

2024年10月28日

标配

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

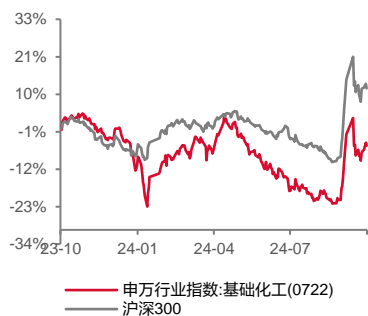
张晶磊 S0630524090001

zjlei@longone.com.cn

联系人

马小萱

mxxuan@longone.com.cn



相关研究

- 1.原材料价格上涨,国内需求有望提升——轮胎行业月报
- 2.三代制冷剂政策延续,看好制冷剂景气向上——氟化工行业月报
- 3.R22配额削减,三代制冷剂配额政策延续,看好制冷剂景气向上——基础化工行业简评

重视当前化工并购重组相关机会

——基础化工行业深度报告

投资要点:

- **全球化工并购的活跃程度一定上反映了整体经济和地缘政治环境的影响趋势。**由于2023年交易融资成本居高不下,极具挑战性的收入和盈利环境使许多化工企业在加大投资并购交易方面更加谨慎。据德勤数据,2023年全球化工行业的并购交易量减少了16%,交易额也较2022年大幅减少近四成。从目标国家划分来看,美国是全球化工并购交易数量最多的国家,其次是中国、英国。而欧洲化企面对销售额下降和转型投资巨大,多采用成本优化计划,同时促使它们审查自己的商业模式并进行重组。
- **2024年下半年随着预期的通胀结束和利率下降改善宏观经济环境,全球化工并购交易或将有更多活跃机会。**据科尔尼数据,目前化工公司的估值或低于5年历史估值水平,私募基金在手准备金充足,尤其是欧洲参与者将加快剥离的步伐,以应对结构性成本问题。同时,并购或剥离将不再是一种独立的解决方案,全球化工格局或将在新一轮的并购重组潮中重塑。

我国化工并购活动经过了2014-2019年的活跃期,2023年,中国化工行业宣布达成43笔并购交易,较2022年缩减了20%。2023年,大多数并购方仍是战略投资者,67%的并购目标集中在大宗化学品领域,新型建筑材料和汽车行业仍然是最主要的投资终端市场。

2023年我国油气行业收并购交易类型主要以股权收购为主,并购交易集中于燃气生产和供应领域,并购趋势将以探索能源转型,绿色低碳油气及新能源发展主导;2023年以来,石化化工上市企业并购重组以集团平台整合、产业链资源补充为主,跨界收购为少数,以向电子信息新材料方向为主;交易方式扩展为合作、资产组合、卖方保留股权等多种形式,更加灵活。

- **政策推动下,我国国企并购重组浪潮有望再起。**今年4月新“国九条”出台以来,证监会多措并举激发并购重组市场活力,进一步优化政策环境。工信部等部门先后出台《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》《精细化工产业创新发展实施方案(2024—2027年)》等重要政策意见,为石化行业未来高质量发展指明方向,将推动中国化工行业逐步从基础大宗化学品向高附加值的新型特种化学品和新材料转型。一些中国化工企业有可能扩大其对垄断技术和材料的渗透率。同时,在“一带一路”倡议下,中国化工企业有望与中东国家开展更多战略投资与合作。

- **回顾2014-2015年化工并购潮,对照以往并购重组模式,我们认为以下方向较有投资机会:**

- 1) 央国企依然有望成为并购重组领军,一般来说其集团平台整合、良好资产注入预期较强。
- 2) 具备壳资源价值的小市值上市标的(通常以民营企业为主),满足交易所《上市公司重大资产重组审核规则》最新要求的财务指标,且股东持股比例较为分散(第一大股东持股比例较低),近期盈利性较弱(ROE下降明显或低于行业均值)、负债率较高(超过或处于行业均值),具有较强的外延式发展需求。
- 3) 市值中上且财务状况稳健,现金流充足的行业中间企业,往往有产业链并购拓展市场或寻找新的增长点的需求。

- **风险提示:标的举例具有局限性和一定主观性,财务数据具有时效性;并购重组项目落地风险性;宏观经济和政策变化。**

正文目录

1. 全球化工并购回顾及展望	4
2. 我国化工并购回顾与展望	7
3. 结论：重视当前化工并购重组相关机会	11
4. 风险提示	14

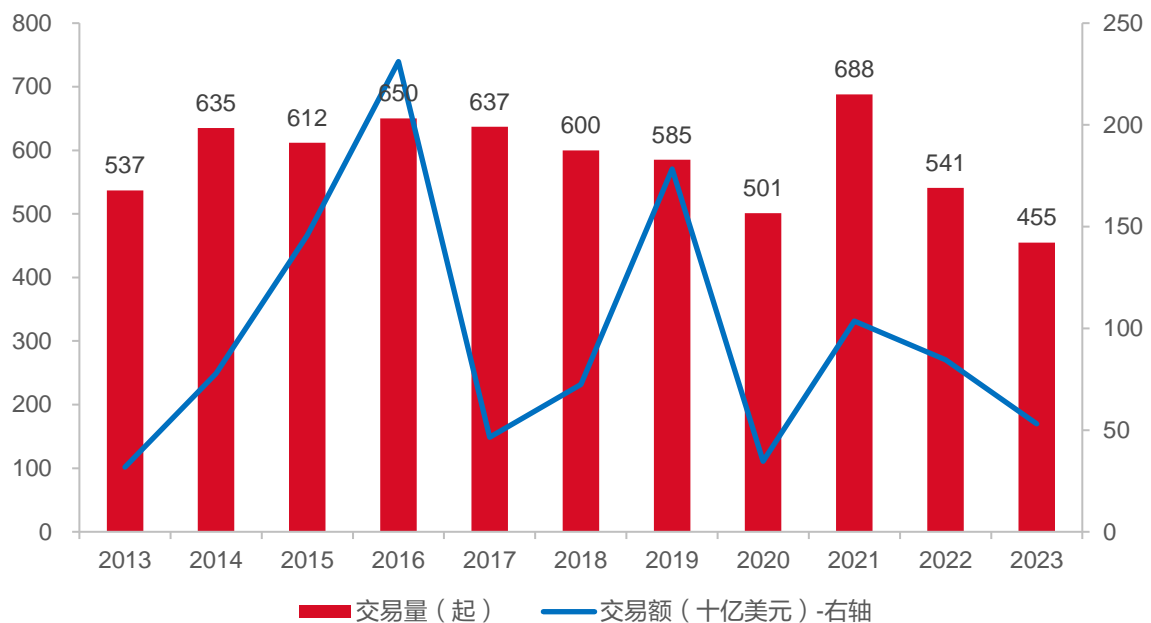
图表目录

图 1 2013 年-2023 年全球化工行业并购活动交易量和交易额	4
图 2 2013 年-2023 年全球化工并购私募基金参与情况	5
图 3 私募股权基金备用金情况	5
图 4 2013 年-2023 年全球化工行业并购活动各细分领域交易量（起）	5
图 5 2013 年至今主要代表国家地区利率水平	7
图 6 按行业划分的平均（EV/EBITDA）价值	7
图 7 中国化工并购活动数量（起）	8
图 8 2023 年中国化工并购活动按细分领域占比	8
图 9 我国 A 股市场并购重组政策相关更新历史	11
图 10 SW 石油石化和 SW 基础化工板块归母净利润同比增速和市场走势对比	11
表 1 全球化工行业并购活动数量——按目标国家划分（2013 年至 2023 年）	6
表 2 近期主要欧美化工公司宣布的剥离/重组案例	6
表 3 我国油气和化工行业并购交易情况及趋势概述	8
表 4 2023 年以来我国化工上市公司并购重组交易案例不完全统计	9
表 5 2023 年以来我国油气化工公司强强合作案例	10
表 6 2014-2015 年央企上市平台并购重组代表案例	12
表 7 2014-2015 年地方国企上市平台并购重组代表案例	12
表 8 2014-2015 年民企上市平台并购重组代表案例	12
表 9 同实控人平台整合预期化工上市标的举例	13
表 10 具备壳资源价值的化工上市标的举例	13

1.全球化工并购回顾及展望

全球化工并购的活跃程度一定程度上反映了整体经济和地缘政治环境的影响趋势。根据德勤《2024年全球化工行业并购展望》数据，2023年全球化工行业的并购交易量减少了16%，较疫情前的五年（2015-2019年）平均交易量减少了26%；2023年全球化工并购交易额也较2022年大幅减少近四成。回顾2023年，尽管彼时美欧加息暂停，但利率处于近十年高点，交易融资成本居高不下，极具挑战性的收入和盈利环境使许多化工企业在加大投资并购交易方面更加谨慎，给并购活动带来压力。投资银行Young & Partners的数据显示，2024年上半年，规模超过2500万美元的交易只有20笔，而2023年全年为75笔，2022年全年为86笔。

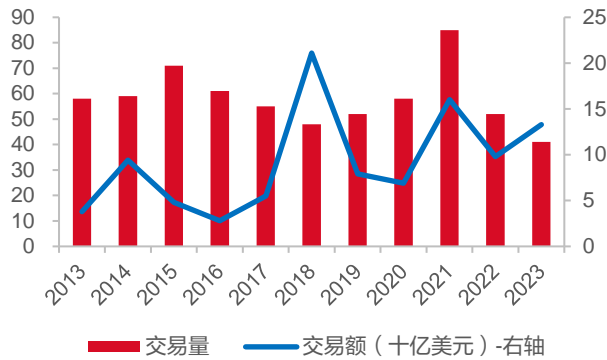
图1 2013年-2023年全球化工行业并购活动交易量和交易额



资料来源：德勤《2024年全球化工行业并购展望》，东海证券研究所

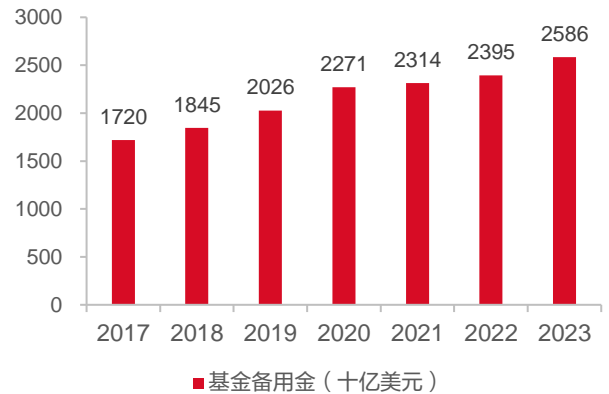
私募基金并购依然是并购的重要参与者。尽管2023年信贷市场限制下私募基金的并购交易量也成为了近十年低点，但交易额表现有所回暖。其中一笔大额交易是Apollo于2023年3月以81亿美元的价格收购Univar Solutions，这是2023年金额最大的化工并购交易之一。该交易包括阿联酋阿布扎比投资局（Abu Dhabi Investment Authority）全资子公司的少数股权投资，说明私募基金参与方式更加灵活，寻找其他资本来源以完成交易。根据科尔尼《全球化工行业并购整合报告》数据，私募股权公司已经积累了大量的待投募集资金。

图2 2013年-2023年全球化工并购私募基金参与情况



资料来源：德勤，东海证券研究所

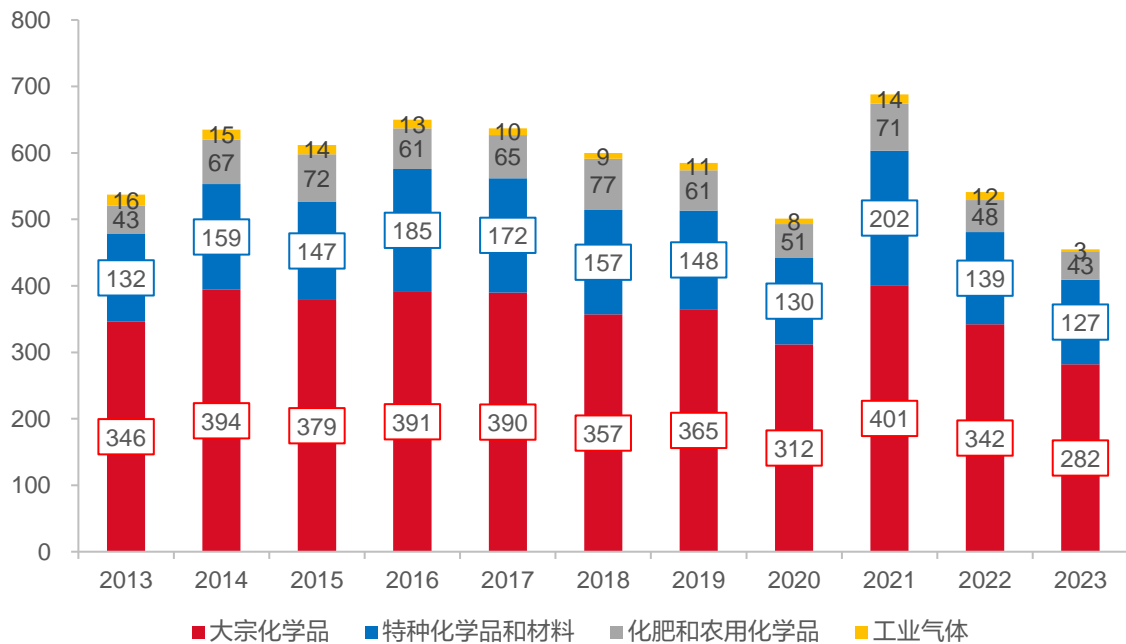
图3 私募股权基金备用金情况



资料来源：科尔尼分析，东海证券研究所

从化工各细分领域的并购活动来看，化工企业在2023年重点聚焦成本控制和改善营运资金，许多认为其自身不具备成本竞争力的企业也在进行工厂合理优化。其中，虽然特种化学品和材料细分领域的并购活动在2023年度仍有所下降，但表现好于其他细分领域，并购方愿意并购其认为在终端市场具有长期持续增长趋势的企业，例如杜邦（DuPont）于5月份宣布以17.5亿美元的价格收购Spectrum Plastics。Spectrum Plastics是特种医疗设备和组件市场的公认领导者。

图4 2013年-2023年全球化工行业并购活动各细分领域交易量（起）



资料来源：德勤《2024年全球化工行业并购展望》，东海证券研究所

从目标国家划分来看，美国是全球化工并购交易数量最多的国家，其次是中国、英国。美国2023年受到继续去库的影响，并购交易量创十年新低。但考虑到其原料成本优势显著，预计2024年随着利率政策的落实，并购交易有望再次活跃。英国的并购交易仍以大宗化工品为主，可持续性和ESG议题成为并购的主题，另外，增加投资组合重新定位（其中数家大型企业正力求剥离被视为非核心和/或表现不佳的资产）、增加医疗支出（推动了以制药为基础的化学品销售）也是较广泛的并购主题。

在大多数国家化工并购交易量缩减的2023年，印度、日本、巴西的交易量呈上升态势。作为全球第六大、亚洲第四大化工产品生产国，印度化工行业将继续以GDP增速的1.2至

1.5 倍的速度增长，未来十年化工行业的投资额预计将超过 870 亿美元，随着全球采购和国内需求不断增加，印度化工行业的并购交易有望在 2024 年中期印度大选后继续增长。2023 年日本的并购方案是通过处置表现不佳/非核心业务来提高利润，并掀起跨境并购热潮，例如，新日铁（NipponSteel）拟斥资 149 亿美元收购美国钢铁公司（US Steel），预计 2024 年将开展更多类似并购活动。巴西尽管面临诸多挑战，经济仍显韧性，主要经济指标明显改善。ADNOC 提出以 21 亿美元收购巴西领先石化公司 Braskem 的股份，由此可见国际投资者对巴西化工行业持续关注。

表1 全球化工行业并购活动数量——按目标国家划分（2013 年至 2023 年）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
美国	160	206	186	201	196	180	180	169	232	178	140
中国	48	70	78	72	89	82	82	66	70	54	43
英国	27	35	33	41	33	29	30	28	42	30	23
德国	37	44	37	38	41	28	40	23	45	31	19
印度	20	17	23	28	15	28	21	10	27	17	24
荷兰	6	9	11	19	8	21	9	13	11	7	5
日本	14	15	20	12	11	15	14	10	22	11	19
巴西	15	12	10	24	14	16	4	8	11	8	12
法国	28	29	25	26	40	27	21	16	30	21	18
加拿大	15	23	17	19	25	17	22	19	29	14	10
其他	182	198	189	189	190	174	184	158	198	170	142
合计	537	635	612	650	637	600	585	501	688	541	455

资料来源：德勤《2024 年全球化工行业并购展望》，东海证券研究所

欧洲化工行业面临诸多挑战，包括需求疲软、能源成本高企、利率上升、俄乌冲突、红海冲突、美国《通胀削减法案》颁布和通货膨胀加剧。2023 年，产能利用率低于长期平均水平，欧洲化工行业生产与制造业脱钩。因此，2024 年欧洲大陆市场化工行业或将再次面临挑战，行业销售额可能会出现持平或进一步下降。此外，欧洲化工行业目前正在进行重大转型，以同时减少对气候影响、打造循环经济和推进数字化。销售额下降和转型投资巨大导致许多欧洲化工公司转而采用成本优化计划，同时促使它们审查自己的商业模式并进行重组。这种重组或将在并购市场产生积极情绪，成为欧洲化工并购交易的主体，而亚洲和中东私募基金投资者和资金充裕的投资者有望成为欧洲化工行业转型过程的关键推动者。

表2 近期主要欧美化工公司宣布的剥离/重组案例

公司	剥离/重组详情	现状
Solvay	将其特殊化工品业务从其主要（大宗商品）化学业务中剥离出来 Solvay 控制着主要化学品，而新实体 Syensqo 控制着特殊化学品	2023 年 11 月完成
Covestro	以 128.7 亿欧元被阿布扎比国家石油公司 ADNOC 收购	2024 年 10 月签署协议
Lanxess	将聚氨酯业务出售予日本宇部兴产株式会社	2024 年 10 月签署合同
Trinseo	重启剥离其大宗商品苯乙烯业务的过程，以转型为特殊化学品公司 将其包装和特种塑料部门的软包装层压粘合剂业务出售给特种材料领导者阿科玛，交易价值为 1.5 亿美元	进行中
Dow	将出售意大利、美国和墨西哥的五个生产基地，包括溶剂型复合胶粘剂、无溶剂型复合胶粘剂和热封涂料产品系列	进行中
BASF	将其环境催化剂和金属解决方案（ECMS）业务剥离，可能会根据市场条件在未来为 ECMS 寻找其他战略选项	进行中

对于非一体化的 Verbund 业务（电池材料、覆膜和农业解决方案）巴斯夫设计了“差异化指导”策略，将为这些单元提高更多自由度，以满足特定行业需求，同时保留一体化公司的好处

剥离了其基于 SAP（苯乙烯-丙烯酸聚合物）和 C4 丁烯的大宗中间化学品和添加剂。目前，该公司正为这些业务寻找新的所有者

Evonik

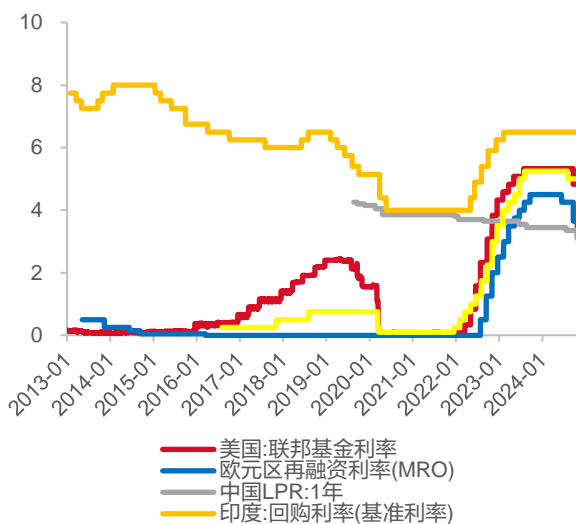
从长远来看，赢创工业也计划剥离其基础设施服务业务（在欧洲运营三个化学园区/场地）

进行中

资料来源：中国化工信息周刊，科尔尼分析，东海证券研究所

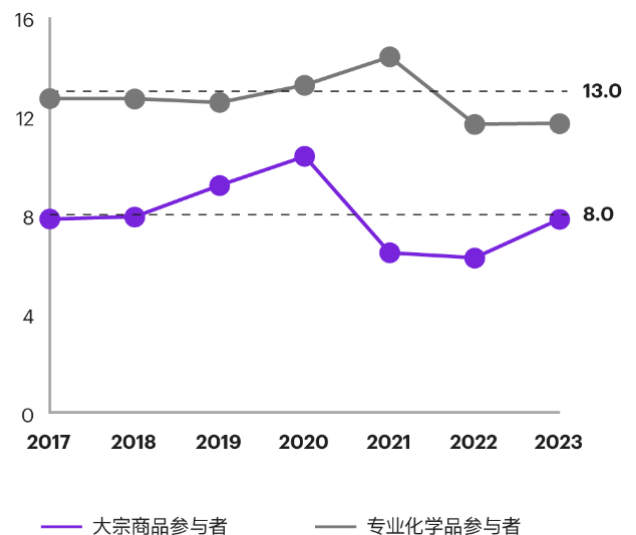
总体而言，2024 年下半年随着预期的通胀结束和利率下降改善宏观经济环境，化工并购交易或将有更多活跃机会。目前化工公司的估值或低于 5 年历史估值水平，私募股权基金在手准备金充足，尤其是欧洲参与者将加快剥离的步伐，以应对结构性成本问题。同时，并购或剥离将不再是一种独立的解决方案，全球化工格局或将在新一轮的并购重组潮中重塑。

图5 2013 年至今主要代表国家地区利率水平



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图6 按行业划分的平均 (EV/EBITDA) 价值

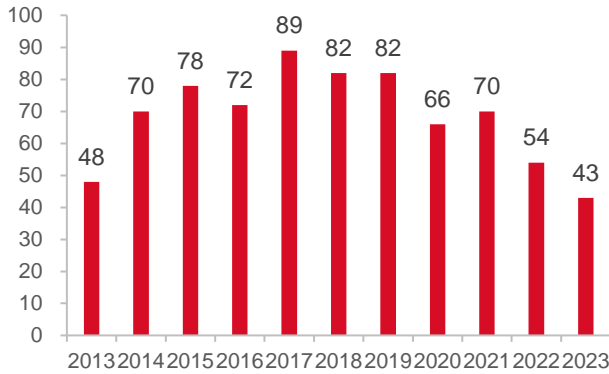


资料来源：科尔尼分析，东海证券研究所

2.我国化工并购回顾与展望

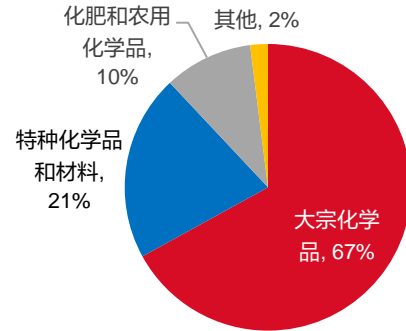
我国化工并购活动经过了 2014-2019 年的活跃期，2023 年，中国化工行业宣布达成 43 笔并购交易，较 2022 年缩减了 20%。2023 年，大多数并购方仍是战略投资者，67%的并购目标集中在大宗化学品领域，而特种化学品和材料及农用化肥的占比分别为 21%和 10%。在大宗化学品领域，新型建筑材料和汽车行业仍然是最主要的投资终端市场。

图7 中国化工并购活动数量（起）



资料来源：德勤《2024 年全球化工行业并购展望》，东海证券研究所

图8 2023 年中国化工并购活动按细分领域占比



资料来源：德勤《2024 年全球化工行业并购展望》，东海证券研究所

从油气行业来看，我国油气行业收并购交易类型主要以股权收购为主。相比 2023 年国际石油公司频现超级并购交易，我国油气行业并购较 2022 年基本持平，并购交易集中于燃气生产和供应领域，如 2023 年乌江能投收购贵州燃气 26.34% 股权（24 亿元）、中国燃气收购呼和浩特中燃 32.4% 股权（16.9 亿元）及山西坤杰收购金鸿控股 20.71% 股权（2.6 亿元）交易。

从趋势来看，在能源变革大背景下，油气公司纷纷加大在新能源领域的资本投入及业务布局，在现有产业链优势基础上深入挖掘具有业务协同性的低碳发展战略和清洁能源解决方案。如 2023 年港华智慧能源收购上海晶科光伏 100% 股权（9,565 万元）、申能收购岢岚京能新能源 64% 股权及深圳燃气收购瑞兴智慧新能源 100% 股权（2,823 万元）交易。

表3 我国油气和化工行业并购交易情况及趋势概述

行业领域	并购交易方式	交易方	并购领域（2023 年）	并购趋势
油气	股权交易为主	传统国有及大中型油气公司，现有更多综合企业和投资机构参与	燃气生产和供应领域	探索能源转型，绿色低碳油气及新能源发展主导
石化化工	战略性并购、跨行业合资合作等	国内外行业龙头、新兴产业链关联方	精细化工、新材料、炼化	积极走出去并向中下游基础有机化工、新能源、新材料及高端化学品等高附加值产业链延伸

资料来源：德勤，中国能源报，东海证券研究所

从化工行业来看，投资标的多集中于炼化、精细化工及新材料等领域。而我们从上市公司披露公告来看，2023 年以来，化工上市企业并购重组以集团平台整合、产业链资源补充为主；跨界收购为少数，以向电子信息新材料方向为主。交易额较大的有：荣盛石化和沙特阿美的 246 亿元人民币入股交易，昊华科技 72.44 亿元发行股份收购中化蓝天 100% 股权。据《中国能源报》数据整理，2023 年年内国内石化企业拓展中外合作、国内联手和国内并购的方式，大约有 6 个中外合作项目、7 个国内合作项目、3 个国内并购案例，交易方式扩展为合作、资产组合、卖方保留股权等多种形式，更加灵活。

表4 2023年以来我国化工上市公司并购重组交易案例不完全统计

上市公司	交易方	主要内容	进程现状
兴化股份	陕西延长石油	支付现金的方式购买控股股东陕西延长石油（集团）有限责任公司持有的陕西延长石油榆神能源化工有限责任公司 51% 股权；增加乙醇产能	2023 年 2 月完成
云天化	浙江友山	收购浙江友山子公司友天新能 49% 股权，完善磷酸铁锂产业链	2023 年 3 月公告
诚志股份	诚志华清	股权受让方式收购华青化工 100% 股权，涉资约人民币 2.07 亿元；获取 POE、超高分子量聚乙烯项目用地	2023 年 4 月完成
万华化学	烟台巨力	以 17.85 亿元价格收购烟台巨力 47.81% 股权，与其一致行动人宁波中登合计持有 67.81% 股权，取得烟台巨力控股权；完善西北 TDI 产能布局	2023 年 4 月完成
南岭民爆	易普利	通过发行股份的方式，购买葛洲坝、攀钢矿业及 23 名自然人合计持有的易普利 95.54% 股份，成为民爆龙头	2023 年 5 月完成重组上市
神马股份	神马普利	神马普利从公司参股子公司变更为公司控股子公司，完善尼龙产业链	2023 年 6 月公告
中石油	普天新能源	收购普天新能源 100% 的股权；完善新能源网络	2023 年 9 月完成
卫星化学	嘉宏新材	全资子公司连云港石化以现金 15.235 亿元收购嘉宏新材 100% 股权；减少关联交易，完善产业链	2023 年 10 月完成
滨化集团	锦元新材料	拟以人民币 121,100 万元收购海南锦元新材料有限公司 100% 股权，间接持有鲁北集团 35.60% 股权，完善氯碱化工产业链	2023 年 12 月完成
荣盛石化	沙特阿美	1) 沙特阿美通过其全资子公司阿美海外公司以 246 亿元人民币收购荣盛石化 10% 的股权，签订原油采购等一揽子战略合作协议 2) 双方拟分别出售和购买荣盛石化全资子公司中金石化和沙特阿美全资子公司 SASREF 各 50% 的股权，以及按股权比例分别联合开发中金石化和 SASREF 的扩建工程	已完成入股交易 2024 年 4 月签署《合作框架协议》，2024 年 9 月签署《联合开发协议的框架协议》
东方盛虹	沙特阿美	10% 战略股权交易及原油供应、合作开发等协议	2023 年 9 月签署合作框架协议
恒力石化	沙特阿美	可能收购 10% 的股份及原油供应、下游产品开发等协议	2024 年 4 月签署谅解备忘录
山东裕龙	沙特阿美	可能收购山东裕龙 10% 战略股权	2023 年 10 月签署合作备忘录
双环科技	宏宜化工	拟以向特定对象发行股票募集的资金购买应城宏宜化工科技有限公司 68.59% 股权，注入合成氨项目	2024 年 1 月公告
巨化股份	飞源化工	以现金出资方式收购同时单方面增资，合计取得飞源化工 51% 股权，本次交易金额约 13.94 亿元；完善氟化工、环氧树脂产业链	2024 年 1 月完成
万华化学	铜化集团	通过万华电池直接受让铜化集团所持有的安纳达及六国化工的部分股权，交易总金额 41484.50 万元；完善电池上游原料产业链	2024 年 4 月完成
昊华科技	中化蓝天	发行股份收购中化蓝天 100% 股权，作价 72.44 亿元；完善氟化工产业链	2024 年 7 月完成
利安隆	韩国 IPI	子公司宜兴创聚将全资并购韩国 IPITECH INC.；进入电子材料领域	2024 年 8 月完成

湖北宜化	宜化集团	拟以现金方式向宜化集团购买其拥有的宜昌新发产业投资有限公司 100% 股权，取得新疆宜化控制权	2024 年 8 月公告
盐湖股份	五矿集团	公司实际控制人青海省政府国资委、控股股东青海国投与中国五矿集团有限公司及其下属企业拟共同组建中国盐湖工业集团有限公司，注册资本 100 亿元(暂定)。	2024 年 9 月公告
阳谷华泰	波米科技	拟以发行 A 股股份等方式购买波米科技控制权，并募集配套资金；进入半导体材料行业	2024 年 10 月公告

资料来源：公司公告，公开信息整理，东海证券研究所

表5 2023 年以来我国油气化工公司强强合作案例

公司	合作方	主要内容	进程现状
东方盛虹	中复神鹰	在丙烯腈产品供给方面形成全方位合作	2023 年 5 月签署原材料合作战略协议
	汉高集团	全球业务布局、联合创新、未来规划	2023 年 6 月签订未来五年战略合作意向书
	林德	工业气体产品和运行服务	2023 年 6 月签署战略合作协议
万华化学	西卡中国	产品互供基础上拓展更多合作范围	2023 年 11 月签署战略合作协议
	中国化学、铜化集团	建设中化学新能源产业园，聚焦新能源、高端电子化学品、食品级磷酸盐、工业级磷酸盐等领域	2023 年 11 月签署战略合作协议
	裕龙石化	上下游产品互供	2023 年 6 月签署战略合作框架协议书
中国石化	英力士	联合成立中石化英力士（天津）石化有限公司，共同运营 120 万吨/年天津南港乙烯项目	2023 年 8 月签署合作协议
	神马集团	共建洛阳石化百万吨乙烯项目	2023 年 12 月签署投资合作意向协议
华峰集团	科思创	共同开发低碳解决方案，减少聚氨酯低碳系列产品的碳排放和环境影响	2023 年 11 月签署战略合作意向书
卫星化学	SK 致新	增资 8.68 亿人民币，启动 EAA 二期项目	2023 年 11 月签署中韩科锐 EAA 二期项目补充协议
桐昆股份	新凤鸣	共投资建设泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目	2024 年 5 月公告
中国石油	舍得酒业	共建生物天然气合作项目	2024 年 10 月签约

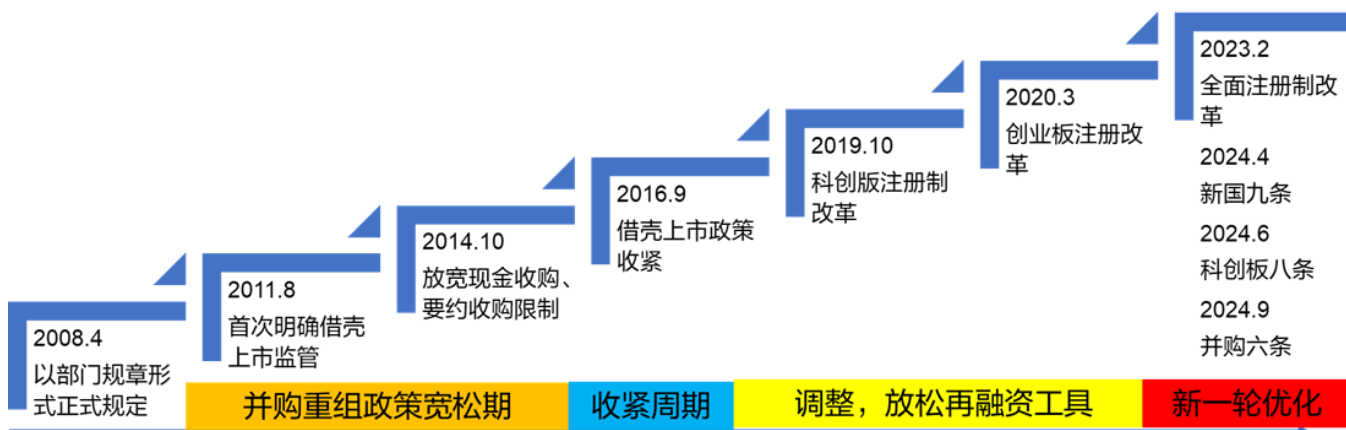
资料来源：公司公告，公开信息整理，东海证券研究所

政策推动下，我国化企并购重组浪潮有望再起。今年 4 月新“国九条”出台以来，证监会多措并举激发并购重组市场活力，进一步优化政策环境：提高重组估值包容性，支持第三方重组的交易双方自主协商是否约定业绩承诺，支持上市公司之间吸收合并，鼓励上市公司通过并购重组提质增效、做优做强，提升上市公司质量。工信部等部门先后出台《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》《精细化工产业创新发展实施方案(2024—2027 年)》等重要政策意见，为石化行业未来高质量发展指明方向，将推动中国化工行业逐步从基础大宗化学品向高附加值的新特种化学品和新材料转型。一些中国化工企业有可能扩大其对垄断技术和材料的渗透率。同时，在“一带一路”倡议下，中国化工企业有望与中东国家开展更多战略投资与合作。

3.结论：重视当前化工并购重组相关机会

2010 年以来，并购重组政策在我国 A 股市场大致经历了“宽松——收紧——调整——新一轮优化宽松”的发展历程。2010 年-2015 年为并购重组政策宽松周期，2016 年-2017 年为收紧周期，2018 年-2023 年则放松再融资工具等政策助推市场并购重组。2023 年下半年以来，并购重组进入新一轮优化宽松期。

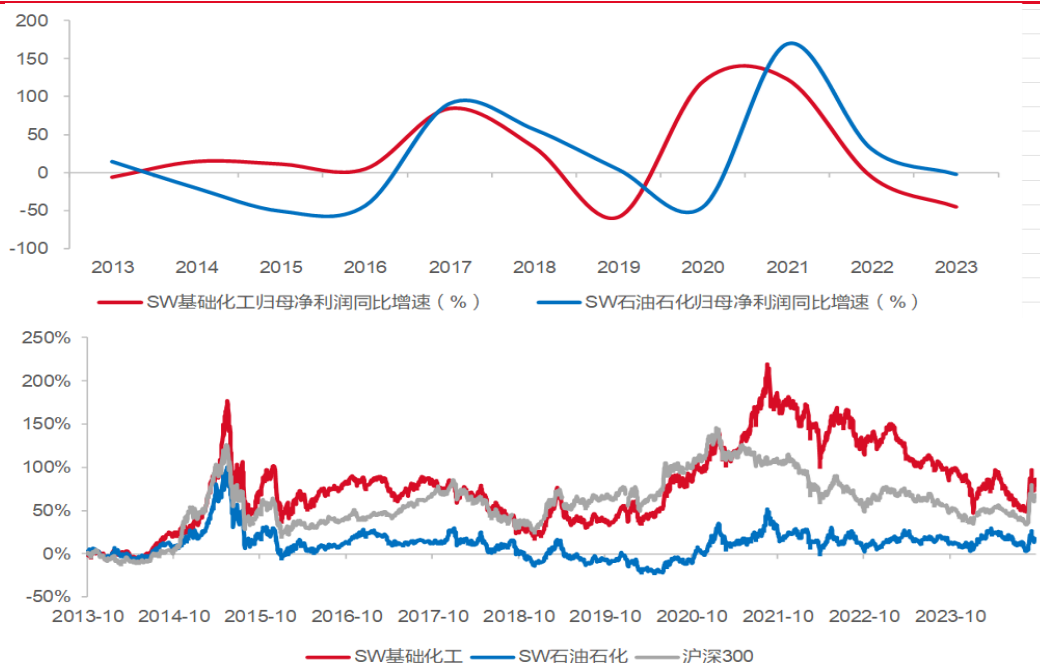
图9 我国 A 股市场并购重组政策相关更新历史



资料来源：同花顺，公开信息整理，东海证券研究所

2014-2016 年“并购行情”背景：2012 年 IPO 暂停后，2013 年至 2015 年涌现并购潮，带动 A 股市场行情爆发。2014 年受国际油价大跌、结构性过剩以及需求不振的影响，石化行业尽管营收略有增长，但利润水平大幅下滑。经过三年多的去库存周期后，彼时化工行业整体基本面仍未有实质好转，继续依靠固定资产投资增长进行扩张的发展模式难以持续，行业面临转型升级压力，资产重组和跨界并购成为估值提升的重要途径。

图10 SW 石油石化和 SW 基础化工板块归母净利润同比增速和市场走势对比



资料来源：同花顺，东海证券研究所

回顾 2014-2015 年化工并购潮，呈现以下特点：

1) 国央企改革为排头兵，保壳、转型以及资产整合为重心。2014 年化工(包括石油化工和基础化工)行业 245 家上市公司中，有 93 家国有控股企业，占比近 4 成。资产规模方面，89%的总资产来自于国有控股企业。从形式来看，化工央企改革主要通过混合所有制或资产证券化等方式进行。在产业布局方面，剥离亏损产业、转型发展新型业务是调整国有企业产业布局的主要方式。

表6 2014-2015 年央企上市平台并购重组代表案例

公司	主要内容	时间
石化油服 (ST 仪化)	剥离亏损的化纤资产，并作价 240 亿元收购中石化旗下石油工程公司 100%股权	2014 年 12 月公告
安迪苏 (蓝星新材)	首先向大股东蓝星集团及关联方中蓝石化出售北化机 100%股权、哈石化 100%股权以及工程承包和设计相关业务的资产及负债；然后实施重大资产置换及发行股份并支付现金购买资产方式，收购控股股东蓝星集团所持安迪苏集团 100%股权(后修改为安迪苏集团 85%股权)	2014 年 5 月公告
华锦股份	以 23.77 亿元对价，收购振华石油（控股股东中国兵器工业集团下属的全资子公司）在振华海外石油公司于 2015 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间收益权的 49 %	2015 年 9 月公告
风神股份	2015 年 11 月，中国化工集团下橡胶公司成功完成了对倍耐力公司的收购。收购完成后，倍耐力公司将业务进行了分拆，工业胎业务单独成立了 PTG。风神股份收购 PTG10%的股权。后公告继续收购 90%股权，于 2018 年终止	2015 年-2017 年

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2) 地方国企各具特色，以让渡优势资产、卖壳转型、引入非公有制经济参与国有企业改制重组为主。

表7 2014-2015 年地方国企上市平台并购重组代表案例

公司	主要内容	时间
城市传媒 (青岛碱业)	青岛碱业通过股份无偿划转、重大资产置换、发行股份购买资产和募集配套资金，实现城市传媒（实控人为青岛财政局）的上市，转型成为全媒体运营商	2014 年 12 月公告
云天化	引入战略投资者以色列化工集团，向其增发 1.99 亿股云天化股票，以化投资持有 13.96%股权	2015 年 3 月公告
赤天化	贵州省国资委将赤天化控股股东赤天化集团 100%股权转让给圣济堂，赤天化由国有企业变成民营企业，业务范围新增医药领域	2014 年 12 月公告

资料来源：公司公告，东海证券研究所

3) 民企多跨界并购，切入新兴行业。民营企业更为积极尝试进入新兴产业，从而在短期内提升业绩和估值。部分主业难以好转的企业往往选择卖壳变更主业。

表8 2014-2015 年民企上市平台并购重组代表案例

公司	主要内容	时间
新开源	通过定增方式购买阿尔医疗 100%股权、三济生物 100%股权和晶能生物 100%股权,进入体外诊断服务领域	2015 年 9 月公告
联创股份 (联创节能)	以 13.22 亿元收购上海新合 100%股权，进入互联网相关服务业	2015 年 3 月公告

君正集团 内蒙君正及旗下君正化工以 46 亿元获得华泰保险 15.2951%股份，并
 (内蒙君正) 成为华泰保险第二大股东

2014 年 12 月公告

资料来源：公司公告，东海证券研究所

随着今年 4 月 12 日新国九条、6 月 19 日科创板八条、9 月 24 日并购六条的发布，当前政策端多措并举激发并购重组市场活力，A 股并购重组有望进入“活跃期”。化工行业目前也正面临供需双重压力，并购重组无疑是激活市场活力、解决经营瓶颈的有效途径。展望未来，随着化工行业盈利触底，宏观政策提振支持下，企业有望继续改善资产负债表，为并购等投资活动提供更多基础。**对照以往并购重组模式，我们认为以下方向较有投资机会：**

- 1) 央企依然有望成为并购重组领军，一般来说其集团平台整合、良好资产注入预期较强。
- 2) 具备壳资源价值的小市值上市标的（通常以民营企业为主），满足交易所《上市公司重大资产重组审核规则》最新要求的财务指标，且股东持股比例较为分散（第一大股东持股比例较低），近期盈利性较弱（ROE 下降明显或低于行业均值）、负债率较高（超过或处于行业均值），具有较强的外延式发展需求。
- 3) 市值中上且财务情况稳健，现金流充足的行业中间企业，往往有产业链并购拓展市场或寻找新的增长点的需求。

表9 同实控人平台整合预期化工上市标的举例

上市公司	企业性质	上市板块	实际控制人	市值 (亿元)	2023 年 现金及现金等价物 (亿元)	同实控人暂未过会公司	相关信息
中化国际	央企	主板	中国中化 (中化集团)	160.05	16.69	中化能源	2021 年申请 IPO，为石油石化产业运营商及综合服务商
巨化股份	地方国企	主板	巨化集团	566.68	15.27	锦华新材	2023 年新三板上市，主营酮肟系列精细化学品
利尔化学	央企	主板	中国工程物理研究院	67.16	14.34	快达农化	2017 年新三板上市，主营农药原药产品、制剂产品和中间体

资料来源：同花顺，东海证券研究所

注：市值数据截至 2024/10/26

表10 具备壳资源价值的化工上市标的举例

上市公司	企业性质	上市板块	总市值 (亿元)	第一大 股东持 股比例	前十大 股东持 股比例	2023 年 ROE	2023 年 ROE 同 比增速	2023 年资产 负债率	财务符合情况
泰坦科技	民营	科创板	36.44	9.88%	41.65%	2.60%	-43%	35%	2022-2023 年净利润均为正且累计不低于 5000 万元
裕兴股份	民营	创业板	24.59	18.17%	45.70%	0.45%	-94%	43%	2023 年净利润为正且营收不低于 4 亿元
同益股份	民营	创业板	32.53	21.42%	54.07%	2.44%	65%	53%	2023 年净利润为正且营收不低于 4 亿元

资料来源：同花顺，东海证券研究所

注：市值数据截至 2024/10/26

4.风险提示

1) 标的举例具有局限性和一定主观性，财务数据具有时效性，不构成投资建议，实际并购等交易事件以各上市公司公告为准；

2) 并购重组事件也具有风险性，不应忽视并购重组标的长期发展的投资价值以及现阶段合理估值；

3) 宏观经济和政策变化超出或不及预期，或影响行业基本面及企业层面决策，影响市场估值预期。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089