资源与环境研究中心

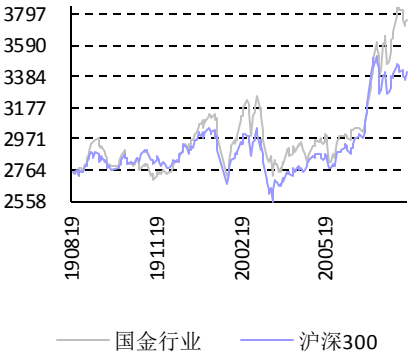
基础化工行业研究　增持（维持评级）

行业深度研究

多因素共振，间甲酚步入景气周期

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金基础化工指数	3762
沪深 300 指数	4705
上证指数	3360
深证成指	13489
中小板综指	12808



陈屹　联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉　联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣　联系人
yangyiying@gjzq.com.cn

行业观点

- **间甲酚是重要的化工中间体，主要用于农药及医药行业。**间甲酚，又名间甲基苯酚，属于精细化工行业，是农药、医药、抗氧剂、香料和合成维生素的重要原料，也是彩色胶片、树脂、增塑剂和香料的中间体。2019 年，间甲酚全球消费量约为 4.5 万吨，其中 45%的间甲酚用于医药行业，30%用于农药行业，10%用于香料行业。
- **间甲酚需求逐年向好，行业有望迎来高景气度。**间甲酚主要下游为薄荷醇、拟除虫菊酯和维生素 E。薄荷醇在口腔护理产品中的用量最大，占比超过总量的 1/3，目前我国大部分的 L-薄荷醇依赖进口，每年进口超过 1 万吨，由于下游需求的快速增长，部分化工企业也开始积极布局合成薄荷醇产能；我国农药行业整体处于结构性调整时期，资源向头部企业进一步倾斜，其中拟除虫菊酯产品未来扩产计划确定性强；我们认为，薄荷醇和拟除虫菊酯的扩产将成为间甲酚需求的主要增量来源之一。维生素 E 行业未来有望景气向上，将支撑间甲酚需求。整体起来看，间甲酚需求端的持续向好将助力行业景气度持续向上。
- **间甲酚行业高度集中，我国仍依赖进口。**从供给端来看，间甲酚为典型的寡头垄断市场，目前全球共有 6 家间甲酚生产商，总体产能约 5.6 万吨。其中美国沙索和德国朗盛各占总产能的 36%和 27%，外资企业占据了行业的主要份额。近年来我国间甲酚下游产品发展迅猛带动间甲酚需求高速增长，但目前国内产能尚不能满足国内需求，我国每年仍需进口 4800-7200 吨的间甲酚。随着间甲酚技术的突破，具有技术优势和规模优势的厂家将脱颖而出，预计我国将实现间甲酚的自给自足。
- **间甲酚进入壁垒不断增加，预计未来行业竞争将趋于有序。**由于产品分离难度大、副产物及三废的处理难度较大，间甲酚行业有着较高的进入壁垒，叠加环保趋严使得原材料端供给趋严，我们认为行业未来发展将更加有序。2019 年 7 月中国商务部决定对原产于美国、欧盟和日本的进口间甲酚进行反倾销立案调查，若反倾销落地，预计国内间甲酚价格将获得提振，同时加速进口替代。

投资建议

- 从需求来看，间甲酚的主要下游薄荷醇、农药、维生素等持续增长将带动间甲酚需求的增长。伴随着国内间甲酚技术的突破和产能的扩产，我国间甲酚的自给程度有望进一步提升。间甲酚技术壁垒高，叠加环保趋严使得原材料供给端趋严，且国内实行间甲酚反倾销立案调查，我们认为间甲酚行业有望步入景气周期。在此背景下，我们推荐间甲酚龙头企业**辉隆股份（子公司海华科技是国内间甲酚龙头企业，持续深化布局精细化工领域）。**公司拥有甲苯氯化水解法生产甲酚工艺，并且掌握粗酚分离间甲酚的工艺，实现规模化生产。公司现有间甲酚产能 8000 吨，客户主要是浙江医药、长青农化等。未来公司将新增间甲酚产能 1 万吨、薄荷醇 3000 吨、百里香酚 4000 吨，深化布局精细化工产品。

风险提示

- 需求下滑风险；市场竞争加剧风险；安全环保政策风险。

内容目录

一、间甲酚是重要的精细化工中间体，目前我国仍依赖进口 4
1.1 、间甲酚应用广泛，是重要的精细化工中间体 4
1.2、间甲酚合成路线以甲苯氯化水解法为主 4
1.3、间甲酚的供应主要由海外企业把控 5
1.4、我国间甲酚行业起步较晚，目前仍依赖进口 5
二、薄荷醇、农药和维生素需求向好，拉动间甲酚需求 7
2.1、薄荷醇需求向好拉动间甲酚需求 7
2.2、农药新增产能助力间甲酚需求持续向上 9
2.3、维生素 E 行业底部反转支撑间甲酚需求 10
三、间甲酚进入壁垒加大，行业发展将更加有序 11
3.1 、间甲酚技术壁垒高 11
3.2 、环保逐步趋严，原材料供给受限 11
3.3、中国间甲酚反倾销，预计行业竞争将趋于有序 13
四、投资建议 13
五、风险提示 15

图表目录

图表 1：间甲酚下游应用领域 4
图表 2：间甲酚主要用于农药和医药行业 4
图表 3：间甲酚生产技术情况 5
图表 4：海外企业占据了间甲酚市场的主要份额 5
图表 5：我国间甲酚行业发展史 6
图表 6：我国间甲酚工艺发展历程 6
图表 7：我国间甲酚仍以进口为主（吨） 7
图表 8：薄荷脑下游需求构成 7
图表 9：2013-2020 年全球口腔护理市场规模及预测 8
图表 10：2017-2018 年中国口腔护理品市场规模 8
图表 11：薄荷醇主要厂家合成工艺及产能 8
图表 12：全球合成薄荷醇主要产能（吨/年） 8
图表 13：薄荷醇进口数据（吨） 9
图表 14：农药原药产量（万吨） 9
图表 15：拟虫菊酯及氟磺铵草醚新增产能 9
图表 16：维生素 E 合成路线 10
图表 17：维生素 E 下游需求 10
图表 18：全球饲料产量及增速 10
图表 19：间甲酚副产物 11

图表 20：近年来焦化行业政策.....12
图表 21：我国生产粗酚的焦化产能.....12
图表 22：间甲酚进口单价（美元/吨）.....13
图表 23：2018 年国外间甲酚价格倾销幅度(美元/吨).....13
图表 24：辉隆股份营业收入及增速.....14
图表 25：辉隆股份归母净利润及增速.....14
图表 26：海华科技主要产品.....14
图表 27：海华科技营业收入及净利润情况.....15

一、间甲酚是重要的精细化工中间体，目前我国仍依赖进口

1.1、间甲酚应用广泛，是重要的精细化工中间体

■ 间甲酚又名间甲基苯酚，是农药、医药、抗氧剂、香料和合成维生素的重要原料，也是彩色胶片、树脂、增塑剂和香料的中间体。

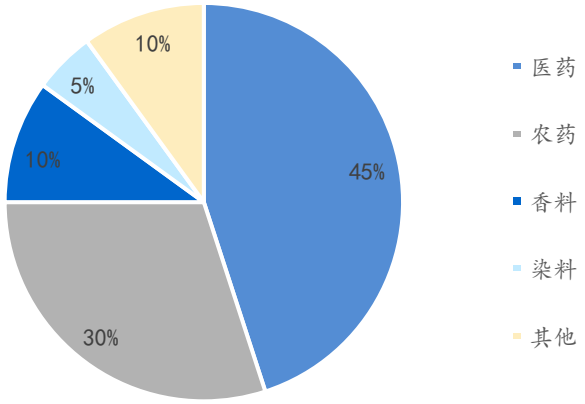
图表 1：间甲酚下游应用领域

下游领域	介绍
农药	间甲酚作为农药中间体及原料，用于生产氟磺胺草醚、杀螟松、倍硫磷、速灭威、二氯苯醚菊酯。国内农药市场空间大。间甲酚通过生产间苯氧基苯甲醛而用于多种拟除虫菊酯类农药，例如速灭杀丁和氟胺氰菊酯等，拟除虫菊酯作为高效低毒杀虫剂发展前景好，是未来主流发展方向。
医药	间甲酚作为维生素 E 的重要中间体，用间甲酚生产 2,4,6-三甲基酚，进而合成三甲基氢醌，三甲基氢醌则是生产维生素 E 的主要原料
香料	间甲酚作为薄荷醇的重要原料，间甲酚可以生产百里香酚，百里香酚则可以用来生产薄荷醇，目前全球薄荷醇仍以天然提取占主导，产量稳定性受天气影响，化学合成法是未来发展趋势。
染料	间甲酚可以生产合成纤维用染料等，合成双偶氮染料，深色蒽醌分散染料等。另外还可用于传真复印纸的着色材料。

来源：华商情报网，国金证券研究所

■ 2019 年间甲酚全球消费量约为 4.5 万吨，其中 45%的间甲酚用于医药行业，30%用于农药行业，10%用于香料行业，5%用于染料行业。

图表 2：间甲酚主要用于农药和医药行业



来源：化工市场信息，国金证券研究所

1.2、间甲酚合成路线以甲苯氯化水解法为主

■ 间甲酚的生产工艺路线可分为提取法和合成法，其中提取法是从粗酚中分离得到间甲酚，化学合成法按其合成机理分类主要有甲苯氯化水解法、异丙基甲苯法和间甲苯胺重氮法。由于合成法具有质量好、成本低等诸多优点，因此占据绝对的优势，化学合成法产能其占全球总产能的 89%。

图表 3：间甲酚生产技术情况

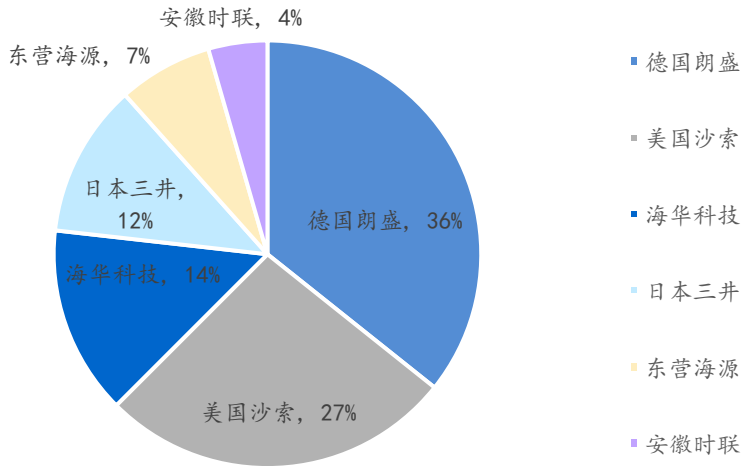
技术分类	工艺类型	企业	产地	技术优劣
提取法	煤焦油副产物回收法	东营海原	中国山东	产量小，不能满足工业需求
		安徽时联	中国安徽	
合成法	甲苯氯化水解法	德国朗盛	德国	环境污染严重，副产物多，产品质量不高
		美国沙索	美国	
		海华科技	中国安徽	
	异丙基甲苯法	日本三井	日本	产品纯度高，反应复杂
	甲基苯胺重氮化			生产过程使用强酸硫酸，易腐蚀设备，对环境污染严重

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

1.3、间甲酚的供应主要由海外企业把控

- 间甲酚行业高度集中，目前全球共有 6 家间甲酚生产商，总体产能约 5.6 万吨。其中美国沙索和德国朗盛各占总产能的 36%和 27%，占据绝对优势；中国产能则由海华科技、东营海源以及安徽时联三家贡献，其中海华科技产能约 8000 吨，在国内独占鳌头。

图表 4：海外企业占据了间甲酚市场的主要份额

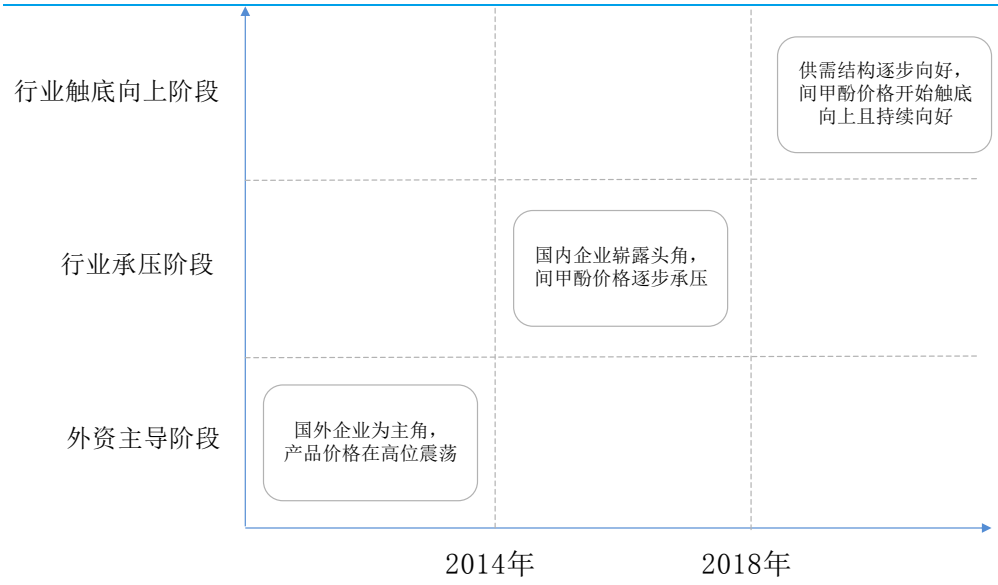


来源：化工市场信息，国金证券研究所

1.4、我国间甲酚行业起步较晚，目前仍依赖进口

- 回顾我国间甲酚行业历史，可以分为三个阶段：第一个阶段是 2014 年之前，在这个阶段，外资企业把控着行业的脉络，此时产品价格维持高位，行业盈利较好；到了 2014 年之后，国内企业开始逐步在间甲酚行业暂露头角，新增产能的逐步释放也使得间甲酚价格开始逐步承压；第三个阶段为 2018 年至今，在这个阶段由于供需结构的逐步向好，尤其是农药以及薄荷醇带来的新增需求使得间甲酚价格开始触底向上且持续向好。我们认为，间甲酚需求尤其是农药以及薄荷醇需求将持续向好，叠加我国正在进行薄荷醇反倾销调查，行业未来有望持续维持高景气度。

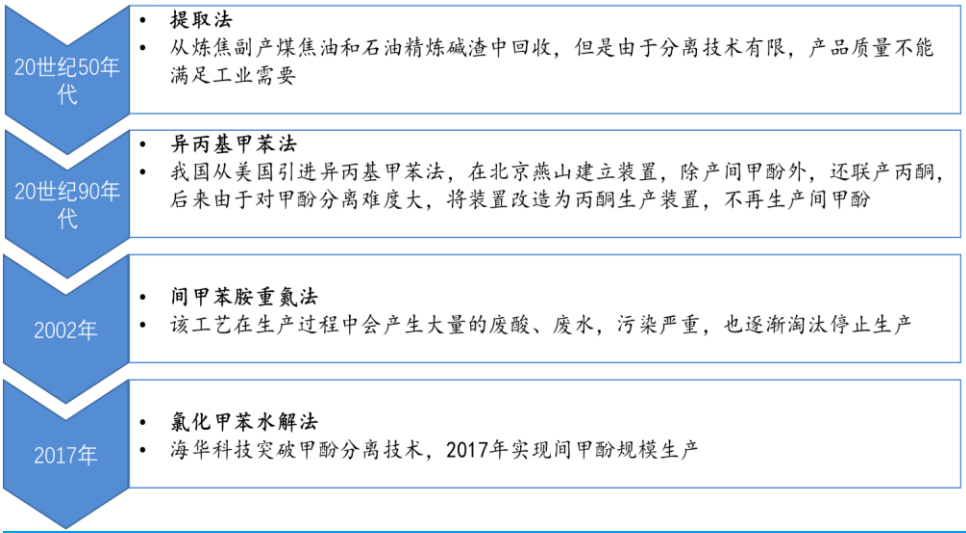
图表 5：我国间甲酚行业发展史



来源：iFunD，国金证券研究所

- 从技术工艺来看，我国间甲酚工艺经历了提取法、异丙基甲苯法、间甲苯胺重氮法、氯化甲苯水解法的发展，技术工艺不断突破。2017 年海华科技掌握氯化甲苯水解法，实现间甲酚规模化生产。

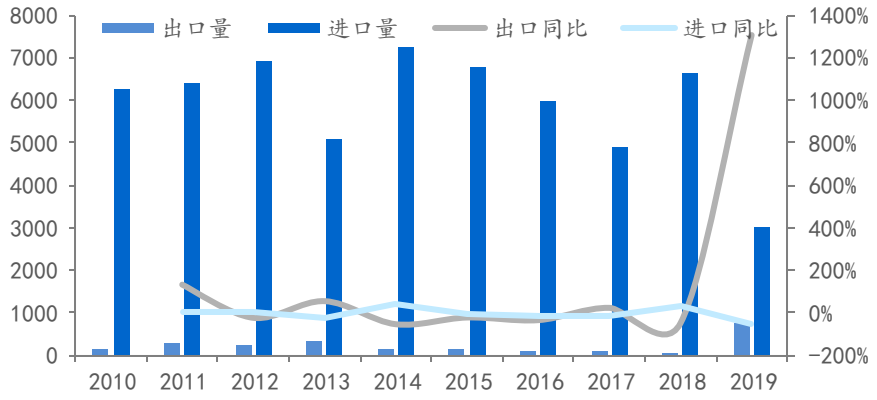
图表 6：我国间甲酚工艺发展历程



来源：反倾销调查书，辉隆股份公告，国金证券研究所

- 近年来我国间甲酚下游产品生产与发展前景广阔，对间甲酚的需求量保持年均 10%左右的增长。目前国内产量不能满足国内市场需求，每年需要进口相当数量间甲酚。2014-2017 年我国间甲酚进口量在 4800 吨-7200 吨之间。2018 我国间甲酚需求约 1.38 万吨，同比增长 14%，自给部分约 7200 吨，仍需进口 6600 吨。2019 年由于朗盛不可抗力，海外间甲酚供给减少，间甲酚出口价格上涨，部分厂家增加出口，我国间甲酚出口量增加。

图表 7：我国间甲酚仍以进口为主（吨）



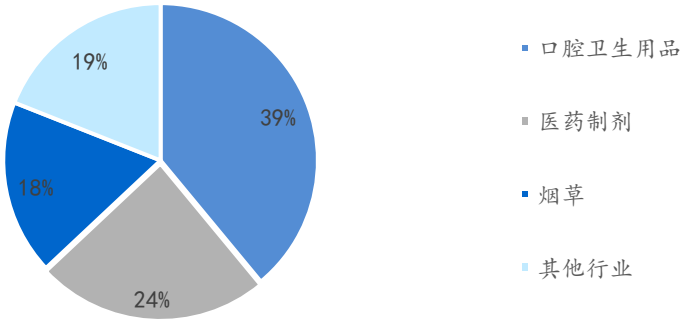
来源：Wind，国金证券研究所

二、薄荷醇、农药和维生素需求向好，拉动间甲酚需求

2.1、薄荷醇需求向好拉动间甲酚需求

- 薄荷醇俗名薄荷脑，是薄荷和薄荷精油中的主要成分，以游离和酯的状态存在。薄荷醇由于其所特有的薄荷香气及清凉作用，被作为赋香剂广泛应用于食品医药行业，同时以薄荷醇为底物得到的薄荷醇衍生物在食品、医药等领域发挥着重要的作用。
- 合成薄荷脑可用于牙膏、烟草、咳嗽药水等产品中，用途广泛，其中在口腔护理产品中的用量最大，占比超过总量的 1/3。

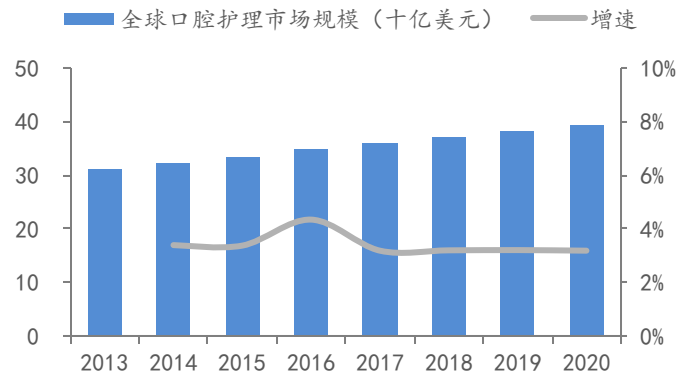
图表 8：薄荷脑下游需求构成



来源：《国内外香化信息》，国金证券研究所

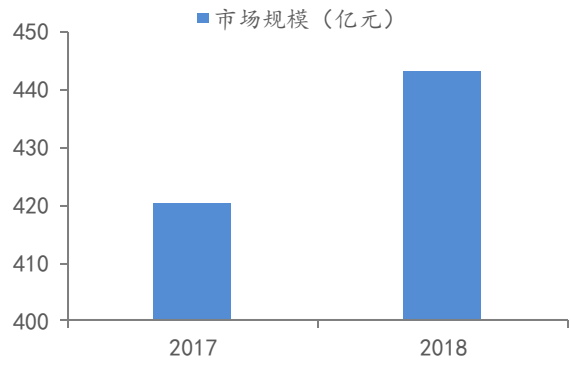
- 近年来，全球口腔护理市场规模逐渐扩大，2018 年，全球口腔护理规模达 370.6 亿美元，预计 2020 年将达 394.7 亿美元，口腔护理行业的高速发展将带动薄荷醇需求的快速增长。

图表 9：2013-2020 年全球口腔护理市场规模及预测



来源：艾媒数据中心，国金证券研究所

图表 10：2017-2018 年中国口腔护理品市场规模



来源：艾媒数据中心，国金证券研究所

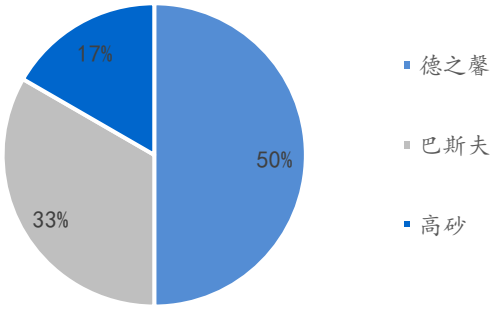
- 目前全球 L-薄荷醇的消耗量约为 4 万吨，其中 70%是来自于天然提取法，但由于天然薄荷醇受天气、季节、播种面积等影响，产量不稳定无法满足工业需求。而化学合成产量稳定且价格便宜，其是未来的重点发展方向。目前合成法工艺的 L-薄荷醇生产企业主要有德国德之馨、巴斯夫以及日本高砂。其中德之馨采用间甲酚工艺，日本高砂采用香茅油工艺，巴斯夫采用柠檬醛工艺。

图表 11：薄荷醇主要厂家合成工艺及产能

公司	工艺路线	产能（吨/年）
德之馨	间甲酚工艺	9000
巴斯夫	柠檬醛工艺	6000
高砂	香茅醛工艺	3000

来源：CNKI，国金证券研究所

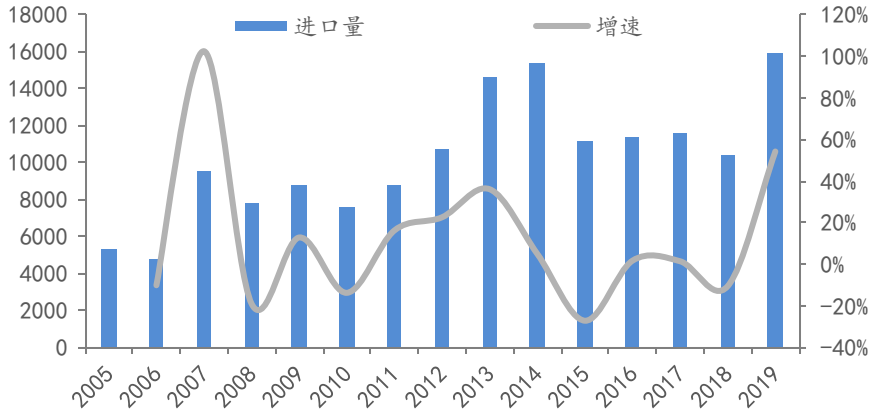
图表 12：全球合成薄荷醇主要产能（吨/年）



来源：CNKI，国金证券研究所

- 我国 L-薄荷醇是采用天然工艺，产能小，远不能满足需求。目前我国大部分的 L-薄荷醇依赖进口，每年进口超过 1 万吨。由于下游需求的快速增长，部分化工企业也开始积极布局合成薄荷醇产能，以海华科技为例，其目前规划 1 万吨的薄荷醇产能。随着下游薄荷醇产能的逐步释放，间甲酚供需格局也将日趋偏紧。**据测算，生产 1 吨薄荷醇需要消耗 1.5 吨的百里香酚，生产 1 吨的百里香酚需要消耗 0.9 吨的间甲酚，也就是生产 1 吨的薄荷醇需要 1.4 吨的间甲酚，我们预计海华科技薄荷醇满产后将新增 1.4 万吨的间甲酚需求。**

图表 13：薄荷醇进口数据（吨）

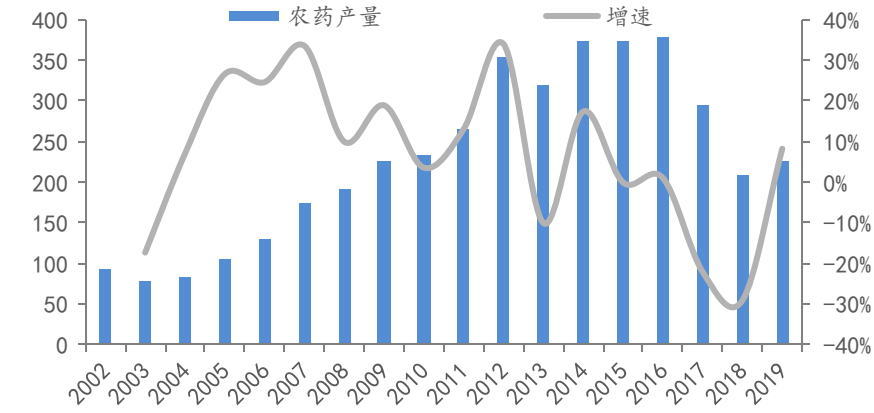


来源：iFunD，国金证券研究所

2.2、农药新增产能助力间甲酚需求持续向上

- 间甲酚在农药生产方面的应用包括氟磺胺草醚、杀螟松、倍硫磷、速灭威、二氯苯醚菊酯等，其中最主要的是拟除虫菊酯。近年来，由于环保督察以及响水事故影响国内农药原药产量下滑，对间甲酚的需求产生一定影响。但随着行业整顿进入尾声，低端落后产能退出，龙头企业在利润驱动下扩产，新产能尤其是拟虫菊酯新增产能的逐步释放将助力间甲酚行业需求持续向上。

图表 14：农药原药产量（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：拟虫菊酯及氟磺胺草醚新增产能

.	产品	新增产能（吨）	备注
扬农化工	氯氰菊酯原油	700	
	氯氰菊酯原粉	100	
	高效氯氰菊酯苯油	4000	
	氯氰菊酯系列合计	4800	
	功夫菊酯	2500	
	四氟醚菊酯	20	
	四溴菊酯	20	

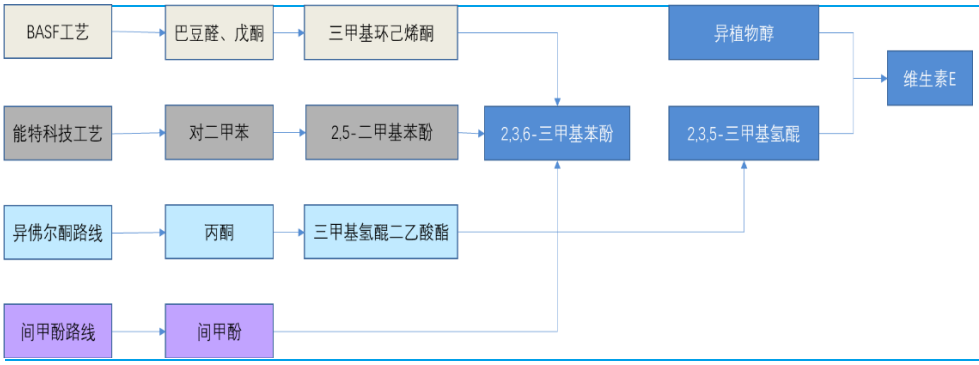
	溴氰菊酯原粉	50	
	右旋苯醚氰菊酯（苯氰菊酯）	100	
	氟氯氰菊酯（百树菊酯）	100	
	氟氯苯菊酯	30	
	氟丙菊酯	5	
长青股份	氟磺胺草醚	2000	19 年完成扩产
	氟磺胺草醚	2000	计划新增

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3、维生素 E 行业底部反转支撑间甲酚需求

- 维生素 E 又称生育酚，是最主要的抗氧化剂之一，其有助于提高机体免疫能力、生育能力。
- 维生素 E 是由三甲基氢醌和异植物醇合成。目前三甲基氢醌主要有四种工艺路线，分别是巴斯夫、间甲酚、异佛尔酮和能特科技工艺，由于间甲酚工艺流程较短、收率高，为目前主流的三甲基氢醌合成工艺路线。**据统计，目前使用间甲酚工艺的维生素 E 厂家主要有浙江医药、新和成、北沙制药以及帝斯曼等，占全球产能的 48%。**

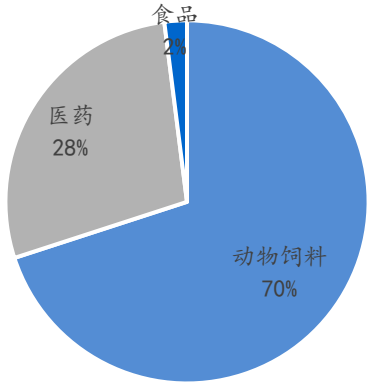
图表 16：维生素 E 合成路线



来源：冠福股份公告，国金证券研究所

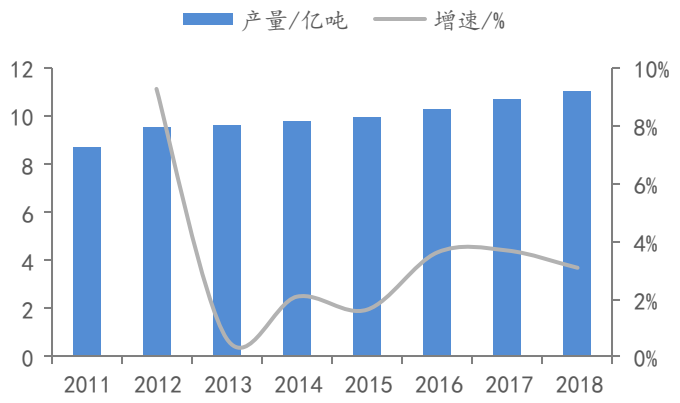
- **维生素 E 行业底部反转，刚性需求叠加行业景气度持续向上将给间甲酚价格带来强支撑：**维生素 E 70%以上的下游是用于饲料，需求较为刚性。另外，虽然行业产能仍过剩，但能特作为新进入者对于行业的冲击将宣告终结，同时行业长期处于盈亏平衡的边缘，叠加之前的大规模扩产周期将告一段落，因此作为寡头垄断竞争行业，我们认为产品价格具备向上动能。维生素 E 景气度的持续向上，将给间甲酚价格带来强支撑。

图表 17：维生素 E 下游需求



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 18：全球饲料产量及增速



来源：奥奇特，国金证券研究所

三、间甲酚进入壁垒加大，行业发展将更加有序

3.1、间甲酚技术壁垒高

- 间甲酚技术壁垒主要体现在产品分离难度大、副产物及三废处理较为复杂。此外，随着提取法原材料的供给趋紧，我们认间甲酚行业进入壁垒将逐步抬升，行业发展将更加有序。
- **间甲酚和对甲酚的沸点极其相近，产品分离难度大。**目前间甲酚主要是从甲酚中分离出来的；甲酚主要包括三种异构体，即邻甲酚、对甲酚、间甲酚，由于间甲酚和对甲酚的沸点相差比较小，使用传统的分离方法很难将其分离，故其核心竞争力体现在化学反应工艺路线选择、核心催化剂的选用及工艺过程的控制上，使用不同技术的公司在生产效率与产品质量上存在较大差异。该行业存在较高的工艺技术壁垒、资金壁垒和人才壁垒。
- **间甲酚生产过程中副产物较多，开工率及成本或受制于副产物的循环利用。**由于间甲酚生产过程中副产物较多，企业需要充分利用生产过程中的副产物，较高的产业链协同有利于降低公司成本、提高产品附加值以及增加企业抗击市场风险的能力，同时进一步延伸下游产品会使利润最大化；反之，若不能有效利用副产物，不但会增厚生产成本，还可能会有副产物涨库的风险进而影响间甲酚的正常生产。

图表 19：间甲酚副产物

技术分类	工艺类型	主要副产物
提取法	煤焦油副产物回收法	邻甲酚、二甲酚等
合成法	甲苯氯化水解法	苯酚、邻甲酚、2-叔丁基对甲酚等

来源：CNKI，国金证券研究所

- **间甲酚生产过程中产生较多三废，三废处理问题或抑制企业生产。**间甲酚生产过程中产生的三废比如盐酸、含酚废盐和二聚/多聚异丁烯、焦油、联苯醚等较多，因而三废的处理非常重要，尤其是含酚废盐和废盐酸的处理，一旦遇到三废处理瓶颈或遇到安环评检查或抑制间甲酚开工率 。

3.2、环保逐步趋严，原材料供给受限

- 我国间甲酚工艺以提取法为主，即通过分离煤焦油副产物进一步得到间甲酚。但由于煤焦油所在的焦化行业经历了多年的环保供给侧改革，这也使得提取法间甲酚的原料供给日趋紧张。据百川统计，目前能够生产粗酚的焦化产能已经大幅压缩至 495 万吨，对应粗酚的产能为 4.95 万吨，其中外售的粗酚产能为 2.25 万吨，原材料供应的稳定供应问题日趋凸显，我们认为在国内环保高压背景下，提取法间甲酚原料供应问题将长期扰动行业的生产。

图表 20：近年来焦化行业政策

部门	时间	文件名
中焦协	2016.04	《焦化行业“十三五”发展规划纲要》
国务院	2018.07	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》
生态环境部	2018.09	《京津冀及周边地区 2018-2019a 秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》
长三角区域大气污染防治协作小组	2018.11	《长三角地区 2018-2019 年大气污染综合治理攻坚行动方案》
河北	2018.08	《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》
山东	2018.08	《山东省打赢蓝天保卫战作战方案暨 2013-2020 年大气污染防治规划三期行动计划（2018-2020）年》
山西	2018.11	山东省人民政府印发关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案的通知
	2018.08	《山西省打赢蓝天保卫战三年行动计划》
	2018.09	《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案》
江苏	2019.05	《山西省焦化产业高质量绿色发展三年行动计划》
	2018.08	《关于加快全省化工钢铁煤炭行业转型升级高质量发展的实施意见》
安徽	2018.09	《安徽省打赢蓝天保卫战三 a 行动计划实施方案》

来源：《我国煤焦化产业供给侧改革政策分析》，国金证券研究所

图表 21：我国生产粗酚的焦化产能

地区	省份	企业	煤焦油深加工产能（万吨）	粗酚销售情况
华北	河北	黄骅信诺立兴	60	外销
华北	河北	邢台旭阳	45	自用
华北	山西	山西永东	60	外销
华东	山东	山东杰富意	50	固定给潍坊振兴宏泰
华东	山东	枣庄杰富意	50	固定给潍坊振兴宏泰
华东	山东	金能科技	40	招标销售
华中	河南	河南博海	15	招标销售
华中	河南	安阳钢铁	15	招标销售
西南	四川	四川达兴宝化	15	外销
西南	四川	攀枝花能缘	15	外销
西南	重庆	重庆路洋	15	外销
华北	内蒙古	包钢焦化	15	外销
华东	上海/江苏	宝武炭材	60	自用
华东	广东	宝武炭材湛江	20	给上海用

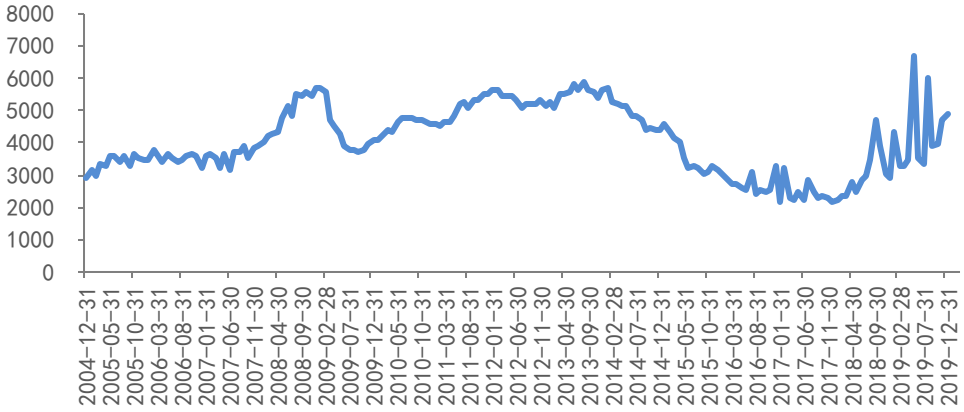
华东	江西	江西黑猫	20	外销
		合计	495	

来源：百川资讯，国金证券研究所

3.3、中国间甲酚反倾销，预计行业竞争将趋于有序

- 2014 年之前，间甲酚行业属于寡头垄断行业，定价权掌握在少数几家大公司手中，国内销售价格受国外主导，进口价决定了国内价格走势。2014 年之后，随着海华科技技术突破，国产间甲酚规模化生产，国外企业采取降价销售行为来抢占市场份额，价格最低下滑至 1.6-1.9 万元，国内间甲酚行业也因此受到了冲击。2018 年至今，农药以及薄荷醇带来的新增需求使得间甲酚价格开始触底回升。2019 年 7 月，商务部对原产于美国、欧盟和日本的进口间甲酚进行反倾销立案调查。我们认为，若反倾销落地，预计国内间甲酚价格将获得提振。

图表 22：间甲酚进口单价（美元/吨）



来源：iFunD，国金证券研究所

图表 23：2018 年国外间甲酚价格倾销幅度(美元/吨)

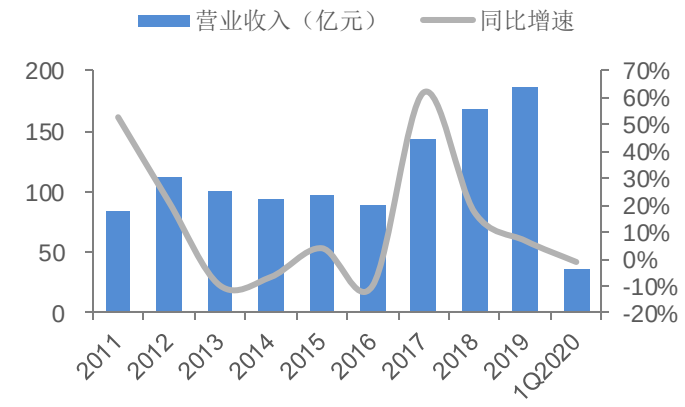
2018 年	美国	欧盟	日本
出口价格（CIF）	2562.02	3476.62	2247.81
出口价格（调整后）	2352.94	3301.81	2155.43
正常价值（调整后）	5157	5025	3387.5
倾销绝对额	2822.06	1723.19	1232.77
倾销幅度	1.1015	0.4957	0.5481

来源：反倾销调查书，国金证券研究所

四、投资建议

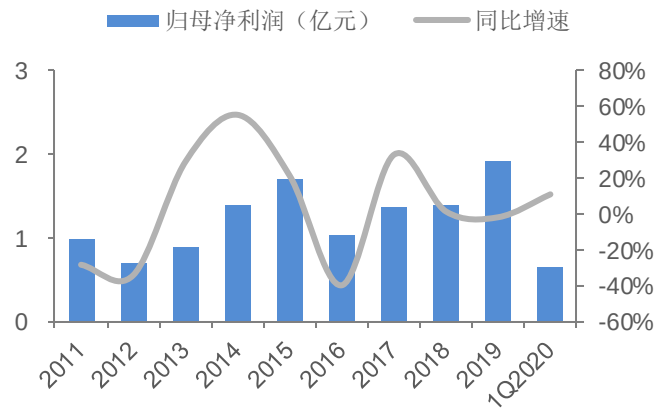
- 从需求来看，间甲酚的主要下游薄荷醇、农药、维生素等持续增长将带动间甲酚需求的增长。伴随着国内间甲酚技术的突破和扩产，我国间甲酚的自给程度有望进一步提升。间甲酚技术壁垒高，叠加环保趋严使得原材料供给端趋严，且国内实行间甲酚反倾销立案调查，我们认为间甲酚行业有望步入景气周期。在此背景下，我们推荐间甲酚龙头企业辉隆股份。
- 辉隆股份主要从事化肥、化工和农药产品的内外贸分销业务，以及自主品牌复合肥和农药的生产与销售。经过多年发展，公司已经形成了辉隆商业、辉隆工业、辉隆农业以及辉隆投融资四大板块。

图表 24：辉隆股份营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

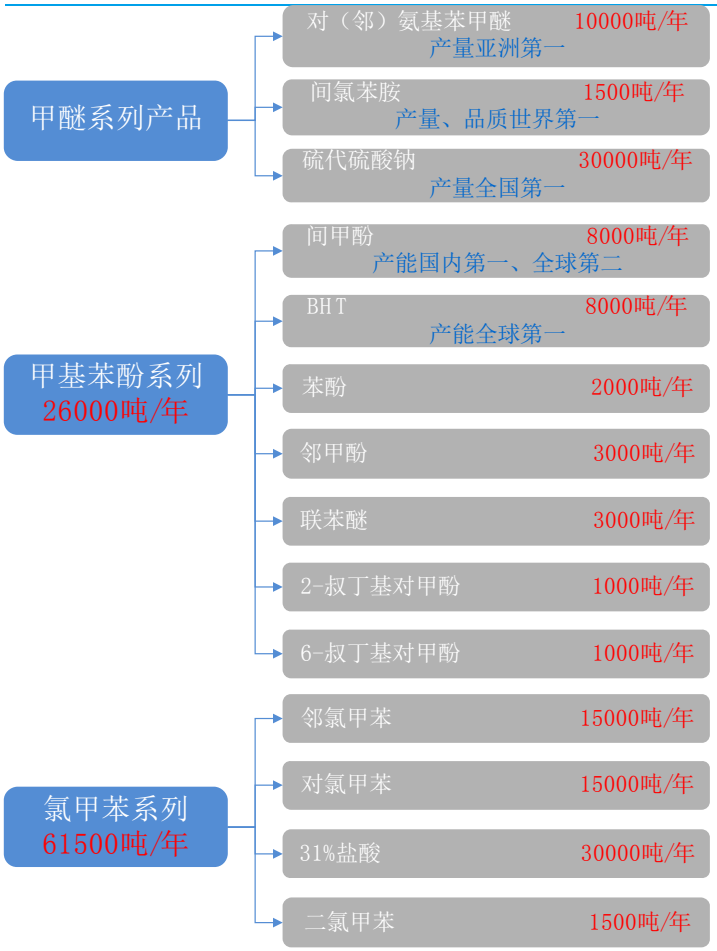
图表 25：辉隆股份归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

■ **收购优质公司海华科技，深化精细化工布局。**2019 年辉隆股份完成海华科技 100%股权收购，海华科技主要从事染料中间体、医药及农药中间体、食品添加剂中间体等精细化工产品研发、生产和销售。经过多年发展，公司形成了以甲醚系列、甲基苯酚系列、氯甲苯系列为核心的三大核心主打产品，其中间甲酚产能 8000 吨，产能产量国内第一，间氯苯胺产能 1500 吨，产量世界第一。

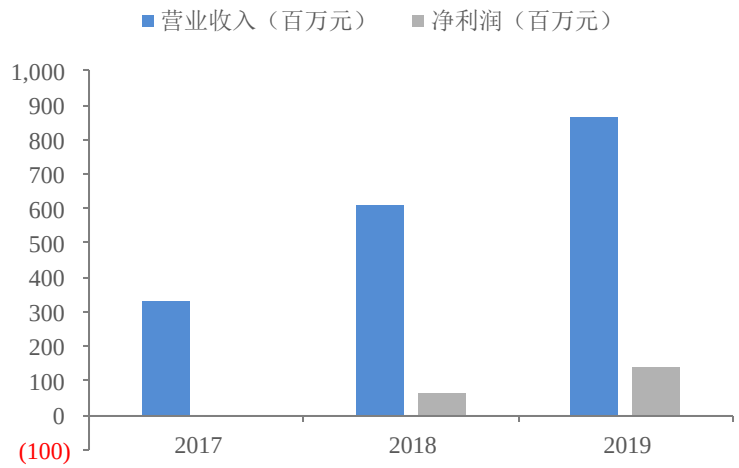
图表 26：海华科技主要产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- **新建百里香酚及薄荷醇项目，未来成长可期。**海华科技拟投入 2.77 亿元建设 4000 吨百里香酚及 3000 吨 L-薄荷醇项目，其中百里香酚作为薄荷醇的原料配套。目前，国内合成薄荷醇均进口自国外公司，国内合成薄荷醇产业拥有巨大市场，投资建设合成薄荷醇项目不仅能够增强企业产品的配套性，提升产品附加值，进一步提高企业抗市场风险的能力，同时还可以参与国际竞争，进入国际高端市场。除此之外，根据公司公告，海华科技还储备有香兰素、BHT、间氯苯胺以及部分杀菌剂品种，随着海华科技在精细化工领域布局的不断深化，公司有望成长为精细化工优质企业。

图表 27：海华科技营业收入及净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

五、风险提示

- **下游需求不及预期。**未来间甲酚主要的需求拉动来自薄荷醇及菊酯类农药，若相关产能建设及投产进度不及预期，间甲酚的需求将不及预期。
- **产品价格下跌风险。**随着朗盛的复产，间甲酚价格逐步由高位回落，若竞争格局进一步加剧，产品价格或存在下跌风险。
- **市场竞争格局加剧风险。**间甲酚当前盈利较好，可能存在新进入者进入，对于行业的竞争格局造成一定影响。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH