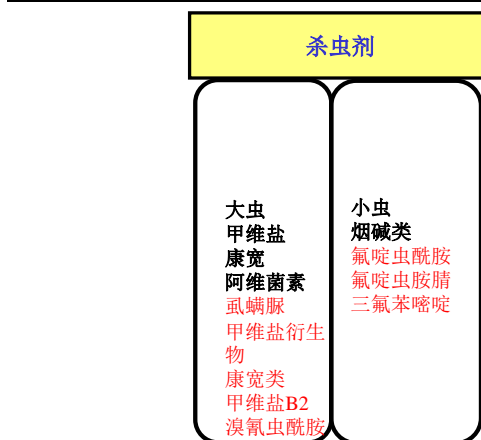
个股层面，我们重点推荐中旗股份，关注先达股份以及苏利股份。

图 9：主要除草剂的复配概览



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 10：主要杀虫剂的复配概览



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

3.2. 偶氮类染料供给收缩，格局向好，蒽醌类活性染料成长性可能打开

按照应用分类，可以将染料分为分散染料、活性染料、酸性染料、阳离子染料、直接染料、还原染料、硫化染料、冰染染料、中性染料及其他染料等十大类。

按照结构分类，可以将染料分为偶氮染料、蒽醌染料、硝基和亚硝基染料、靛族染料、硫化染料、芳甲烷染料、菁系染料、酞青染料、杂环染料以及二苯乙烯染料等。

天嘉宜事件直接冲击染料的行业格局。事故造成周边的之江、亿得永久关停，闰土、吉华、安诺其等企业的中间体产能受限。

不完全统计，由于之江化工停产，吉华集团的中间体受限，偶氮类分散染料的产能有6-7万吨的压减。不仅如此，相关企业的退出使得行业的协同变得更加容易。

相比于偶氮类染料，蒽醌染料的冲击更大。蒽醌染料虽然体量较小，但是行业格局较好，亚邦股份是蒽醌类分散染料的绝对龙头，海翔药业是蒽醌类活性染料的绝对龙头。

受园区内其他不合规企业冲击，亚邦股份18年4月28日按照灌南县人民政府的统一安排，全面停产进行环保集中整治。经过努力，18年10月12日，经过有关部门的验收，华尔化工、连云港分公司、连云港亚邦制酸3家企业完成提标整改，取得政府复产批复，恢复生产。受天嘉宜事件影响，按照当地政府的安全环保排查整治“回头看”部署，19年5月8日再度临时停产。

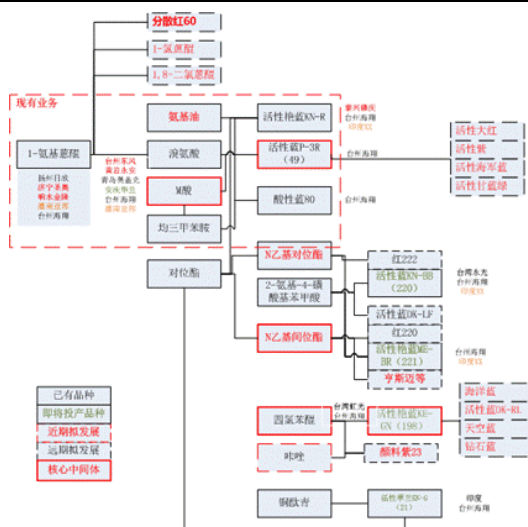
由于亚邦股份在蒽醌类分散染料一直处于近乎垄断的地位，并且也涉足蒽醌类活性染料的中间体，亚邦股份的停产使得蒽醌类染料供求失衡。

我们注意到，在2012年浙江开始进行化工企业集中整治的时候，海翔药业也将部分关键中间体业务搬迁到盐城滨海。但是公司在15年经过审慎判断，认为盐城地区的投资环境较差，随即折价剥离海翔药业，并同步在台州征地扩建备份产能，时至今日，这一决策的效果逐步显现。

在蒽醌类活性染料领域，海翔药业一直坚持一体化发展，主业相关多元发展。成本优势、区位优势逐步显现。同行除亚邦股份外，业务多集中在产业链的某一个或者某几个环节，企业生存空间受限。

不确定因素在于亚邦股份，但是考虑到环保部19年月发布的《江苏省中央环境保护督察“回头看”及专项督察整改方案》明确指出灌南县化工园区污水处理厂存在暗管偷排，灌南县化工产业园园区企业废气收集处理设施建设不到位、运行不正常现象普遍，园区异味明显，群众反映强烈。我们预计亚邦股份复产后，相当一段时间内也只能精选品种，低负荷运行。

图 11：海翔药业染料发展产品树



数据来源：wind，东吴证券研究所

相关标的，重点推荐浙江龙盛、海翔药业，关注彩客化学。

3.3. 维生素 A 供求紧平衡，VE 格局存在逆转可能

维生素行业需求稳定，行业供给格局较好，一直是市场关注的焦点。

目前 VA 供求平衡偏紧，随着帝斯曼对能特和 Amyris 的整合，VE 的格局也会重回寡头格局，相关产品后市表现值得期待。

和市场预期不同，我们认为非洲猪瘟会诱发生猪养殖的集中化，带动 VE、VA 用量的增加，进一步拉紧行业格局。

3.3.1. VA 供求紧平衡，存在刚性缺口

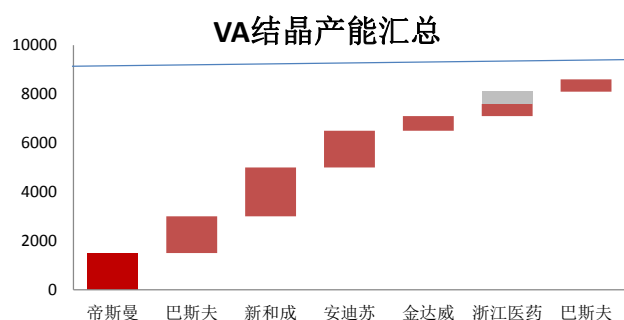
目前，全球 VA 结晶的产能估计在 8000 吨左右，需求大约维持在 7000 吨多一些。

产能扩张方面，浙江医药有 500 吨的结晶产能扩张，巴斯夫在 2021 年底有大约 500 吨的产能扩张（巴斯夫现有结晶产能 2000 吨左右，扩产 1500 吨结晶，但是部分产能有整合，预计整合后产能扩张 30%）。考虑到海外的产线较老，开工不稳，供求平衡偏紧。

目前是 VA 的传统淡季，叠加猪瘟的冲击，但是 VA 的价格呈现出显著的淡季不淡的特点。

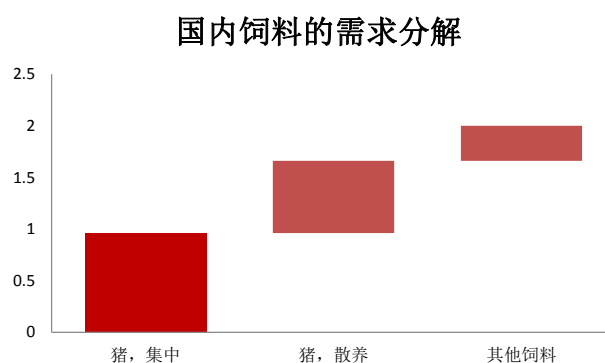
猪瘟对 VA 的需求构成制约，但是一方面猪瘟导致禽料需求增加，禽料的 VA 添加比例高过猪料。另一方面，中国目前生猪的集中养殖比例大约 50%，此次猪瘟会加速生猪养殖业的集中化，如果能提升 50%，预计可以拉动 VA 粉（50 万单位）的需求 1-2000 吨。

图 12: VA 油的供求平衡 (吨)



数据来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

图 13: 国内动物饲料的需求分解 (亿吨)



数据来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

3.3.2. 帝斯曼收购阿米瑞斯和能特, VE 的格局存在逆转可能。

和 VA 不同, 目前的 VE 的格局供求偏松。

目前, 全球 VE 油的产能 9 万吨左右, 需求大约在 8 万吨, 需求增速大约维持在 2-3%。

不过 VE 的供给格局较好, 目前全球的 VE 生产集中在 6 家企业手中。

随着帝斯曼出手整合 Amyris 和能特科技, 预计 VE 的格局会发生重要变化。

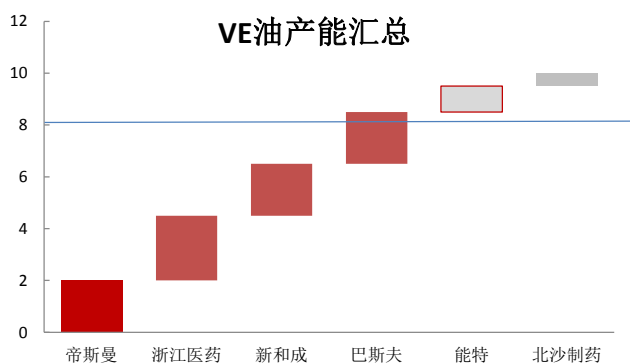
帝斯曼的 VE 油产能 2.2 万吨, 但是帝斯曼的 VE 需求约占全球总供给的 30%, 由于 Amyris 和能特科技的搅局, VE 的行业格局遭到冲击, 帝斯曼直接并购 Amyris 和能特科技, 预计其对 VE 的后市有企图。

不仅如此, 目前现有的企业中间, 有个别企业依赖能特科技的氢醌, 帝斯曼收购完后, 预计相关企业的原料保障需要另觅良策。

非洲猪瘟诱发发生猪养殖集中化, 同样会拉动 VE 的需求, 我们认为 VE 粉的需求可能会增加。

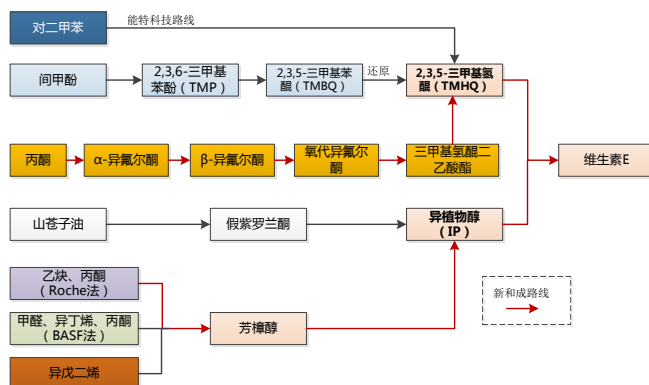
猪瘟同样也会对 VE 的需求构成制约, 但是一方面猪瘟导致禽料需求增加 3000-6000 吨。

图 14: VE 油的供求平衡 (吨)



数据来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

图 15: VE 合成路线概要



数据来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

相关标的重点推荐新和成和浙江医药。

综上, 我们认为 2019 年下半年的投资方向主要在三个方面: 一是环保过关、具备一体化优势的龙头企业; 二是在供需关系上有实质利好的精细化学品领域; 三是军用材料、国企改革以及自主可控、产业升级的相关标的。

推荐标的: 宏大爆破、泰和新材、万华化学、新和成、浙江医药、鲁西化工、华鲁恒升、中旗股份、浙江龙盛、海翔药业。建议关注: 天科股份、江山股份、苏盐井神、星湖科技、先达股份、苏利股份、闰土股份。

4. 风险提示

4.1. 油价大幅波动的风险

石油化工的产业景气程度与油价息息相关, 石油价格受到供需、地缘政治、技术发展等多因素影响, 其波动存在一定的不确定性。

4.2. 环保政策的不确定风险

化工子领域中包括很多重污染行业, 受环保政策影响较大。环保政策未来仍会趋严, 但在具体实施方式上仍存在不确定性。对于化工企业而言, 未来已有装置和新建项目均会受到环保政策影响, 或因环保政策的影响导致装置开工受限、新项目投产进度延缓等。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

