

行业研究

中国中化：“两化”强强联合，打造全球规模领先的综合性化工企业

——石化化工行业国企跟踪报告之二

要点

全球规模领先的综合性化工企业，由中化集团与中国化工联合重组而成。2021 年 3 月 31 日，经国务院批准，中国中化集团有限公司（简称中化集团）与中国化工集团有限公司（简称中国化工）实施联合重组，新设由国务院国有资产监督管理委员会代表国务院履行出资人职责的中国中化控股有限责任公司（简称中国中化），中化集团和中国化工整体划入中国中化。2021 年 5 月 8 日，中国中化正式揭牌成立。目前中国中化旗下拥有 16 家境内外上市公司，在全球超过 150 个国家和地区拥有生产基地和研发设施，以及完善的营销网络体系。截至 2023 年底，中国中化总资产 1.6 万亿元，全年营业收入超过 1 万亿元，位列 2024 年《财富》世界 500 强榜单第 54 位。

业务范围广泛覆盖生命科学、材料科学、石油化工等八大领域。在生命科学领域，中国中化拥有全球领先的农化和动物营养业务。其中，农化业务涵盖种子、植保、作物营养、现代农业服务及数字农业全产业链，动物营养业务包括蛋氨酸、维生素和特种品等，是全面的动物饲料添加剂及营养方案提供商；在材料科学领域，中国中化处于世界一流水平，在氟硅材料、工程塑料、聚合物添加剂、电子化学品、锂电池材料、特种纤维等领域优势明显，面向电子、汽车、建筑、新一代通讯技术、高科技专项、医疗等国计民生重点领域提供材料解决方案；在石油化工领域，中国中化构建了石油贸易、石油炼化、仓储物流、油品/石化产品营销等上下游一体化发展模式，是中国最具竞争力的石油化工企业之一；在橡胶轮胎领域，中国中化是全球高端及超高端乘用车胎领导者，拥有“倍耐力”和“风神”两大知名品牌，是全球知名汽车制造商首选伙伴。

扎实推进国企改革深化提升行动，构建新发展格局。近年来，公司以增强核心功能、提高核心竞争力为重点，大力弘扬新时代中国中化“精气神”，围绕科技创新、专业整合、治理提升、激发活力等八个方面，统筹推进改革深化提升行动和“十四五”战略规划落地见效有机融合，加快构建现代化产业体系，助力农业高质量发展，助推化工新材料补短板。2024 年 7 月 16 日，公司官网公示，近日国务院国资委发布 2023 年度中央企业改革深化提升行动重点任务考核结果，中国中化获评 A 级。这是自国务院国资委 2021 年实施国企改革考核以来，公司连续第 3 次获评 A 级。

投资建议：受益于“两化”合并带来的产业协同等利好，我们建议关注（1）**昊华科技**：中化旗下 13 家优质企业共同组建，五大主线高端业务并行；（2）**安迪苏**：蛋氨酸产能稳步扩张，特种产品未来可期；（3）**鲁西化工**：中化入主，高端新材料业务转型可期；（4）**扬农化工**：先正达入主提供成长支持，优嘉项目推进夯实产业实力；（5）**中化国际**：聚焦橡胶和新材料，打造创新型化工新材料领先企业；（6）**安道麦 A**：非专利作物保护市场的领军企业；（7）**中化化肥**：中国最大的产供销一体化经营的综合型化肥企业；（8）**沧州大化**：聚氨酯龙头企业，持续突破 PC 技术；（9）**沈阳化工**：以氯碱化工、石油深加工和化工新材料为主业的国有控股上市公司。

风险分析：原油价格波动风险、政策落实不到位风险、项目建设进度不及预期风险、境内外业务拓展及经营风险、汇率风险。

石油化工/基础化工 增持（维持）

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebcn.com

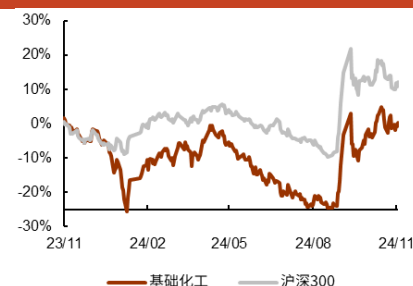
分析师：胡星月

执业证书编号：S0930524070016

010-56513142

huxingyue@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1、强强联合，打造全球规模领先的综合性化工企业	5
1.1 中国中化由中化集团与中国化工联合重组而成	5
1.2 中化集团：设立五大事业部，是领先的石油和化工产业综合运营商	6
1.3 中国化工：专业化工公司，在化工新材料和特种化学品形成产业特色	7
1.4 中国中化旗下布局有多个上市公司，产业链协同效应显著	9
2、业务范围广泛，生命科学、材料科学等多个领域优势领先	10
2.1 业务范围广泛，覆盖生命科学、材料科学等八大领域	10
2.2 全球领先的农业科技创新企业，产业链协同效应明显	11
2.3 中国领先的化工新材料服务商，产品组合丰富	13
2.4 全球高端及超高端乘用车胎领导者，营销网络体系完善	14
3、扎实推进国企改革深化提升行动，构建新发展格局	15
4、充分受益于产业协同等利好，旗下多家上市公司发展势头强劲	18
4.1 昊华科技：五大主线高端业务并行，携手中化蓝天拓宽未来成长	18
4.2 安迪苏：蛋氨酸产能稳步扩张，特种产品未来可期	21
4.3 鲁西化工：中化入主，高端新材料业务转型可期	23
4.4 扬农化工：先正达入主提供成长支持，优嘉项目推进夯实产业实力	25
4.5 中化国际：聚焦橡胶和新材料，打造创新型化工新材料领先企业	27
4.6 安道麦 A：非专利作物保护市场的领军企业	29
4.7 中化化肥：中国最大的产供销一体化经营的综合型化肥企业	31
4.8 沧州大化：聚氨酯龙头企业，持续突破 PC 技术	33
4.9 沈阳化工：以氯碱化工、石油深加工和化工新材料为主业的国有控股上市公司	35
5、风险分析	38

图目录

图 1: 中国中化发展历程	5
图 2: 中化集团发展历程	6
图 3: 中国化工发展历程	8
图 4: 中国中化组织架构	9
图 5: 先正达集团股权结构	12
图 6: 2022 年先正达集团按照业务单元划分的收入占比	12
图 7: 中国中化科技创新体系	17
图 8: 中化能源作为“双百企业”的主要改革举措	18
图 9: 中化国际作为“双百企业”的主要改革举措	18
图 10: 昊华科技整体上市过程	19
图 11: 昊华科技 PB-Band	20
图 12: 昊华科技营业收入及增长率	20
图 13: 昊华科技归母净利润及增长率	20
图 14: 中国化工并购安迪苏过程	21
图 15: 安迪苏 PB-Band	22
图 16: 安迪苏营业收入及增长率	22
图 17: 安迪苏归母净利润	22
图 18: 鲁西化工 PB-Band	24
图 19: 鲁西化工营业收入及增长率	24
图 20: 鲁西化工归母净利润及增长率	24
图 21: 中化集团并购鲁西化工过程	25
图 22: 扬农化工 PB-Band	26
图 23: 扬农化工营业收入及增长率	27
图 24: 扬农化工归母净利润及增长率	27
图 25: 中化国际 PB-Band	28
图 26: 中化国际营业收入及增长率	28
图 27: 中化国际归母净利润	28
图 28: 安道麦 A PB-Band	30
图 29: 安道麦营业收入及增长率	30
图 30: 安道麦归母净利润	30
图 31: 中化化肥 PB-Band	32
图 32: 中化化肥营业收入及增长率	32
图 33: 中化化肥归母净利润	32
图 34: 沧州大化 PB-Band	34
图 35: 沧州大化营业收入及增长率	34
图 36: 沧州大化归母净利润	34
图 37: 沈阳化工 PB-Band	36
图 38: 沈阳化工营业收入及增长率	36
图 39: 沈阳化工归母净利润	36

表目录

表 1：中化集团主营业务	6
表 2：中国化工主营业务	8
表 3：中国中化业务布局	10
表 4：安迪苏产品布局	13
表 5：材料科学板块产品布局	14
表 6：轮胎板块产品布局	15
表 7：中国中化 2023 年度改革优秀成果	15
表 8：昊华科技主要产品布局	19
表 9：鲁西化工主要产品布局	23
表 10：扬农化工创新产品布局	26
表 11：中化国际化工新材料主要产品及产能	27
表 12：安道麦 A 主要产品布局	29
表 13：安道麦 A 主要化工园区	29
表 14：中化化肥主要产品	31
表 15：沧州大化主要产品布局	33
表 16：沈阳化工产品布局	35
表 17：沈阳化工主要产品生产技术情况	36

1、强强联合，打造全球规模领先的综合性化工企业

化工行业是国民经济的基础性和支柱性行业。近年来，国际化工巨头纷纷推动重组整合，在化学基础研发、新产品创制、产业链价值创造方面发挥重要龙头作用。世界化学工业呈现产业集中度高、规模效应突出、大企业主导等特点。我国是化学工业大国，但长期以来，市场主体较为分散，行业聚集效应较弱。在向化工强国迈进中，亟待建立有国际竞争力的一流企业。“两化”重组和中国中化的成立，将有助于打造一家行业领先的综合性化工集团，加速化学工业供给侧结构性改革和行业转型升级，有助于进一步优化企业资源配置，形成产业链的有机协同互补，增强科技研发和创新能力，释放企业活力。这也是国企国资落实改革发展的重大举措，将引领化工行业转型升级，推动我国由化工大国向化工强国转变。

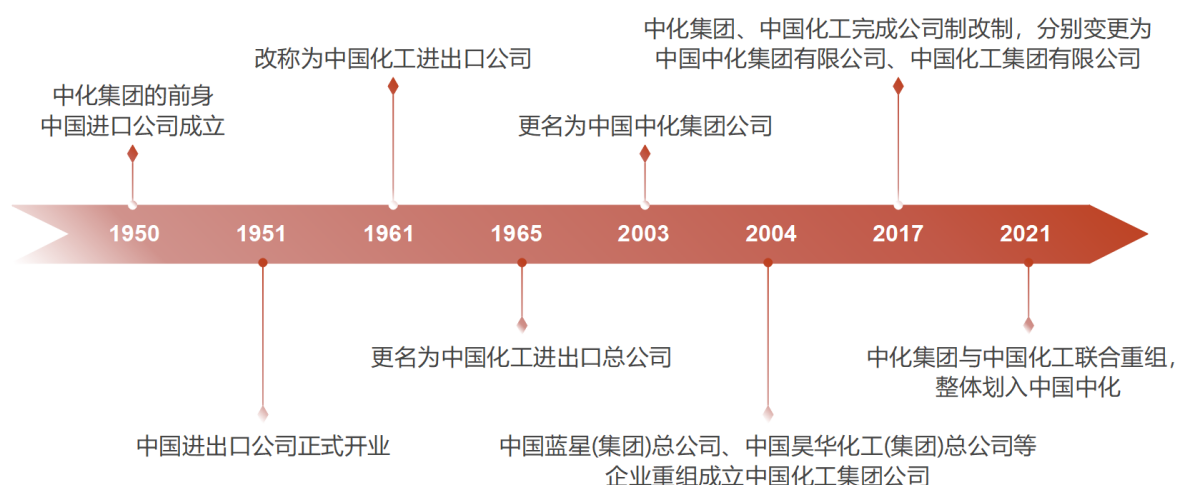
中国中化现已完成了农化业务的整合，推动种业自主创新，发展 MAP 商业模式，实现了炼化一体化转型，并购鲁西集团发展化工新材料，积极承担农业高质量发展、化工新材料产业补短板的使命任务，与此同时，中国中化以中化蓝天等科技型企业培育为引领，推动创新驱动转型。未来，中国中化还将持续聚焦新技术与新产品，协同能源、化工等多领域，提升全球产业链影响力；尤其突破关键材料瓶颈，提供化工材料综合解决方案；在化工环保业务领域，大力推进节能减排，为我国碳达峰、碳中和目标实现贡献化工行业力量。

1.1 中国中化由中化集团与中国化工联合重组而成

中国中化控股有限责任公司（简称中国中化，英文简称 Sinochem Holdings）是由中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司联合重组而成，于 2021 年 5 月 8 日正式揭牌成立，为国务院国资委监管的国有重要骨干企业。

2021 年 3 月 31 日，经国务院批准，中国中化集团有限公司（简称中化集团）与中国化工集团有限公司（简称中国化工）实施联合重组，新设由国务院国有资产监督管理委员会代表国务院履行出资人职责的中国中化控股有限责任公司（简称中国中化），中化集团和中国化工整体划入中国中化。2021 年 5 月 8 日，中国中化正式揭牌成立。

图 1：中国中化发展历程



资料来源：中国中化官网，光大证券研究所整理

1.2 中化集团：设立五大事业部，是领先的石油和化工产业综合运营商

中化集团成立于 1950 年 3 月 10 日，前身为中国化工进出口总公司，是伴随中华人民共和国诞生而成立的新中国第一家对外贸易公司，于 2003 年 11 月 10 日更名为中国中化集团公司，后于 2017 年 12 月 26 日完成公司制改制，由全民所有制企业改制为国有独资公司，名称正式变更为中国中化集团有限公司，中化集团设有能源、化工、农业、地产和金融五大事业部，对境内外 300 多家经营机构进行专业化运营，并控股“中化国际”（600500.SH）“中国金茂”（00817.HK）等上市公司，是领先的石油和化工产业综合运营商。

图 2：中化集团发展历程



资料来源：中国中化官网，光大证券研究所整理

中化集团设立能源、化工、农业、地产和金融五大事业部。能源方面，中化集团能源业务由勘探开发、炼油化工、石油贸易及服务、油品及化工品销售、仓储物流等专业板块构成；化工方面，公司在氟化工、中间体及新材料、农用化学品、聚合物添加剂、天然橡胶、石化原料营销、医药健康等领域建立了较强的竞争优势，已发展成为中国领先的化工产品综合服务商；农业方面，公司是中国领先的农业投入品(化肥、种子、农药)和现代农业服务一体化运营企业，为种植主体提供农业全程、综合解决方案，推动农业现代化转型；地产方面，公司以中国金茂控股集团有限公司为运营主体，定位高端和精品路线，业务涵盖住宅、酒店、商务、商业等地产产品；金融方面，公司业务涵盖信托、融资租赁、财务公司、人寿保险、产业基金、新产业孵化、商业保理、综合商务服务、证券投资基金、金融期货等领域，并培育出“外贸信托”、“远东宏信”、“中宏保险”、“诺安基金”等在行业内具有较强竞争力和影响力的品牌。

表 1：中化集团主营业务

业务板块	业务类别	经营企业	备注
能源	勘探开发	中化石油勘探开发有限公司	在巴西、哥伦比亚、美国、中国等 9 个国家和地区拥有 32 个油气合同区块；项目类型涵盖作业者与非作业者，地域包括陆上及海上，产品包括轻质油、重油、天然气等，权益内可采油气储量超过 10 亿桶油当量，在美国二叠盆地拥有权益净面积约 8.73 万英亩的页岩油气开发权。
	炼油化工	中化泉州石化有限公司 中化泉州园区发展有限公司	中化集团的炼油化工基地坐落于福建省泉州湾石化产业基地的泉惠石化工业园区，拥有 1,500 万吨/年原油加工能力、100 万吨/年乙烯及 80 万吨/年对二甲苯产能。
	石油贸易及服务	中化石油有限公司	业务始于 20 世纪 50 年代，主要开展原油、成品油的进出口及转口业务
	油品及化工品销售	中化石化销售有限公司 中化石油销售有限公司	油品销售业务已在全国范围内 17 个省（自治区、直辖市）建立营销网络，布局 602 座自营及合作经营站和 766 座加盟站
	仓储物流	中化能源物流有限公司	在天津、江苏、上海、浙江、广东等地布局了 6 大库区，拥有储罐 393 个，仓储容量 512.27 万立方米，同时服务于中国战略石油储备网络
化工	氟化工	中化蓝天集团有限公司	萤石储备量居全国第一、世界第二，氟碳化学品生产规模居全球第五，近十个品种在国内和全球市场份额第一，“金冷®”汽车空调制冷剂占据国内

			80%整车厂市场份额，“科花®”三氟系列产品国内市场占有率第一
中间体及新材料	中化国际（控股）股份有限公司		拥有扬农集团、沈阳化工研究院、中化国际科技创新中心等专业研发机构，在染料、高性能材料等领域研发能力突出
农用化学品	中化国际（控股）股份有限公司		拥有沈阳、连云港、南通、扬州四大生产基地，年原药总产能 16 万吨，覆盖除草剂、杀菌剂、杀虫剂和植物生长调节剂四大类共 40 余个有效成分，业务覆盖全球近 70 个国家和地区
聚合物添加剂	中化国际（控股）股份有限公司		中化集团下属的圣奥化学，产品包括防老剂 PPD 以及中间体 RT 培司、不溶性硫磺、高纯度 TMQ、促进剂等，业务范围覆盖全球 50 多个国家和地区
天然橡胶	中化国际（控股）股份有限公司		中化集团海内外天然橡胶种植面积 5 万公顷，拥有天然橡胶工厂 33 间，年加工能力 140 万吨，市场份额位居全球前三
石化原料营销	中化塑料有限公司 中化河北有限公司 中化（青岛）实业有限公司		主要开展 ABS 树脂、聚碳酸酯、聚乙烯等塑料产品以及车用塑料、生物化工原料、高性能复合材料、新型中间体等各类精细化工产品的贸易分销业务，与埃克森美孚、巴斯夫等大型跨国企业保持长期稳定的合作关系
医药健康	沈阳化工研究院有限公司 中化医药有限公司 中化健康产业发展有限公司		覆盖研发、制造及分销等产业链多个环节，在抗肿瘤和抗感染药物、医疗器械、营养健康品原料及医药安全评价等领域形成独特的竞争优势
农业	MAP 战略、农业金融、农产销售、研发集群、体验业务	中化化肥控股有限公司 中国种子集团有限公司	
地产	城市运营战略、城市运营模式、城市升级、产业升级	中国金茂控股集团有限公司	公司已稳健布局四十余座核心城市，并成功打造了以“金茂”品牌为核心的高端系列产品
金融	信托业务	中国对外经济贸易信托有限公司	聚焦小微金融、产业金融、资本市场、财富管理四大业务领域
	财务公司	中化集团财务有限责任公司	全球资金池、融资服务、资产管理和金融中介四大核心业务
	产业基金	-	以中化创新产业投资基金为核心平台，同时建立新能源、新材料、环保、高效农业、未来地产、特殊机遇等垂直领域产业基金
	综合商务服务	-	为企事业单位提供采购代理及管理咨询、PPP 咨询、全过程工程咨询、第三方监管、国际贸易、泛金融等综合商务服务
	融资租赁	远东宏信有限公司	金融服务、产业投资、贸易经纪、管理咨询等产业综合运营服务
	人寿保险	中宏人寿保险有限公司	拥有超过 1.7 万名员工和营销员，在国内 50 多个城市为 180 余万客户提供专业的金融保险服务
	证券投资基金	诺安基金管理有限公司	超过 50 只开放式基金，公司管理资产总规模超过 1200 亿元，拥有客户数量近 770 万
	环保业务	中化环境控股有限公司	

资料来源：中化集团官网，光大证券研究所整理

1.3 中国化工：专业化工公司，在化工新材料和特种化学品形成产业特色

中国化工成立于 2004 年 5 月 9 日，由中国蓝星（集团）总公司、中国昊华化工（集团）总公司等企业重组成立，成立之初的公司名称为中国化工集团公司，在化工新材料和特种化学品形成产业特色，后于 2017 年 12 月 4 日完成公司改制，由全民所有制企业改制为国有独资公司，名称正式变更为中国化工集团有限公司。

图 3：中国化工发展历程



资料来源：中国化工官网，光大证券研究所整理

中国化工布局有化工新材料及特种化学品、农用化学品、石油加工及炼化产品、橡胶轮胎、化工装备和科研设计 6 个业务板块。

化工新材料及特种化学品方面，公司蛋氨酸产量位居世界第二，有机硅产量居世界第三，PBT 树脂生产规模位居亚洲第一，氟橡胶、氯丁橡胶、环氧树脂产量位居全国第一；基础化工品方面，公司的氯碱装置具有低成本、循环经济、清洁生产的特点，烧碱和 PVC 产量居全国第一，其中聚氯乙烯糊树脂产量亚洲最大、世界排名第三；石油加工及炼化产品方面，公司拥有 9 家炼油厂，原油年加工能力 2500 万吨，拥有中国第一套 50 万吨/年 DCC 装置和第一套 50 万吨/年 CPP 装置，采用“油头化尾”的工艺路线，为化工新材料及特种化学品等提供所需的中间体及原料；农用化学品方面，公司是世界最大的非专利农药生产商，产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂及植物生长调节剂等系列产品，可生产原药品种超过 120 个，制剂 800 多个，在全球 120 个国家有近 5000 个产品注册登记和 6000 多个商标；橡胶轮胎方面，公司全钢子午胎、半钢子午胎、航空轮胎、巨型工程胎合计产能超过 1200 万条，居国内行业前三位；强力输送带、刹车管等管带制品位居全国第二；医用手套、气象气球等乳胶制品名列国内第一；化工装备方面，公司橡塑机械制造总能力居世界第三位，拥有国内唯一的离子膜烧碱成套装置生产技术，产销量排名世界第三位，国内市场占有率达 70%，金属阳极电解槽市场占有率达 90% 以上。

表 2：中国化工主营业务

业务板块	产品类别
化工新材料及特种化学品	有机硅系列、硅合金系列、有机氟系列、聚氨酯系列、高性能纤维、工程塑料系列、通用塑料及橡胶、动物营养
基础化学品	盐化工、煤化工、矿产品、矿基础化工产品
石油加工及炼化产品	能源类、石油产品
农用化学品	农药、化肥
轮胎橡胶	汽车轮胎、特种轮胎、非轮胎橡胶制品、乳胶制品

化工装备



离子膜电解槽、橡胶机械、大型干燥机设备、车桥齿轮

资料来源：中国化工官网，光大证券研究所整理

1.4 中国中化旗下布局有多个上市公司，产业链协同效应显著

中国中化是全球规模领先的综合性化工企业，旗下拥有 17 家境内外上市公司。目前中国中化拥有 11 家境内上市公司，分别为：扬农化工（600486.SH）、安道麦（000553.SZ）、荃银高科（300087.SZ）、安迪苏（600299.SH）、中化国际（600500.SH）、鲁西化工（000830.SZ）、昊华科技（600378.SH）、沧州大化（600230.SH）、沈阳化工（000698.SZ）、风神股份（600469.SH）、克劳斯（600579.SH），和 5 家境外上市公司，分别为：中化化肥（00297.HK）、埃肯（ELK.OL）、中国金茂（00817.HK）、金茂服务（00816.HK）、倍耐力（PIRC.MI）。与此同时，中国中化在全球超过 150 个国家和地区拥有生产基地和研发设施，以及完善的营销网络体系。截至 2023 年底，中国中化总资产 1.6 万亿元，全年营业收入超过 1 万亿元，位列 2024 年《财富》世界 500 强榜单第 54 位。

图 4：中国中化组织架构



资料来源：中国中化官网，光大证券研究所整理

2、业务范围广泛，生命科学、材料科学等多个领域优势领先

2.1 业务范围广泛，覆盖生命科学、材料科学等八大领域

中国中化的业务范围广泛覆盖生命科学、材料科学、石油化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域。在生命科学领域，中国中化拥有全球领先的农化和动物营养业务。其中，农化业务涵盖种子、植保、作物营养、现代农业服务及数字农业全产业链，动物营养业务包括蛋氨酸、维生素和特种品等，是全面的动物饲料添加剂及营养方案提供商；在材料科学领域，中国中化处于世界一流水平，在氟硅材料、工程塑料、聚合物添加剂、电子化学品、锂电池材料、特种纤维等领域优势明显，面向电子、汽车、建筑、新一代通讯技术、高科技专项、医疗等国计民生重点领域提供材料解决方案；在石油化工领域，中国中化构建了石油贸易、石油炼化、仓储物流、油品/石化产品营销等上下游一体化发展模式，是中国最具竞争力的石油化工企业之一；在橡胶轮胎领域，中国中化是全球高端及超高端乘用车胎领导者，拥有“倍耐力”和“风神”两大知名品牌。

表 3：中国中化业务布局

业务板块	主要产品	经营企业
生命科学	农药	先正达集团中国
	化肥	先正达集团中国、鲁西集团
	种子	先正达集团中国
	动物营养产品	蓝星安迪苏股份有限公司
	农药中间体等其他产品	中化河北有限公司、中化健康产业发展有限公司
材料科学	硅系列	埃肯公司、中蓝晨光化工研究设计院有限公司、鲁西集团有限公司
	氟系列	中化蓝天集团有限公司、鲁西集团有限公司、中昊晨光化工研究院有限公司
	工程塑料	鲁西集团有限公司、南通星辰合成材料有限公司、Elix Polymers、江苏扬农锦湖化工有限公司、中化塑料有限公司、沧州大化集团有限责任公司、蓝星吸附科技有限公司
	聚合物添加剂	圣奥化学科技有限公司
	电子化学品	昊华气体有限公司、江苏淮河化工有限公司、江苏瑞兆电子材料有限公司、中化河北有限公司
	高性能纤维	中蓝晨光化工有限公司、TECHNICAL ABSORBENTS LTD
	锂电池材料	淮安骏盛新能源科技有限公司、宁夏中化锂电池材料有限公司
石油化工	煤化工产品	中化河北有限公司、鲁西集团有限公司
	石化产品	鲁西集团有限公司、沈阳化工股份有限公司、山东蓝星东大有限公司
	石油产品	中化泉州石化有限公司、山东昌邑石化有限公司、山东华星石油化工有限公司、正和集团股份有限公司
	盐化工产品	江苏瑞祥化工有限公司、德州实华化工有限公司、昊华宇航化工有限责任公司、沈阳化工股份有限公司、黑龙江昊华化工有限公司
	氯碱	沈阳化工、德州实华、昊华宇航、黑龙江昊华、济南裕兴、广西大华、山纳公司、河北日新、贵州水晶、鸿鹤制药、昊华海通
	化工中间体等其他产品	济南裕兴化工有限责任公司、河北辛集化工集团有限责任公司、广西蓝星大华化工有限责任公司
环境科学	水处理	蓝星（杭州）膜工业有限公司、蓝星东丽膜科技（北京）有限公司、杭州水处理技术研究开发中心有限公司
	化学清洗	北京蓝星清洗有限公司、兰州蓝星清洗有限公司
橡胶轮胎	消费用轮胎	倍耐力
	工业用轮胎	风神轮胎、PTG
	非轮胎橡胶制品	青岛橡六输送带有限公司、沈阳橡胶研究设计院有限公司、北京橡胶工业研究设计院有限公司、西北橡胶塑料研究设计院有限公司
	紫外线吸收剂等其他产品	江苏富比亚化学品有限公司

机械装备	塑料机械	克劳斯玛菲
	橡胶机械	益阳橡胶塑料机械集团有限公司、桂林橡胶机械有限公司、福建天华智能装备有限公司
	化工装备	天华院、鲁西集团有限公司、蓝星（北京）化工机械有限公司
	特殊有色金属设备和各种规格新能源装备	鲁西集团有限公司
城市运营	—	中国金茂控股集团有限公司
产业金融	产业融资、资产管理、增值服务、金融科技	—

资料来源：中国中化官网，光大证券研究所整理

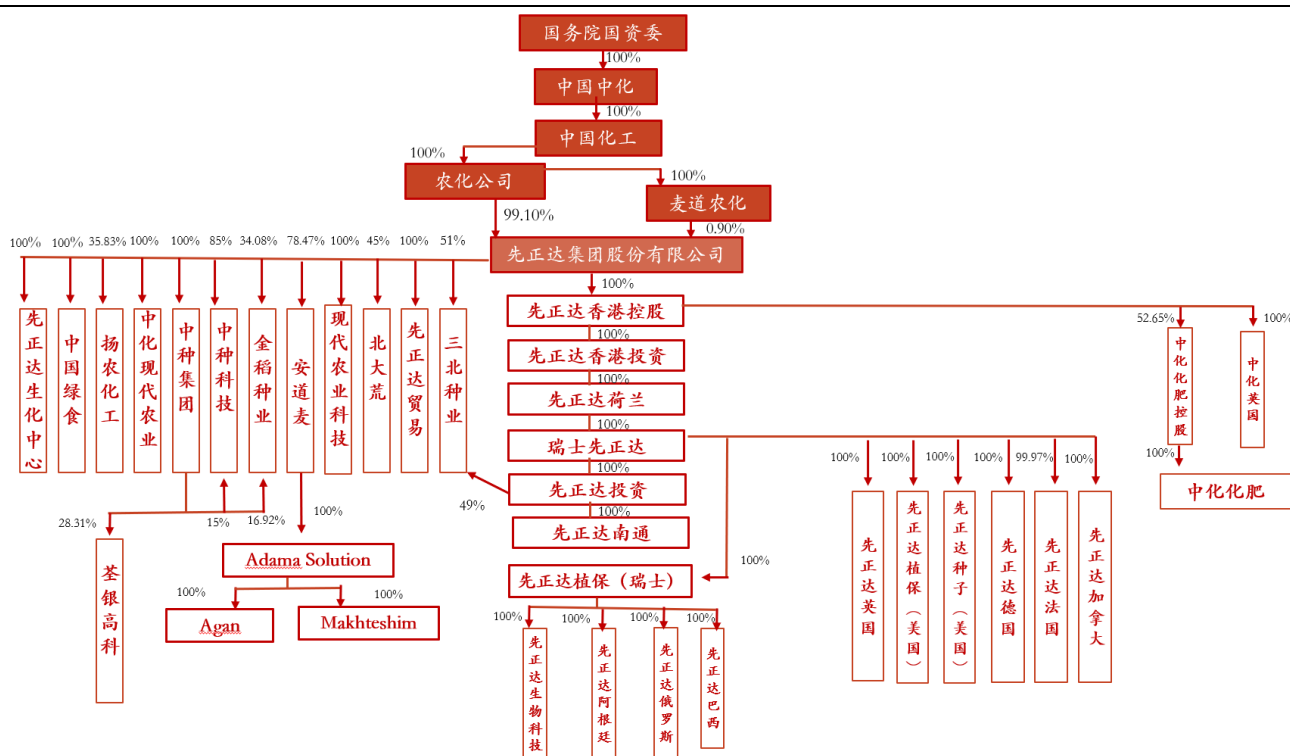
中国中化在生命科学领域的农化、动物营养和材料科学业务中的氟硅材料、工程塑料、橡胶助剂等细分领域具有领先优势，与此同时，中化集团旗下上市公司间通过开展多项协同增效项目，共同实现业绩长远发展。

2.2 全球领先的农业科技创新企业，产业链协同效应明显

农化业务方面，中国中化旗下的主要经营企业为先正达集团，是全球领先的农业科技创新企业，先正达集团则由“两化”下属农业板块重组整合而成。两化合并前中化集团和中国化工就在农业板块达成了共识：自 2009 年起，中国化工与瑞士先正达保持密切联系，寻求合作机会。直至 2017 年 6 月 8 日，中国化工宣布完成对瑞士先正达公司的收购交割，也自此形成美国、欧盟和中国“三足鼎立”的全球农化行业格局。2019 年，先正达集团于上海注册成立，是全球领先的农业科技创新企业。2020 年 1 月 5 日，中国化工发布通知称集团下属先正达集团拟受让中化集团下属农业板块主要资产，同时，中国化工持有的先正达（Syngenta A.G.）100%的股份和安道麦 74.02%的股份也将划转至先正达集团，“两化”重组在农业板块正式拉开帷幕。2020 年 6 月 19 日，先正达官方微信发布消息称“先正达集团中国”于当天正式成立，“两化”在农业板块的合并已实质完成。目前农化公司直接持有先正达 99.1%股份，同时通过其全资子公司麦道农化间接持有先正达 0.9%股份，为先正达的控股股东。农化公司则由国务院国资委履行出资人职责企业中国中化通过其全资子公司中国化工间接全资持有，先正达的实际控制人系国务院国资委。

先正达集团旗下的两家上市公司：安道麦 A（000553.SZ）和扬农化工（600486.SH）在农化板块的协同效应明显。先正达集团目前控股中化集团旗下另外两家 A 股上市公司，分别是安道麦 A 和扬农化工，对两者的股权占比分别为 78.47%、35.83%。先正达与扬农化工、安道麦现已形成良好的协同效应，主要体现在：一是扬农化工承接先正达国外原材料订单转移，有助于先正达原料供应链稳定安全，而扬农化工能够借助于先正达品牌及销售渠道，提升全球市场份额；二是安道麦与先正达通过在产品、进入市场平台、供应链、采购、物流等多方面的协同及合作，推动扩大公司业务规模、节约费用成本、提升经营效率。

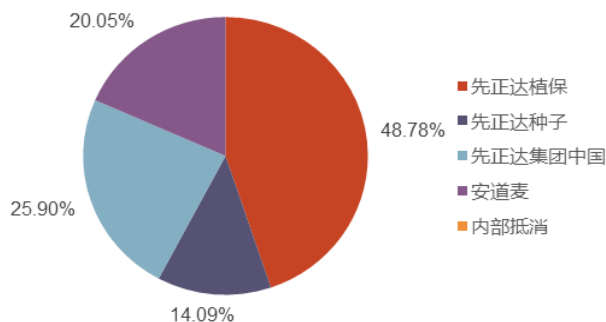
图 5：先正达集团股权结构



资料来源：先正达招股说明书（上会稿），光大证券研究所整理，注：扬农化工的股权比例为 24 年三季报披露数据

先正达集团拥有丰富的产品与业务组合，打造全链条农科企业。先正达集团在全球重点农业市场占据领先地位，在最具增长潜力的中国市场拥有独特资源与优势，先正达集团由先正达植保、先正达种子、先正达集团中国和安道麦四个业务单元构成。其中，先正达植保是全球领先的专利植保产品提供商，拥有全球一流的新化合物创制能力；安道麦是全球最大的非专利植保产品提供商，拥有领先的非专利化合物制剂复配能力；先正达种子具有领先的生物育种技术与研发能力，在 400 余条产品线中累计开发了 6,000 余种具有自主知识产权的种子产品；先正达集团中国则立足中国市场，同时开展植保、种子、作物营养以及现代农业服务业务，前三者的市场份额均位居中国第一。

图 6：2022 年先正达集团按照业务单元划分的收入占比



资料来源：先正达招股说明书（上会稿），光大证券研究所整理，注：内部抵消占比为-8.82%

动物营养方面，中国中化旗下的主要经营企业是安迪苏，为预混料厂、饲料加工厂、养殖农场、一条龙养殖企业，主要面向养殖业提供动物营养及健康解决方案，以及蛋氨酸、维生素和生物酶等主要产品，可帮助世界各地畜禽养殖场升级饲料供给，其营养成分能帮助动物消化和生长，并通过减少畜禽养殖场产生的垃圾废物保护自然环境。

表 4：安迪苏产品布局

产品类别	主要产品	品牌	具体产品	产品功效及产能
功能性产品	蛋氨酸	 罗迪美®	固体蛋氨酸 液体蛋氨酸	含硫必需氨基酸
	维生素	 麦可维®	A、B、D3、E、H 等全系列维生素产品	提高动物繁殖和免疫能力，改善动物健康
	反刍动物业务	 斯特敏®和美斯特®	过瘤胃包被氨基酸产品	提高牛奶质量和产量，改善奶牛整体健康状况
特种产品		 罗酶宝®	酶制剂	提高饲料的消化率和利用效率，降低饲料成本、谷物消化以及氮、磷排放
		 喜利硒®	有机硒	提高家畜（家禽、猪和反刍动物）的繁殖能力，提高鱼、虾的养殖存活率，提升家禽、猪、水生动物在不良生长环境下的生产性能和健康状况（热应激、生理和卫生应激），改善鸡蛋、肉类、牛奶质量
	单胃动物业务	 安泰来®、健肠宝®、艾派施®、FRA®C12	肠道健康类产品	减少抗生素的使用，提高动物健康水平
		 领鲜®、味美佳®、牛乐®、特佳甜®、食力佳®	适口性产品	刺激提高采食量，加强动物在不良生长环境下的生长和健康水平（猪、马、反刍动物）
		 强霉净剂®、霉净剂®、优立剂®	霉菌毒素管理和饲料保鲜类产品	霉菌毒素管理产品减轻了霉菌毒素对家禽、猪、反刍动物和水禽的健康、繁殖和生产性能的负面影响；饲料保鲜类产品可以抑制谷物和饲料中霉菌和细菌病原体的滋生，更好地利用饲料资源，减少浪费
	水产及创新替代蛋白类产品	斐康®	斐康®创新蛋白产品	促进主要市场中鱼虾养殖的可持续发展

资料来源：安迪苏官网，安迪苏公告，光大证券研究所整理

2.3 中国领先的化工新材料服务商，产品组合丰富

材料科学方面，中国中化是中国领先的化工新材料服务商，围绕国民经济核心产业布局产业链，重点发展高端化、差异化、特种化的高附加值产品，致力成为世界一流的车用材料解决方案供应商，并为高技术产业提供关键原材料。中国中化在材料科学板块产品组合丰富，涵盖工程塑料、硅材料、聚合物添加剂、氟化工、电子化学品、特种纤维、锂电池材料等业务领域，在多个细分领域建立具备全球竞争力的比较优势，其中，聚苯醚、聚碳酸酯、尼龙、环氧树脂、硅氧烷、橡胶防老剂、氟橡胶、聚四氟乙烯、制冷剂、三氟化氮、对位芳纶等多个产品处于全球领先水平。中国中化在材料科学领域实施全球化运营，生产基地分布在中国、法国、西班牙、挪威、英国、巴西、南非、冰岛、韩国、加拿大等国家。

表 5：材料科学板块产品布局

产品类别	主要产品	生产基地	产能	应用领域
硅系列	金属硅、金属铸造孕育剂、电极糊、107 胶、201 硅油、密封胶、混炼胶、液体胶、端氢硅油、端环氧硅油、硅油乳液、D5、二甲基硅氧烷混合环体	江西九江、山东聊城、甘肃兰州、挪威、法国、美国、意大利、西班牙、冰岛、南非、马来西亚、巴西	76 万吨/年有机硅单体，28 万吨/年金属硅，36 万吨/年碳素，32 万吨/年硅铁合金	个人护理 能源和化学品 汽车与交通 建筑 纺织和皮革
氟系列	氟橡胶、分散法聚四氟乙烯树脂、聚四氟乙烯浓缩分散液、悬浮法聚四氟乙烯树脂、R410A、六氟磷酸锂、三氟乙酸、聚全氟乙丙烯、六氟丙烯、HFC-134a	浙江、四川、江苏、陕西、山东、湖北、湖南等地	年产能 60 万吨	能源和化学品 汽车与交通 电线电缆 农业 建筑 电子电器
工程塑料	空调排水管用专用防老化母粒、抗病毒母粒、改性硅 PC、双酚 A、环氧树脂、ELIX ABS P2MC、ELIX ABS P2H-AT、ELIX PC/ABS 5120、ELIX PC/ABS 5130、ELIX POLYMER MODIFIERS 158I、ELIX POLYMER MODIFIERS SAN 230G、卡唐、聚碳酸酯、尼龙 6、聚碳酸酯板、聚对苯二甲酸丁二醇酯、聚苯醚	—	—	能源和化学品 汽车与交通 建筑 电子电器 纺织和皮革
聚合物添加剂	Sirantox 6PPD (4020)、Sirantox IPPD (4010NA)、特种防老剂、Sirantech S-TMQ、Sirantech TMQ (普通 RD)、促进剂 TBSI、Sirubtis OT 20、Sirubtis IS 7020、4-ADPA、硝基苯	—	—	能源和化学品
电子化学品	高纯度六氟化硫、电子级三氟化氮、电子混合气、一氧化氮、四氧化二氮、硫化氢、硒化氢、磷烷、砷烷、乙硼烷、氯气、三氟化硼、9-芴酮、联苯酚	—	—	电力设备制造、LED、光纤光缆、太阳能光伏、医疗健康、环保监测等领域
高性能纤维	F-3 芳纶纤维、PAN 基碳纤维原丝、PAN 基碳纤维、氧化纤维、超吸水纤维、对位芳纶纤维	甘肃兰州、四川成都、江苏仪征、英国	5300 吨/年原丝，1600 吨/年碳纤维，1700 吨/年芳纶 1414，3700 吨/年超吸水纤维 500 吨/年特种品等	医疗保健 汽车与交通 电子电器 纺织和皮革
锂电池及材料	VDA355 模组、51Ah 三元电芯、三元正极材料、电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂、粗制氢氧化钴、粗制氢氧化镍(MHP)、硫酸钴、前驱体材料、回收的正极黑粉材料	—	—	能源和化学品 电子产品 电动工具 新能源汽车行业
其它	水性碳氢乳液、BW 系列反渗透膜、FR 系列、透膜、硼产品、防滑涂料、防腐涂料、防火涂料、水性涂料、聚脲涂料、TW-7 水基耐高温涂料、化铣保护可剥涂料、水性锈蚀转化涂料、水性环氧防腐涂料、盾构泡沫剂、液体卷材、聚硫橡胶、功能性炭黑、炭黑色浆、通用型氯丁橡胶、粘结型氯丁橡胶、氯丁胶乳、聚氨酯高回弹组合料、聚氨酯汽车玻璃包边组合料	—	—	化工、钢铁冶金、电力、新材料、医药、玻璃工业、陶瓷工业、洗涤剂、化肥、汽车、交通运输等领域

资料来源：中国中化官网，光大证券研究所整理，注：产能数据截至 2024.11

2.4 全球高端及超高端乘用车胎领导者，营销网络体系完善

橡胶轮胎领域，中国中化是全球高端及超高端乘用车胎领导者。中国中化旗下拥有全球领先的轮胎和橡胶品制造商——中国化工橡胶有限公司，力求通过科技创新和品牌引领打造世界一流综合性橡胶轮胎企业。公司在全球 13 个国家设有 24 家工厂，产品销往全球 160 多个国家和地区。公司主要从事消费用轮胎（包括轿车和 SUV 轮胎、摩托车轮胎、自行车轮胎等）、工业用轮胎（包括卡客车轮胎、工程机械轮胎、农用车轮胎等）和橡胶输送带等产品的研发、生产、销售和服务。与此同时，公司控股意大利米兰证券交易所上市的倍耐力股份有限公司（PIRC.MI）和中国上海证券交易所上市的风神轮胎股份有限公司（600469.SH）两家上市公司，并控股或拥有 Prometeon Tyre Group S.R.L.（简称 PTG，总部位于意大利）和青岛橡六输送带有限公司等下属企业。

表 6：轮胎板块产品布局

产品种类	主要产品	经营企业	行业地位
消费用轮胎	包括轿车和 SUV 轮胎、摩托车轮胎、自行车轮胎等	倍耐力股份有限公司	是全球领先高端消费用轮胎企业，在全球超高端原配乘用车胎市场保持领先地位，是 F1 世界锦标赛的全球轮胎合作伙伴
工业用轮胎	包括卡客车轮胎、工程机械轮胎、农用车轮胎等	风神轮胎股份有限公司	是中国领先的工业用轮胎企业，是工程机械行业轮胎的主要战略供应商
		Prometeon Tyre Group S.R.L.	是原倍耐力工业用轮胎资产分拆成立的国际知名工业用轮胎企业
		青岛橡六输送带有限公司	是中国领先的高强力橡胶输送带企业，是目前国内最大的从事输送带产品研发、制造和销售的专业生产厂家之一
非轮胎橡胶制品	包括橡胶输送带、特种橡胶制品和聚氨酯新材料。输送带是用于承载和运送物料的橡胶、金属或塑料与其他元素复合制品，广泛应用于水泥、焦化、冶金、化工、钢铁等行业中	沈阳橡胶研究设计院有限公司	是以橡胶软管、橡胶涂覆织物及密封制品为专业研究方向的，集科研、设计开发、生产于一体的国家重点综合性橡胶制品研究开发专业机构
		北京橡胶工业研究设计院有限公司	是我国成立最早、规模最大的国家级橡胶科研设计综合机构，是国务院批准的高分子材料专业硕士学位授予单位
		西北橡胶塑料研究设计院有限公司	是国内橡胶密封制品行业最具影响力的供应商之一
其他	公司还致力于紫外线吸收剂及交链剂系列产品的开发和生产，重点定位高端三嗪类产品，主要应用在工程塑料、功能纤维、高档汽车油漆等	江苏富比亚化学有限公司	专注于光稳定剂、紫外线吸收剂、特种阻燃剂的生产和研发，具备较好的产业基础和技术储备，特别是其 UV 系列产品突破关键中间体技术、CEPPA 阻燃剂产能全球最大

资料来源：中国中化官网，光大证券研究所整理

3、扎实推进国企改革深化提升行动，构建新发展格局

中国中化扎实推进国企改革深化提升行动，连续三年在中央企业改革深化提升行动重点任务考核中获评 A 级。近年来，公司深入学习贯彻习近平总书记关于全面深化改革的重要论述，认真落实党中央、国务院关于国企改革深化提升行动的决策部署，以增强核心功能、提高核心竞争力为重点，大力弘扬新时代中国中化“精气神”，围绕科技创新、专业整合、治理提升、激发活力等八个方面，统筹推进改革深化提升行动和“十四五”战略规划落地见效有机融合，加快构建现代化产业体系，助力农业高质量发展，助推化工新材料补短板。

2023 年是国企改革深化提升行动开局元年，中国中化深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，扎实推进新一轮改革深化提升行动，旗下各公司积极发挥改革对企业发展的赋能作用，结合自身实际推进各具特色的改革工作，取得一系列亮点成效。2024 年 7 月 16 日，公司官网公示，近日国务院国资委发布 2023 年度中央企业改革深化提升行动重点任务考核结果，中国中化获评 A 级。这是自国务院国资委 2021 年实施国企改革考核以来，公司连续第 3 次获评 A 级。

表 7：中国中化 2023 年度改革优秀成果

所属单位	改革成果名称	改革成果简介
中化能源	用好内部协同和业务整合组合拳，促进降本增效	为克服炼化行业生产经营压力，中化能源深化以炼化业务为核心的供、产、销协同，推动跨专业公司协同，促进整体效益最大化，推进实现同类业务一体化整合，促进整体降本增效。
先正达集团	创新推广农业社会化服务“集体托管”模式，提升规模化经营水平	创新推广农业社会化服务“集体托管”模式，与村集体经济组织合作，为零散耕地统一提供包括品种优选、作物营养、精准植保、农机服务、信贷助力、保险支持、订单助销、数字农业等在内的托管服务，增加有效耕地面积，推广应用先进种植技术方案，提高土地亩产水平，赋能新一轮千亿斤粮食产能提升行动。目前，“集体托管”服务模式已布局 260 个县，合作面积达 58 万亩。
	跨国协同打通巴西玉米进口通道，拓宽海外一手粮源渠道	先正达集团跨国协同打通巴西玉米进口通道，通过向南美当地种植者供应先正达农业投入品、种植者以粮食抵付相关费用、获取粮食后直接出口至国内的“三步走”方式，去除中间贸易环节，打造跨国闭环粮食贸易体系，助力保障粮食安全。
化工事业部	创新组织架构管理模式，增强一体化运营管控能力	开展组织架构调整优化改革，创新业务管理模式，优化职能管理体系，精简瘦身组织架构，重塑科技创新体系，增强运营核心功能，将以法人为主体的业务管理模式切换为以产业链为主体的管理模式，精简职能部门，形成以 7 条主产业链+2 个业务平台为核心的业务架构，促进产业链、创新链、人才链紧密融合，增强一体化运营管控能力。
蓝星公司	以安迪苏中国区为实践样本，探索海外企业践行新时代党	蓝星公司党委以安迪苏中国区为实践样本，坚持组织铸基、干部铸本、人才铸力，健全

	的组织路线的实践路径	党组织设置，推动职级体系衔接，实现干部梯队协同建设，探索形成推动海外企业中国区践行新时代党的组织路线的实践路径。
昊华公司	深入推进科技攻关，落实化工新材料补短板任务	全面落实化工新材料补短板任务，深入推进科技攻关，自主研制波音 737-700/800 系列飞机轮胎并顺利完成全项适航试飞；实现疫苗除菌过滤膜用 PVDF 树脂原料国产化；突破电子信息领域含氟聚合物材料的关键技术；2023 年共获国家及省部级科技奖等重要科技奖励 32 项。
	多措并举推动业务结构优化，增强“3+1”核心主业竞争力	实施专业化整合，提升细分业务竞争合力。整合氟化工业务，推动重大资产重组和一体化管理；推动海化院与北方院整合，建设涂料业务高质量发展平台；实施西南院与大连院整合，提升工程技术业务竞争力。
鲁西集团	推进“智能工厂”“智慧园区”“系统当家工程”建设，提升园区集约化、一体化、智能化水平	鲁西集团大力推进“智能工厂”和“智慧园区”建设，高质量开展“工业互联网+危化安全生产”试点，持续建设“系统当家工程”，构建贯穿安全、环保、能源、设备、安防、应急、电商、物流等多个管理维度的一体化信息平台，提升园区集约化、一体化、智能化水平。
沧州大化	推行生产异常管控新模式，利用数字化手段提升经营管理与安全生产水平	沧州大化深入推进数字化转型。构建以 MES 为核心的生产管控数字化平台，使生产管理由正常管控变为异常管控，建立生产集中管控模式；实施以全员核算为标志的精细化管理，推动生产智能化管控，使联锁自控率达到 100%，报警率降低 97%，监盘时间从 10 分钟降低到 2 秒。
氯碱事业部	推行组织“655 模型”变革，助力企业轻装上阵发展	优化企业组织机构，形成“655”组织变革模型，并在 11 家直管企业落地实施，助力企业轻装上阵发展。同时，重构职级、绩效、薪酬体系，配套解决人员多通道发展等问题。
橡胶公司	打通境内外融资渠道，推进境外企业资金集中管理	橡胶公司通过交叉货币互换交易的方式，2023 年节省利息费用 294 万欧元；积极推进境外并购企业纳入资金集中管理，实现 Prometeon 将其总部及欧洲销售公司资金归集至境外 BMG 资金池，提高资金集中度。
克劳斯玛菲	开展组织架构调整优化，增强对海外企业的管理赋能	开展总部、海外企业及中国区的组织架构调整，加强国际化人才队伍建设，向海外企业和中国区外派总经理、供应链管理和财务管理等人员，加强对海外企业的交流和赋能支持，激发干部职工干事创业的激情，提升管理效能。
中化环境	创新市场化激励约束机制，激发人才创新创造活力	创新激励约束机制，优化收入分配秩序，激发人才创新创造力。通过落实 OKR 理念、发布月/年度人效看板、成立共享中心、颁发百日奋战专项奖励等方式，升级以人效为核心的薪酬资源配置机制；通过风险抵押金、项目收益分红等方式，推行多元化科技创新激励。
	推动业务深度整合和职能一体化管理，提升经营管理效能	推动职能一体化管理，搭建“5+3”共享协同中心体系，建立人力、财务、法律共享服务中心及工程管理中心；推动业务专业化整合，完成工程业务、膜产品等业务单位管理深度整合，推动环境科学业务资产整合，提升经营管理效能。
中国金茂	获批国内首批消费基础设施 REITs，有效提升市场影响力	中国金茂积极推动 REITs 上市，获批国内首批消费基础设施 REITs，逆势突围完成首单网下询价，成为中国中化首单公募 REITs。
	开展业务整合、组织架构调整改革，激发企业活力	开展业务整合、调整组织架构，2023 年实现全口径人工成本下降 12%，人均在建面积、人均签约面积同比 2022 年大幅提升，创历史新高。
中化资本	“内聚主业、外联市场”，以资产数字化和资产证券化助力集团营运资金管理	针对集团产业链下游应收账款特点，开发专有业务系统并打造公开市场证券化 ABCP 产品，突破原有业务结构，通过科技手段实现营运资金管理全线上化服务模式，解决以往靠线下收集、当面签约的低效运营方式，以数字化、证券化优化经营单位应收账款周转效率，成为集团优化营运资金管理的有效工具。
沈阳院	优化多元化激励机制，激发干事创业热情	沈阳院优化多元化激励机制，在科研部门根据院级立项、自行实施、合作实施等不同项目类别，实施闸门激励、风险抵押金、产业化利润分红、项目提成、跟投激励及科技成果转化等差异化激励方式，在职能管理部门、经营单位、下属企业也相应实施创新激励模式，激发干事创业热情。
财务公司	以特色债务融资服务，支持集团公司减债降费	财务公司打造纾困降本、票据运作、投行服务等品牌产品，支持公司减债降费控险；创新跨境人民币贷款业务，充分利用外汇业务资质，助力公司境内外资金资源高效融通；深化个性化、差异化金融服务，支持公司战略导向和主业发展。
资产公司	推动昊华骏化顺利完成司法重整，实现“浴火重生”	中化资产成立赋能团队进驻昊华骏化现场，召开专题会、调研督办、座谈会等逾百次，逐项协调解决生产经营、债务安排、安全稳定、司法程序等问题，推动昊华骏化顺利完成司法重整，提升安全和经营管理水平，实现“浴火重生”，2023 年大幅实现扭亏为盈。

资料来源：中国中化微信公众号，光大证券研究所整理

在业务协同、产业链整合方面，“两化”的联合重组推动着企业在更高层次、更高水平实现资源优化配置，具体表现为围绕产业链重组，不仅做大规模，还要在产业链竞争力上见实效。由于“两化”的业务具有较强的互补性，通过对产业资源和创新资源的专业化整合，能够形成较为完整的化工行业创新链和产业链，可牵头打造若干个产业链“链长”，推进产业基础高级化和产业链现代化，引领我国化工行业的转型升级。中国中化持续优化业务组合和区域布局，整合农化业务，推动种业自主创新，发展 MAP 商业模式，实现炼化一体化转型，并购鲁西集团发展化工新材料等。

以石油化工为例，“两化”可实现“石油贸易—仓储物流—炼化一体化—石化深加工—油品和石化产品销售”的全产业链协同，形成以纵向一体化和高技术

精深加工为主要特色的石油化工产业，并与材料科学产业深度对接。“两化”已有或拟建的石化一体化基地包括中化泉州基地、中化连云港基地等，将在未来布局上开展协同，依托现有产业基础和技术优势，辐射不同区域，为新公司化工业务发展提供基础化工原料，并集约化发展石油化工产业链上的化工新材料和特种化学品，协同共享资源，实现产业集中、发挥上下游协同效应。

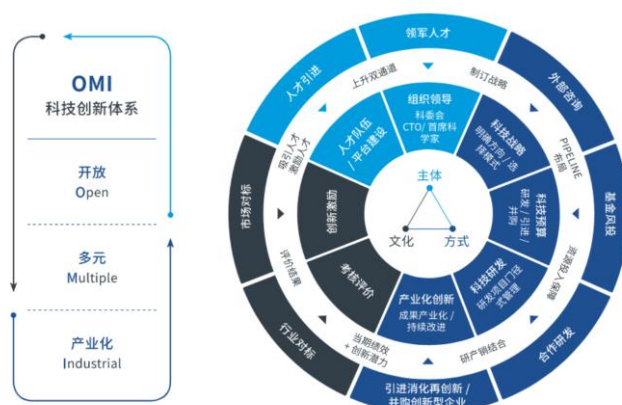
在科技创新方面，中国中化确立“科学至上”理念，构建开放、多元、产业化科技创新体系，打造“高通量创新机器”，并以中化蓝天、沈阳院、昊华科技等一批科技型企业培育为引领，推动公司创新驱动转型。

一方面，中国中化以 15 条重点产业链和国家重大战略需求为落脚点，产业导向和使命担当双轮驱动科技创新活动高质量发展，围绕产业链部署创新链，围绕创新链布局产业链，集中力量加强科技攻关，打造内部研产销协同、外部产学研合作的产业化创新体系，实现多元化创新发展。

另一方面，中国中化依托深厚的科技创新底蕴和优质海外科技资源，打造多层次高水平创新平台，提升自身科技创新能力，参与国家创新体系建设。目前公司拥有 39 个国家级研发平台，包括企业国家重点实验室 5 个、国家技术创新中心 1 个、国家工程技术研究中心 11 个、国家工程研究中心 7 个、国家认定企业技术中心 15 个，此外，拥有 10 个国家创新型（试点）企业，7 个国家技术创新示范企业，4 个国家知识产权示范企业，7 个国家级质量检测中心。

未来中国中化还将继续瞄准促进中国农业高质量发展、加快化工新材料产业补短板两大产业需求，以创新主体、创新方式、创新文化为内核，着力构建开放、多元、产业化科技创新体系，深化体制机制改革，向“高通量”创新机器转型升级，成为行业技术创新的核心力量。

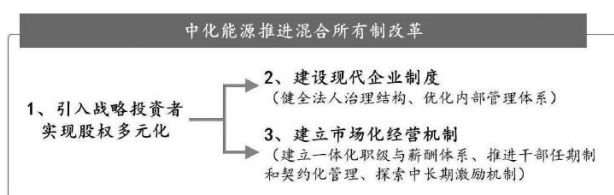
图 7：中国中化科技创新体系



资料来源：中国中化官网，光大证券研究所整理

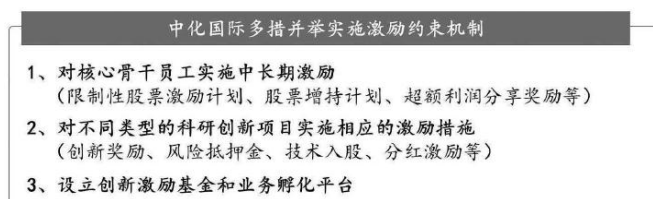
在打造市场化经营主体、深入市场化经营机制方面，中化集团已推动下属五大事业部（能源、化工、农业、地产、金融）全部实现混合所有制，打造成为股权多元、富有竞争活力的市场化经营主体，以引入战略投资者作为核心抓手，通过实现股权多元化，在建设现代企业制度、建立市场化经营机制等方面推进体制机制改革。中化能源成为 2019 年“双百企业”中“引战”募资额最大的企业。此外，中国中化推行经理层任期制与契约化管理，强化薪酬资源配置与激励机制应用。

图 8：中化能源作为“双百企业”的主要改革举措



资料来源：《中央企业借力“双百行动”深化国企改革的实践与思考——以中化集团及其子企业为例》（刘福兴等），光大证券研究所整理

图 9：中化国际作为“双百企业”的主要改革举措



资料来源：《中央企业借力“双百行动”深化国企改革的实践与思考——以中化集团及其子企业为例》（刘福兴等），光大证券研究所整理

在企业制度与企业管理方面，一方面，中国中化的中国特色现代企业制度更加完善，将党的领导融入公司治理各环节，持续优化集团公司“三会”运行机制，推动所属子企业董事会应建尽建、配齐配强，重点子企业落实董事会各项权利，保障经理层依法行权履责。另一方面，中国中化的管理现代化能力进一步提升，以“企业价值四要素”为核心主动开展与巴斯夫等世界一流化工企业的对标专项工作，建设完善科学规范、运行高效的现代企业管理体系。

4、充分受益于产业协同等利好，旗下多家上市公司发展势头强劲

受益于“两化”合并带来的产业协同等利好，我们建议关注昊华科技、安迪苏、鲁西化工、扬农化工、中化国际、安道麦 A、中化化肥、沧州大化、沈阳化工。

4.1 昊华科技：五大主线高端业务并行，携手中化蓝天拓宽未来成长

中化旗下 13 家优质企业共同组建，产品涵盖五大板块。昊华化工科技集团股份有限公司（原天科股份），是由西南化工研究设计院有限公司与浙江芳华日化集团公司、中化化工科学技术研究总院、中蓝晨光化工研究设计院有限公司、中橡集团炭黑工业研究设计院共同发起设立的股份有限公司，于 2001 年 1 月在上海证券交易所挂牌上市。2018-2020 年期间公司收购大股东中国昊华下属 13 家优质企业，转型为先进材料、特种化学品及创新服务提供商。2019 年 6 月，公司正式更名为昊华化工科技集团股份有限公司，主营业务转变为氟材料、特种气体、特种橡塑制品、精细化学品及技术服务五大板块，产品服务于多个国家军、民品核心产业。

图 10：昊华科技整体上市过程



资料来源：昊华科技公告，《昊华科技整体上市的效应研究》（张楚晗），光大证券研究所整理

目前公司主要研究院所包括晨光院、黎明院、光明院等 12 家，主营业务包括氟材料、特种气体、特种橡塑制品、精细化学品及技术服务五大板块。

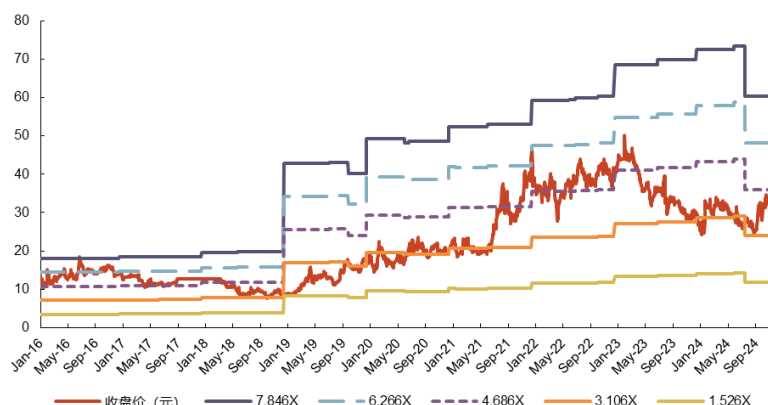
表 8：昊华科技主要产品布局

产品类别	主要产品	应用领域	产能
高端氟材料 (中昊晨光)	聚四氟乙烯树脂	电气绝缘、桥梁滑块、防腐领域；线缆、除尘袋领域；漆布、电池、涂料领域	设计产能 3（万吨/年） 在建产能 1.85（万吨/年）
	氟橡胶	汽车零部件、石油设备制造领域	设计产能 0.55（万吨/年）
	PVDF	化工、半导体、制药以及国防工业	设计产能 0.25（万吨/年）
电子化学品 (昊华气体)	三氟化氮	集成电路制造领域	——
	含氟气体材料	微电子、显示技术、太阳能电池、光纤通信、半导体制造等领域	设计产能 0.76（万吨/年）
高端制造化工材料	聚氨酯新材料	汽车、工矿、运动休闲、涂料制造领域	设计产能 1.5（万吨/年） 在建产能 2.5（万吨/年）
	轮胎	飞机、汽车制造等领域	设计产能 6.5（万条/年） 在建产能 10（万条/年）
	催化剂	过氧化氢制备、石化、冶金等领域	——
	特种涂料	海洋、特种项目、工业重防腐等领域	设计产能 1.2（万吨/年）

资料来源：昊华科技 23 年年报，光大证券研究所整理

截至 2024 年 12 月 16 日，昊华科技收盘价为 29.60 元，对应 PB 为 3.85 位于 2019 年以来的 38.4%绝对分位（21.4%相对分位）。公司股价自 2021 年以来便一直处于震荡上行之中，后于 22 年 Q3 持续回落，24 年以来股价呈现出震荡上行的态势。公司是氟化工领域优质的成长标的，行业细分龙头地位显著。

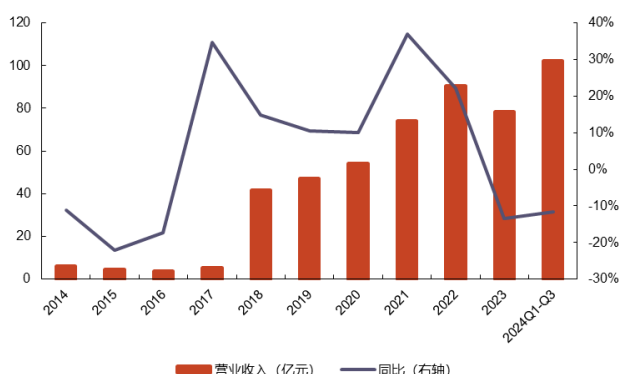
图 11：昊华科技 PB-Band



资料来源：，光大证券研究所整理，数据截至 2024-12-16

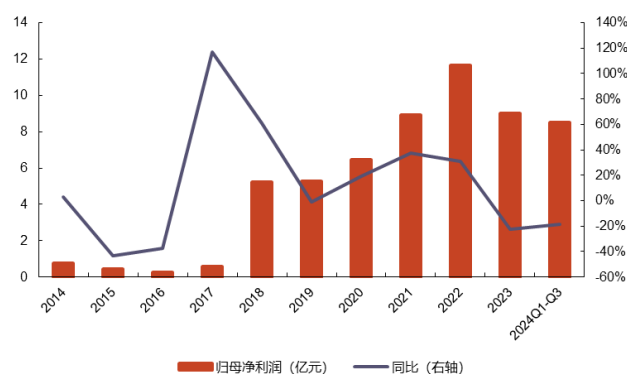
受 PTFE 树脂、氟橡胶、含氟气体等含氟材料产品价格下跌影响，公司业绩承压。2023 年，公司实现营收 78.52 亿元，同比减少 13.40%；实现归母净利润 9.00 亿元，同比减少 22.76%。2024 年前三季度，公司实现营收 102.07 亿元，同比-11.61%；实现归母净利润 8.51 亿元，同比-18.60%。24Q3 公司实现营业收入 67.48 亿元，同比-6.86%，环比+265.45%，实现归母净利润 4.81 亿元，同比-11.44%，环比+106%。

图 12：昊华科技营业收入及增长率



资料来源：，光大证券研究所整理

图 13：昊华科技归母净利润及增长率



资料来源：，光大证券研究所整理

有序推进产能建设，夯实四大业务实力。高端氟材料方面，子公司中昊晨光及其合营公司现有 3 万吨/年氟树脂、5500 吨/年氟橡胶和 2500 吨/年 PVDF 产能，对应二氟一氯甲烷等中间体配套完善；公司 2.6 万吨/年高性能有机氟材料项目正在建设中。同时，公司与浙化院联合研发的 500 吨/年三氟甲烷（F23）转化示范装置已投产运行。电子化学品方面，公司新建 4600 吨/年电子气体项目已全部建成投产，公司现有含氟电子气体产能位列国内前列。公司西南电子特种气体项目已开工建设，预计于 25 年下半年至 26 年陆续投产。高端制造化工材料方面，2023 年公司自主研制的民机防火密封橡胶材料通过适航认证，进入客户工程材料选用目录；完成国产支线飞机吊挂密封件自主设计制造，顺利通过适航目击试验并实现装机应用，产品性能达到国际先进水平。碳减排业务方面，2023 年公司签订工程项目合同 9.03 亿元。同时公司实现大型化甲醇催化剂国产化，并在国内三套 180 万吨/年煤制甲醇装置中实现自主研发。

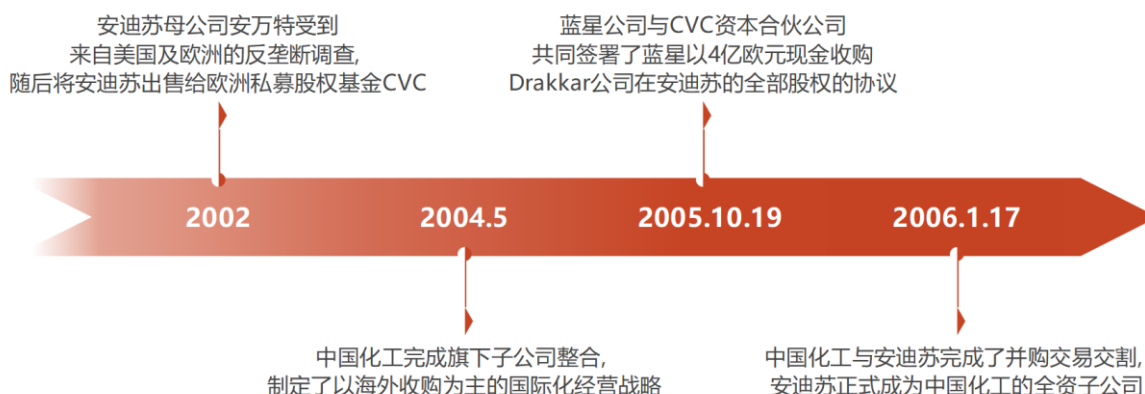
收购中化蓝天 100%股权并募集配套资金，完善氟化工产业链布局。24 年，公司分别向中化集团和中化资产发行股份购买其持有的中化蓝天 52.81%和 47.19%股权，发行股票购买资产的股份发行价格为 36.72 元/股，发行股份数量为 1.97 亿股，中化蓝天成为上市公司的全资子公司。此次昊华科技对中化蓝天的收购，一方面本次交易为中国中化旗下氟化工相关资产的深度整合，有利于优化中国中化内部的业务结构，提高国有资产配置和运作效率。另一方面，目前上市公司主要从事高端氟材料、电子化学品、高端制造化工材料及碳减排业务。中化蓝天业务涵盖含氟锂电材料、氟碳化学品、氟聚合物以及氟精细化学品，相关产品广泛应用于汽车、家电、新能源等领域。行业地位方面，中化蓝天多个产品在全球市场份额领先，其中 R123 产品为全球独家生产，三氟乙酸系列产品全球市场份额位居第一，R134a、R125 等产品全球市场份额位居前三。上市公司主要产品与中化蓝天存在着较大的差异，收购中化蓝天后将使得上市公司拥有制冷剂等相关产品业务线，从而完善上市公司现有氟化工产业链布局，增强上市公司整体的协同效应，增强上市公司在氟化工行业的竞争能力。此外，本次交易还拟募集配套资金用于中化蓝天的项目建设，将进一步增强企业产品产能或拓宽企业产品布局。

风险提示：下游需求不及预期，产品及原材料价格波动，产能建设风险，资产重组落地风险。

4.2 安迪苏：蛋氨酸产能稳步扩张，特种产品未来可期

蛋氨酸行业龙头，业务遍及全球。公司致力于通过不断地为饲料和食品行业提供创新产品和服务，积极实施“双支柱”战略，即在不断巩固蛋氨酸行业领先地位的同时，加快特种业务的发展。公司为预混料厂、饲料加工厂、养殖农场、一条龙养殖企业，以及为动物包括家禽、猪、反刍动物和水生动物等相关的食品生产提供解决方案，向全球逾 110 多个国家约 4200 名客户提供服务，其销售团队分布在欧洲/独联体、中东/非洲、印度次大陆、北美、南美和中美洲、亚太和中国七个地区。

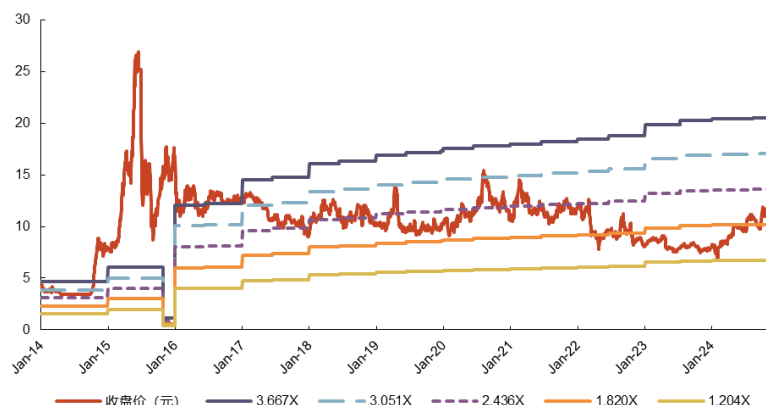
图 14：中国化工并购安迪苏过程



资料来源：《中国企业跨国弱势并购中的人力资源整合水平及模式研究——以蓝星并购安迪苏为例》（李杏），《社会资本在跨国并购逆向知识转移中的作用——以中国化工并购法国安迪苏为例》（金源等），《国际并购中的多层次交互型文化融合范式分析——以中国化工并购法国安迪苏为例》（李蕾等），光大证券研究所整理

截至 2024 年 12 月 16 日，安迪苏收盘价为 11.26 元，对应 PB 为 2.01，位于 2014 年以来的 24.4%绝对分位（1.5%相对分位）。公司的 PB 分别在 2015 年 6 月、2018 年 7 月、2021 年 9 月达到峰值。2024 年以来，因海外希杰马来西亚工厂和赢创新加坡工厂减产影响，叠加下游需求持续复苏，蛋氨酸价格实现底部反弹，为公司业绩增长提供支撑，股价随之上行。

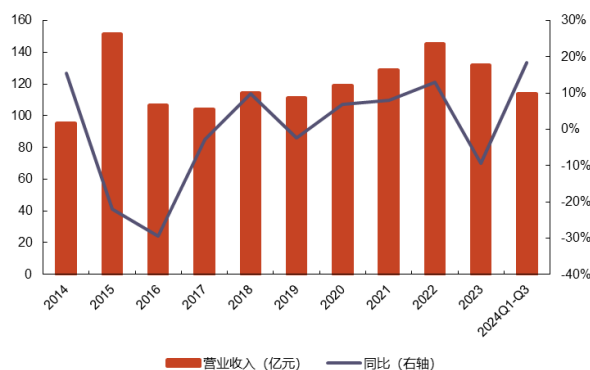
图 15：安迪苏 PB-Band



资料来源：，光大证券研究所整理，数据截至 2024-12-16

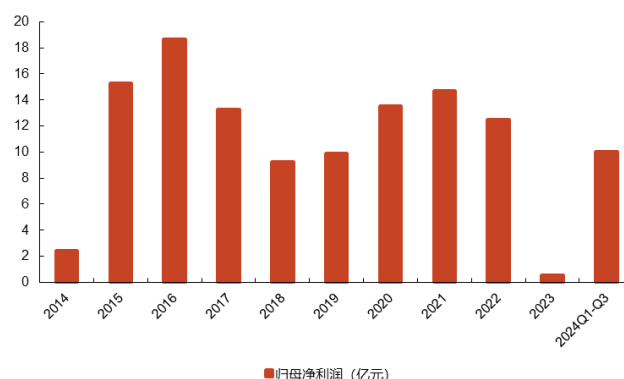
蛋氨酸业务增长强劲，24Q3 公司业绩大幅增长。23 年蛋氨酸产品价格下降以及地缘政治冲突带来的能源成本升高的双重影响导致盈利水平受到严重挤压。23 年，公司实现营业收入 131.84 亿元，同比-9.26%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比-95.82%。24 年以来，公司蛋氨酸业务强劲增长，特种产品业务继续保持稳定的业务发展态势，业绩同比实现大幅增长。24 年前三季度，公司实现营业收入 113.76 亿元，同比+18.32%；实现归母净利润 10.03 亿元，同比增加 10.37 亿元。24Q3，公司实现营业收入 41.15 亿元，同比+25.23%，环比+9.28%；实现归母净利润 3.96 亿元，同比增加 4.63 亿元，环比+19.65%。

图 16：安迪苏营业收入及增长率



资料来源：，光大证券研究所整理

图 17：安迪苏归母净利润



资料来源：，光大证券研究所整理

投资泉州蛋氨酸项目，蛋氨酸产能稳步扩张。公司拟投资建设 15 万吨/年固体蛋氨酸项目，预计总投资额约 49 亿元，项目建设期约为 26 个月，预计项目 2027 年投产，投资回收期为 9 年。该项目将充分利用与中国中化的整合协同效应节约资本开支和运营开支，进一步扩张蛋氨酸产能，巩固公司在蛋氨酸行业的领导地位，优化公司蛋氨酸产品结构以及国内外产能布局。公司通过持续的产业投资，扩大产能，公司欧洲生产平台连续实施多个产能扩张项目，自 2021 年 Q3 以来，欧洲项目提升 8 万吨/年的额外产能。南京工厂二期于 2022 年 Q3 投产，南京生产平台液态蛋氨酸总产能达 35 万吨。新增产能与现有工厂形成强大的协同效应及规模优势，公司的成本竞争优势将持续强化，公司业绩届时有望进一步增厚。

特种产品渗透率提升，第二业务支柱拓宽未来发展空间。借助现有产品线的内生有机发展，新产品的不断推出和外部并购，公司旨在成为全球动物营养特种产品的领导者之一。纽蔼迪、FRAmelco 和 Nor-Feed 在产品组合、动物品类以及目标市场等各方面均与安迪苏公司极具互补性，并购有助于公司打造一体化解决方案，为客户创造更多价值，在市场、产品和运营方面的协同效应随之发展。尽管市场需求复苏缓慢，但特种业务的收入仍实现了持续增长。这主要得益于水产品和新单胃产品的增长，以及虽然美国和中国乳制品市场持续疲软，RumenSmart[Ca-MHA]产品仍然实现强劲增长。公司积极开发特种产品业务将加速第二业务支柱的发展，进一步拓宽公司未来发展空间。

风险提示：养殖业下游需求变弱，项目投产进度不达预期，原材料价格波动风险。

4.3 鲁西化工：中化入主，高端新材料业务转型可期

化工平台型企业，产业链一体化优势明显。鲁西化工的主营业务包括化工新材料、基础化工、化肥产品及其他业务，产业园区内产业链条一体化优势明显。鲁西化工未来将立足现有产业基础，以绿色安全、循环低碳、高质量发展为指引，按照原料低碳化、产业链一体化、产品高端化、产业协同化的发展模式，打造化工新材料和精细化学品一体化产业基地。

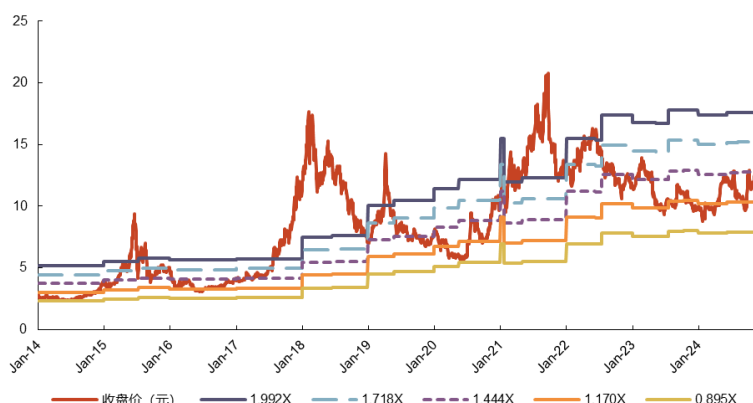
表 9：鲁西化工主要产品布局

细分行业	主要产品	主要下游应用领域	产能
化工新材料	聚碳酸酯	广泛应用于汽车零部件、医疗器械和电子元器件、高端光学级、薄膜、光学、电子、汽车、航空航天等多领域，未来向光电领域、医疗领域及高复合、高性能、专用化、系列化方向发展	——
	尼龙 6	民用纺织品、塑料、薄膜等	设计产能 40 万吨 在建产能 30 万吨
	己内酰胺	工业用途：在医药生物发酵，食品生物发酵，皮革、燃料、饲料、灭火材料、稀土、有色金属冶炼等领域。 农业用途：主要用于水溶肥、挤压颗粒等，也可用于复合肥、BB 肥、草坪肥、冲施肥料配料；也可直接播撒到水稻田用作返青肥。	设计产能 40 万吨 在建产能 30 万吨
	多元醇	正丁醇 下游主要是丙烯酸丁酯、DBP、醋酸丁酯，终端主要用于涂料、胶黏剂、塑料软质品	设计产能 75 万吨
		辛醇 下游主要是丙烯酸异辛酯、异辛酸、DOP、DOTP，主要应用领域为 PVC 膜类、电缆、手套、胶带、香精香料等行业	
	有机硅	用于建筑、电子电器、纺织服装、能源、医疗卫生行业等	设计产能 5 万吨 在建产能 40 万吨
	氟材料	六氟丙烯 应用于新型制冷剂、灭火剂、医药中间体、氟橡胶、氟化液等领域	——
		聚全氟乙丙烯、聚四氟乙烯 应用于轨道交通、通讯、化工设备、新能源汽车、小家电等行业	——
基础化工	甲烷氯化物	一氯甲烷用于生产有机硅和纤维素、农药；二氯甲烷用于生产制冷剂 R32（二氟甲烷）；三氯甲烷主要用于生产制冷剂 R22（二氟一氯甲烷）；其余用于医药，作为药物萃取剂和麻醉剂等	——
	二甲基甲酰胺	一种用途极广的化工原料和优良溶剂，主要用于 PU 浆料及电子行业；还用于甜味剂三氯蔗糖的合成；在石油化学工业中可作为气体吸收剂，用来分离和精制气体；农业工业中可用来生产杀虫剂；在医药工业中可用于合成多种医药中间体	——
	氯碱	下游应用领域占比较大的是氧化铝，其次是造纸、精细化工、人造丝、人造棉和肥皂制造业等。也可用于生产染料、塑料、药剂及有机中间体，旧橡胶的再生，制造金属钠、水的电解以及无机盐生产，在制取硼砂、铬盐、锰酸盐、磷酸盐等领域	——
化肥产品	复合肥、硝基肥、液体肥、硫酸铵等		

资料来源：鲁西化工 23 年年报，鲁西化工官网，光大证券研究所整理

截至 2024 年 12 月 16 日，鲁西化工收盘价为 11.84 元，对应 PB 为 1.34，位于 2014 年以来的 35.8%绝对分位（11.6%相对分位）。鲁西化工股价自 2020 年 Q2 达到近期底部，随后持续上涨，于 2021 年 9 月达到顶部后逐步下行，2024 年以来，股价保持小幅震荡的态势。

图 18：鲁西化工 PB-Band



资料来源：，光大证券研究所整理，数据截至 2024-12-16

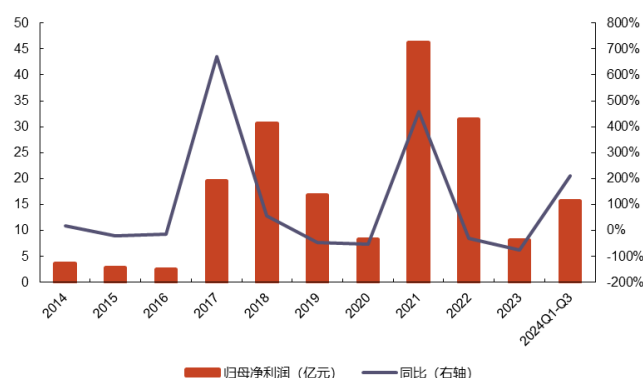
23 年公司实现营收 253.58 亿元，同比-16.47%，实现归母净利润 8.19 亿元，同比-74.05%。24 年前三季度，公司实现营收 215.79 亿元，同比+20.27%；实现归母净利润 15.75 亿元，同比+210.77%。24Q3 由于部分化工产品价格下跌，公司业绩受到影响，公司实现营收 75.38 亿元，同比+17.80%，环比+3.43%，实现归母净利润 4.04 亿元，同比+29.06%，环比-33.08%。

图 19：鲁西化工营业收入及增长率



资料来源：，光大证券研究所整理

图 20：鲁西化工归母净利润及增长率



资料来源：，光大证券研究所整理

公司将借助中国中化强大的背景和资源，建设一流的化工新材料产业园。2020 年 7 月中化集团入主，为公司发展带来了新契机：1) 与中化旗下业务形成良好协同，消除人才瓶颈，助力公司从地方国企迈向全国；2) 借力中化集团的技术能力持续向高端化转型，公司有望成为中化集团整合高端化工新材料业务的平台；3) 2021 年 3 月底中化集团与中国化工官宣重组，材料科学是新公司的核心发展方向之一，公司有望登上更高发展平台。

目前公司控股股东为中化投资，中化投资所属中国中化为国务院国资委监管的国有重要骨干企业。中国中化在公司成立工程化技术创新中心，并通过中化财务公司为公司提供授信额度，未来其将继续通过技术支持管理提升和产业协同等方式为公司提供全面支持，协助公司产业链延伸，建设一流的化工新材料产业园；同时公司将借助中国中化强大的背景和资源，继续发挥其与中化体系内各业务板块间的协同效应，提升核心竞争力。

此外，2022 年 4 月 30 日，公司发布公告，拟通过向鲁西集团全部股东发行股份的方式吸收合并鲁西集团。本次交易完成后，中国中化集团将对上市公司

直接控股。但是由于受子公司 2023 年 5 月 1 日发生事故的影响，未能在证监会下发批文之日起 12 个月内完成股份发行工作，该批文到期自动失效。待事故调查结果明确后，如符合重组条件，公司将继续推进该吸收合并的相关工作。

图 21：中化集团并购鲁西化工过程



资料来源：《央企并购地方国企的动因及绩效分析》（杨天天），光大证券研究所整理

公司持续推进新增产能建设，强化一体化产业优势。公司全面推进各延链补链强链项目，产品多元化程度高，核心产品具有规模优势。公司将充分发挥园区“一体化集约化、园区化、智能化”优势，进一步完善化工产业和化工工程产业规划，加快产业升级和布局优化，统筹推进在建续建项目和技改项目。2023 年公司甲胺/DMF 改扩建等项目按期投产，同时公司当前正在稳步推进己内酰胺·尼龙 6、有机硅等在建项目。根据公司公告，截至 2023 年年底公司拥有 40 万吨/年己内酰胺、40 万吨/年尼龙 6、5 万吨/年有机硅、40 万吨/年甲酸等产品产能，同时在建有 30 万吨/年己内酰胺、30 万吨/年尼龙 6、40 万吨/年有机硅等产品产能。此外，公司双氧水生产装置由于 23 年发生安全事故，24 年 9 月以来双氧水装置部分产线恢复生产，公司正在积极开展恢复生产各项准备工作。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设风险。

4.4 扬农化工：先正达入主提供成长支持，优嘉项目推进夯实产业实力

中国农化领军企业，充分受益于中化集团农化产业协同带来的发展红利。公司主要从事农化产品研发、生产和销售，现已形成菊酯为核心、农药为主导、精细化学品为补充的多元化产品格局，目前公司已成为全球菊酯领域具有核心优势的生产企业，菊酯类产品品种数量排名世界前列。截至 23 年底，公司卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，麦草畏产能居全球领先地位。2020 年公司控股股东由扬农集团转为先正达集团，受益于先正达集团全球领先的专利和非专利农药研发实力，以及先进的种业生物技术及育种技术，公司将更好地获得研发支持和订单保障，在保持原药优势的同时充分享受农化产业协同带来的发展红利，利好公司长远发展。

公司大力推动创制品种研发，加大非专利原药开发，加速差异化制剂产品开发，加强创新体系建设。公司自主开发并已经产业化的农用和卫生用原药品种达 70 个，产业化制剂品种达 96 个。公司研发创新水平国内领先、国际先进，品种覆盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂和植物生长调节剂四大类。公司研发了氯氟醚菊酯、右旋反式氯丙炔菊酯、四氟醚菊酯、乙唑螨腈、四氯虫酰胺、氟吗啉、啉菌唑啉、烯肟菌酯、烯肟菌胺、丁香菌酯、唑菌酯、氯啉菌酯等 12 个品种具有我国自主知识产权的创制新农药。

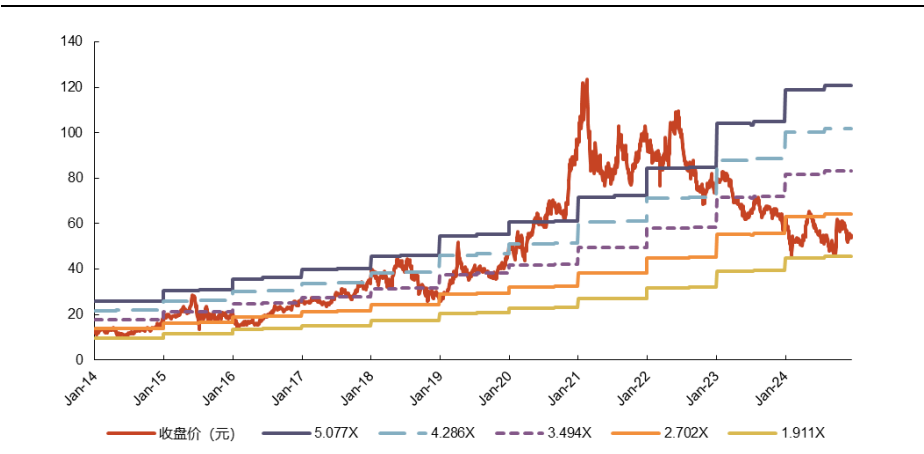
表 10：扬农化工创新产品布局

产品类别	主要产品	产品外观	产品功效
农用类	四氯虫酰胺		中国研发的第一个创制双酰胺类杀虫剂，广泛应用于水稻、蔬菜、棉花、豆类等作物的鳞翅目害虫防治
	啉菌恶唑		防治灰霉病、菌核病、褐腐病等特效
	烯肟菌胺		用于防治小麦锈病、小麦白粉病、水稻纹枯病、稻曲病、黄瓜白粉病、黄瓜霜霉病、葡萄霜霉病、苹果斑点落叶病、苹果白粉病、香蕉叶斑病、番茄早疫病、梨黑星病、草莓白粉病、向日葵锈病等多种植物病害。同时，对作物生长性状和品质有明显的改善作用，并能提高产量
	氟吗啉		破坏卵菌纲真菌细胞壁，对番茄、马铃薯晚疫病具有较好的防治效果
	乙唑螨腈		防止农业害螨。具有杀螨速度快、持效期长、防效突出等优点
	烯肟菌酯		第一类能同时防治白粉病和霜霉疫病的药剂，对黑星病、炭疽病、斑点落叶病等具有非常好的防效
卫生类	四氯醚菊酯		具有很强的触杀作用，对蚊虫有卓越的击倒效果，其杀虫毒力是右旋烯丙菊酯的 17 倍以上
	氯氟醚菊酯		有效地防治蝇、蚊虫、臭虫等，对蚊虫具有快速击倒作用，其药效远远高于富右旋反式烯丙菊酯，适用于制作蚊香、电热蚊香片和液体蚊香
	右旋反式氯丙炔菊酯 (倍速菊酯)		作为卫生害虫防治中的气雾剂，对蚊、蝇等害虫具有卓越的击倒效果，其击倒速度为胺菊酯的 10 倍以上

资料来源：扬农化工官网、光大证券研究所整理

截至 24 年 12 月 16 日，扬农化工收盘价为 53.9 元，对应 PB 为 2.27，位于 14 年以来的 6.0%绝对分位（5.2%相对分位），处于较底部的估值区间。公司股价于 21 年 2 月中旬达到峰值，而后出现大幅回调，自 21 年 3 月初后至今保持小幅震荡的态势。22 年 4 月，公司股价出现较强反弹，估值随之上升。22 年四季度以来，农药行业全球市场渠道高库存风险暴露，需求迅速下滑，开始进入去库存周期，23 年农药产品价格延续自 22 年底以来的下行趋势，大多数农药产品价格一路走低。与此同时，国内市场也面临供应过剩的压力，供给端新一轮产能扩张进入投产期，而需求端出口受阻内需疲软，进一步加剧了农药产品价格下行态势，公司的股价和估值震荡下降。

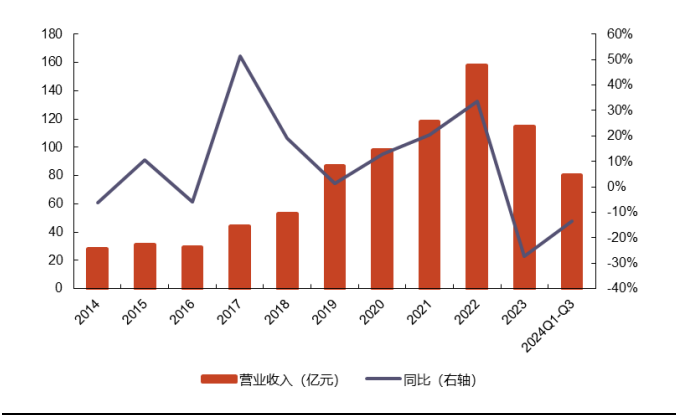
图 22：扬农化工 PB-Band



资料来源：，光大证券研究所整理，数据截至 2024-12-16

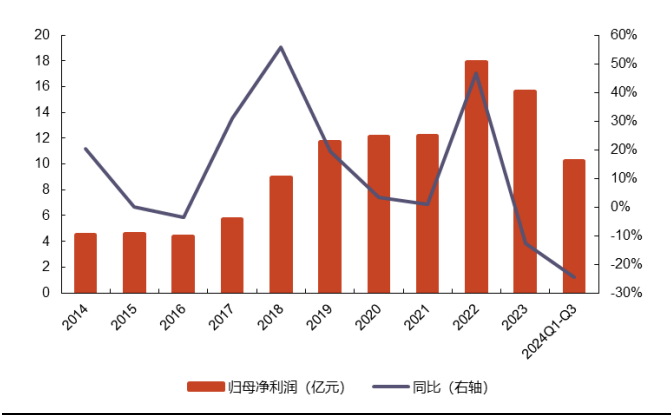
由于当前农药行业仍面临“去库存”挑战,公司原药、制剂等产品价格下跌,公司业绩承压。2023 年,公司实现营收 114.78 亿元,同比-27.41%;实现归母净利润 15.65 亿元,同比-12.77%。2024 年前三季度,公司实现营收 80.16 亿元,同比-13.57%;实现归母净利润 10.26 亿元,同比-24.61%。24Q3 公司实现营收 23.17 亿元,同比+4.98%,环比-8.16%,实现归母净利润 2.63 亿元,同比+10.87%,环比-21.34%。

图 23: 扬农化工营业收入及增长率



资料来源: , 光大证券研究所整理

图 24: 扬农化工归母净利润及增长率



资料来源: , 光大证券研究所整理

加速推进优创项目建设, 优嘉四期已达产达效。优创项目顺利推进, 一期一阶段项目已进入试生产。公司子公司辽宁优创在葫芦岛规划建设有年产 15,650 吨农药原药、7,000 吨农药中间体及 66,133 吨副产品项目, 总投资 42.48 亿元, 达产后预计可实现年均营收 40.83 亿元。截至 24 年 6 月底, 公司在建工程合计为 20.08 亿元, 相较于 2023 年年底增加约 55.2%; 公司针对辽宁优创一期项目已累计投入 15.50 亿元, 占预算比例的 44.6%。公司辽宁优创一期一阶段项目自 23 年 6 月开工以来, 新建单体建筑 54 幢, 总建筑面积达 14.46 万平方米。截至公司 24 年半年度报告披露日, 辽宁优创一期一阶段项目已进入试生产, 二阶段项目已进入机电安装阶段。另外, 公司优嘉四期二阶段项目已于 23 年 11 月底完成调试, 迅速达产达效。后续, 公司还将同步推进优嘉五期项目。

风险提示: 产品及原材料价格波动, 下游需求不及预期, 产能建设风险, 安全和环保生产风险。

4.5 中化国际: 聚焦橡胶和新材料, 打造创新型化工新材料领先企业

聚焦核心产业链, 打造创新型化工新材料领先企业。公司是在中间体及新材料、聚合物添加剂等领域具有核心竞争力的国际化经营大型国有控股上市公司, 客户遍及全球 100 多个国家和地区, 是中国中化控股有限责任公司材料科学业务板块的核心上市平台, 公司的业务范围涵盖化工新材料业务(基础原料及中间体、高性能材料、聚合物添加剂)、化工材料营销业务以及锂电池业务、医疗健康、产业资源等其他业务。

表 11: 中化国际化工新材料主要产品及产能

产品分类	产品名称	现有产能 (万吨/年)
 基础原料及中间体	环氧氯丙烷	25
	氯苯	6
	二氯苯	3
	硝基氯苯系列	8
	芳香二胺系列	6



高性能材料



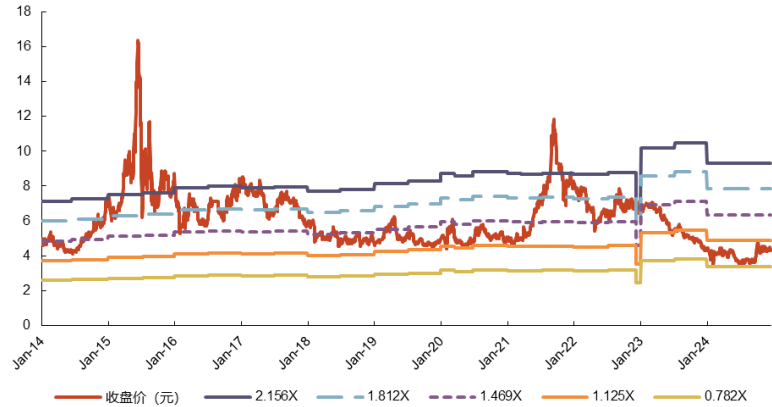
聚合物添加剂

苯酚丙酮	65
己二胺	2.5
环氧树脂	35
双酚 A	24
ABS	19.4
对位芳纶	0.55
尼龙 66	4
洗油精细化学品	5
橡胶防老剂	18.5
塑料添加剂	2

资料来源：中化国际 23 年年报，光大证券研究所整理

截至 2024 年 12 月 16 日，中化国际收盘价为 4.32 元，折算 PB 为 1.00，位于自 2014 年以来 8.3%绝对分位（5.5%相对分位），处于较底部的估值区间。

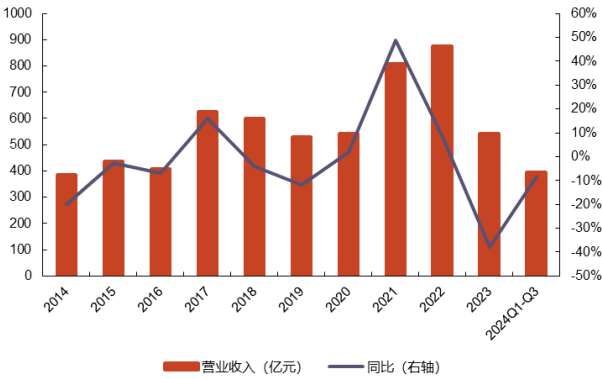
图 25：中化国际 PB-Band



资料来源：，光大证券研究所整理，数据截至 2024-12-16

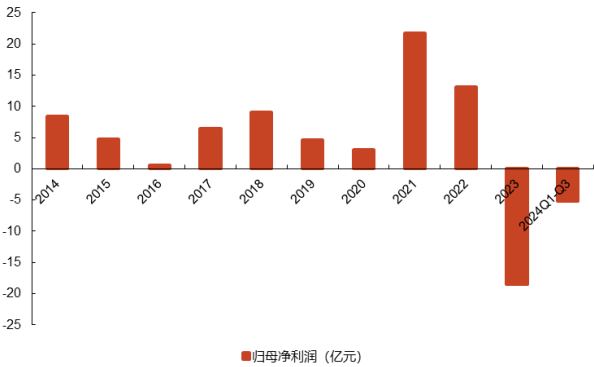
2023 年公司实现营业收入 542.72 亿元,同比下降 37.94%;实现归母净利润-18.48 亿元,同比减少 31.59 亿元。2024 年前三季度,公司实现营业收入 394.91 亿元,同比-8.19%;实现归母净利润-5.16 亿元,同比增加 0.23 亿元。24Q3 公司实现营业收入 136.30 亿元,同比-2.59%,环比-4.31%,实现归母净利润-5.29 亿元,同比下降 1.53 亿元,环比下降 8.27 亿元。

图 26：中化国际营业收入及增长率



资料来源：，光大证券研究所整理

图 27：中化国际归母净利润



资料来源：，光大证券研究所整理

积极推进重点战略项目,夯实核心产业发展基础。碳三产业链方面,23 年公司的 24 万吨/年双酚 A 扩建项目、60 万吨/年 PDH(丙烷脱氢)项目、40 万吨/年 PO(环氧丙烷)项目陆续开车成功,公司实现碳三产业链项目全线贯通。截至 24 年上半年,公司连云港园区碳三产业链一体化装置已全线贯通,目前仍处于产能爬坡阶段。聚合物添加剂产业链方面,23 年促进剂项目完成全部设计和采购工作,完成全部单体中交。截至 24 年 4 月 30 日,促进剂项目已具备试生产条件,预计 2024 年下半年投料试车。芳纶产业链方面,目前公司 5500 吨/年对位芳纶生产线高负荷运行,高强高模产品市场覆盖率逐步提升,同时按计划有序推进建设 2500 吨/年对位芳纶扩建项目。

风险提示: 下游需求不及预期,产品及原材料价格波动风险。

4.6 安道麦 A: 非专利作物保护市场的领军企业

非专利作物保护市场的领军企业,主要经营区域覆盖全球。作为作物保护领域的全球领军企业,集团主要以非专利原药为基础,从事作物保护产品的开发、生产及销售。集团通过其遍布全球各地的约 60 家子公司向 100 多个国家的农民提供除草、杀虫及杀菌解决方案。集团的业务模式整合了终端客户覆盖、产品登记经验以及先进的全球研发、原药和制剂生产设施,从而为集团提供了显著的竞争优势,使得集团可以在全球各地的重点市场针对当地农民和客户的需求引入新型差异化产品。集团的主要经营区域覆盖全球,分为北美区、拉美区、亚太区(包括中国),以及欧洲、非洲与中东区。2023 年各区域的销售贡献比重为:拉丁美洲占 27%,北美占 18%,亚太占 28%,欧洲、非洲及中东占 27%。根据咨询机构 Agbio Investor 对 2023 年全球农化行业规模的初步估算,安道麦在 2023 年的全球市场份额约为 5.1%。

表 12: 安道麦 A 主要产品布局

主要产品	设计产能 (吨/年)	产能利用率 (%)	产品用途
除草剂	53,303	46%	包含选择性和非选择性两种,预防或阻断各类杂草的生长(大豆、玉米、谷物、水稻及棉花)
杀菌剂	18,636	29%	防治各类农作物疾病以及寄生真菌(谷物、水果、蔬菜、大豆、葡萄以及水稻)
杀虫剂	75,257	67%	在不损伤农作物的同时有针对性地防控各类害虫(蔬果、玉米、棉花及大豆)

资料来源:安道麦 A 23 年年报,光大证券研究所整理,数据截至 2023 年 12 月

表 13: 安道麦 A 主要化工园区

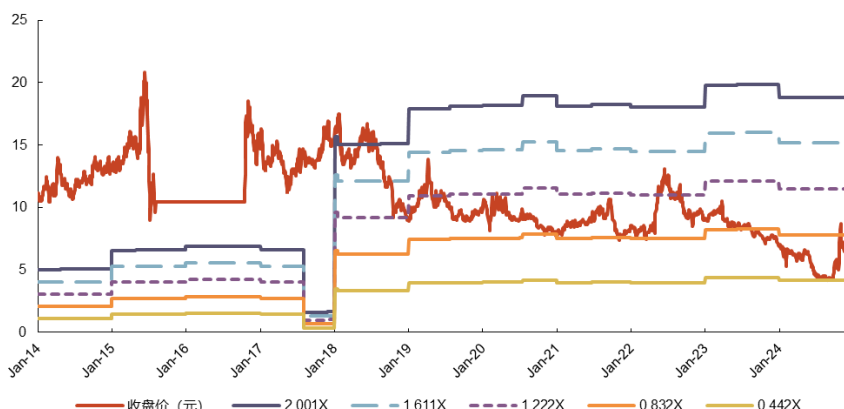
主要化工园区	产品种类
Neot Hovav, 以色列	生产各类杀虫剂、杀菌剂原药及制剂产品,配备研发中心和精细化工业产能
Ashdod, 以色列	生产各类除草剂原药及制剂产品,具备精细化工业产能
安邦, 中国	生产杀虫剂、除草剂原药及制剂产品,生产阻燃剂及精细化工产品
沙隆达, 中国	生产杀虫剂原药、制剂产品,以及精细化工产品
安道麦辉丰, 中国	生产除草剂和杀菌剂原药及制剂产品,配备分装车间
Taquari, 巴西	生产杀虫剂、杀菌剂及除草剂原药和制剂产品

资料来源:安道麦 A 公告,光大证券研究所整理

截至 2024 年 12 月 16 日,安道麦 A 收盘价为 6.71 元,对应 PB 为 0.71,位于 2014 年以来的 7.2%绝对分位(1.4%相对分位),处于 2017 年以来的历史低位。2022 年四季度以来,农药行业全球市场渠道高库存风险暴露,需求迅速下滑,开始进入去库存周期,2023 年以来农药产品价格延续自 2022 年底以来的下行趋势,大多数农药产品价格一路走低。与此同时,国内市场也面临供应过剩的压力,供给端新一轮产能扩张进入投产期,而需求端出口受阻内需疲

软，进一步加剧了农药产品价格下行态势，公司的股价和估值震荡下降。2024年以来，公司股价上行后有所下跌。

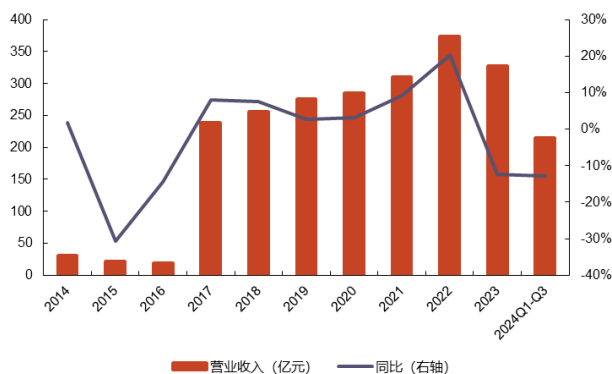
图 28：安道麦 A PB-Band



资料来源：，光大证券研究所整理，数据截至 2024-12-16

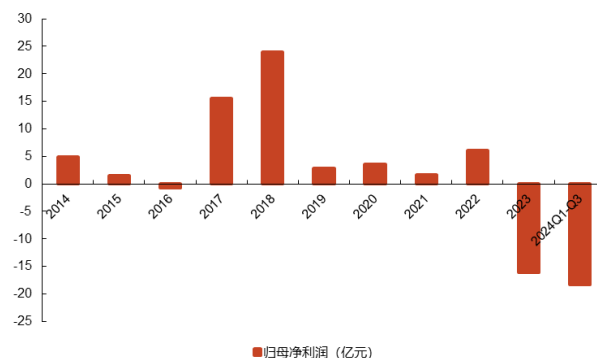
植保产品量减价跌，公司业绩承压。2023 年公司实现营业收入 327.79 亿元，同比-12.31%，实现归母净利润-16.06 亿元，同比-363.52%。2024 年前三季度公司实现营业收入 215.23 亿元，同比-12.72%；实现归母净利润-18.38 亿元，同比亏损扩大 76.32%。24Q3 公司实现营业收入 66.13 亿元，同比-10.72%，环比-10.65%，实现归母净利润-9.43 亿元，同比-1.43 亿元，环比-2.76 亿元。2024 年前三季度，公司产品销量同比减少 3%，产品销售均价同比下跌 9%（按美元计），致使公司整体销售额同比下滑。此外，2024 年前三季度公司合计计提资产与信用减值损失约 2.43 亿元，对公司当期业绩造成了一定影响。

图 29：安道麦营业收入及增长率



资料来源：，光大证券研究所整理

图 30：安道麦归母净利润



资料来源：，光大证券研究所整理

中国中化最终控股，立足中国走向世界。安道麦 A 于 2020 年加入先正达集团，2021 年 8 月，随着中国化工集团和中化集团合并，先正达集团及公司由中国中化控股有限责任公司最终控股，隶属国资委。集团拥有了渗透中国这一最大且农业增速最快市场的显著优势，成为为数不多的、充分整合国内商务及运营基础的全球作物保护公司之一。在成为中国作物保护领军企业的同时，将公司布局中国的生产设施纳入全球生产运营架构，将使集团能够更加有效地开发并商业化前沿的差异化产品，在关键原药上具备更强有力的成本优势，加强全球供应链优化，从而提高整个组织的运营效率，确保销售收入和利润率双增长。

产品多样化规模优势显著，登记证优势稳固。2023 年公司除草剂、杀虫剂、杀菌剂原药产能分别为 53303、18636、75257 吨/年，另有制剂产能 59 万吨/

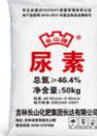
年，规模优势显著。公司产品高度多样化，提供高价值差异化产品、大宗型非专利产品，以及越来越多的独特复配产品和制剂、先进创新型产品及服务，集团广泛的产品组合包括 300 多种集中管理的原药及 1,650 款复配产品及制剂。公司在欧洲、以色列、巴西、拉美其它国家、北美、印度及亚洲其它国家建立了研发与登记中心，依靠全球登记体系具备在一百多个国家和地区完成本地登记的实力，能够在所有重点植保市场高效率地将新产品引入市场，为农民提供完整的作物保护解决方案。2021-2023 年集团专业的登记团队共获得约 1,300 张新产品登记证。随着全球植保监管要求不断提高，全球登记实力的重要性日益凸显，公司将充分受益于丰富的登记证资源。

风险提示：原料及运输成本波动，下游需求不及预期，环保及安全生产风险。

4.7 中化化肥：中国最大的产供销一体化经营的综合型化肥企业

中化化肥控股有限公司（简称“中化化肥”，前身为“中化香港控股有限公司”）于 2005 年 7 月成功收购 China Fertilizer (Holdings) Company Limited 及其附属公司后在香港联合交易所挂牌上市，是中国化肥行业首家在香港上市的企业。公司是中国最大的产供销一体化经营的综合型化肥企业，涵盖资源、研发、生产、分销、农化服务全产业链。公司坚定推进“生物+”战略转型，坚持以科技创新为核心驱动，打造“养分高效、生物制剂、土壤健康”集成产品研发体系，一系列生物肥料与土壤健康新产品成功上市推广，同时积极挖掘控股企业产销潜力，严控成本费用支出，提质增效。

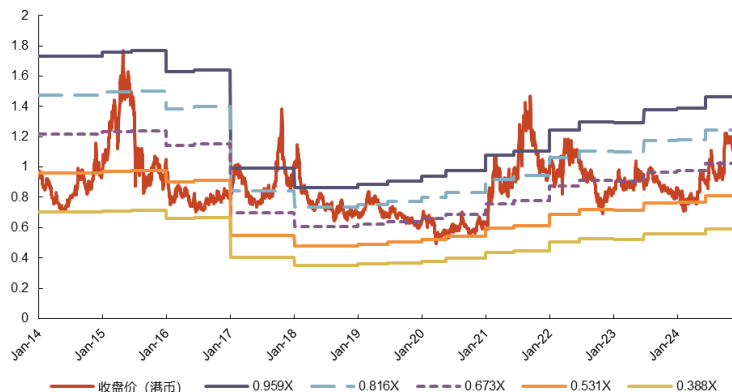
表 14：中化化肥主要产品

产品类别	产品名称	产品外观
氮肥	中化牌尿素	
磷肥	其他国产磷酸一铵、中化牌磷酸一铵、良友牌磷酸二铵、好苗子牌磷酸二铵、秋壮牌磷酸二铵、美农牌磷酸二铵、中化牌磷酸二铵、中化牌突尼斯磷酸二铵、中化牌摩洛哥磷酸二铵	
钾肥	中化牌加拿大氯化钾、中化牌俄罗斯氯化钾、中化牌白俄罗斯氯化钾、中化牌以色列氯化钾、中化牌约旦氯化钾、陆运俄罗斯氯化钾、中化牌台湾硫酸钾、盐桥牌氯化钾、美国硫酸钾镁肥、罗布泊硫酸钾	
新型肥料	优翠露 众爱硼 优力硼锌肥	
化肥原料	加拿大硫磺 美国硫磺 中东硫磺	
农药	安消、瑞蛙、卡死克、高效灭百可、美赛、天吉、绿荫、欧博、立克秀、安泰生、福玛、菌思奇、爱可、粉锈通、灭菌成、阿罗津、克阔乐、美利达、速收、阔旺、灭草敌、力透	

资料来源：中化化肥官网、光大证券研究所整理

截至 2024 年 12 月 16 日，中化化肥收盘价为 1.09 港币，对应 PB 为 0.71，位于 2014 年以来的 57.8%绝对分位（34.4%相对分位），处于历史较低位置，存在较大的估值提升空间。2022 年 H1 公司股价持续上行，自 2022 年 6 月以来，股价震荡下行，2024 年以来公司股价重回增长态势。

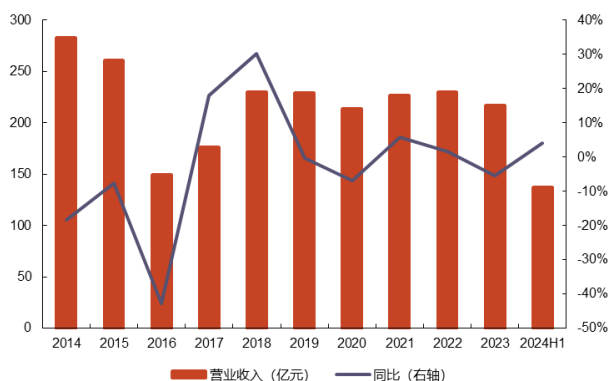
图 31：中化化肥 PB-Band



资料来源：，光大证券研究所整理，数据截至 2024-12-16

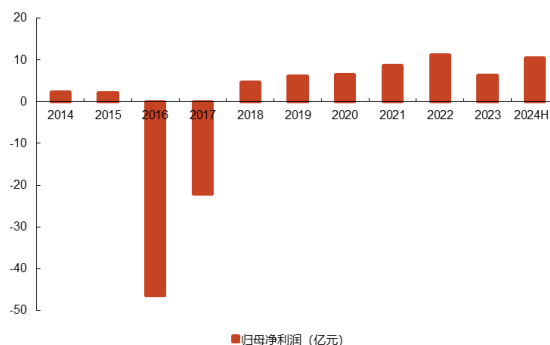
23 年生物肥料收入占比提升明显，受联营公司因政策性关停影响业绩承压。23 年公司实现营业收入 217.28 亿元，其中生物肥料收入 36.06 亿元，同比增长 67%；实现归母净利润 6.26 亿元，同比减少 43.96%，主要由于联营公司阳煤平原化工有限公司因政策性关停，因此计提长投减值损失及担保代偿信用减值损失合计 5.23 亿元。扣除该事项影响，23 年实现净利润 12.07 亿元，同比增长 7.3%。24H1 公司实现营业收入 136.81 亿元，同比+4%，实现归母净利润 10.5 亿元，同比+4.7%。

图 32：中化化肥营业收入及增长率



资料来源：，光大证券研究所整理

图 33：中化化肥归母净利润



资料来源：，光大证券研究所整理

基础肥业务中的钾肥业务方面，公司不断完善覆盖国际主要钾肥供应商的多元化进口体系，进一步完善以“枫禾祥”为中心的渠道营销体系，开发多款增效钾肥产品并投入市场；磷化业务方面，公司及时进口国内稀缺的高品位磷矿、硫磺等资源满足生产需求，巩固国内市场领先分销商的地位。成长型业务中的生物复合肥方面，23 年差异化复合肥销量达 134 万吨，同比增长 11.05%，塑造了蓝麟、科得丰和雅欣等一批具有突出特色与品牌影响力的核心产品；特种肥业务则聚焦生物制剂、土壤健康和核心单品打造，提升临沂特种肥基地运营质量，自研生物刺激素优翠露、优靓美产品销售增长迅速，23 年收入同比增长 48%。生产企业方面，23 年中化云龙净利润升至 2.87 亿元；中化长山超额完成产量目标，保持稳健盈利，持续探索绿电减碳，23 年成功降低了 300 万元运营成本；中化

涪陵突破磷酸生产瓶颈，产能利用率逐步提升，23 年装置综合产能利用率 85.59%，23 年共生产各类盐肥及成品酸 87.36 万吨。

依托先正达集团中国背后雄厚的科技资源和实力，科技研发能力不断增强。2023 年，公司围绕植物生理学、分子生物学、合成生物学等初步形成“生物+”底层技术研发能力，研究分析通量提升 40%。与此同时，集团还聘请“首席科学家”，聚焦养分高效、生物制剂、土壤健康等“生物+”战略关键方向建立科研团队，搭建联合实验室。2023 年，公司在“生物+”研发能力建设方面，应用植物生理学、分子生物学，作物代谢通路、根际土壤微生物等分析能力提升>30%，新开发/优化生物技术研发模型 6 套；在重点技术研究攻关方面，生物固氮、合成生物学产物 A 等 4 项重点技术攻关，取得阶段性进展，并进入技术应用研究阶段。实现研发成果转化量 107.9 万吨，同比增加 16.6%，其中科得丰、优靓美、三代美麟美等重点新产品转化突破 25 万吨；绿色高效土壤健康产品创制等五项研发技术荣获“中国中化 2023 年度科学技术奖”。

风险提示：下游需求不及预期，磷矿开采不及预期风险。

4.8 沧州大化：聚氨酯龙头企业，持续突破 PC 技术

公司是由中国化工集团控股、沧州市政府参股，以化肥、TDI 为主导产品的大型综合性化工企业集团，属国有独资企业。截至 24 年 6 月底，公司拥有年产 15 万吨 TDI、10 万吨 PC 及配套的 16 万吨烧碱、造气原料气、20 万吨双酚 A 等相关产品链相衔接、上下游原料相配套的生产规模，与目前国内同行业相比具有一定的规模优势。公司主导产品“飞狮”牌 TDI，产品通过 ISO9001 国际质量体系认证。

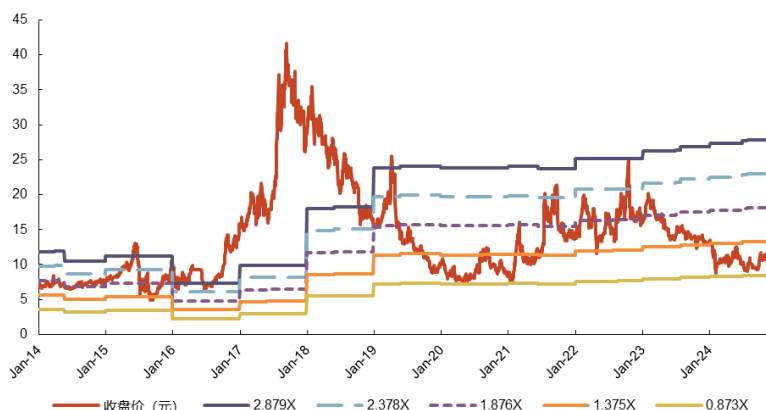
表 15：沧州大化主要产品布局

产品类型	产品介绍	产能	销售/供应模式
TDI 产品	一种重要的有机化工原料，主要应用于软泡、涂料、弹性体、胶粘剂	15 万吨/年	采用直接用户和经销商双线销售的模式
烧碱产品	氢氧化钠，是一种国民经济基础性化工原材料，用途十分广泛，主要用于生产纸浆、氧化铝、肥皂、染料、水处理、人造丝，冶炼金属、石油精制、棉织品整理、煤焦油产物的提纯，以及食品加工、木材加工及机械工业、化学工业（制取硼砂、铬盐、锰酸盐、磷酸盐、生产聚碳酸酯、超级吸收质聚合物、沸石、环氧树脂、磷酸钠、亚硫酸钠和大量钠盐、药剂及有机中间体，旧橡胶的再生）等方面	16 万吨/年（折百计算，产品均主要供应给河北省以及山东省周边的下游直接客户）	
PC 产品	一种综合性能非常优异的热塑性工程塑料，具有良好的力学性能、光学性能、热性能和阻燃性能，被广泛应用于汽车零部件、消费电子、电子工程、家用电器、发光二极管、建筑板材、耐用消费品、光学透镜、光盘基料以及专业防护和医疗器材等诸多领域	10 万吨/年，配套生产下游原料采用直接用户和经销商双线销售 20 万吨/年双酚 A，具备硅 PC、模式，核心直接用户有一定额度溴化 PC 等特种 PC 生产能力 授信	

资料来源：沧州大化公告，光大证券研究所整理

截至 2024 年 12 月 16 日，沧州大化收盘价为 11.52 元，折算 PB 为 1.19，位于自 2014 年以来 16.2%绝对分位（2.8%相对分位），估值处于自 2014 年以来的较底部水平。

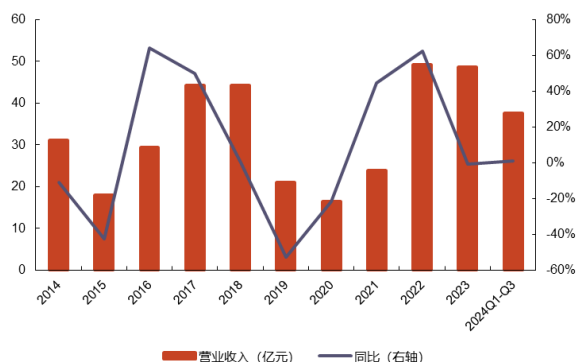
图 34：沧州大化 PB-Band



资料来源：，光大证券研究所整理，数据截至 2024-12-16

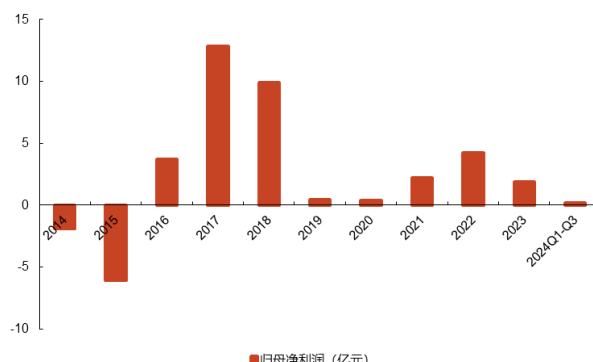
2023 年公司实现营业收入 48.67 亿元，同比减少 0.95%；实现归母净利润 1.90 亿元，同比减少 54.68%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 37.59 亿元，同比+1.02%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比-89.82%。24Q3 公司实现营业收入 12.05 亿元，同比-15.18%，环比-7.89%，实现归母净利润-0.08 亿元，同比-109.06%，环比-189.27%。

图 35：沧州大化营业收入及增长率



资料来源：，光大证券研究所整理

图 36：沧州大化归母净利润



资料来源：，光大证券研究所整理

公司履行国企“科技创新”功能定位，紧紧围绕 TDI、聚碳酸酯 PC、双酚 A 三款主产品开展研究，着力在新产品开发、提质增效、高质量发展上下功夫，显著提升公司核心竞争力。

公司是我国首家规模生产 TDI 的公司，经过二十多年的发展，在引进瑞典国际化工技术的基础上，进行了一系列技术改造，并获得了部分自主知识产权，奠定了公司在国内 TDI 生产领域的领导地位。在 TDI 高端应用领域，国外产品始终占据主导地位，公司历经数百次科学实验，取得重大技术突破，成功进入到聚氨酯高端应用领域，大大提升了公司 TDI 产品市场竞争力。

PC 项目技术不断突破，聚焦高端市场实现效益最大化。目前公司现有 PC 产品现有技术成熟可靠，部分 PC 产品可在高端领域替代进口，公司在原生产线上进行工艺改进，成为国内首家实现连续工艺生产共聚硅 PC、高分子溴化 PC 的企业。23 年，公司依据成功量产 6%硅含量共聚硅 PC 和溴化 PC 的先进经验，继续开展共聚 PC 研究。实验室进行研究合成 20%硅含量硅 PC、薄壁阻燃共聚

PC、耐候型共聚 PC，坚定不移地走“高质量、高附加值、差异化”高端产品研发路线，打破沙比克对共聚 PC 的技术垄断，填补国内空白。通过实验，实验室初步合成硅含量在 20%左右、硅油反应率大于 90%的共聚硅 PC，高硅含量共聚硅 PC 项目取得阶段性成果。改性 PC 方面，沧州大化围绕汽车领域开展实验研究，研究开发出抗 UV 级 PC、高黑亮 PC，该产品具有熔融指数高，流动性性能优异、表面光泽度高、表面无麻点，黑度高，易加工成型，可加工成型大型制件，不透光可进行镭雕等特点。目前高黑亮 PC 产品已经作为公司的成熟产品，投入市场，反应良好。

风险提示：国内外宏观经济增速低于预期，下游需求不及预期，产能建设进展不及预期风险。

4.9 沈阳化工：以氯碱化工、石油深加工和化工新材料为主业的国有控股上市公司

公司是以氯碱化工、石油深加工和化工新材料为主业的国有控股上市公司。公司是以氯碱化工、石油化工和化工新材料为主业的央企控股上市公司，下属有沈阳石蜡化工有限公司和中化东大(淄博)有限公司子公司。公司前身为沈阳化工厂，成立于 1938 年，1997 年以“沈阳化工”在深交所 A 股上市，现为中央企业中国中化控股有限公司所属企业。公司的主营业务包括氯碱化工、石油化工和化工新材料，主要生产装置有 20 万吨/年 PVC 糊树脂、20 万吨/年烧碱；50 万吨/年催化热裂解制乙烯（CPP）、13 万吨/年丙烯酸及酯、30 万吨/年聚醚多元醇等装置，主导产品的产量、质量及生产工艺技术都居国内同行业前列，部分已达到国际先进水平。

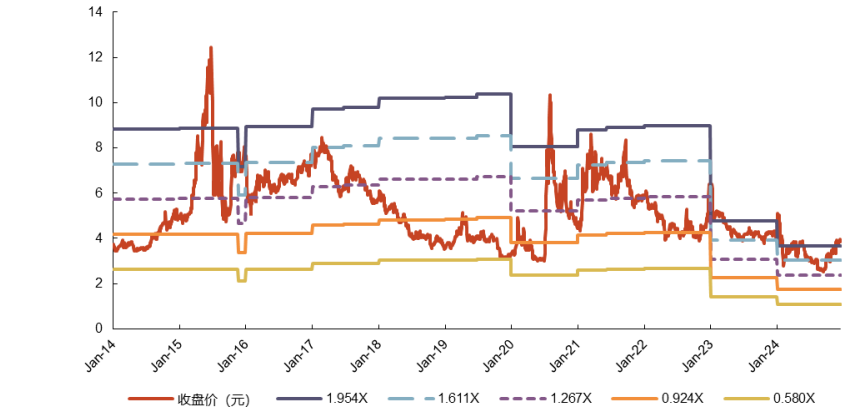
表 16：沈阳化工产品布局

产品类别	主要产品
 氯碱化工	次氯酸钠、工业用液氯、工业用合成盐酸、离子交换膜法氢氧化钠（30%液碱、45%液碱）
 石油化工	液化石油气、甲苯、混合碳四、混合粗苯、工业用丙烯、工业用 1-丁烯、苯、300#重质液体石蜡
 化工新材料	茂金属线型低密度聚乙烯树脂、丙烯酸丁酯、丙烯酸乙酯、丙烯酸甲酯、丙烯酸、糊用聚氯乙烯树脂（微悬浮法）、氯乙烯-醋酸乙烯酯共聚糊树脂（PCMA-12）、甲基叔丁基醚（MTBE）、聚乙烯树脂

资料来源：沈阳化工官网，光大证券研究所整理

截至 2024 年 12 月 16 日，沈阳化工收盘价为 3.88 元，折算 PB 为 2.06，位于自 2014 年以来 95.9%绝对分位（68.8%相对分位），处于历史较高估值水平。

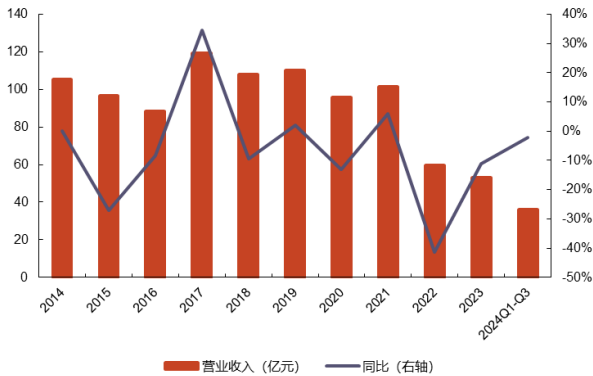
图 37：沈阳化工 PB-Band



资料来源：，光大证券研究所整理，数据截至 2024-12-16

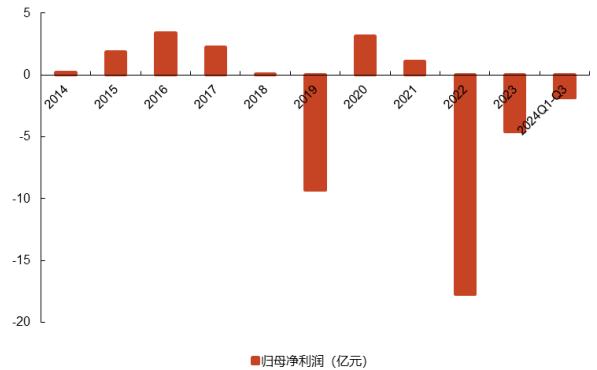
2023 年公司实现营业收入 52.82 亿元，同比-11.10%，实现归母净利润-4.58 亿元，同比增加 13.15 亿元。24 年前三季度，公司实现营业收入 36.06 亿元，同比-2.16%；实现归母净利润-1.87 亿元，同比增加 1.22 亿元。24Q3，公司实现营业收入 12.29 亿元，同比-10.38%，环比+3.76%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比增加 1.62 亿元，环比增加 3.65 亿元。

图 38：沈阳化工营业收入及增长率



资料来源：，光大证券研究所整理

图 39：沈阳化工归母净利润



资料来源：，光大证券研究所整理

在经营方面，23 年公司面对艰难的市场环境和激烈的市场竞争，持续关注上下游动态，抢抓有限订单，积极调整销售政策。在投资方面，23 年公司加大投资力度，加快推动产业建设布局，锚定百万吨级聚醚产能规模；泉州基地 24 万吨/年项目先后完成可研论证和初步设计工作；连云港基地 50 万吨/年项目制定形成时间表和路线图；淄博公司产能从 30 万吨扩至 40 万吨方案正在酝酿中。在研发方面，23 年公司多个聚醚新产品实现突破，打破跨国公司市场和技术的双重垄断，为关键材料的国产化替代打下坚实基础。

表 17：沈阳化工主要产品生产技术情况

主要产品	生产技术所处的阶段	专利技术	产品研发优势
聚氯乙烯糊树脂	产业化	公司拥有多个自主研发的糊树脂产品新牌号，医用手套专用糊树脂牌号与氯醋共聚糊树脂系列牌号品质 赶超国际先进，拥有有效发明专利数十余件。	沈阳化工研发中心从 1987 年开始 PVC 糊树脂产品的研发，是省级企业技术中心，是国内唯一的 PVC 糊树脂产品专业研究中心。1988 年建立了国内首个 PVC 糊树脂小试试验装置；1997 年建成了国内唯一的 PVC 糊树脂中试放大试验基地。小试研发的成果得以中试放大，并迅速实现产业化。2016 年搬迁至新厂区新建了 PVC 糊树脂小试与

主要产品	生产技术所处的阶段	专利技术	产品研发优势
聚醚多元醇	产业化	拥有聚四氢呋喃醚二醇改性聚合物多元醇的合成方法、一种高官能度聚醚多元醇的制备方法、疏水聚醚多元醇的制备方法、胺类自催化聚醚多元醇的制备方法、高纯度碱金属催化聚醚多元醇的连续化生产方法及其装置、一种降低聚醚多元醇挥发性有机物含量的方法、高活性低挥发物聚醚多元醇的制备方法、降低聚醚多元醇 VOC 含量的方法等六十余项专利技术。	中试试验基地,提升了装置的自控水平、完善了安全系统,一直是国内唯一的“PVC 糊树脂中试试验基地”。建立了 PVC 糊树脂应用性能评价研究设施。
丙烯酸及酯	技术成熟		

资料来源：沈阳化工公告、光大证券研究所整理

风险提示：下游需求不及预期，产品及原材料价格波动风险，产能建设不及预期风险。

5、风险分析

原油价格波动风险

原油价格的大幅波动或处于相对低位将影响上游勘探开发的积极性,减少勘探开发对于技术装备的需求。此外原油价格波动也会对化工品价格造成明显影响,部分企业的产品利润将随原油价格下跌明显收缩,部分企业的生产成本将随原油价格的下跌明显降低。

政策落实不到位风险

虽然国企改革方面已有数十条政策条款相继颁布,但各企业、各部门、各子公司对于改革政策的落实情况存在一定差异,有可能存在落实不全面、不到位的问题。如改革政策无法完全落实,将影响国有企业的业务发展与提升。

项目建设进度不及预期风险

各企业都有多个在建工程项目在推进中,如因不可抗力、资金链断裂等原因造成项目建设缓慢或停滞,将影响公司相关项目的建设进度,进而影响企业的业绩释放。

境内外业务拓展及经营风险

有多家企业在不同国家和地区经营,与属地政府、企业、人员交流较多,由于受到经营所在国政治、经济、宗教、人文、政策变化、科技变革、信息网络安全、法律及监管环境等因素影响,有可能面临政治不稳定、财税政策不稳定、合同违约、税务纠纷、法律纠纷、商业秘密纠纷或泄露等问题,可能加大境内外业务拓展及经营的风险。

汇率风险

由于企业在境外多个国家和地区开展业务,涉及多种货币的收支活动,人民币兑相关外币的汇率波动及货币间的兑换将会影响运营成本。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP