

磺化医药发展迅速，氢能业务打开成长空间 增持（首次）

2019年10月08日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,604	5,708	6,232	7,512
同比（%）	0.5%	1.9%	9.2%	20.5%
归母净利润（百万元）	1,100	1,243	1,370	1,709
同比（%）	13.6%	13.0%	10.2%	24.8%
每股收益（元/股）	0.77	0.87	0.96	1.19
P/E（倍）	13.78	12.20	11.07	8.87

投资要点

- 公司是一家优质的多元化能源化工企业：**公司以热电联产为核心，向园区和内部提供电力和蒸汽，向下游延伸形成氯碱、硫酸、脂肪醇（酸）、磺化医药四大业务板块。公司打造的循环经济产业链形成很强的成本管控能力，盈利能力强劲。
- 公司是园区唯一蒸汽供应商：**公司作为嘉兴港区唯一蒸汽供应商，热电机组已实现了超低排放，在强有力的环保政策保护下，随嘉兴港区不断增长的经济发展形势和优质稳定的客户资源，公司热电联产业务具备持续稳定增长的盈利能力。
- 氯碱产业链具备低成本和一体化优势：**氯碱装置的最大成本来自电力，公司热电联产自发电配套给氯碱装置，实现氯碱装置低成本运营。氯碱装置副产品实现综合利用，副产氯气正发展布局PVC产品链，副产氢气已形成脂肪醇（酸）产品链，副产氯化氢供给硫酸装置，实现产业链一体化运营。
- 磺化医药系列成为公司发展新引擎：**磺化医药中间体应用广泛、需求增长迅速，其中甲苯磺酰氯下游的抗乙肝药替诺福韦随专利到期并进入以药目录，需求迎来快速增长期，邻硝基对甲砜基苯甲酸下游除草剂甲基磺草酮在国内增长潜力大。公司是国内规模最大、技术最优、世界领先、种类齐全的磺化医药系列产品制造商，年产4000吨BA技改项目和年产3.8万吨TA技改项目逐步释放产量贡献业绩增量，拟再建4000吨/年BA项目驱动公司未来业绩增长。
- 氢能业务有望打开成长空间：**氢燃料电池产业链从2018年开始进入加速增长阶段，公司逐步布局完善“氢气制造、提纯、液化、运输和加氢站”产业链。公司于2019年7月与浙能集团合作建立国内第一座商用液氢装置预计2019年底完工；2019年4月与国富氢能、上海重塑成立江苏嘉化氢能科技有限公司，江苏嘉化氢能计划于2020年4月建成第一座加氢站；2019年9月设立全资子公司浙江嘉化氢能以负责组织实施公司在氢能领域的技术研发。随着氢燃料电池汽车产业的发展，氢能业务有望打开成长空间。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年营收分别为57.08亿元、62.32亿元和75.12亿元，归母净利润分别为12.43亿元、13.70亿元和17.09亿元，EPS分别为0.87元、0.96元和1.19元，当前股价对应PE分别为12X、11X和9X，考虑到未来磺化医药拟在建产能的投产以及氢能业务的潜在机会，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**在建项目投产进度低于预期；脂肪醇（酸）的原料棕榈仁油价格大幅波动；氢燃料电池产业发展进度不及预期

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 肖雅博

执业证号：S0600519090001
021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.58
一年最低/最高价	7.92/17.73
市净率(倍)	2.29
流通A股市值(百万元)	14957.29

基础数据

每股净资产(元)	4.62
资产负债率(%)	17.53
总股本(百万股)	1432.73
流通A股(百万股)	1413.73

相关研究

内容目录

1. 公司是一家多元化能源化工企业	4
1.1. 管建忠先生为实际控制人	4
1.2. 公司形成了以热电联产为核心的多元化战略布局	4
1.3. 多元化布局增强成本管控能力，提升盈利能力	5
2. 依托热电联产打造循环经济产业链	6
2.1. 一核四翼打造循环经济产业链	6
2.1.1. 公司是所在园区唯一蒸汽供应商	7
2.1.2. 环保政策规定是热电装置的护城河	8
2.2. 依托自产电发展氯碱工业	9
2.2.1. 氯碱平衡是氯碱工业盈利能力的关键所在	9
2.2.2. 氯碱行业基本面好转，开工率维持较高水平	10
2.2.3. 公司氯碱业务具备低成本和一体化优势	11
2.3. 布局“热电-氯碱（氯气）-氯乙烯-聚氯乙烯产品线”	12
2.4. “热电-氯碱（氢气）-脂肪醇（酸）”产品线盈利能力稳健	12
2.4.1. 脂肪醇用途广泛，基本面良好	12
2.4.2. 公司脂肪醇装置具备规模优势	13
3. 磺化医药成为公司发展新引擎	13
3.1. 邻对位系列中间体下游具备广阔增长空间	14
3.1.1. 甲苯磺酰氯用于合成抗乙肝药替诺福韦	14
3.1.2. BA是合成除草剂甲基磺草酮的重要中间体	15
3.2. 公司是领先的磺化医药中间体生产商，拟在建产能成为发展新引擎	15
4. 氢能业务有望打开成长空间	16
4.1. 氢能燃料电池产业链进入快速发展阶段	17
4.2. 加氢站有望率先迎来爆发期	18
4.3. 公司前瞻性布局氢能产业链	19
5. 盈利预测与估值	19
6. 风险提示	20

图表目录

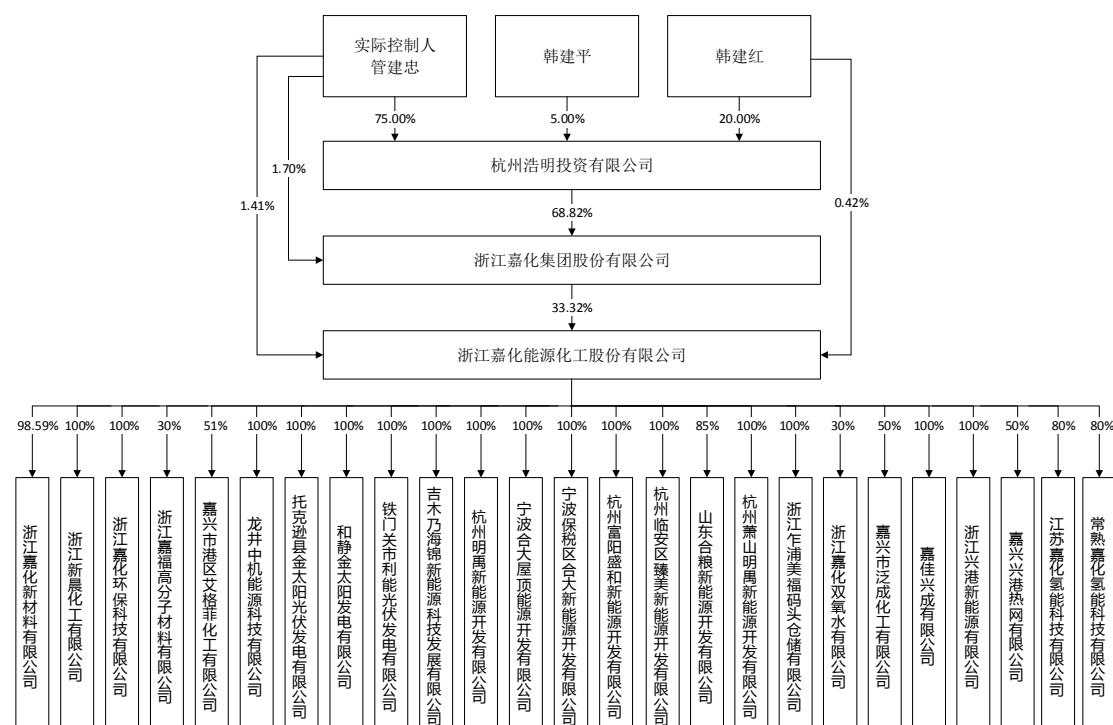
图 1: 嘉化能源股权结构 (截至 2019 年 6 月 30 日)	4
图 2: 嘉化能源多元化业务产品链	5
图 3: 公司营业收入及其增速 (亿元, %)	5
图 4: 公司归母净利润及其增速 (亿元, %)	5
图 5: 公司主营业务收入构成 (亿元)	6
图 6: 公司主营业务毛利率 (%)	6
图 7: 公司在园区循环经济产业链中处于核心地位	8
图 8: 公司蒸汽销售量逐年攀升 (百万元, %)	8
图 9: 氯碱产业链	10
图 10: 2017 年我国烧碱下游消费结构	10
图 11: 2017 年我国液氯下游消费结构	10
图 12: 近年来我国烧碱供需基本面 (万吨, %)	11
图 13: 近年来我国 PVC 供需基本面 (万吨, %)	11
图 14: 烧碱价格走势 (元/吨)	11
图 15: 中国进口棕榈仁油及其增速 (万吨/年, %)	12
图 16: 公司脂肪醇 (酸) 装置流程图	12
图 17: 我国乙肝用药市场规模及预测情况 (亿元)	14
图 18: 公司近年来碘化医药毛利率持续增长 (%)	16
图 19: 公司碘化医药装置流程图	16
图 20: 氢燃料电池汽车产业链	17
 表 1: 截至 2018 年底公司产品产能明细	7
表 2: 热电项目建设受相关规定限制	9
表 3: 嘉化能源脂肪醇 (酸) 产品系列及其应用领域	13
表 4: 主要玉米田除草剂特点对比	15
表 5: 中国氢能及燃料电池产业总体目标	17
表 6: 国内部分省市加氢站规划 (截止到 2019 年 5 月)	18
表 7: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	20
表 8: 可比公司估值表 (参考 2019 年 9 月 30 日收盘价)	20

1. 公司是一家多元化能源化工企业

1.1. 管建忠先生为实际控制人

公司前身为浙江嘉化工业园投资发展有限公司，成立于 2003 年 1 月 20 日，2011 年 5 月变更为浙江嘉化能源化工股份有限公司，2014 年 12 月借壳华芳纺织成功上市。公司由浙江嘉化集团股份有限公司控股，持股比例为 33.32%，管建忠先生为公司实际控制人。

图 1：嘉化能源股权结构（截至 2019 年 6 月 30 日）



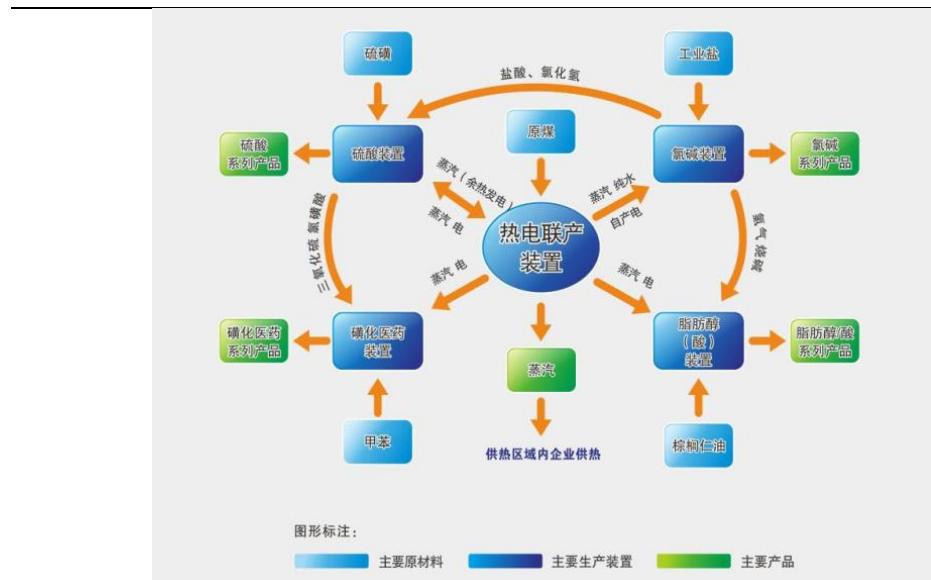
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司形成了以热电联产为核心的多元化战略布局

公司成立之初聚焦于基础化工制造的生产，登陆资本市场之后，公司开始通过进行并购重组进行多元化发展，进一步延伸产业链。2015 年公司通过收购美福码头 100% 股权，开始运营装卸、仓储业务；2019 年完成收购并增资五家光伏电站公司，渗透进入光伏发电行业。

如今，公司业务主要分为化工、能源和码头三个板块。母公司主要制造和销售蒸汽、氯碱、脂肪醇、硫酸以及磺化医药系列产品，全资子公司经营化工、港口码头装卸、仓储业务、新能源发电业务及氢能、加氢设备的技术开发、技术服务等。

图 2：嘉化能源多元化业务产品链



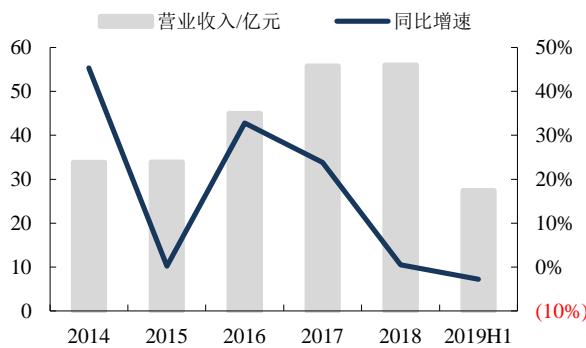
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019 年，公司与国投聚力签订战略合作协议之外，还与三江化工、空气化工、浙能化工集团签订合作框架协议，展开合作布局氢能产业。除此之外，公司当前还投资了热电联产扩建项目、拟新建 4000 吨/年二氯乙烷和氯乙烯（BA）技改项目以及 30 万吨/年氯乙烯和 PVC 项目等，未来可进一步完善核心业务的产业链，通过正面的经济效应，进一步提高企业的竞争力和盈利能力。

1.3. 多元化布局增强成本管控能力，提升盈利能力

公司 2018 年实现营收 56.04 亿元，同比增长 0.50%；2019H1 实现营收 27.43 亿元，同比下降 2.81%。凭借多元化布局形成有效的成本管控能力，期间费用大幅下降，2018 年和 2019H1 实现归母净利润分别为 11.0 亿元和 6.51 亿元，同比增长分别为 13.59% 及 11.98%。

图 3：公司营业收入及其增速（亿元，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：公司归母净利润及其增速（亿元，%）

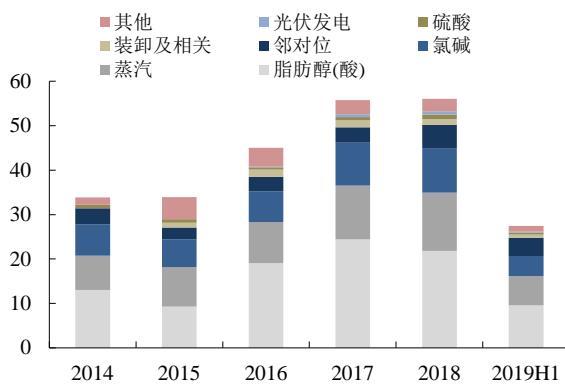


数据来源：wind，东吴证券研究所

受原材料棕榈仁油价格大幅下跌的影响，2019H1 报告期内脂肪醇（酸）均价同比下跌，但随着上半年公司 16 万吨多功能脂肪醇（酸）项目（该项目并无增加总的产量，而是对原产品向下游衍生）投产放量，高附加值产品占比增加，2019H1 期间脂肪醇（酸）业务板块贡献收入 9.56 亿元、毛利 1.79 亿，收入同比下跌 15% 的同时毛利同比增加 39%。

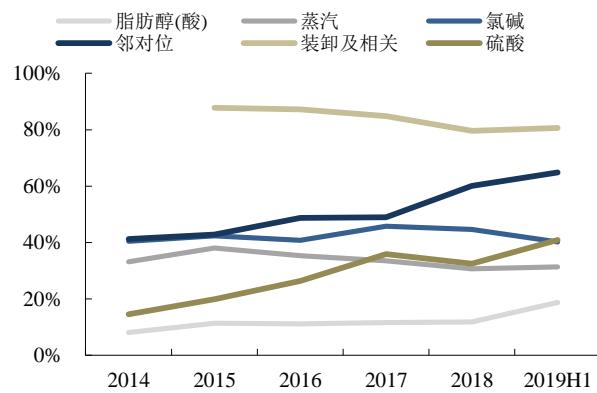
2018 年园区内蒸汽需求不断增长，量价齐升保障蒸汽业务实现销售收入 13.14 亿元，同比增长 8.69%。另外，由于 BA 新产品以及 3.8 万吨 TA 项目的投产，磺化医药产业高附加值衍生产品的比重日益增加，上半年该产品销售收入达到 4.11 亿元，同比增长 87.87%。

图 5：公司主营业务收入构成（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 6：公司主营业务毛利率（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司近年来主营业务毛利率均有稳定提升，尤其是收入占比最大的脂肪醇（酸）毛利率由 2014 年的 8% 提升至 2019H1 的 19%；另外收入占比次之的邻对位毛利率由 2014 年的 41% 提升至 2019H1 的 65%，已经成为公司利润增长的重要驱动力。

2. 依托热电联产打造循环经济产业链

2.1. 一核四翼打造循环经济产业链

嘉化能源目前形成以热电联产为源头，构建从能源到基础无机化工（氯碱、硫酸）、再到精细化工（邻对位、脂肪醇）延伸的产业链，主要产品包括蒸汽、氯碱、邻对位、脂肪醇（酸）和硫酸等。

表 1：截至 2018 年底公司产品产能明细

产品	产能（万吨/年）	备注
脂肪醇（酸）	20	
烧碱（折百）	29.7	联产氯气 26 万吨/年
磺化医药	3	3.8 万吨 TA 项目是对原磺化医药产品的延伸，产能口径仍以原 3 万吨计算
硫酸	30	

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

热电联产是公司业务的核心和源头，公司以煤炭为原料通过热电联产装置生产蒸汽和电力，一方面为园区内其他企业提供基础能源和公用工程，另一方面为公司的其他装置提供蒸汽和电力。氯碱装置成本占比最大的一项是电力成本，因此自我配套供电为公司氯碱业务板块提供较强的成本优势，由于公司自产电主要用于氯碱装置，热电联产的自产电的效益最终也体现在氯碱产品之中，蒸汽和氯碱二者合计收入和毛利占 2019H1 嘉化能源总收入超过 40%。

邻对位产品是基于硫酸产品的深加工产品，公司目前是国内最大的邻对位生产商；脂肪醇（酸）产品是氯碱产品的延伸，充分回收利用原被空放的氢气资源，二者均为公司重要的收入来源和利润增长点。

总体来说，公司通过产品、副产品之间的循环利用，来实现资源、能源的综合开发和高效利用。完整的产业链使公司的各单项产品都能通过配套优势增强各自的市场竞争力，又能通过产品的聚合效应提升公司的整体效益和综合实力。

2.1.1. 公司是所在园区唯一蒸汽供应商

热电联产是指发电厂既生产电能，又利用汽轮发电机做过功的蒸汽对用户供热的生产方式，即同时生产电、热能的工艺过程，较之分别生产电、热能方式节约燃料。具有节约能源、改善环境、提高供热质量、增加电力供应等综合效益，成为循环经济的一种发展模式。

公司坐落于省级经济开发区——嘉兴港区乍浦经济开发区内，2008 年该园区命名为国家级的“中国化工新材料（嘉兴）园区”，2010 年园区又被浙江省人民政府列为全省块状经济向现代产业集群转型升级示范区。园区从 2001 年设立至今已吸引了帝人、英荷壳牌、德国巴斯夫、德山化工、乐天化学等众多国际知名企業落户，化工新材料产业已成为嘉兴港区第一大支柱产业，已构建形成了以环氧乙烷、聚碳酸酯、丁基橡胶、PTA 及下游产品、硅材料领域产业链等五大具有行业竞争力的循环经济产业链。园区通过公共管廊、集中供热管网等基础设施将区内所有化工企业串成一个生态有机体和园区循环圈。公司是园区内唯一蒸汽供应商，向园区及相邻的海盐经济开发区化工企业供应蒸汽，

处在园区循环经济产业链的核心位置。

图 7：公司在园区循环经济产业链中处于核心地位



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司近年来对外销售蒸汽量稳步上升，2018年实现蒸汽销量745万吨，取得销售收入13亿元，同比增长8.7%。目前公司每年生产蒸汽1100万吨左右，对外销售700余万吨。此外公司还在引进国际上先进技术的福斯特惠勒锅炉，继续实施热电联产机组技改及扩产项目，进一步提高热电联产为公司带来的经济效益。

图 8：公司蒸汽销售量逐年攀升（百万元，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.2. 环保政策规定是热电装置的护城河

燃煤热电联产行业承担着集中供热和发电等任务，是保障社会经济发展的重要基础设施，但同时也是煤炭消耗和大气污染物排放的主要行业之一。热源点布局不合理、老旧低效机炉较多、烟气污染物排放量较大等问题对环保工作造成严峻挑战。

为促进热电联产行业健康发展、保障环境安全，我国从不同层面颁布相关文件约束热电装置的投资建设。在国家层面，发改委相继于2007年和2016年发布相关管理办法，规定热电联产装置的覆盖半径由8公里扩大到10公里，2018年国务院提出到2020年对重点区域不具备改造条件的高污染燃煤电厂逐步关停；地方层面，2015年浙江省在热电联产综合改造升级行动计划中规定规划新增热源点供热半径不得小于15公里。

公司作为嘉兴港区唯一蒸汽供应商，热电机组已实现了超低排放，在强有力的环保政策保护下，随嘉兴港区不断增长的经济发展形势和优质稳定的客户资源，公司热电联产业务具备持续稳定增长的盈利能力。

表2：热电项目建设受相关规定限制

时间	相关部门	相关文件	相关规定
2007年	国家发改委、建设部	《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，在8公里半径范围内不重复规划建设此类热电项目
2016年	国家发改委	《热电联产管理办法》(发改能源〔2016〕617号)	蒸汽为供热介质的热电联产机组，供热半径一般按10公里考虑，供热范围内原则上不再另行规划建设其他热源点
2015年	浙江省6部门	《浙江省地方燃煤热电联产行业综合改造升级行动计划》	规划新增热源点供热半径不得小于15公里
2018年	国务院	《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	加大排放高、污染重的煤电机组淘汰力度，在重点区域加快推进，到2020年，具备改造条件的燃煤电厂全部完成超低排放改造，重点区域不具备改造条件的高污染燃煤电厂逐步关停。

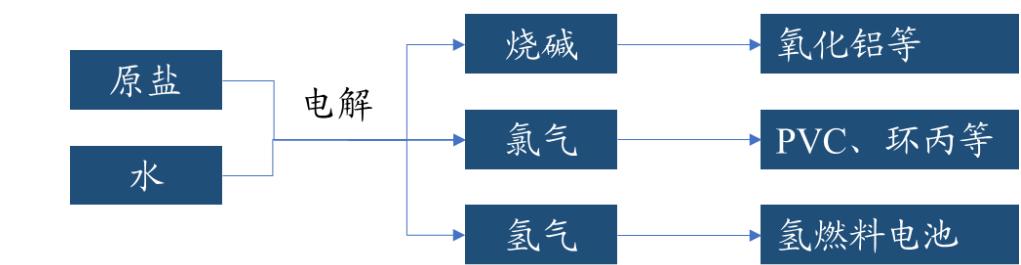
数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.2. 依托自产电发展氯碱工业

2.2.1. 氯碱平衡是氯碱工业盈利能力的关键所在

氯碱行业是通过电解食盐水产出烧碱、氯气和氢气的一个较为成熟传统化工行业，其主要产品烧碱和液氯属于基础化工品，广泛应用于石油化工、轻工、纺织、建材、冶金等国民经济各部门，在我国经济发展中具有重要地位。

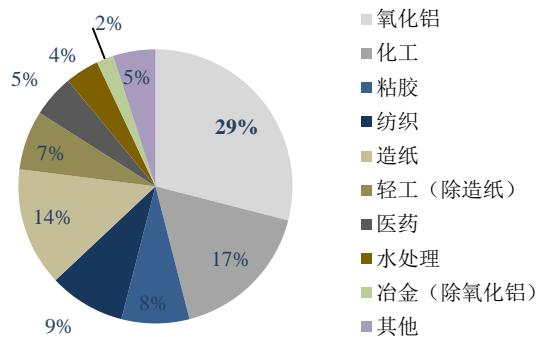
图 9：氯碱产业链



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

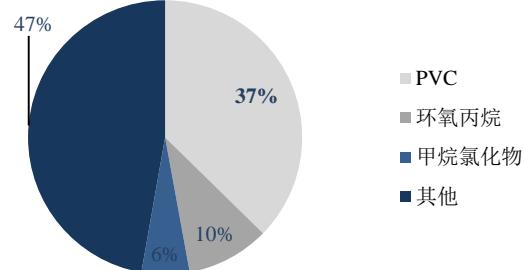
氯碱工业中，液氯随烧碱一并产出，氯碱工业的盈利能力同时取决于二者的需求和价差。因此，氯碱平衡对于氯碱工业综合盈利能力至关重要。通常而言，烧碱价格和PVC价格存在一定的跷跷板效应，烧碱好的时候PVC就差，烧碱差的时候PVC就好。对于以烧碱为主的氯碱工厂，液氯作为副产物，用来生产PVC、漂白水、盐酸。在烧碱的需求旺季，过剩的氯无法消化，由于液氯不易储存，在下游拿货不积极的情况下，有时会出现液氯倒贴出售以碱补氯的情况，因此液氯的消化问题在一定程度上限制了氯碱工厂的整体盈利能力。

图 10：2017 年我国烧碱下游消费结构



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 11：2017 年我国液氯下游消费结构

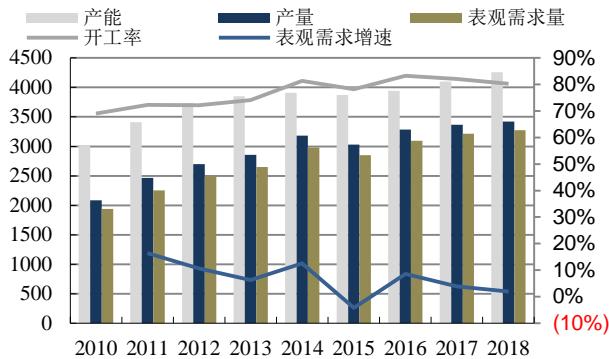


数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

2.2.2. 氯碱行业基本面好转，开工率维持较高水平

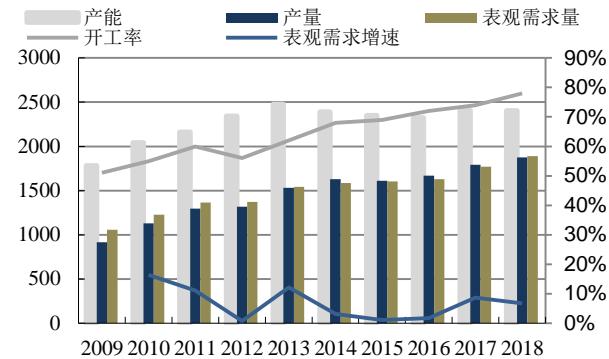
虽然我国氯碱行业整体产能过剩，但随着行业内市场竞争的加剧，氯碱行业产能增加的同时，落后、老旧生产装置逐渐被淘汰退出市场。为满足节能、环保和资源综合利用要求，国家发改委提高行业准入标准，规定2007年12月起新建烧碱装置起始规模必须达到30万吨/年及以上。随着氯碱行业发展模式转型和产业结构调整，产业集中度进一步提高，目前我国氯碱逐渐进入了相对健康平衡的发展阶段。

图 12：近年来我国烧碱供需基本面（万吨，%）



数据来源：国家统计局，智研咨询，东吴证券研究所

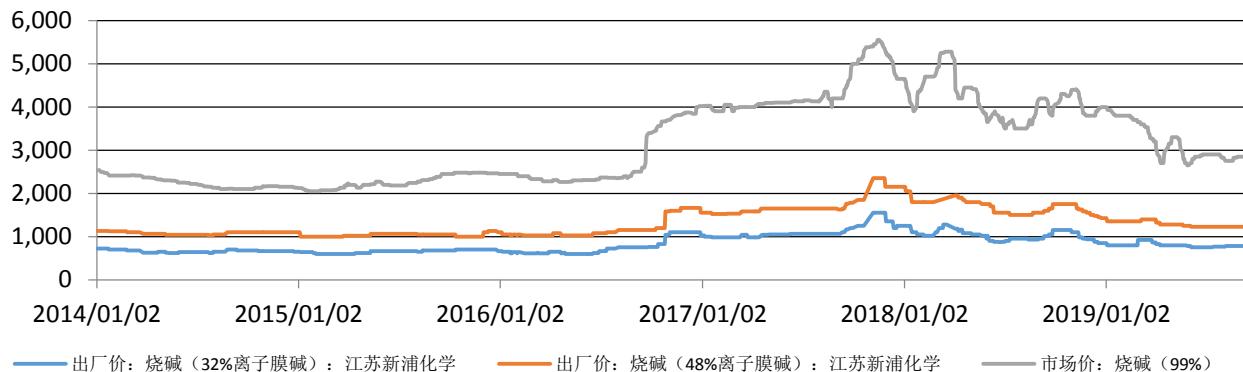
图 13：近年来我国 PVC 供需基本面（万吨，%）



数据来源：国家统计局，智研咨询，东吴证券研究所

据智研咨询数据显示，截至到 2018 年底我国烧碱生产企业 161 家，产能达 4259 万吨，行业整体保持稳定发展态势，行业企业生产经营情况较好，开工率超过 80%；据前瞻产业研究院数据，国内 PVC 生产企业数量从 2012 年的 94 家减少至 2018 年的 75 家，平均规模由不足 25 万吨/年提升至 32 万吨/年，2018 年 PVC 行业继续保持高位、开工率达到 77%。

图 14：烧碱价格走势（元/吨）



数据来源：choice，东吴证券研究所

2.2.3. 公司氯碱业务具备低成本和一体化优势

氯碱生产工艺主要有离子膜法、隔膜法、水银法。离子膜法烧碱具有能耗低、污染小（无汞、铅、石棉等污染）、产品纯度高等优点，是目前世界上最先进的制碱技术，也是我国目前烧碱行业使用最多的技术。

公司是浙北地区（嘉兴、湖州）唯一一家氯碱生产企业，生产设备系日本氯工程公司引进的离子膜烧碱技术设备，截至 2018 年末公司氯碱系列产品的生产能力为 29.70 万吨/年（折百），联产氯气 26 万吨。公司氯碱产品包括烧碱（浓度 30%、浓度 32%、浓度 48%）、液氯、高纯盐酸、次氯酸钠和副产品氢气。

公司氯碱业务具有以下特点：一、氯碱平衡：公司通过园区产业链配套设施，将液氯通过管道输送到世界500强企业日本帝人化学等下游企业；副产品氢气通过管道输送至德山化工、合盛硅业等下游企业以实现全部回收利用，有效解决氯碱产品的平衡问题和氢气产品的充分利用，实现企业的稳定发展。二、自发电配套：公司的氯碱产品充分利用了公司热电联产自备发电的优势，降低了氯碱的整体成本，在同行竞争中占据有利地位。三、需求强劲：公司所处的华东区域内石化、印染等行业集中度和产业链配套均为国内领先，氯碱下游需求强劲，受益于长三角区位优势和物流成本优势，公司氯碱系列产品竞争力较强。

2.3. 布局“热电-氯碱（氯气）-氯乙烯-聚氯乙烯产品线”

为更好地对对氯碱装置副产氯气的消化问题，公司于2018年11月和12月分别公告投资建设“30万吨/年二氯乙烷和氯乙烯项目”和“30万吨/年功能性高分子材料项目”。项目通过消耗掉公司氯碱装置副产的氯气生产氯乙烯（VCM），进一步生产聚氯乙烯（PVC）产品，项目投产后可延长氯碱产业链生产聚氯乙烯（PVC）产品，形成“热电-氯碱-氯乙烯（VCM）-聚氯乙烯（PVC）”循环经济产品链，同时实现公司氯碱的平衡发展，进一步发挥循环经济的优势，降低生产成本，提升公司的盈利水平。

2.4. “热电-氯碱（氢气）-脂肪醇（酸）”产品线盈利能力稳健

2.4.1. 脂肪醇用途广泛，基本面良好

天然脂肪醇（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。

以天然棕榈仁油为原料制备脂肪醇过程中，首先将油脂水解制成脂肪酸，再甲酯化反应制得脂肪酸甲酯，脂肪酸甲酯采用低压气相加氢工艺，在催化剂的作用下，氢化裂解为脂肪醇和甲醇，甲醇回收再利用，反应所得脂肪醇经精制后即可得到产品脂肪醇。

图15：中国进口棕榈仁油及其增速（万吨/年，%）



数据来源：choice，东吴证券研究所

图16：公司脂肪醇（酸）装置流程图



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

脂肪醇最重要的应用领域是洗涤剂行业，2014年该板块在整个脂肪醇市场中的占比

高达 54.6%，洗涤剂行业中对天然表面活性剂和乳化剂需求的增加支撑市场对脂肪醇的需求。脂肪醇（酸）行业由于下游领域涉及较广，随着中国经济的快速发展，以及社会对绿色环保化工产品和可再生资源的日益重视，加上高附加值下游化学品的不断开发和市场增长，脂肪醇（酸）的市场潜力正被逐步挖掘，行业将会迎来更大的发展机遇。

供给端，脂肪醇国内产能处于过剩状态，但由于技术、安全、环保等种种原因，产量没有得到有效提升，对外依存度居高不下。

需求端，据美国透明市场研究公司（TMR）报道，从 2015 年到 2023 年，全球脂肪醇市场的复合平均增长率有望达到 5.1%，2014 年的销售额为 35.2 亿美元，2023 年末将达到 54.8 亿美元。在全球脂肪醇市场中，C11-C14 脂肪醇的销量所占比例最大，2014 年为 50% 左右，由于 C11-C14 脂肪醇的使用领域很宽，预计到 2023 年仍将保持这一比例。

2.4.2. 公司脂肪醇装置具备规模优势

公司拥有 20 万吨/年脂肪醇生产装置，单套产能规模居国内第一，脂肪醇生产所需的蒸汽和氢气（氯碱装置副产）可实现自我配套。脂肪醇（酸）产品市场需求主要集中在华东地区，公司具备明显的物流成本优势，可以辐射华东下游洗涤剂、化妆品、清洗剂等产业。

2019 年上半年，通过新上 16 万吨多功能脂肪醇（酸）项目对原有产品向下游进一步衍生，高附加值产品占比增加，产品种类更加丰富，经济效益得到更好体现。

表 3：嘉化能源脂肪醇（酸）产品系列及其应用领域

产品名称	下游应用行业及领域
C8-10 脂肪酸、C8 脂肪酸、C10 脂肪酸	用作塑料、食品、医药、军工行业用的增塑剂、稳定剂，乳化剂、润滑剂等。（润肤产品、饲料、塑料制品、农业除草等）
C16-18 脂肪酸	用于生产油酸和硬脂酸原料，生产增塑剂，（尼龙、肥皂、洗衣液、洗发水等洗涤用品、防水防静电织物等）
C12-14 脂肪醇	用于生产醇醚，日化用品行业的主要原料，（肥皂、洗衣液、洗发水等洗涤用品、化妆品、食品等）
99.5% 甘油	用于溶剂、润滑剂、药剂以及甜味剂等，（化妆品、肥皂、香皂等洗涤用品、药剂、汽车飞机及油田的防冻剂、食品等）
植物油酸	用于日化用品行业的原料（洗涤用品等）

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3. 磷化医药成为公司发展新引擎

从公司目前形成的循环经济产业链来看，以热电联产蒸汽供热为纽带，形成的“热电-氯碱-硫酸-磺化医药”产业链已经表现出强劲的盈利能力。

3.1. 邻对位系列中间体下游具备广阔增长空间

嘉化能源磺化医药产业链主要产品包括对甲苯磺酰氯、对甲砜基甲苯、邻硝基对甲砜基甲苯（NMST）、邻硝基对甲砜基苯甲酸（BA）、对甲苯磺酰胺、邻对甲苯磺酰胺、邻甲苯磺酰胺、精制邻对甲苯磺酰氯等。该系列产品为精细化工产品，是重要的药物及有机化工中间体，产品广泛应用于医药、农药、兽药、塑料、染料和涂料等行业。

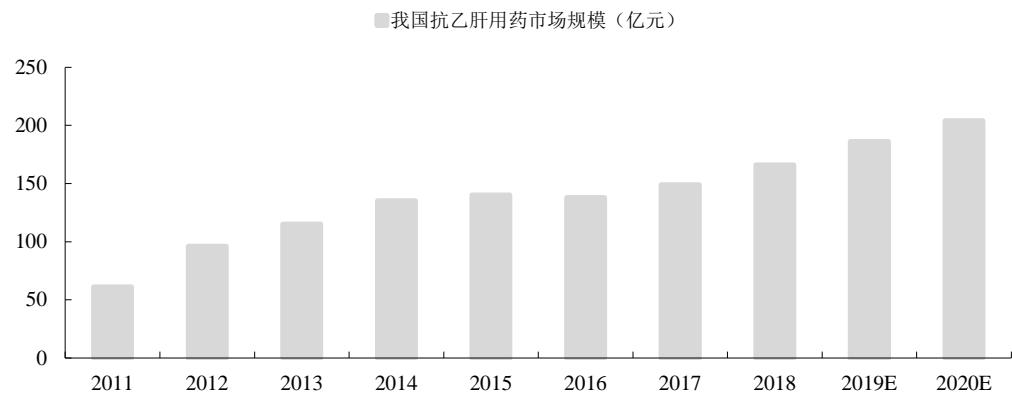
近些年，磺化医药系列产品在下游药物应用方面取得了长足的进展，如甲苯磺酰氯用于合成抗乙肝药替诺福韦；邻硝基对甲砜基苯甲酸用于合成玉米田除草剂甲基磺草酮等等。

3.1.1. 甲苯磺酰氯用于合成抗乙肝药替诺福韦

我国目前约有 1 亿左右人群为乙肝病毒携带者，约占我国总人口数的 8%~10%，其中慢性乙肝患者 2000 多万人，而国内已经接受规范治疗的患者仅占需要接受治疗患者的不到 20%。

近年我国乙肝用药市场规模已从 2011 年的 68.8 亿元增长到 2018 年的 182.3 亿元，年均复合增速为 15%。根据中商产业研究院的数据，预计到 2020 年，我国乙肝用药市场规模将达到 200 亿元，乙肝用药市场需求量仍然广阔，且未来将继续保持高增长态势。

图 17：我国乙肝用药市场规模及预测情况（亿元）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

中国乙肝市场中，核苷类药物逐渐成为治疗乙肝的主流用药。常用的核苷类药物有恩替卡韦、替比夫定、阿德福韦酯、拉米夫定、替诺福韦。

替诺福韦由美国吉利德公司开发，为一种新型核苷酸类逆转录酶抑制剂，2001 年经美国 FDA 批准用于治疗艾滋病，2008 年先后被欧盟和 FDA 批准用于治疗乙型肝炎，商品名为“Viread”。替诺福韦是目前治疗艾滋病和乙肝的特效药。替诺福韦在乙肝的转阴率、耐药问题等方面相比于主要竞品阿德福韦酯、替比夫定和恩替卡韦都有一定优势。

据全球畅销药数据统计，2016年替诺福韦全球销售额已高达11.86亿美元。

2013年10月，中国国家专利复审委员会判定吉利德治疗乙肝和艾滋病药物替诺福韦专利全部无效。此后吉利德提起上诉，2016年3月，北京高院终审维持国家知识产权局对美国吉利德公司替诺福韦专利的无效裁定，随后其价格由1499元/瓶降至499元/瓶。随替诺福韦在中国的专利到期，多家仿制药企的产品上市，替诺福韦迎来“平价时代”。2017年，替诺福韦纳入国家医保目录、价格下调，政策优势更为明显。

甲苯磺酰氯用于合成替诺福韦，随替诺福韦专利到期、仿制药上市并纳入医保目录，替诺福韦在国内的销量将快速增长，支撑中间体甲苯磺酰氯的需求。

3.1.2. BA是合成除草剂甲基磺草酮的重要中间体

目前中国玉米田除草剂的当家品种主要是阿特拉津和乙草胺，阿特拉津在土壤中的残留较大，乙草胺主要防治一年生禾本科杂草，对双子叶杂草防效较差。呼声很高的烟嘧磺隆生产成本太高（生产成本为20万元/吨），亩用药成本在6元以上，且仅能防除小草，对气温和雨水要求也较高，推广应用前景不理想。

表4：主要玉米田除草剂特点对比

除草剂种类	特点
乙草胺	主要防治一年生禾本科杂草，对双子叶草防效差
阿特拉津	在土壤中持效期长，用药量高时易伤害后茬作物
烟嘧磺隆	成本过高，仅能防除小草
甲基磺草酮	使植物分生组织在3-5天后，出现黄化症状随之引起枯斑，继而整株植物死亡。对环境无影响，降雨不影响其药效，对玉米无不良影响

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

甲基磺草酮是瑞士的先正达公司开发的三酮类除草剂，是继吡唑类除草剂之后的另一类HPPD抑制剂，并以商品名callisto（米斯通）于2001年在欧洲销售，同年通过美国环境保护局的批准，其单剂及混剂于2002年在欧盟各国与美国销售并获得广泛应用。

甲基磺草酮用于玉米田阔叶除草，既可用于芽前也可用于芽后，能有效防除玉米田一年生阔叶杂草和一些禾本科杂草，不仅对玉米安全，而且对环境、后茬作物安全，对磺酰脲除草剂产生抗性的杂草有效。与烟嘧磺隆相比，虽然甲基磺草酮用药量稍大，但速效性很好并且具有较强的成本优势，原药生产成本仅为12.6万元/吨左右。我国目前玉米田除草剂通常价格约为5元/亩，甲基磺草酮每亩用药量为7.5-10克，按每亩售价5元计，原药价格可达在35-50万元/吨，具备很强的盈利能力。

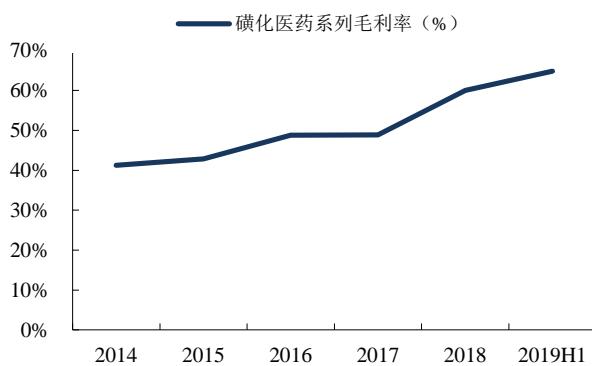
BA（邻硝基对甲砜基苯甲酸）是合成甲基磺草酮的重要中间体，而甲基磺草酮以其诸多优点在我国具有极好的市场前景。甲基磺草酮随着对乙草胺和阿特拉津的替代，在我国需求有望持续提升，支撑中间体BA需求。

3.2. 公司是领先的磺化医药中间体生产商，拟在建产能成为发展新引擎

国内磺化医药中间体的主流生产工艺大都采取传统间歇工艺生产，因成本与环保劣势，加上规模小，大多数企业都在减产或停产，并且只在该产业上生产其中一种或几种产品。公司是业内唯一采用三氧化硫连续磺化管道反应技术的企业，于 2011 年利用全新连续化专利技术打造的 3 万吨/年邻对位项目，是目前国内规模最大、技术最优、世界领先、种类齐全的磺化医药系列产品制造商。

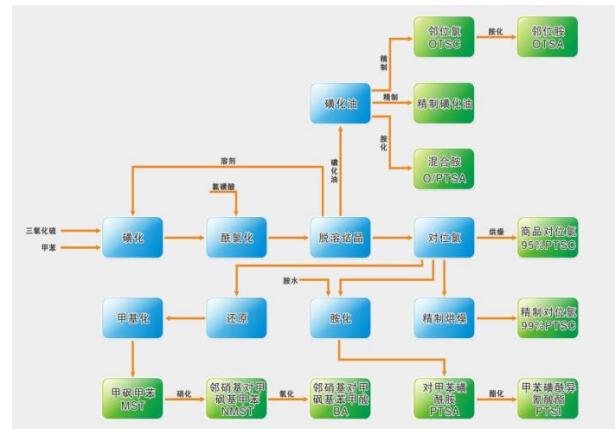
受环保政策影响市场供应偏紧，叠加下游需求旺盛，同时自我配套水、电、蒸汽带来成本优势，公司碘化医药系列产品毛利率维持高位，由 2014 年的 41% 提升至 2019H1 的 65%，盈利能力强劲。

图 18：公司近年来碘化医药毛利率持续增长（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 19：公司磺化医药装置流程图



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司年产 4000 吨 BA 技术改造项目中的一期 2000 吨/年装置和年产 3.8 万吨 TA（甲苯氯磺化下游产品）系列产品技改项目于 2018 年逐步投入生产，目前产能仍在逐步放量中。TA 系列产品是对原有邻对位业务向下游进一步的延伸，随产能逐步放量，磺化医药业务板块中高附加值产品比重逐步增加，毛利率提升的同时增强了磺化医药业务板块的整体盈利能力也得到了大幅提高。

2019年3月公司公告为进一步发展壮大磺化医药产业，拟再次新建4000吨/年BA（邻硝基对甲砜基苯甲酸）管道连续化生产装置、并扩产上游原料邻硝基对甲砜基甲苯（NMST）连续化生产装置，同时解决高浓有机废水及副产酸等发展瓶颈，有力保障磺化医药产业衍生产品未来的发展。

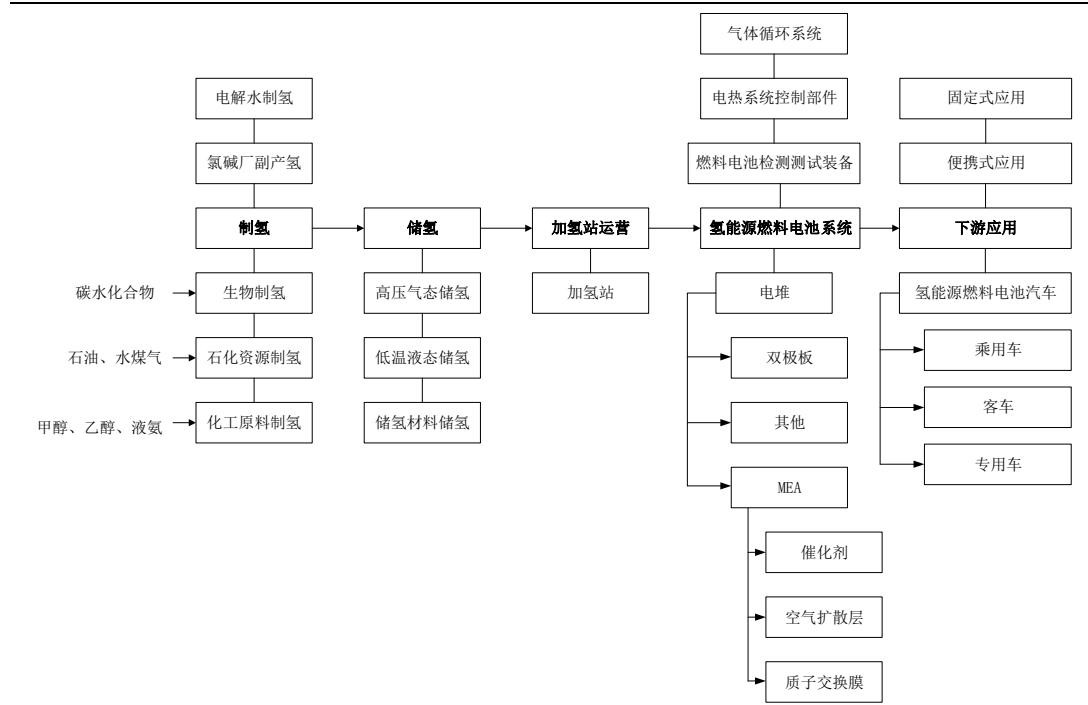
随着原 BA 项目和 TA 系列产品的产能逐步放量，以及未来新建 BA 项目的逐步建成投产，磺化医药系列产品将成为公司未来几年内业绩增量的核心驱动力。

4. 氢能业务有望打开成长空间

4.1. 氢能燃料电池产业链进入快速发展阶段

氢气作为目前为止最清洁的燃料，有望成为未来最重要的基础能源。氢能在能源、交通、工业、建筑等具有广阔的应用前景，尤其以燃料电池车为代表的交通领域是氢能初期应用的突破口与主要市场。氢燃料电池产业链分为制氢、储氢、加氢站和氢燃料电池。

图 20：氢燃料电池汽车产业链



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

随着燃料电池技术的不断突破，氢燃料电池汽车表现出续驶里程长、加氢时间短、低温性能好等有点，目前我国研发的燃料电池汽车已经能够实现-30℃低温启动、-40℃低温存储、加氢 10 分钟行驶 300 多公里等性能。

氢燃料电池产业链进入快速发展期。截至 2018 年底，我国已经有 41 家整车企业开始研发燃料电池汽车，预示着燃料电池汽车在我国开始起步，2018 年也被称为氢燃料电池的元年。2019 年上半年共有超过 17 个省份 22 个城市就地区出台了氢能产业发展或氢能燃料电池发展规划，国家以及各地政府针对发展燃料电池汽车出台了一系列补贴政策，氢燃料电池汽车进入快速发展期，2019 年 1 月至 7 月，氢燃料电池汽车产销量分别为 1169 辆和 1098 辆，较上年同期分别增长 8.75 倍和 10.08 倍。

氢燃料电池汽车产业链具有海量市场空间。中国产业联盟在《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》预计到 2050 年，氢能将在中国终端能源体系中占比达到 10%。届时氢燃料电池汽车产业产值将达到 12 万亿元，累计拉动 33 万亿元经济产值。

表 5：中国氢能及燃料电池产业总体目标

产业目标	现状	近期目标	中期目标	远期目标
------	----	------	------	------

	(2019)	(2020-2025)	(2026-2035)	(2036-2050)
氢能源比例 (%)	2.70%	4%	5.90%	10%
产业产值 (亿元)	3000	10000	50000	120000
加氢站 (座)	23	200	1500	10000
燃料电池车 (万辆)	0.2	5	130	500
固定式电源/电站 (座)	200	1000	5000	20000
燃料电池系统 (万套)	1	6	150	550

数据来源：中国氢能联盟，东吴证券研究所

4.2. 加氢站有望率先迎来爆发期

加氢站作为氢燃料电池汽车的“粮仓”，随产业链的整体发展，有望率先迎来爆发期。

截至 2018 年底，中国已建成加氢站共有 23 座，其中固定式 11 座，撬装站 10 座，厂内站 2 座；加氢规模在 500 公斤以上的有 9 座，占比 39%；建站手续齐备的商业化加氢站 6 座，占比 26%，而其他加氢站多以试验及内部使用为主，加注压力基本为 35MPa，每日加注能力基本为 200-500 公斤。根据国内部分省市加氢站规划建设时间表，可以看出我国加氢站建设将在 2020 年迎来爆发期。

表 6：国内部分省市加氢站规划（截止到 2019 年 5 月）

地区	时间节点	加氢站数量 (座)
重庆市	2019	4
上海市	2020	5-10
张家港市	2020	10
山东省	2020	10
佛山市	2020	20
浙江省	2020	30
山西省	2019-2020	3
张家口市	2019-2020	5-21
武汉市	2020-2025	20-100
苏州市	2020-2025	10-40

数据来源：亿欧汽车，东吴证券研究所

2019 年 4 月 16 日，浙江省发改委发布了《浙江省培育氢能产业发展的若干意见（征求意见稿）》，其中设定目标到 2022 年，氢能产业总产值规模超百亿元，建成加氢站（含加氢功能的综合供能站）30 座以上，累计推广氢燃料电池汽车 1000 辆；其中在嘉兴氢能技术创新和产业化示范试点，目标到 2022 年，氢燃料电池车辆示范运营不少于 200 辆，燃料电池产量达到 10000 台，建成加氢站或综合能源站 8—10 座，氢燃料电池公交车占新增新能源公交车比例不少于 50%，并建成氢能分布式发电项目。

虽然加氢成本目前仍然较高，但是随着氢气加注量的增大或通过加油/加氢、加气/加氢合建，单位加注成本会随之下降。另外，根据今年7月发布的《关于加快嘉兴氢能产业发展的若干意见》中，针对加氢站的补贴有：对固定式加氢站实际设备投资一次性20%补助；从2019年起，按20元/kg给予加氢站运营企业加氢补贴，每年补助标准降低5元/公斤。

4.3. 公司前瞻性布局氢能产业链

公司依托氯碱装置副产氢气，逐步布局完善“**氢气制造、提纯、液化、运输和加氢站**”产业链。随着氢燃料电池汽车产业的发展，公司有望培育出另一核心增长点。

2019年7月8日，公司与浙江省能源集团有限公司分别签署《战略合作框架协议》及《氢液化工厂合作框架协议》，双方将在1m³/h氢液化示范工厂项目上展开合作，项目将在嘉化能源园区内建立国内第一座商用液氢装置，并力争在2019年年底完工。浙能集团有偿租赁整套液化设备装置租于公司，公司将提纯后的工业副产氢进行液化加工，然后再以合理的价格售于浙能集团。这一合作项目也预示着公司将打开氢气液化技术以及销售市场，补充“**氢气制造、提纯、液化、运输和加氢站**”产业链。

公司于2019年4月30日和国富氢能、上海重塑成立江苏嘉化氢能科技有限公司，江苏嘉化氢能分别依托公司的氢气资源、国富氢能的加氢站和车载供氢系统、上海重塑的氢燃料电池系统和氢能数据监控平台，发展长三角地区的氢能基础设施和燃料电池产业。江苏嘉化氢能如今已在张家港、常熟报批三座加氢站。根据张家港人民政府官网公示，港城加氢站项目将于2019年11月开始建设，于2020年4月完成建设，建成后预计日供氢能力1000公斤，氢气储存规模可达1795公斤。

2019年9月12日，公司公布拟出资人民币5000万元，设立全资子公司浙江嘉化氢能科技有限公司，以负责组织实施公司在氢能领域的技术研发、运用及业务开拓建设。

5. 盈利预测与估值

核心假设：

蒸汽业务收入维持稳定的6%~8%历史增速，毛利率保持稳定；

假设VCM和PVC项目于2021年年中投产，全年开工率40%；

已投产4000吨/年BA项目和3.8万吨/年TA项目产能逐渐释放，预计TA项目2019~2021年释放产能分别为60%、80%、90%；预计BA项目2019~2021年释放产能分别为50%、80%、100%。

假设新建4000吨/年BA项目2021年投产，全年开工率50%；

盈利预测：我们预计公司2019-2021年营收分别为57.08亿元、62.32亿元和75.12

亿元，归母净利润分别为 12.43 亿元、13.70 亿元和 17.09 亿元，EPS 分别为 0.87 元、0.96 元和 1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 12X、11X 和 9X，考虑到未来磺化医药拟在建产能的投产以及氢能业务的潜在机会，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2018	2019E	2020E	2021E
蒸汽	营业收入	1,313.77	1418.87	1504.00	1594.24
	毛利	403.34	468.23	481.28	510.16
氯碱	营业收入	1,001.06	1,001.06	1,001.06	1,001.06
	毛利	446.92	450.48	450.48	500.53
PVC	营业收入	0	0	0	756.92
	毛利	0	0	0	151.38
硫酸（总酸）	营业收入	96.78	106.46	117.10	128.81
	毛利	31.40	37.26	42.16	46.37
脂肪醇（酸）	营业收入	2,180.24	1,962.22	2,180.24	2,180.24
	毛利	257.85	294.33	305.23	305.23
磺化医药系列	营业收入	524.56	776.04	971.64	1377.24
	毛利	315.12	415.48	529.06	768.64
其他	营业收入	443.01	443.01	458.01	473.01
	毛利	238.56	238.56	247.56	256.56

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

表 8：可比公司估值表（参考 2019 年 9 月 30 日收盘价）

公司	总市值	收盘价	EPS			P/E		P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	
嘉化能源	151.58	10.58	0.77	0.87	0.96	14.29	12.64	11.46
贊宇科技	30.91	7.30	0.43	0.87	0.96	16.98	8.42	7.59
中泰化学	149.82	6.98	1.08	0.70	0.86	6.23	9.94	8.08
东华能源	130.17	7.89	0.66	0.84	1.12	12.33	9.42	7.06
海翔药业	111.37	6.88	0.37	0.63	0.95	18.59	10.92	7.24

资料来源：Wind（除嘉化能源和海翔药业外为 wind 一致估值），东吴证券研究所

6. 风险提示

在建项目投产进度低于预期：公司目前拟在建项目包括 BA 项目，VCM/PVC 高分子项目等，在建项目同时推进可能会存在投产进度低于预期的情况

脂肪醇（酸）的原料棕榈仁油价格大幅波动：国内棕榈仁油依赖进口，价格波动较

大，对脂肪醇（酸）产品成本构成较大影响；

氢燃料电池产业发展进度不及预期：公司布局氢液化业务和加氢站业务，但氢燃料电池产业链整体仍处于发展起步阶段，产业链发展态势存在较大不确定性，金额影响到公司氢能产业的盈利能力。

嘉化能源三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,678	4,722	5,221	7,045	营业收入	5,604	5,708	6,232	7,512
现金	686	2,858	2,900	4,399	减:营业成本	3,888	3,803	4,176	4,973
应收账款	443	488	528	696	营业税金及附加	26	27	29	35
存货	364	299	429	438	营业费用	83	84	92	111
其他流动资产	1,186	1,077	1,364	1,512	管理费用	327	331	362	436
非流动资产	5,471	5,213	5,277	5,897	财务费用	17	-2	-36	-55
长期股权投资	42	45	49	53	资产减值损失	1	3	2	3
固定资产	4,259	4,041	4,122	4,718	加:投资净收益	12	-1	2	1
在建工程	300	255	238	264	其他收益	18	14	16	15
无形资产	278	291	303	315	营业利润	1,292	1,476	1,624	2,022
其他非流动资产	592	581	564	547	加:营业外净收支	-0	-2	-1	-1
资产总计	8,150	9,935	10,498	12,942	利润总额	1,292	1,474	1,623	2,021
流动负债	1,154	1,967	1,447	2,428	减:所得税费用	188	227	249	306
短期借款	173	173	173	173	少数股东损益	4	5	5	6
应付账款	696	1,144	877	1,529	归属母公司净利润	1,100	1,243	1,370	1,709
其他流动负债	284	649	397	725	EBIT	1,309	1,443	1,556	1,929
非流动负债	437	341	265	215	EBITDA	1,753	1,852	1,997	2,441
长期借款	400	305	228	178					
其他非流动负债	37	37	37	37	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,591	2,308	1,711	2,643	每股收益(元)	0.77	0.87	0.96	1.19
少数股东权益	18	22	27	33	每股净资产(元)	4.57	5.31	6.11	7.17
归属母公司股东权益	6,541	7,605	8,759	10,266	发行在外股份(百万股)	1433	1433	1433	1433
负债和股东权益	8,150	9,935	10,498	12,942	ROIC(%)	15.7%	14.9%	14.2%	15.3%
					ROE(%)	16.8%	16.4%	15.6%	16.7%
					毛利率(%)	30.6%	33.4%	33.0%	33.8%
					销售净利率(%)	19.6%	21.8%	22.0%	22.8%
					资产负债率(%)	19.5%	23.2%	16.3%	20.4%
					收入增长率(%)	0.5%	1.9%	9.2%	20.5%
					净利润增长率(%)	13.6%	13.0%	10.2%	24.8%
					P/E	13.78	12.20	11.07	8.87
					P/B	2.32	1.99	1.73	1.48
					EV/EBITDA	8.61	6.97	6.40	4.61

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>