

# 优质的化工园区服务商，磺化中间体业务展翅待飞

## ——中小盘首次覆盖报告

## 伐谋-中小盘首次覆盖报告

孙金钜(分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

黄麟(联系人)

0755-82291898

huanglin@xsdzq.cn

证书编号: S0280118040003

任浪(分析师)

021-68865595-232

renlang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010003

### ● 充分受益于磺化中间体量价齐升，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级：

我们认为嘉化能源作为优质的化工园区基础服务商，以热电联产为核心，构建了完整的循环经济产业链，充分受益于化工企业加速入园，叠加磺化中间体价格大涨和深加工产能释放，量价齐升，公司近三年净利润有望维持20%以上增长。预计公司2018-2020年收入分别为60.43/67.00/75.58亿元，净利润分别为12.21/14.49/17.78亿元，对应2018-2020年EPS分别为0.82/0.98/1.20元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

### ● 优质的化工园区基础服务商，具有稳定的利润增速：

嘉化能源以热电联产为核心和源头，构建了完整经济产业链，为公司蒸汽、氯碱、脂肪醇(酸)等产品带来了明显的成本优势。同时公司作为园区蒸汽供热和基础化工产品供应商，通过公共基础设施将区内所有化工企业串成一个园区循环圈，大幅降低销售费用。公司蒸汽业务采取热电联动定价，配套供应园区化工企业，随着园区工厂扩产及新入园工厂投产，我们预计蒸汽业务毛利有望保持三年CAGR13%增速；氯碱业务得益于自发电率提高、技改以及副产液氯平衡能力提升，利润有望保持三年CAGR2%增速；脂肪醇(酸)产品采取点价模式锁定了利润，且产品结构继续改善，毛利有望保持三年CAGR13%增长；同时受益于园区企业增产跟化工企业入园提速，预计公司整体业务(磺化中间体除外)毛利能保持3年CAGR10%增速。

### ● 磺化中间体价格大涨叠加深加工项目投产，将大幅增厚业绩：

嘉化能源生产的磺化中间体系列产品被广泛应用于医药、兽药、农药、塑料、染料和涂料等行业，是非常重要的有机中间体。公司磺化中间体生产装置采取自主知识产权的磺化工艺，具有节能环保和收率高等优势，且装置能实现连续化生产。公司具备3.2万吨的磺化中间体产能，充分受益于环保去产能导致磺化中间体产业链价格大涨。与此同时，深加工产品BA等陆续投产进一步提升了产品附加值，新建3.8万吨产能则打开了未来成长空间。预计磺化中间体利润未来能保持3年CAGR70%增速，利润占比明显提升。

### ● 风险提示：园区发生大规模安全事故，在建项目进展不及预期

#### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4503	5,576	6,043	6,700	7,558
增长率(%)	32.8	23.8	8.4	10.9	12.8
净利润(百万元)	740.5	969	1,221	1,449	1,778
增长率(%)	10.1	30.8	26.0	18.7	22.7
毛利率(%)	27.8	28.9	30.6	32.9	34.6
净利率(%)	16.4	17.4	20.2	21.6	23.5
ROE(%)	18.7	15.0	16.5	16.9	17.6
EPS(摊薄/元)	0.50	0.65	0.82	0.98	1.20
P/E(倍)	16.28	12.4	9.9	8.3	6.8
P/B(倍)	3.04	1.9	1.6	1.4	1.2

### 强烈推荐(首次评级)

#### 市场数据

时间 2018.06.07

收盘价(元):	8.12
一年最低/最高(元):	7.6/10.0
总股本(亿股):	14.85
总市值(亿元):	120.54
流通股本(亿股):	12.97
流通市值(亿元):	105.3
近3月换手率:	38.56%

### 中小盘研究团队

孙金钜(分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪(分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

吴吉森(联系人): 021-68865595-205

证书编号: S0280118020006

黄泽鹏(联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

黄麟(联系人): 0755-82291898

证书编号: S0280118040003

## 目 录

1、 优质的化工园区基础服务商，具有稳定的利润增速.....	3
1.1、 低成本的优质化工园区基础服务商，化工入园提速利好公司.....	3
1.2、 园区唯一蒸汽供热企业，热电联动，蒸汽业务营收稳定增长.....	4
1.3、 降本增效，氯碱业务盈利有望持续增长 .....	5
1.4、 脂肪醇（酸）竞争格局改善，点价模式锁定利润.....	6
1.5、 绑定巴斯夫，掘金电子级硫酸市场 .....	6
2、 磷化中间体价格大涨叠加深加工，成为重要的利润增长点.....	7
2.1、 公司磷化装置技术领先，节能环保 .....	7
2.2、 PTSC 及衍生物价格大涨，盈利大幅提升 .....	8
2.3、 磷化中间体 BA 和磷化油项目陆续投产，大幅提高中间体附加值 .....	9
2.4、 新建产能达 3.8 万吨的磷化中间体项目，打开未来的成长空间。 .....	9
3、 盈利预测和公司估值.....	10
3.1、 关键假设: .....	10
3.2、 盈利预测与估值 .....	10
附：财务预测摘要.....	11

## 图表目录

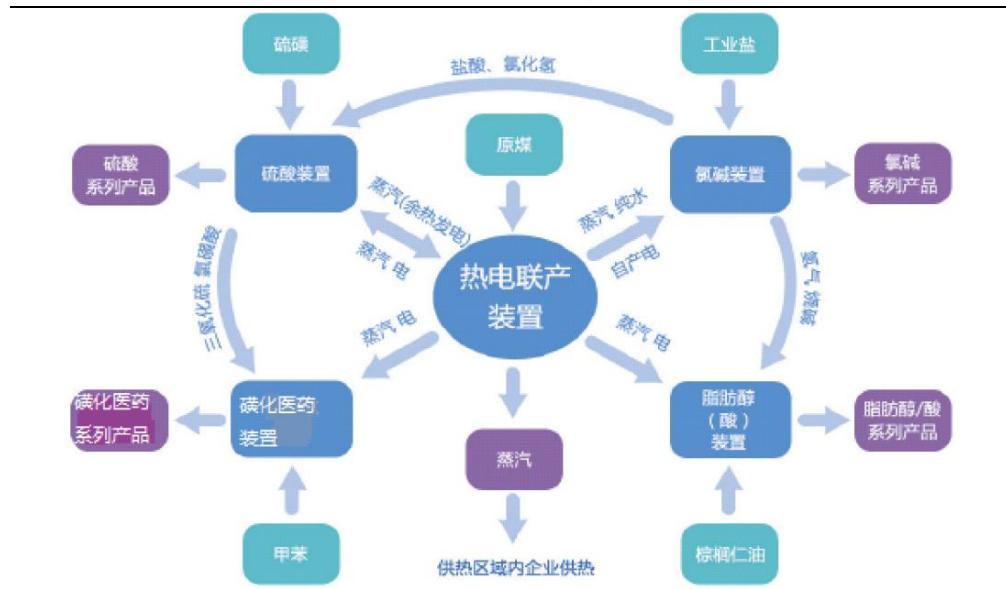
图 1： 嘉化能源各化工装置之间形成良好的内部循环 .....	3
图 2： 蒸汽、脂肪醇和磷化中间体营收逐步提升 .....	3
图 3： 磷化中间体利润占比明显提升 .....	3
图 4： 嘉化能源是园区核心企业 .....	4
图 5： 嘉兴港区中国化工新材料园区地理位置优越 .....	4
图 6： 嘉化能源蒸汽业务营收维持增长，单位毛利保持稳定 .....	5
图 7： 预计嘉化能源未来三年氯碱毛利和净利率维持小幅增长 .....	5
图 8： 电子级硫酸在半导体高纯试剂需求占比高达 30% .....	7
图 9： 磷化医药系列产品装置流程图，装置采取连续化反应 .....	8
图 10： PTSC 单位成本小幅下降，销售单价和毛利率大幅提升 .....	8
表 1： 嘉化能源磷化中间体在建产能翻倍以上，产品下游应用广泛 .....	9
表 2： 可比公司估值情况（元，亿，元/股） .....	10

## 1、优质的化工园区基础服务商，具有稳定的利润增速

### 1.1、低成本的优质化工园区基础服务商，化工入园提速利好公司

嘉化能源主要制造和销售蒸汽、氯碱、脂肪醇（酸）、磺化医药系列产品（含邻对位系列产品）以及硫酸系列产品，全资子公司经营港口码头装卸、仓储业务及新能源发电业务。公司以热电联产为核心和源头，基本实现各化工装置上下游生产过程所需大部分热力、电力的自供，形成良好的物料及能源的内部循环。

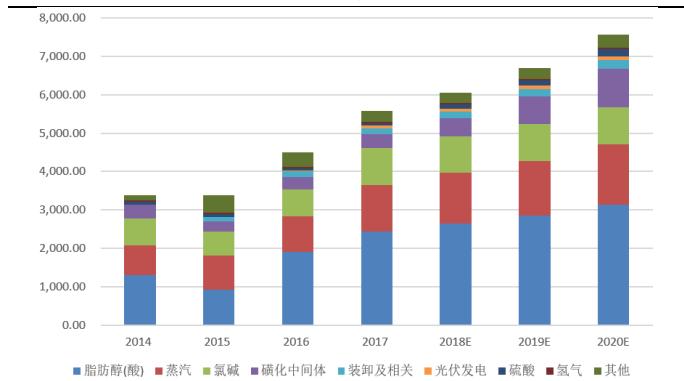
图1：嘉化能源各化工装置之间形成良好的内部循环



资料来源：公司报告、新时代证券研究所

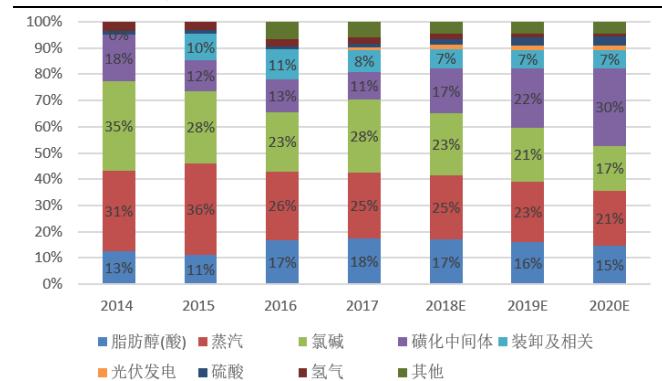
公司坐落于中国化工新材料（嘉兴港区）园区，规划面积 10 平方公里，目前已开发 6 平方公里，从 2001 年设立至今，吸引了如英荷壳牌、日本帝人、德山化工、韩国晓星、以色列化工、桐昆股份、新安股份、合盛硅业、三江化工和赞宇科技等一批国际国内知名企业相继落户，且周边园区浙江海盐经济开发区在大力招商引资，规划面积达 35 平方公里。公司主营业务收入来源于蒸汽、氯碱、脂肪醇（酸）、磺化药物中间体、硫酸、码头和光伏等，其中蒸汽、氯碱、脂肪醇（酸）、硫酸和码头作为基础服务商业务，皆供应和服务于园区及周边企业，通过公共管廊、集中供热管网等基础设施将区内所有化工企业串成一个外部园区循环圈，销售费用和运输费用都比较低，毛利率优于同行。

图2：蒸汽、脂肪醇和磺化中间体营收逐步提升



资料来源：公司公告、新时代证券研究所预测

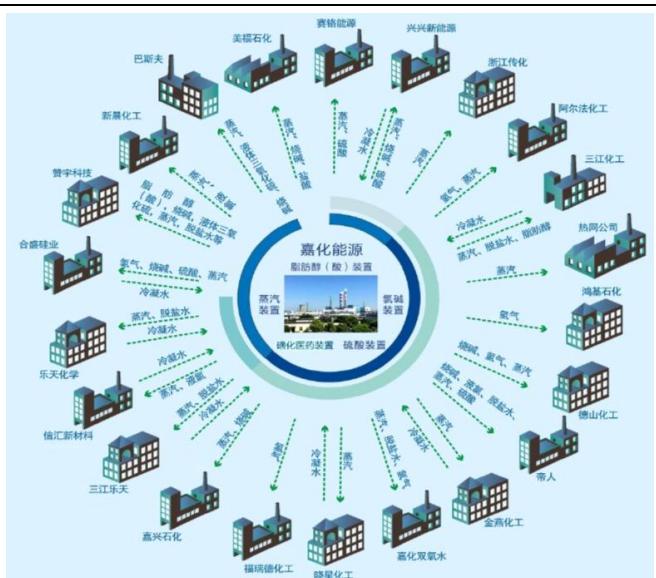
图3：磺化中间体利润占比明显提升



资料来源：公司公告、新时代证券研究所预测

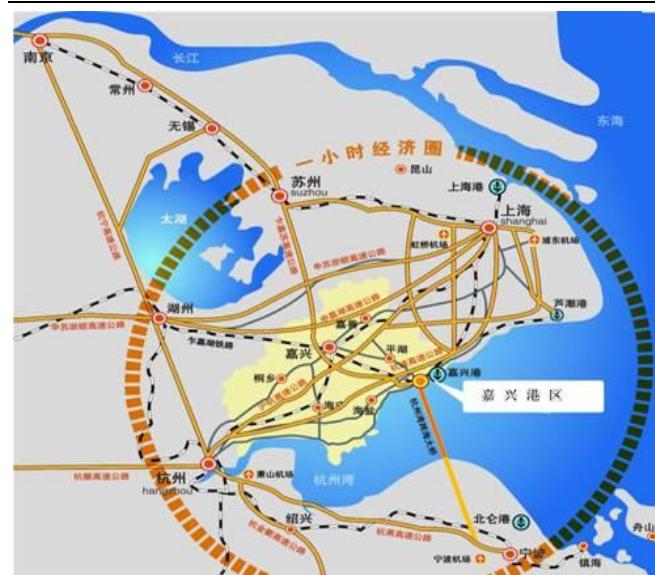
**化工入园提速，利好公司。**根据国务院发布的《安全生产“十三五”规划》以及《关于印发危险化学品安全综合治理方案的通知》文件要求，各地要加快实施人口密集区域危化品和化工企业生产、仓储场所安全搬迁工程，到2020年现有位于城镇内人口密集区域的危化品生产企业全部启动搬迁改造。化工企业今后都要搬迁至指定的化工园区，全国各地一律“退城入园”。而浙江省的目标是到2020年把入园率从目前的70%提到80%。随着化工企业入园提速，园区企业扩产及新企业入驻，公司作为园区基础服务商的角色，将充分受益，预计营收和利润能保持稳定增长，并提供稳定的现金流。

图4: 嘉化能源是园区核心企业



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图5： 嘉兴港区中国化工新材料园区地理位置优越



资料来源：嘉兴港区人民政府网站、新时代证券研究所

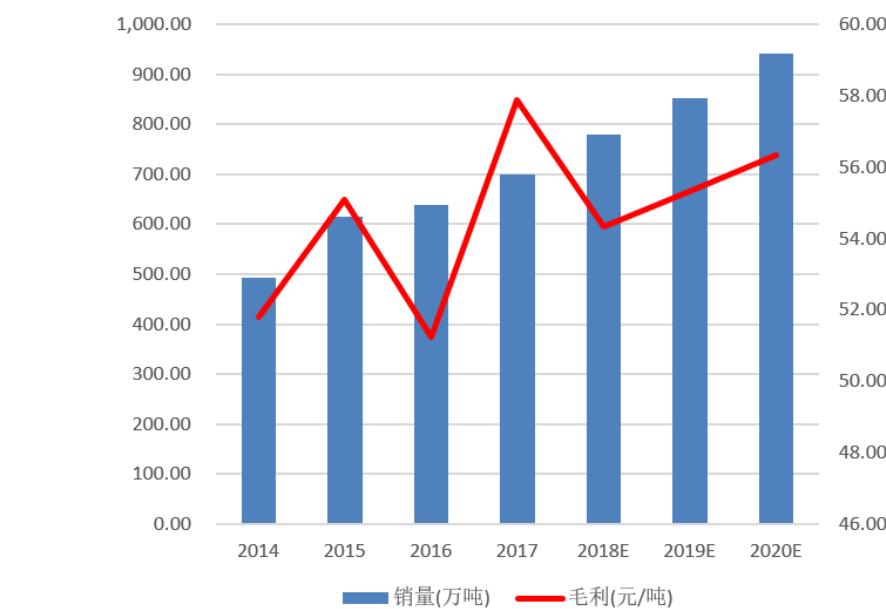
1.2、园区唯一蒸汽供热企业，热电联动，蒸汽业务营收稳定增长

公司是园区内唯一一家蒸汽供热企业，具有垄断性。蒸汽是一种极有效的纯净热载体，取得方便，安全无害，从而成为全世界众多行业首选热载体，在化工行业中应用甚为广泛，应用于换热、加热和设备驱动。根据国家发改委、建设部 2007 年 1 月颁布的《热电联产和煤矸石综合利用发电项目建设管理暂行规定》，以蒸汽为供热介质的园区，在 8 公里范围内不重复规划建设此类热电项目。根据国家蒸汽供热规划的相关规定以及《关于嘉兴市集中供热与热电联产发展规划的批复》，公司是经核准供热范围内唯一一家蒸汽供热企业，供热范围涵盖了中国化工新材料(嘉兴)园区和海盐大桥经济开发区东部的所有工业用地。

蒸汽定价采用煤热联动机制，单位毛利保持稳定。2008年至今，嘉兴市物价局根据市场的煤价波动及周边县区蒸汽价格情况，每季公布一次0.8兆帕低压蒸汽建议价格，中高压蒸汽价格参照上述煤热联动价格机制的办法公司与蒸汽用户签订协议。公司蒸汽价格每个季度通过煤价波动情况调整，保持稳定的单位毛利，且中高压毛利额高于低压蒸汽。公司目前拥有年产蒸汽1428万吨的热电机组，产出的蒸汽1/3用于公司自身消耗，2/3供向园区内其他企业，多为长期合约用户。

蒸汽需求持续增长，未来三年净利润有望保持CAGR13%增速。我们预计，2020年蒸汽对外销量达940万吨，产能利用率进一步提升，以目前产能计算将达到满产状态，净利润有望年均增长13%，增量主要来自：（1）嘉兴石化、禾欣可乐丽、帝人和巴斯夫等园区主要企业扩产或投产；（2）与园区相邻的海盐大桥经济开发区有望引进5~6家大型企业落户。（3）嘉兴石化新增产能需求皆为高压蒸汽，且公司9号锅炉预计于2019年底投产，中高压蒸汽占比进一步提升，从而提升单位毛利。

图6：嘉化能源蒸汽业务营收维持增长，单位毛利保持稳定



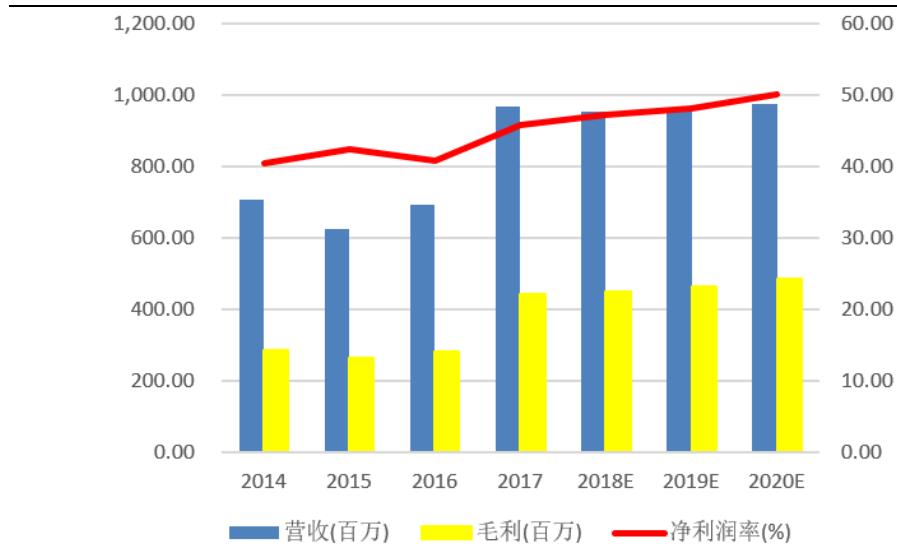
资料来源：公司公告、新时代证券研究所预测

### 1.3、降本增效，氯碱业务盈利有望持续增长

氯碱新增产能非常有限，行业保持高景气度。2017年我国烧碱总产能总计4102万吨，年新增产能仅4%，产能利用率从2016年的83%提升到2017年的84%。烧碱属于高耗能且产能过剩行业，未来新增产能极其有限，且由于环保趋严，液氯涨库停工频繁，行业开工率提升空间不大。需求方面，氧化铝、化工、造纸和纺织化学有望维持高景气，带动烧碱需求量增长，烧碱价格有望维持在相对高位震荡。

降本增效，氯碱业务盈利有望保持增长。公司采用最先进的离子膜法制碱技术，自供电比例达70%，较同类型企业成本低，产能30万吨，占浙江省烧碱总产能16%，是浙北(嘉兴、湖州)唯一烧碱生产商。烧碱产品除了小部分自用，主要供应园区及周边企业，副产的液氯、氢气通过管道输销售给园区内日本帝人等企业，部分氢气及盐酸自用。由于自供电和物料循环度高，近几年公司氯碱业务毛利率维持在40%以上，烧碱价格变动对毛利率影响不大，与之对比，同类型上市公司氯碱化工，由于没自备电厂和自产蒸汽，氯碱毛利率不超过30%，且波动大。

图7：预计嘉化能源未来三年氯碱毛利和净利率维持小幅增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所预测

我们预计公司氯碱业务能保持三年CAGR2%的利润增速，增量主要来自：（1）进一步降低用电成本。随着2019年下半年9号机组投产，氯碱装置自供电比例有望提升到90%以上。浙江峰谷电价仅0.29元/度，与公司的自供电成本相近（0.24元/度），公司通过调峰调度，多用峰谷电，从而降低用电成本。（2）技改挖潜，提高烧碱产能。2017年公司氯碱装置通过零极距节能技术改造，进一步降低了能耗和生产成本，提高了生产效率，预计能增加1万吨烧碱产能。（3）提高氯碱平衡能力和副产消耗能力，进一步降低成本。公司副产液氯以每吨补贴600-1800元运输费外销，目前液氯园区外销占比60%以上，公司持股50%的合资公司泛成化工4万吨/年三氯化磷技改项目今年投产，年消耗液氯3万吨，占液氯产量的11%，公司后续会继续提升液氯平衡能力。

#### 1.4、脂肪醇（酸）竞争格局改善，点价模式锁定利润

**公司脂肪醇(酸)单体装置最大，充分受益于竞争格局改善。**公司脂肪醇（酸）装置以天然棕榈仁油为原料，拥有20万吨/年（13.5万吨醇+6.5万吨酸）产能脂肪醇（酸）装置，单套产能为目前全国最大，占全国总产能的20%，开工率长期维持90%以上，高于国内同行平均水平；目前国内天然脂肪醇有效产能43万吨，主要生产企业有6家，2017年总产量为26万吨，而国内表观消费量为60万吨，2017年进口量为34万吨，还有很大的进口替代空间。受这两年棕榈仁油价格波动较大，以及环保因素影响，其他装置规模较小的厂商开工率明显不足，陆续出现关停的现象，行业去产能持续进行，集中度进一步提升。公司凭借优质的产品以及竞争优势，适时地采用原材料点价结算模式，规避了棕榈仁油大幅波动的风险，锁定了利润。

**脂肪醇(酸)用途广泛，公司脂肪醇(酸)深加工项目投产，盈利能力进一步提升。**脂肪醇(酸)是制备表面活性剂、洗涤剂、增塑剂及其他多种精细化学用品的重要化工原料，广泛应用于日化、纺织、造纸、食品、医药、皮革等领域，其中C8~10脂肪酸用于塑料、食品、医药等行业；C12~14脂肪醇用于生产醇醚，是日化用品行业的主要原料，附加值较高；C16~18脂肪酸用于生产油酸和硬脂酸原料，生产增塑剂。公司年产16万吨多品种脂肪醇(酸)产品项目于去年试生产，今年达产，产品分别为3万吨/年植物油酸、2万吨/年单组份脂肪酸、1.5万吨/年单组份脂肪醇、8万吨植物硬脂酸、1.5万吨/年C16-18脂肪醇，丰富并完善了产品结构，提高了装置利用率和产品价值，且40%以上产品通过管道直接供给赞宇科技，盈利能力进一步提升。

#### 1.5、绑定巴斯夫，掘金电子级硫酸市场

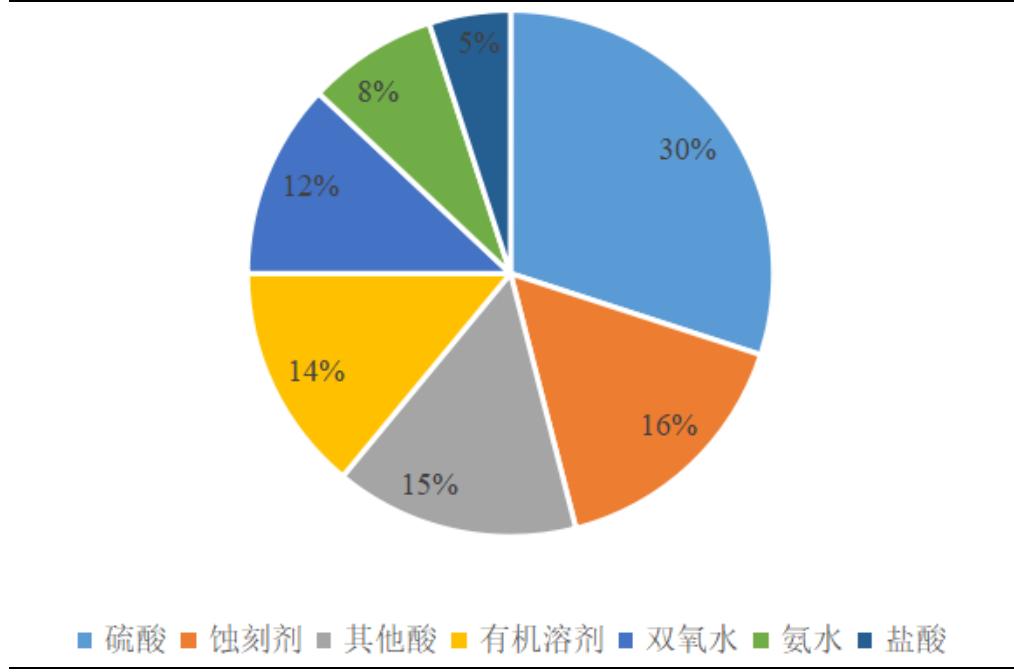
**公司硫酸装置工艺先进，是浙北地区最大的硫酸生产商。**公司采取先进的硫磺制酸工艺生产硫酸，可充分利用生产过程中的余热资源生产蒸汽，污染物的产生量少，可实现污染物稳定达标排放，实现清洁生产。目前硫酸产能约30万吨/年，为浙北地区最大生产商。产品为普通工业级硫酸，主要销往嘉兴、上海石化和宁波镇海工业园等。

**绑定巴斯夫，掘金电子级硫酸市场。**2014年底，公司与巴斯夫启动了两期合计2.4万吨电子级硫酸合作项目。这次合作，由嘉化能源在厂区按照巴斯夫的设计和技术要求投资建造电子级硫酸厂的厂房及相关配套设施。巴斯夫在厂房内建设电子级硫酸生产装置及相关设施，以独立法人形式组织生产经营。其中公司通过升级工业级硫酸装置，为巴斯夫电子级硫酸厂提供高纯硫酸，巴斯夫以其技术和设备生产专用于半导体行业的电子级硫酸。其中首期1.2万吨电子级硫酸装置已于今年5月份投产，二期1.2万吨产能预计年底投产，远期规划产能达10万吨。

**电子级硫酸市场需求大，价值高，大幅提升了硫酸业务的盈利能力。**电子级硫酸属于超净高纯试剂，是一种微电子技术发展过程中不可缺少的关键基础化学试剂，用于清洗、蚀刻剂以去除晶体片表面的杂质颗粒、无机颗粒物和碳沉淀物。电子级硫酸广泛应用于大规模集成电路（IC）、半导体等微电子工业的装配和加工过程，消耗量约占高纯试剂总量的30%，市场规模。电子级硫酸每吨售价可能达数千元，是普通硫酸价格十倍以上，产品附加值提升明显。这次合作采用巴斯夫的专利技术及

品牌销售渠道，公司提供硫酸等化工原料并享有一定比例的利润分成，随着项目的投产，将大幅提升硫酸业务的盈利能力。

图8：电子级硫酸在半导体高纯试剂需求占比高达30%



资料来源：《产业市场》、新时代证券研究所

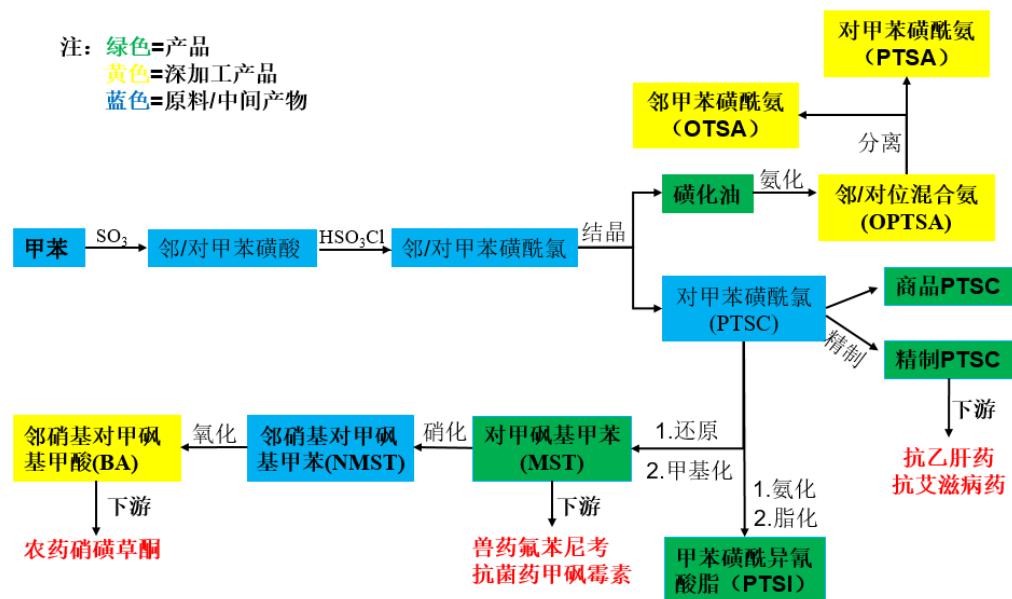
**投资废酸回收再生利用项目，实现循环经济。在公司磺化中间体产业链以及巴斯夫电子级硫酸生产过程，会产生部分副产废酸，结合未来的环保政策，副产废酸用途将逐步受到限制。为保障磺化医药产业链的未来发展，同时解决高浓度有机废水处置难题，实现公司发展和废水减排需要，拟采用全球领先的技术进18万吨/年废酸综合利用再生项目的建设，将副产废酸等通过高温裂解技术，重新生产高品质的国优级的98%硫酸和烟酸等。项目同时面向周边企业大量难以处理的废酸，计划投资2亿元，预计2020年达产，达产后可增加利润4000万左右。**

## 2、磺化中间体价格大涨叠加深加工，成为重要的利润增长点

### 2.1、公司磺化装置技术领先，节能环保

**公司磺化装置技术领先，节能环保，能连续化反应。**嘉化能源生产的磺化中间体系列产品是精细化工产品，属于化学原料及化学制品制造业中的有机化学制造业，被广泛应用于医药、兽药、农药、塑料、染料和涂料等行业，是非常重要的有机中间体。公司磺化中间体系列产品装置拥有自主知识产权的三氧化硫磺化工艺技术专利，有别于传统的低对位产品收率(60-70%)、高污染的磺酰氯磺化法，公司的工艺具有原料配套、对位产品收率高(95%以上)以及没有副产物盐酸等优势，更加节能环保。与此同时，产品装置能实现连续化生产，产能达3.2万吨，包括2.7万吨的对甲苯磺酰氯及衍生物、0.3万吨的磺化油和0.2万吨的邻硝基对甲砜基甲酸(BA)，是国内唯一一家产能上万吨的企业，也是国内最大的磺化医药系列产品生产商。同时公司在规划二期总产能达3.8万吨的磺化中间体系列产品项目，预计2019年底投产，投产后将进一步巩固公司龙头地位。二期项目满产后，外加BA产能，磺化中间体总产能达7.1万吨，预计产值高达13亿以上，贡献毛利约8亿。

图9：磺化医药系列产品装置流程图，装置采取连续化反应

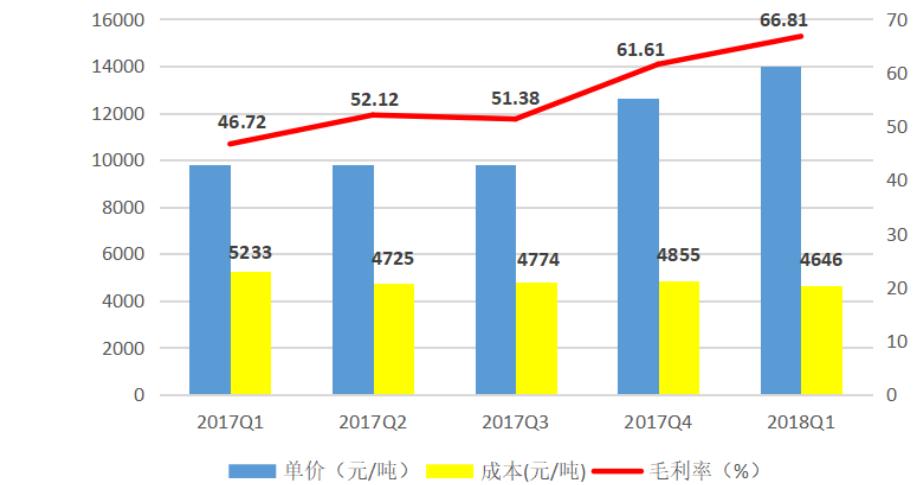


资料来源：公司公告、中国知网、新时代证券研究所

## 2.2、PTSC 及衍生物价格大涨，盈利大幅提升

受环保风暴因素影响，PTSC及衍生物供给减少，价格大涨。国内企业生产PTSC，一般都采用落后的磺酰氯磺化法生产工艺，不仅原料磺酸氯较贵，生产过程中产生的废酸也较多，废盐酸和废硫酸混在一起，不易循环回收利用；另外产品收率低，对位占比低，成本高。生产PTSC衍生品（MST和BA等）皆采用间歇式反应装置，污染大，成本高，且装置规模小。自去年下半年环保趋严以来，小型及环保不达标的磺化类中间体装置被大规模永久关停，包括农药巨头先正达国外的BA装置也被关停，导致PTSC及其衍生物价格大涨，整个产业链产品价格同比涨幅在40%左右，公司产品供不应求，预计后期价格还会继续上涨。同时得益于公司工艺逐渐成熟，产能利用率提升，单位成本不升反降，毛利率明显提升。公司具备2.7万吨PTSC产能，除去自用部分，预计全年对外销售2.5万吨左右，全年同比新增约1亿的毛利。

图10：PTSC 单位成本小幅下降，销售单价和毛利率大幅提升



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

MST是PTSC的衍生物，同时是抗菌药甲砜霉素和兽药氟苯尼考的中间体，其中氟苯尼考是一种动物专用抗菌药，用于敏感细菌所致的猪、鸡及鱼的细菌性疾病，尤其对呼吸系统感染和肠道感染疗效显著，通常作为饲料添加剂来进行畜禽类疾病的防治，MST作为合成氟苯尼考等药物中间体，市场需求量在1万吨左右，单价约5

万/吨，单价是PTSC的3倍，随着公司连续化装置的稳定运行，将大幅提升产品附加值，增加约0.3亿的毛利。

### 2.3、磺化中间体 BA 和磺化油项目陆续投产，大幅提高中间体附加值

**4000吨衍生物BA逐步投产，产品单价有望大幅提升。**公司已投资1.2亿元用于4000吨BA技改项目，其中一期2000吨装置已于去年试生产，二期2000吨装置于今年投产。BA是PTSC深加工衍生品，主要作为合成农药硝磺草酮的有机中间体。硝磺草酮是一种能够抑制对羟基苯基丙酮酸酯双氧化酶（HPPD）的芽前和苗后广谱选择性除草剂，由于杀草谱广、活性强、安全性高、对环境友好等特点，在玉米田中得到极大的推广。目前硝磺草酮原药单价达18.4万/吨，市场空间约60亿元，折合3.2万吨原药，约折合2.3万吨BA中间体的市场需求。硝磺草酮除了在玉米田优势明显外，在甘蔗田、草坪以及转基因大豆上的效果也十分出色，国内厂家也开始在水田市场推出硝磺草酮系列产品，且随着和苯噻酰草胺、苄嘧磺隆、吡嘧磺隆、西草净等各种复配制剂的层出不穷，硝磺草酮市场前景广阔，预计需求年复合增速在10%以上。公司的BA项目于去年下半年投产后，已送样给全球最大的农药公司先正达，用于合成硝磺草酮进行田间试验，预计下半年完成试验并实现大批量出货。同时，由于环保去产能影响导致BA供给偏紧，公司BA产品已对国内硝磺草酮原药生产商实现批量出货，出货单价约10万元/吨，单价比PTSC提高6倍以上，毛利率在70%以上，附加值和毛利率均大幅提升，预计未来三年BA的出货量约500吨、2000吨和4000吨，贡献营收分别为0.5亿、2亿和4亿。

**磺化油深加工项目于今年二季度投产。**公司副产物磺化油是邻位PTSC和对位PTSC的混合物，产量有3000吨/年，一直以约3000元/吨价格出售，每吨亏损约2000元。公司磺化油深加工项目装置于今年二季度投产，产出邻/对位混合氨，并继续分离成对甲苯磺酰氨和邻甲苯磺酰氨，产品售价提高到约20000元/吨，不但减少了亏损，毛利还增加了约3000万。

### 2.4、新建产能达3.8万吨的磺化中间体项目，打开未来的成长空间。

公司于2017年收购了嘉化新材料有限公司，并以子公司嘉化新材料为实施主体，规划建设产能达3.8万吨的磺化中间体项目，预计2019年底投产，投产后公司磺化中间体系列产品总产能将达到7.2万吨，满产后预计产值高达13亿以上，贡献毛利约8亿，打开了未来成长空间。

表1：嘉化能源磺化中间体在建产能翻倍以上，产品下游应用广泛

产品品种	已有产能/吨	在建产能/吨	用途
PTSC	25000	22000	制备甲基苯磺酸衍生物，抗艾药泰诺福韦、磺胺、甲磺灭隆药物原料
OPTSA	1500	6000	制备荧光树脂、增塑剂和合成树脂
PTSA	1000	5000	甲基苯磺酰异氰酸酯、氯胺-T 和氨基磺氯霉素
OTSA	500	2000	食品添加剂、药物中间体和不溶性糖精中间体
MSI	1000	0	医药、兽药以及有机合成中间体
PTSI	1000	0	脱水剂
BA	2000	3000	硝磺草酮等磺草酮类农药中间体
合计	32000	40000	

注：以上产能只是测算，由于公司装置是连续化反应，可根据需求调节组分收率

资料来源：公司公告、新时代证券研究所预测

### 3、盈利预测和公司估值

#### 3.1、关键假设：

- (1) 化工园区不发生大规模安全事故。
- (2) 未来三年烧碱均价保持稳定。
- (3) 磷化中间体装置稳定运行，产品收率达到设计目标。

#### 我们区别于市场的观点：

1. 市场认为公司的主营业务已经没新增产能，营收和利润已经处在高位，后续利润可能会下降。我们认为公司作为园区基础服务商，主营业务还有挖潜的空间，包括蒸汽、氯碱、脂肪醇、硫酸和码头等还有增长空间。
2. 由于公司磷化中间体业务定价不太透明，且营收占比小，市场对磷化中间体业务认识不到位。我们认为环保因素对磷化中间体去产能效果显著，产业链价格提升明显，具可持续性，且公司深加工提高产品附加值，虽然营收占比小，但未来3年对公司利润整体贡献占比将大幅提升，提升公司整体利润增速10%以上。

#### 3.2、盈利预测与估值

我们认为嘉化能源作为化工园区基础服务商，以热电联产为核心，构建了完整的循环经济产业链，充分受益于化工企业加速入园，叠加磷化中间体价格大涨和深加工产能释放，量价齐升，公司近三年净利润有望维持20%以上增长。预计公司2018-2020年收入分别为60.43/67.00/75.58亿元，净利润分别为12.21/14.49/17.78亿元，对应2017-2019年EPS分别为0.82/0.98/1.20。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

#### 投资风险

园区发生大规模安全事故，在建项目进展不及预期。

表2：可比公司估值情况（元，亿，元/股）

公司	代码	EPS			PE			总市值	现价
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
氯碱化工	600618	0.92	1.10	1.33	10.57	8.79	7.24	109	9.45
山东海化	000822	0.92	1.06	1.20	8.88	7.73	6.84	72.9	8.15
利尔化学	002258	1.13	1.46	1.81	18.68	14.44	11.60	107	20.37
扬农化工	600486	3.12	3.72	4.26	19.00	15.96	13.93	182	58.84
平均					14.28	11.73	9.90		
嘉化能源	002632	0.82	0.98	1.20	9.8	8.3	6.7	121	8.12

资料来源：Wind、新时代证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1927	3222	3553	4816	5799	<b>营业收入</b>	<b>4503</b>	<b>5576</b>	<b>6043</b>	<b>6700</b>	<b>7558</b>
现金	618	1432	1977	2788	3803	营业成本	3250	3967	4192	4498	4942
应收账款	385	471	662	529	769	营业税金及附加	25	27	41	44	49
其他应收款	1	8	0	1	0	营业费用	52	80	64	64	68
预付账款	35	24	92	18	92	管理费用	218	321	287	312	339
存货	<b>334</b>	<b>314</b>	<b>414</b>	<b>349</b>	<b>485</b>	财务费用	87	1	8	56	51
其他流动资产	554	973	408	1129	651	资产减值损失	-3	7	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4881	5420	5427	5604	5923	公允价值变动收益	9	-9	0	0	-3
长期投资	26	38	48	59	71	投资净收益	8	-12	9	8	17
固定资产	3649	3938	4015	4205	4484	<b>营业利润</b>	892	1163	1459	1734	2123
无形资产	151	285	306	331	359	营业外收入	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
其他非流动资产	<b>1055</b>	<b>1159</b>	<b>1059</b>	<b>1010</b>	<b>1009</b>	营业外支出	9	20	11	13	15
<b>资产总计</b>	<b>6808</b>	<b>8642</b>	<b>8980</b>	<b>10420</b>	<b>11722</b>	<b>利润总额</b>	885	1147	1452	1724	2112
<b>流动负债</b>	2493	1830	2331	2632	2470	所得税	<b>142</b>	<b>175</b>	<b>227</b>	<b>270</b>	<b>327</b>
短期借款	904	139	676	573	463	<b>净利润</b>	743	972	1225	1454	1784
应付账款	1205	1185	958	1510	1216	少数股东损益	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
其他流动负债	<b>384</b>	<b>506</b>	<b>696</b>	<b>549</b>	<b>791</b>	<b>归属母公司净利润</b>	740	969	1221	1449	1778
<b>非流动负债</b>	334	330	273	220	172	EBITDA	<b>1284</b>	<b>1542</b>	<b>1866</b>	<b>2249</b>	<b>2670</b>
长期借款	300	300	240	187	140	EPS (元)	0.50	0.65	0.82	0.98	1.20
其他非流动负债	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>32</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2827</b>	<b>2160</b>	<b>2604</b>	<b>2852</b>	<b>2642</b>	<b>主要财务比率</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	9	15	20	25	31	<b>成长能力</b>					
股本	1306	1494	1494	1494	1494	营业收入(%)	32.8	23.8	8.4	10.9	12.8
资本公积	1411	3003	3003	3003	3003	营业利润(%)	11.5	30.5	25.4	18.9	22.4
留存收益	1253	1999	2851	3863	5101	归属于母公司净利润(%)	10.1	30.8	26.0	18.7	22.7
归属母公司股东权益	3971	6467	6356	7544	9050	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6808</b>	<b>8642</b>	<b>8980</b>	<b>10420</b>	<b>11722</b>	毛利率(%)	27.8	28.9	30.6	32.9	34.6
						净利率(%)	16.4	17.4	20.2	21.6	23.5
						ROE(%)	18.7	15.0	16.5	16.9	17.6
						ROIC(%)	15.2	13.9	14.4	15.8	16.8
						<b>偿债能力</b>					
经营活动现金流	1308	594	1781	1947	2328	资产负债率(%)	41.5	25.0	29.0	27.4	22.5
净利润	743	972	1225	1454	1784	净负债比率(%)	14.7	(15.3)	(13.5)	(22.9)	-31.0
折旧摊销	343	410	432	491	534	流动比率	0.8	1.8	1.5	1.8	2.3
财务费用	87	1	8	56	51	速动比率	0.6	1.6	1.3	1.7	2.2
投资损失	-8	12	-9	-8	-17	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	169	-842	120	-47	-26	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
其他经营现金流	-25	42	4	0	2	应收账款周转率	10.1	13.0	10.7	11.2	11.6
<b>投资活动现金流</b>	-799	-625	-437	-661	-836	应付账款周转率	3.7	3.3	3.9	3.6	3.6
资本支出	<b>689</b>	<b>203</b>	<b>7</b>	<b>165</b>	<b>304</b>	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	2	-22	-9	-11	-13	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.65	0.82	0.98	1.20
其他投资现金流	-108	-444	-439	-507	-544	每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.68	1.20	1.31	1.57
<b>筹资活动现金流</b>	-389	971	232	-473	-477	每股经营现金流(最新摊薄)	2.68	4.36	4.98	5.78	6.79
短期借款	<b>-83</b>	<b>-765</b>	<b>538</b>	<b>-104</b>	<b>-110</b>	每股净资产(最新摊薄)	3.04	1.86	1.63	1.41	1.20
长期借款	-34	0	-60	-53	(47)	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	188	0	0	0	P/E	16.28	12.45	9.88	8.32	6.78
资本公积增加	0	1592	0	0	0	P/B	3.04	1.86	1.63	1.41	1.20
其他筹资现金流	<b>-271</b>	<b>-44</b>	<b>-246</b>	<b>-317</b>	<b>-320</b>	EV/EBITDA	9.92	7.2	6.0	4.5	3.4
<b>现金净增加额</b>	<b>125</b>	<b>953</b>	<b>1577</b>	<b>812</b>	<b>1015</b>						

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**孙金钜**，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

**任浪**，新时代证券研究所中小盘研究员，定增并购研究中心总监。2016年、2017年新财富最佳分析师中小市值研究第一名团队成员，2015年新财富最佳分析师中小市值研究第二名团队成员。连续多年水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究第一名团队成员。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 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。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话: 010-69004649
	手机: 13811830164
	邮箱: haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话: 021-68865595 转 258
	手机: 18221821684
	邮箱: lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话: 0755-82291898
	手机: 13266864425
	邮箱: shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区: 北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编: 100086

上海地区: 上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编: 200120

广深地区: 深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室 邮编: 518046

公司网址: <http://www.xsdzq.cn/>