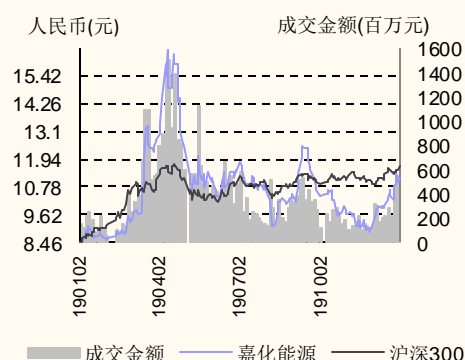


嘉化能源 (600273.SH) 增持 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 11.19 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	14.33
已上市流通 A 股(亿股)	14.14
总市值(亿元)	160.32
年内股价最高最低(元)	11.41/9.64
沪深 300 指数	4082
上证指数	3040

**循环一体化布局，多重业务带动长远发展****公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.648	0.768	0.887	0.920	1.150
每股净资产(元)	4.33	4.57	4.87	5.44	6.19
每股经营性现金流(元)	0.40	0.52	1.00	1.26	1.27
市盈率(倍)	14.70	11.71	12.61	12.17	9.73
净利润增长率(%)	30.80%	13.59%	15.55%	3.66%	25.05%
净资产收益率(%)	14.98%	16.82%	18.21%	16.90%	18.57%
总股本(百万股)	1,493.99	1,432.73	1,432.73	1,432.73	1,432.73

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **依托优质园区资源，打造一体化循环产业基础。**公司以自供热电为基础，以原有的配套硫酸和烧碱业务为发展起点，进行了产业链延伸，从硫酸、氯气延伸至磺化医药业务，烧碱、氯气延伸至油脂化工业务，形成了一体化产业链，满足规模化的产业配套需求，具备了较强的成本优势；在蒸汽及基础化工原料销售方面，通过相互促进提升客户粘性，降低销售成本，降低风险，依托园区和布局优势，公司形成内、外双循环，自身竞争优势难以复制。
- **蒸汽业务稳定增长，氯碱布局形成闭环。**公司是园区内唯一的供热企业，伴随着园区内企业对于蒸汽需求持续提升，将有效带动蒸汽业务稳步增长；公司持续进行烧碱产业配套建设，副产氯气部分供给磺化医药业务，未来通过布局 30 万吨 PVC 项目，将实现氯气充分利用，既降低成本，保证产线高效运行，同时将进一步带动公司业绩增长。
- **油脂化工格局改善，带动盈利水平回升。**国内油脂化工行业受到原料采购，生产条件工艺、环保等多因素影响，小规模企业难以形成产业链配套及规模优势，逐步退出行业竞争，行业格局不断优化，叠加原料趋势性上行，油脂化工行业盈利水平触底回升，上半年，产品毛利率由原 11% 提升至 18%，同时借助 16 万吨多品种脂肪醇（酸）产品项目，公司实现了多元产品布局，2019 年前三季度，产品销售量同比增长 11.60%，带动公司业绩提升。
- **磺化医药、氢能业务成长空间充足，拉动公司长效发展。**公司是磺化中间体的主要供应商，市场占比达到 6 成，是国内最具规模、技术优势的磺化中间体企业。2019 年上半年，公司磺化医药营收同比增长 123%，毛利率提升至 64.9%。公司通过 4000 吨/年 BA 等项目布局下游高附加值产品，扩充上游产能 3 万吨，为业务的发展提供空间，成为公司业绩增长的重要动力；氢能业务方面，公司具有工业副产氢气基础，产品成本低、供应量充足，具有地理优势，同产业链相关企业进行协同布局，长期将有望带动公司业绩成长。

投资建议

- 预估公司 2019~2021 年公司归母净利润为 12.71 亿元、13.18 亿元、16.48 亿元，EPS 分别为 0.89 元、0.92 元、1.15 元，采用分部估值方式，给予 2020 年公司整体 14 倍 PE，对应目标价 12.88 元，给予“增持”评级。

风险提示

- 新建项目不达预期风险；磺化医药需求增速放缓风险；氢能相关政策风险；烧碱硫酸等化工产品价格波动风险；股权质押及解禁风险。

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

彭聪 分析师 SAC 执业编号: S1130518070001
pengcong@gjzq.com.cn

杨翼荣 联系人
yangyiyong@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

一、园区综合服务商起家，构建能化协同发展格局	4
1.1、依托热电联产，构建能化综合发展格局	4
1.2、具备稳定发展基础，保有持续增长动力	5
二、依托优质化工产业园，打造循环一体化发展模式	6
2.1、深度配套优质园区，综合利用区位优势	6
2.2、多领域配套发展，构建内外循环产业链	8
三、磺化医药快速发展，打开公司成长空间	9
3.1、受益中间体产业链发展，磺化医药持续领先	9
3.2、磺化医药业务多年布局，技术、规模双重构建领先优势	10
四、专注布局氢能上游，构建一体化发展链条	12
4.1、氢能发展初期，长三角一体化氢气企业最为受益	12
4.2、公司氢能领域优势突出，多方合作构建一体化发展链条	13
五、业务多维发力，构筑企业未来发展	14
5.1、蒸汽业务稳定增长，氯碱布局形成闭环	14
5.2、油脂化工产业格局持续改善，构建区域协同发展壁垒	16
5.3、磺化医药、氢能业务双重驱动，拉动公司长效发展	18
六、盈利预测及投资建议	18
七、风险提示	20

图表目录

图表 1：嘉化能源的发展历程	4
图表 2：公司的产业链布局情况	4
图表 3：公司股权结构情况	5
图表 4：公司营业收入变化情况（百万元）	5
图表 5：2018 年公司各类业务营收占比情况	5
图表 6：各类业务盈利变化情况	6
图表 7：公司归母净利润变化情况（百万元）	6
图表 8：各大省份对化工行业的治理力度持续提升	6
图表 9：嘉兴地处长三角核心区域，地理位置优越	8
图表 10：公司内部产业循环	8
图表 11：公司将园区内化工企业串成园区循环圈	9
图表 12：公司内外循环提升公司竞争力	9
图表 13：全球药品研发难度提升	9
图表 14：全球药品产业链价值重构生产环节逐步剥离	9
图表 15：公司磺化医药产业链配套布局	10
图表 16：公司磺化医药产品销售情况	11
图表 17：公司多年来持续布局磺化医药业务	11

图表 18: 公司计划新建项目的配套产能.....	12
图表 19: 嘉化能源磺化医药收入及盈利情况.....	12
图表 20: 副产氢是中短期最佳氢气来源.....	13
图表 21: 现阶段长三角副产氢丰富助力长三角发展.....	13
图表 22: 长三角部分省市积极推进氢能利用.....	14
图表 23: 2013-2018 年公司蒸汽产能及产量变化.....	15
图表 24: 2012-2018 年公司蒸汽销量及营收.....	15
图表 25: 公司蒸汽供应量未来仍将保持持续增长.....	15
图表 26: 烧碱产品生产成本构成占比.....	16
图表 27: 公司氯碱业务营收及盈利变化 (百万元)	16
图表 28: 公司氯碱产业链进一步完善.....	16
图表 29: 2018 年全球棕榈仁油产量分布情况.....	17
图表 30: 我国棕榈仁油高度依赖进口 (万吨)	17
图表 31: 公司油脂化工产业链布局.....	17
图表 32: 公司油脂化工业务收入及盈利变化 (百万元)	18
图表 33: 公司油脂化工业务产量及开工情况.....	18
图表 34: 公司未来 3 年分产品盈利预测.....	19
图表 35: 可比公司估值情况.....	20

一、园区综合服务商起家，构建能化协同发展格局

1.1、依托热电联产，构建能化综合发展格局

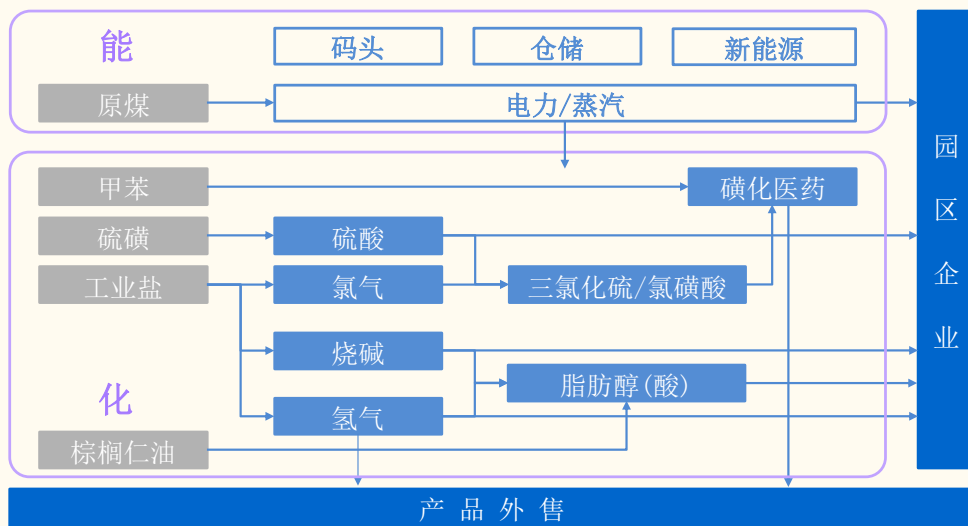
- **热电业务起家，依托产业链优势深化布局。**嘉化能源前身为浙江嘉化工业园投资发展有限公司，公司以配套园区企业发展为基础，布局了热电、硫酸、烧碱业务，为园区其他企业提供能源及原料。2011年，嘉化能源变更股份公司，在原有的烧碱、硫酸的基础上先后布局磺化医药、油脂化工、码头、新能源等业务，期间公司不断进行产品技术改造和产能扩充，逐步构建了一个能化交互的综合发展平台。

图表 1：嘉化能源的发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

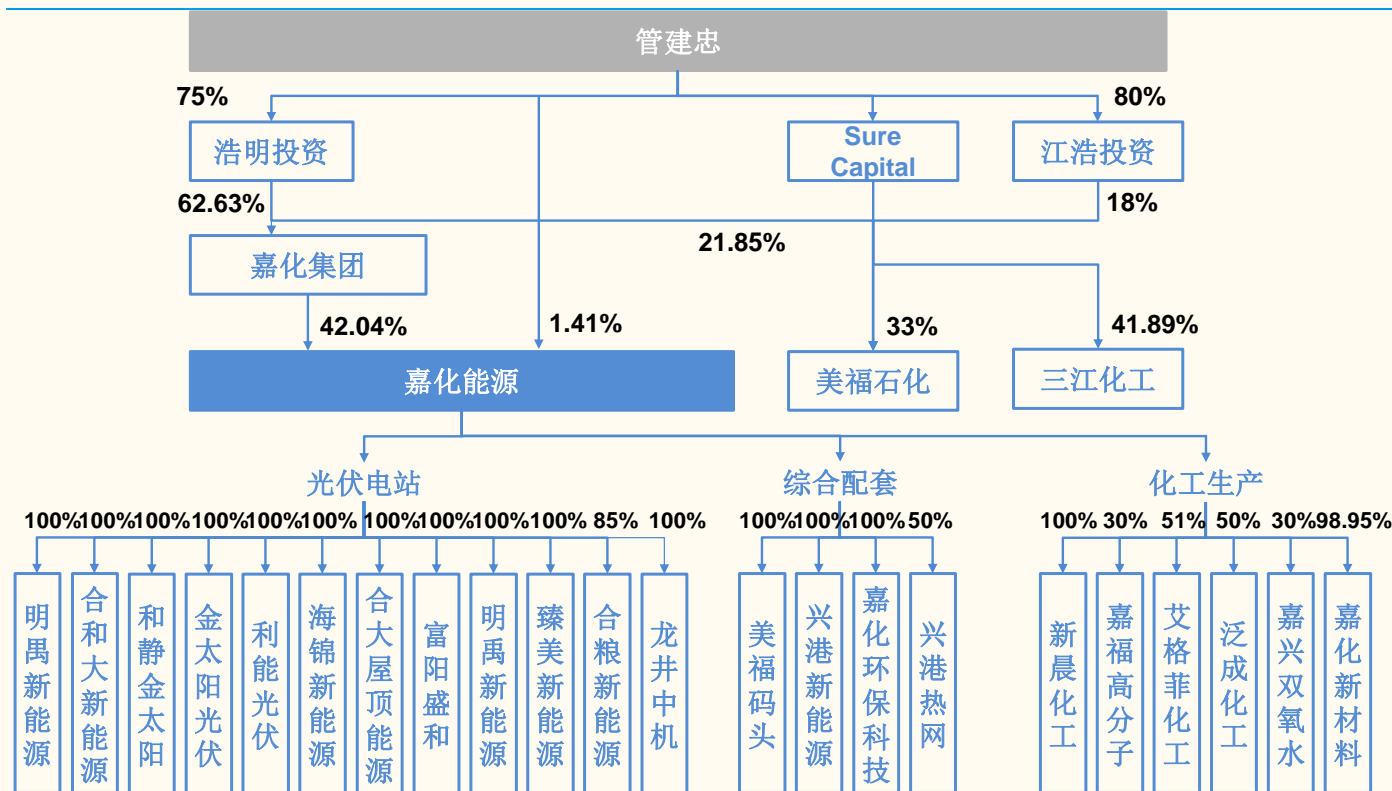
图表 2：公司的产业链布局情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **股权相对集中，大股东、化工资产协同发展。**整体来看，嘉化能源的股权相对集中，实际控制人管建忠，在园区内具有三家控股化工类企业，各部分业务具有较强的产业协同性，助力了上市公司的业务布局。公司管理层从 2010 年接管公司以来，稳步进行项目新建、产能扩充以及技术改造，未来有望实现稳定发展。

图表 3：公司股权结构情况

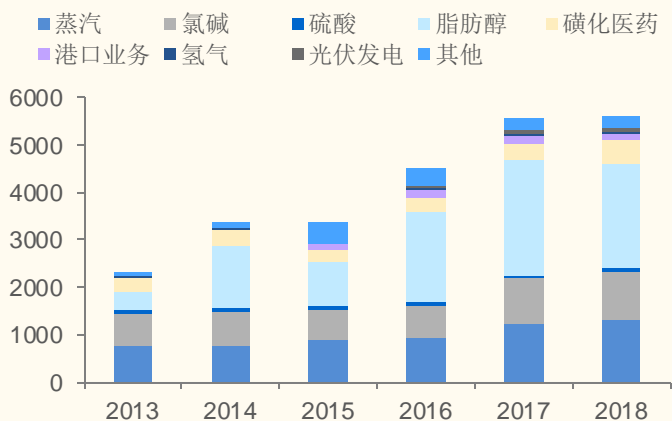


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、具备稳定发展基础，保有持续增长动力

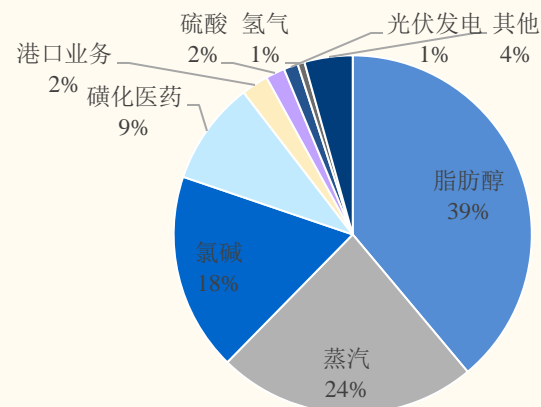
- 公司在能、化进行双线业务布局，为公司的长期发展构筑护城河。配套园区的蒸汽、硫酸、港口等业务成为公司业绩发展的基础，而磺化医药、氢能等业务的持续扩充和布局将长期有效支撑公司长期的业绩提升。公司上市以来，营业收入复合增长率达 13.4%，归母净利润增长率达 17.4%。

图表 4：公司营业收入变化情况（百万元）



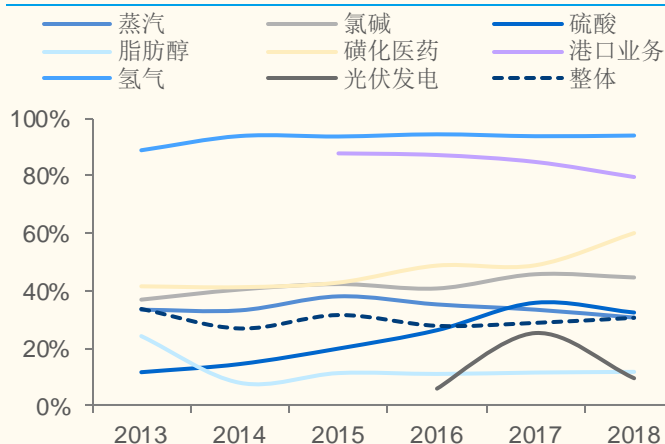
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2018 年公司各类业务营收占比情况



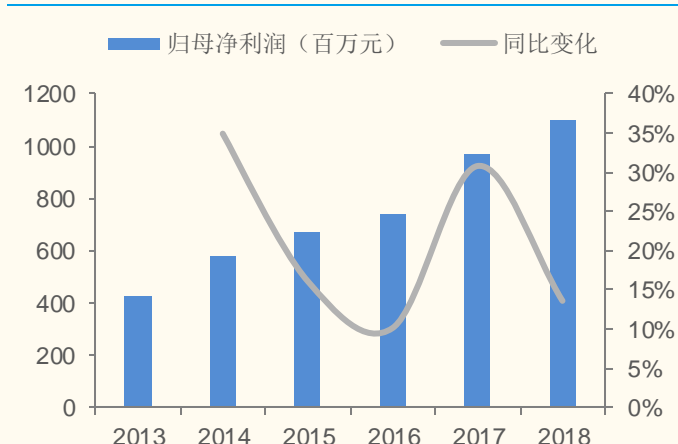
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：各类业务盈利变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司归母净利润变化情况 (百万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

二、依托优质化工产业园，打造循环一体化发展模式

2.1、深度配套优质园区，综合利用区位优势

- 化工入园成为行业发展大趋势，优质园区成为行业“稀缺资源”。受“安监+环保”双重制约，我国众多化工大省先后对化工行业及化工园区进行专项整治行动：一方面削减化工园区数量，对不合规的企业及园区进行整改、搬迁及关停；另一方面，山东、浙江、江苏等省也严格限制新的化工园区审批，未进入园区的企业在长期规划、新建产能等方面具有极多限制，使得现有符合发展要求和配套设施的园区成为化工企业进行长久发展的“稀缺资源”。

图表 8：各大省份对化工行业的治理力度持续提升

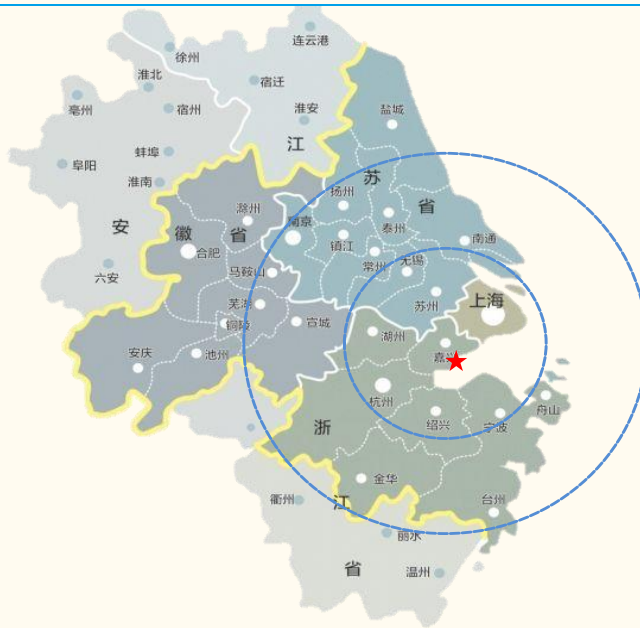
地区	时间	文件	内容
山东省	对全省 199 家化工园区进行清理整顿，目前申报化工园区数量达到 93 家，总数控制在 85 家，到 2025 年年底前，危险化学品企业全部进入化工园区。		
	2019.06	《化工行业和化工园区安全生产专项整治行动实施方案》	全面排查整治安全隐患；严格落实安全主体责任；坚决关停安全不达标企业。
	2019.05	《关于进一步加强全省化工园区安全管理措施的意见》	将在 2020 年 6 月底前完成园区隐患排查整改工作，确保达到有关环境标准要求，并每三年进行一次综合考核。
	2018.08	《山东省打赢蓝天保卫战作战方案暨 2013—2020 年大气污染防治规划三期行动计划 (2018—2020 年)》	7 个传输通道城市禁止新建化工园区，加大现有化工园区整治力度，各地已明确的退城企业，要明确时间表，逾期不退城的予以停产。
	2018.05	《山东省贯彻落实中央环境保护督察组督察反馈意见整改方案》	推动化工产业向高端化、集聚化、规模化发展，2018 年 9 月底前基本完成园区认定，开展违规化工项目专项整治。
浙江省	2017.1	《山东省化工园区认定管理办法》	对园区的规划布局、公用基础设施、安全生产、环境保护等 12 项规划进行细化赋分，认定园区总评分应在 60 分及以上。
	禁止新增化工园区，加大对现有化工园区的整治力度，各地已明确的退城企业，要明确时间表，逾期不退城的予以停产。		
	2019.04	《浙江省城市建成区重污染企业搬迁改造或关闭退出实施方案》	2018 年至 2020 年，全省计划完成 73 家企业搬迁改造或关闭退出，其中 2018 年 30 家，2019 年 17 家，2020 年 26 家。

	2018.1	《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》	禁止新增化工园区，加大现有化工园区整治力度，已明确的退城企业，明确时间表，逾期不退城的予以停产。严禁新增钢铁、焦化、电解铝、铸造、水泥和平板玻璃等产能；新、改、扩建涉及大宗物料运输的建设项目，原则上不得采用公路运输
	2017.08	《浙江省人民政府办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的实施意见》	城镇人口密集区、环境敏感区域和列入限制、退出规划区域的危险化学品生产企业搬迁入园或转产关闭工作取得明显进展，到 2019 年，全省 80%以上危险化学品生产企业进入化工园区或化工集聚区。
江苏省	沿长江干支流两侧 1 公里范围内、且在园区外的化工生产企业，原则上 2020 年底前全部退出或搬迁，并严禁新建、扩建化工园区和化工项目。		
	2019.04	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	对长江、太湖、京杭大运河沿线的敏感区企业关闭或搬迁，减少规模以下企业数量，减少化工园区数量等
	2016.1	《江苏省政府关于深入推进全省化工行业转型发展的实施意见》	推动化工企业入园进区，实施“江海联动”，推动沿江、环太湖化工生产企业搬迁进入沿海化工园区。到 2020 年底前，全省化工企业入园率不低于 50%
河北省	2019.03	河北省化工行业安全生产整治攻坚战行动	从 2019 年 3 月至 2020 年 12 月，对全省化工园区及企业安全生产进行提升和改造，原则上禁止新增化工园区。
湖北省	2018.07	《湖北长江大保护十大标志性战役工作方案》	沿江 1 公里内禁止新建化工项目和重化工园区，沿江 15 公里范围内一律禁止在园区外新建化工项目，2020 年底前，湖北将完成长江沿江 1 公里范围内化工企业关、改、搬、转，2025 年 12 月 31 日前，完成沿江 1-15 公里范围内的化工企业关、改、搬、转。
河南省	2018.09	《河南省污染防治攻坚战三年行动计划(2018—2020 年)》	禁止新建、扩建单纯新增产能的煤炭、煤电、钢铁、电解铝、传统煤化工、焦化等 8 大类产能过剩的传统产业项目，全省禁止新增化工园区。
陕西省	2018.1	《陕西省铁腕治霾打赢蓝天保卫战三年行动方案（2018—2020 年）（修订版）》	关中地区禁止新增化工园区，加大现有化工园区整治力度。
安徽省	2018.1	《安徽省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》	加快城市建成区重污染企业搬迁改造或关闭退出，推动化工等重污染企业搬迁工程；禁止新增化工园区，加大现有化工园区整治力度。

来源：政府网站，国金证券研究所

- **嘉兴新材料园区定位高端，长期优质管理具有坚实基础。**公司位于中国化工新材料（嘉兴）园区，嘉兴新材料园区从 2001 年起即被列为省级化工园区，是浙江省重点发展的三个化工园区之一，也是国内首家国家级化工新材料园区，2018 年，嘉兴港区跻身全国化工园区前 10 名，具备良好的长期发展基础。
- **嘉兴港区具备极佳地理优势和区域性供给优势。**公司所处嘉兴港区位于嘉兴市贴近杭州湾区域，是长三角地区的重要交通枢纽，产品销售可以辐射浙江、上海、江苏三大化工及轻工业集中区，具有良好的区域配套基础。同时园区临近港口，使得园区内企业可以实现水运、陆运的良好配合，在产品运输和销售方面具有天然的地理优势。

图表 9：嘉兴地处长三角核心区域，地理位置优越

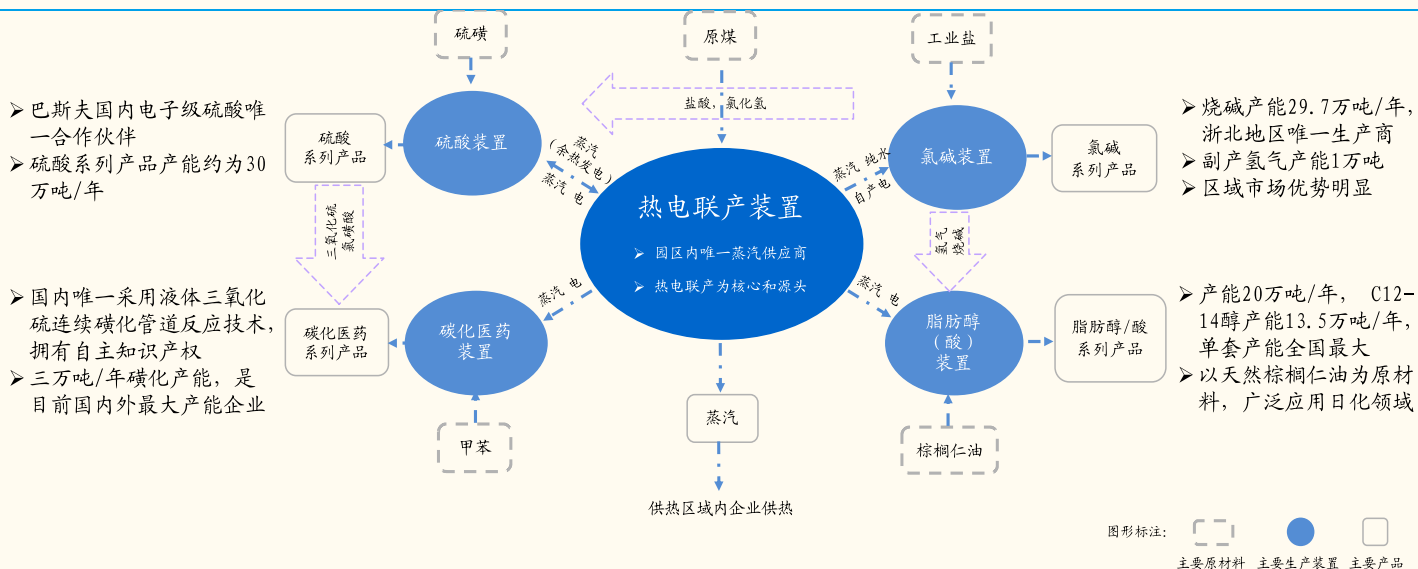


来源：公开资料，国金证券研究所

2.2、多领域配套发展，构建内外循环产业链

- **延伸产业链，打造公司内部一体化。**公司建立初期主要为园区众企业进行热电供应，之后公司以自供热电为基础，以原有的配套硫酸和烧碱业务为发展起点，进行了产业链延伸，从硫酸、氯气延伸至磺化医药业务，烧碱、氢气延伸至油脂化工业务，形成了一体化产业链，依托集中供给的成本优势，进一步提升了竞争力。

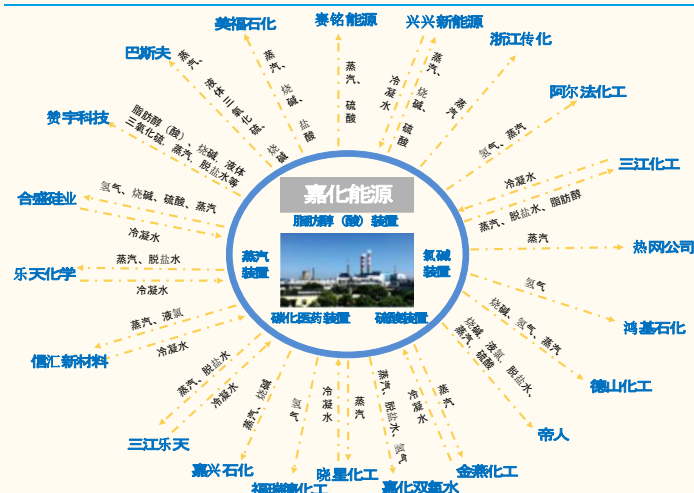
图表 10：公司内部产业循环



来源：公司公告，国金证券研究所

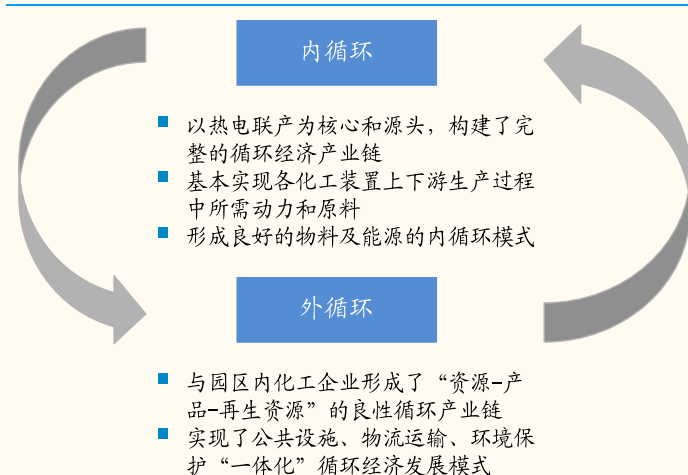
- **园区内打造循环圈，提升经济效益。**作为工业区内唯一的蒸汽以及基础化工产品供应商，公司通过公共管廊、集中供热管网设施将园区内所有化工企业串成一个园区循环圈，可以大幅降低销售、运输费用，进一步减弱了周期性变动带来的冲击，为未来长效发展构建了坚实的基础。

图表 11：公司将园区内化工企业串成园区循环圈



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：公司内外循环提升公司竞争力



来源：公司公告，国金证券研究所

- “内”“外”循环大幅提升公司竞争力。作为园区内唯一供应蒸汽的企业，随着国内“安监、环保”的不断趋严，其稀缺性凸显；同时，公司以热电联产为核心，布局基础化工原料及精细化工产品，形成规模化的产业配套需求，具备了较强的成本优势；在蒸汽以及基础化工原料的销售方面，通过相互促进增加客户粘性，降低销售成本的同时有效降低风险，这也使得公司的竞争优势难以复制。

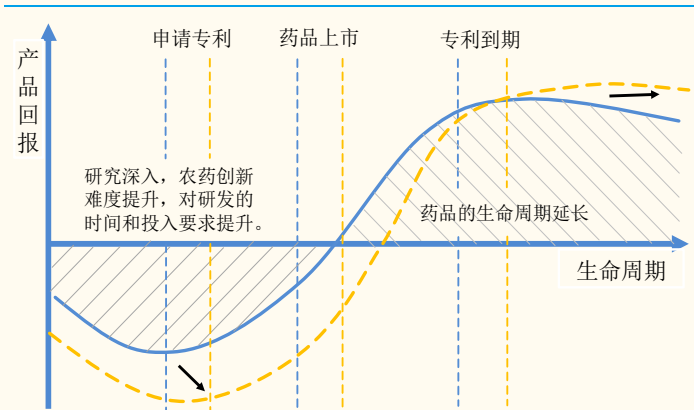
三、磺化医药快速发展，打开公司成长空间

3.1、受益中间体产业链发展，磺化医药持续领先

- 全球药品产业链重构，我国成为承接生产环节转移的重要区域。随着医药、农药的研发难度不断提升，产品创新效率降低，国际巨头企业为保证领先的产品优势，不得不加大前段产品研发的资金投入，进而面临着整体资本回报下行压力。作为高技术含量的精细产品，药品产业链“微笑曲线”格局极为明显，发达国家的人工成本以及环保成本极高，生产环节盈利空间微弱，在全球发展的格局下，全球药品的中间加工生产环节的外包趋势尤为明显。相比于发达国家，我国的人工成本相对较低，产业链布局完整，具有良好的综合发展优势，成为承接国际药品生产转移的重要区域。

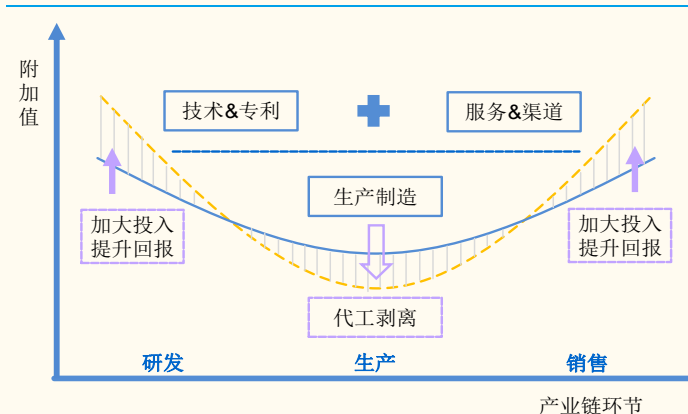
随着国际巨头的产品生产外包转移以及下游应用领域的持续扩展，作为国内规模最大的磺化医药供给商，将充分受益于行业持续发展趋势。

图表 13：全球药品研发难度提升



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 14：全球药品产业链价值重构生产环节逐步剥离



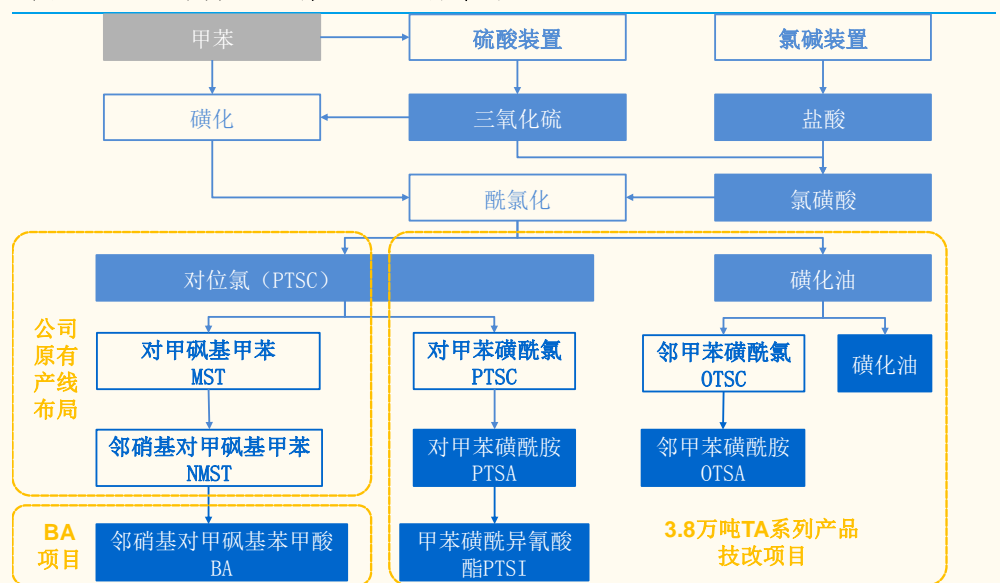
来源：公开资料，国金证券研究所

3.2、磺化医药业务多年布局，技术、规模双重构建领先优势

- **深耕磺化医药产业多年，产品下游需求广阔。**多年来公司一直从事磺化医药（邻对位）产品生产，具有多年的相关经验，在产品生产方面拥有十多项专有技术。磺化医药产品是非常重要的药物及有机中间体，品种繁多，被广泛应用于医药、农药、兽药、塑料、染料和涂料等行业。
- **连续磺化工艺领先，高品质稳定生产。**2011 年以来，公司对原有的磺化工艺进行技术升级，采用自有专利液体三氧化硫和甲苯进行连续磺化的新型环保技术，进行了新一代邻对位产品的产线建设。不同于传统的磺酰氯磺化法，新的生产工艺可以进行更为广泛的下游产品配套，大幅降低传统工艺的污染排放，减少环保支出。相比于传统工艺 6-7 成的产品收率，公司的连续磺酰氯化、连续结晶分离工艺大幅提升产品收率至 95% 以上，保证产品高纯度稳定生产，从而大幅降低了产品成本。

同时公司结合原有的硫酸及氯碱产线，实现了盐酸及三氧化硫的原料自给，在园区内部进行集中供应，在降低了原料成本的同时，节约运输费用。

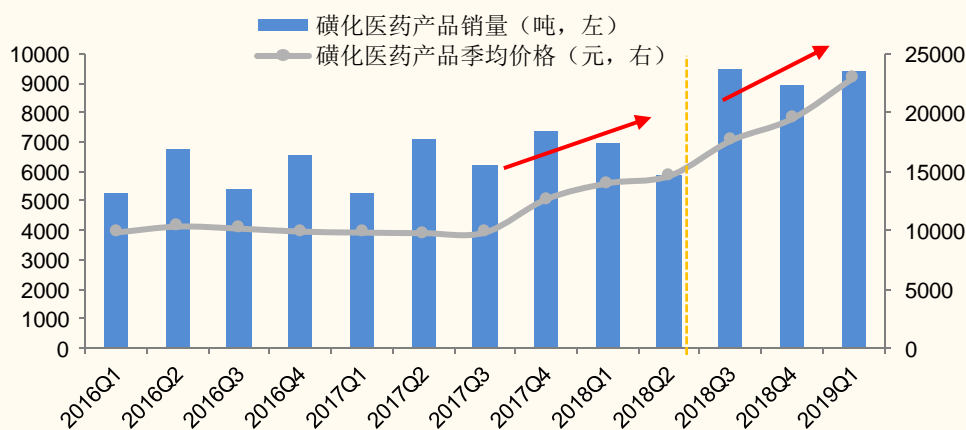
图表 15：公司磺化医药产业链配套布局



来源：公司公告，国金证券研究所

- **环保促使产能淘汰，公司竞争优势持续凸显。**近年来，国内外对于化工行业的环保要求不断提升，国内更是在各个省份进行了极为严格的环保督查。而传统小规模磺化中间体生产企业采用的传统生产工艺成本本就相对较高，污染有极为严重，污染难以治理，2017 年来，在各地的环保审查下，多数小规模企业相继停产退出，使得产品供给迅速下滑，叠加国外产能关闭，磺化中间体产品价格大幅提升。公司拥有 3 万吨磺化中间体产能，生产技术大幅降低了污染排放，随着行业小规模产能不断退出，公司的竞争优势迅速凸显，市场份额持续提升。

图表 16：公司磺化医药产品销售情况



注：2018Q3 后公司统计口径由 PTSC 扩展至磺化医药类产品，其前后分别具有较强的可比性。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **多元化产品布局，规模优势凸显，产品附加值大幅提升。**公司采用的自有专利生产工艺，可以生产市场上 95% 以上的容量较大的对位异构体，在现有技术的基础之上，公司通过 BA、TA 技改项目大幅扩充了磺化产品种类。2016 年公司 4000 吨邻对位 (BA) 技术改造项目一期试运行，为先正达定制生产除草剂“米斯通”，2018 年公司布局 3.8 万吨 TA 系列产品技改项目扩充了 O/PTSA、OTSA、PTSA 产品，扩展了公司产品在医药、兽药、添加剂等领域的应用，通过下游衍生品的产线扩展，公司有望大幅提升产品附加值，提升产业的盈利空间。

图表 17：公司多年来持续布局磺化医药业务

项目	产能/吨	时间	产品	应用
原有邻对位项目	30000 (三氧化硫连续磺化生产 PTSC 产能)	2012	对甲苯磺酰氯 (PTSC)	主要的中间体产品，制备对甲苯磺酰酸衍生物，主要用于生产抗艾滋病药品 (替诺福韦)
			对甲磺基甲苯 (MST)	主要用于兽药中间体生产
			邻硝基对甲磺基甲苯 (NMST)	主要用于医药、农药中间体
年产 4000 吨邻对位 (BA) 技术改造项目	2000 (一期)	2016	邻硝基对甲磺基苯甲酸 (BA)	除草剂甲基磺草酮的中间体 (为先正达定制)
3.8 万吨 TA 系列产品技改项目	30300 (22000 外售)	2018	对甲苯磺酰氯 (PTSC)	主要的中间体产品，制备对甲苯磺酰酸衍生物，主要用于生产抗艾滋病药品 (替诺福韦)
	6000		混合胺 (O/PTSA)	主要用于生产荧光树脂、增塑剂和合成树脂
	2000		邻甲苯磺酰胺 (OTSA)	食品添加剂、磺胺类药物、中间体不溶性糖精
	5000		对甲苯磺酰胺 (PTSA)	用于氯磺氯霉素等医药中间体、荧光染料、增塑剂、合成树脂、涂料等
	3000		对甲磺基甲苯 (MST)	主要应用于兽药中间体生产的原料

来源：公司公告，国金证券研究所

- **产能持续投放，市场影响进一步提升。**2019 年公司计划进行 4000 吨/年 BA 项目并配套建设三氧化硫连续磺化技改项目，新的项目将在原有的产品种类之上进一步扩充产能，将原有的磺化装置产能扩充一倍，同时建设

4000 吨 BA 产能和 10000 吨 NMST 产能（其中 5000 吨产能为原产线技改），有望实现公司磺化业务产能翻倍增长。

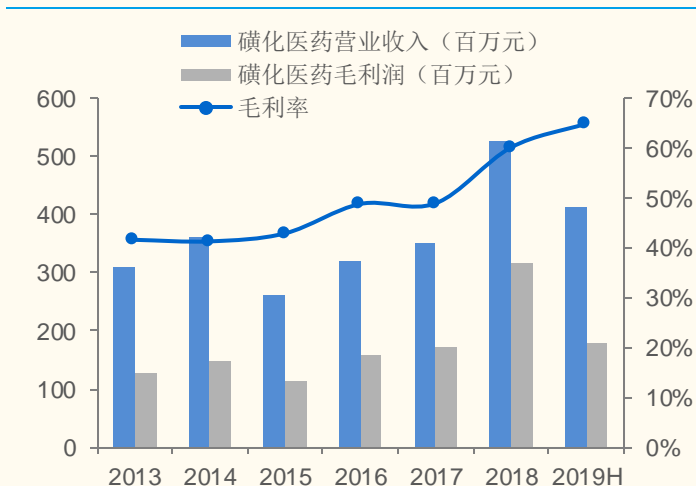
- 2018 年公司的 BA 产品通过先正达公司认证，2019 年将逐步进入放量阶段，2020 年二期项目建成投产放量。同时公司 3.8 万吨 TA 技改项目 2019 年将进入全年放量生产阶段，预期将带动公司业绩大幅提升。

图表 18：公司计划新建项目的配套产能

项目	装置	产能（吨/年）
三氧化硫连续磺化技改项目（前段）	三氧化硫连续磺化生产	30000
	副产硫酸裂解再生	180000
4000 吨/年 BA 项目（后段）	NMST 连续硝化生产	10000（5000 原有间歇硝化装置改造）
	BA 管道连续化反应	4000
	BA 辅助	8000
	52%硝酸回收及氮氧化物尾气处理	45000

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：嘉化能源磺化医药收入及盈利情况



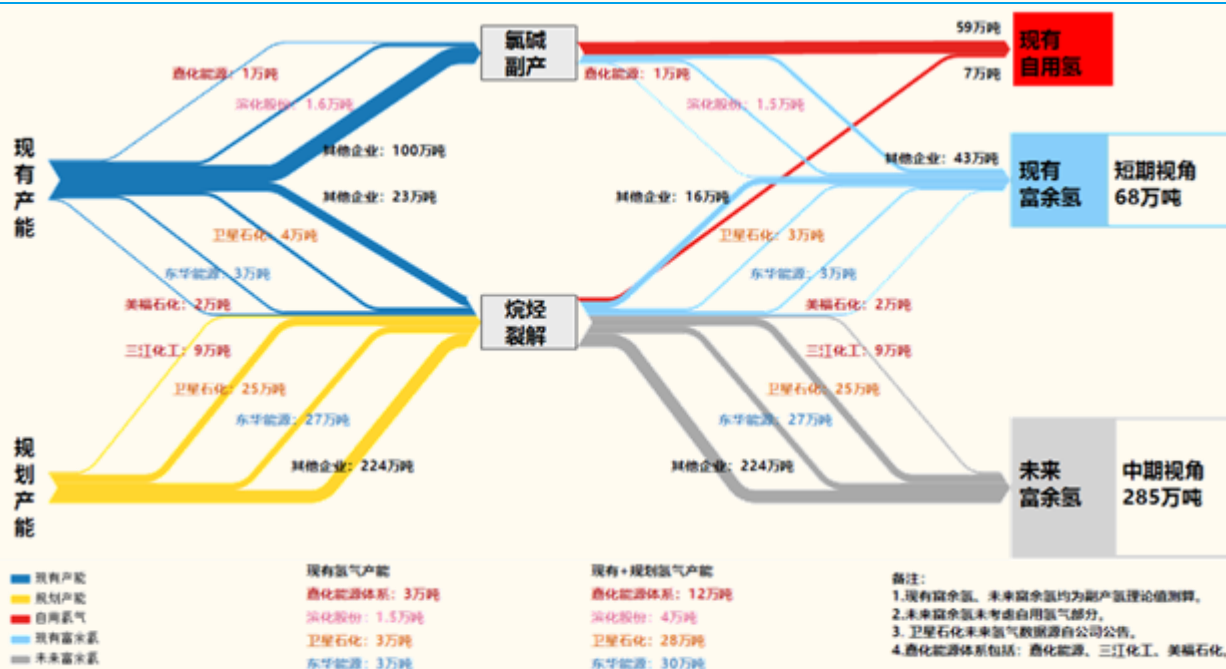
来源：公司公告，国金证券研究所

四、专注布局氢能上游，构建一体化发展链条

4.1、氢能发展初期，长三角一体化氢气企业最为受益

- 随着燃料电池产业的推进和以氢为核心的储能不断发展，氢气作为沟通交流、发电和储能三大领域的关键能源气体，重要性不断上升，未来地位有望与石化资源比肩，我们预计 2050 年市场价值将超万亿。
- 短期，由于氢气运输存在经济半径，而且现有工业氢品质与燃料电池用氢要求有所差异，区域内稳定、高质、低成本的副产氢是最佳来源。
- 中期，随着液氢技术成熟、供应体系完善，低成本成为企业竞争的关键。运输距离、运输规模、液化环节的低电价与低电耗、加氢站利用率都将影响成本。为了综合降低成本，一体化成为必须。

图表 20：副产氢是中短期最佳氢气来源

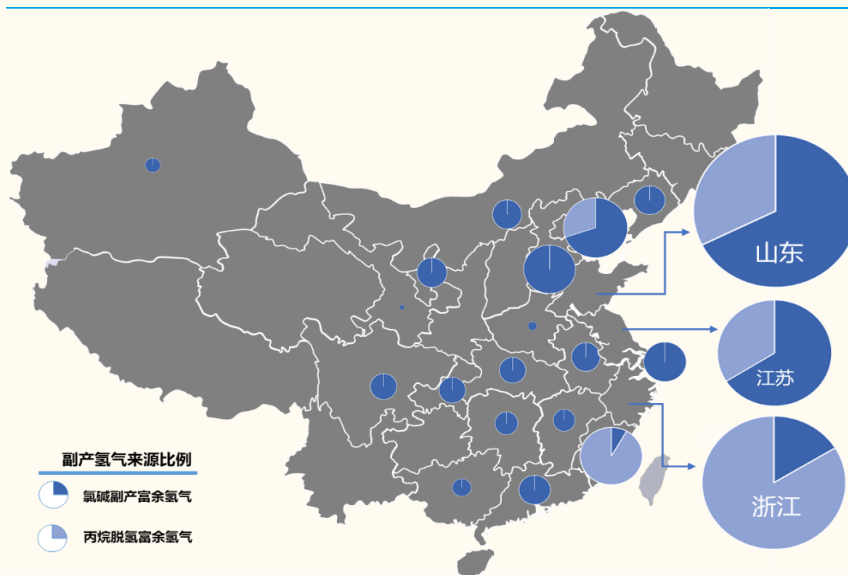


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 对于氢气企业，一体化以及区位优势是成败的关键。上游制氢、运氢、加氢要紧密一体化，以确保氢气供应、氢气品质与利润空间。上游气体企业与下游燃料电池制造和运营企业要松散一体化，以保证车有站、站有车，这对上下游均是很好的保障。

只有布局在燃料电池发展潜力大的区域才能实现氢气销售收入的快速增长。长三角地区受益于燃料电池制造基础良好、地方财政富裕、以及副产氢气供应充足，是目前最重要的市场，而珠三角和环渤海地区各有优劣，也是藏有潜力的区域。

图表 21：现阶段长三角副产氢丰富助力长三角发展



来源：公开资料，国金证券研究所

4.2、公司氢能领域优势突出，多方合作构建一体化发展链条

- **借助区位优势，快速进行有效布局。**在氢能发展初期，氢能运输仍主要以气氢拖车运输为主，运输距离相对有限，公司地处嘉兴，位于长三角经济发展的中心区域，有效辐射面积较大，在产业布局上具有极强的区位优势。而公司根据氢能的发展方向，已经初步形成了“浙江+江苏”的战略布局，公司成立了江苏嘉化，进行制运加氢一体化的产业布局，并参与浙江加氢站建设及一体化供应，以两个城市作为布局起点，快速拓展市场。

图表 22：长三角部分省市积极推进氢能利用

时间	地点	文件
2017.09	上海市	上海市燃料电池汽车发展规划
2018.03	苏州市	苏州市氢能产业发展指导意见（试行）
2018.03	宁波市	宁波市加快氢能产业发展的指导意见
2018.12	张家港	张家港市氢能产业发展三年行动计划（2018-2020 年）
2019.02	常熟市	常熟市氢燃料电池汽车产业发展规划
2019.04	浙江省	浙江省培育氢能产业发展的若干意见（征求意见稿）
2019.05	六安市	六安市关于大力支持氢燃料电池产业发展的意见

来源：地方政府官网，国金证券研究所

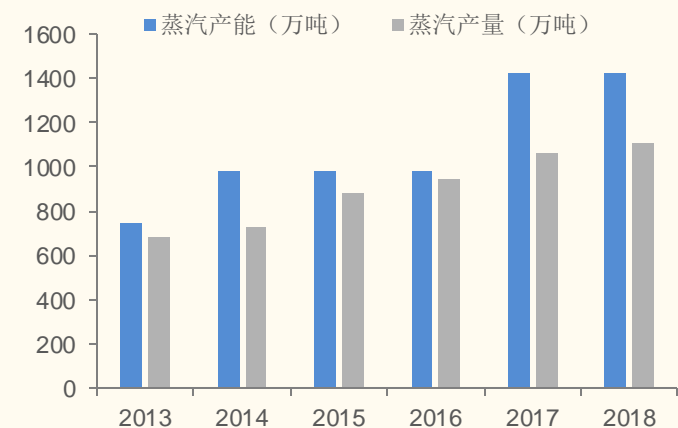
- **结合产业链布局氢能源业务，具有成本优势。**公司以氯碱副产氢气（杂质少）作为发展布局基础，而公司自身具有热电布局和液氮布局，能够有效降低氢气提纯及液化成本。同时公司自有氯碱副产氢约 1 万吨，关联公司三江化工（与嘉化实际控制人相同）、美福石化（公司实际控制人间接持股 83%）现有富裕副产氢约 2 万吨，规划的烷烃裂解项目副产氢达 9 万吨，氢产能充足，具有极强的产业布局的资源优势，将为未来的产业链规模化布局提供充足的氢能供给。
- **多方合作构建一体化氢能发展链条。**氢能发展初期，能够进行稳定、高品质的能源供应是进行快速市场拓展的关键，公司借助自身发展优势抓紧进行氢能布局的同时，也积极同多方伙伴合作进行产业链纵向一体化布局：
 - **与浙能合作建设氢液化工厂，落实氢能加工环节。**2019 年 7 月，嘉化能源同浙江省能源集团签订战略合作框架协议并合作建设氢液化工厂，公司租赁浙能氢能液化设备，以浙能的工艺和技术作为基础，利用其丰富的氢能资源，为浙能集团销售高品质液氢，从而实现了氢能的上游加工环节有效布局。
 - **携手加氢站装备龙头、系统领军企业，布局加氢站环节。**2019 年 4 月，嘉化能源和富瑞氢能、上海重塑投资成立江苏嘉化氢能，首期规划在张家港和常熟建设 3 座加氢站，以确保区域内合作方 200 辆燃料电池物流车的运营，实现了车站联动，未来三年还将计划在长三角地区建设不少于 50 座加氢站。
 - **与 AP 合作液氢项目，扩大营运范围。**2019 年 3 月，嘉化能源与三江化工、AP 全资子公司签署框架协议，拟利用嘉化能源、三江化工尾气氢资源投资氢能、液氢项目。AP 从 1993 年开始加氢站业务，是世界领先的氢气和液氢供应商，在全球运营加氢站项目超 250 个。此次合作借助 AP 的运营经验及公司的自身优势，有望大幅提升公司氢能业务的营运范围，扩大产业的发展空间。
 - **国开投私募基金入股，获得有效支持。**2019 年 4 月，嘉化能源与国投聚力签署战略合作协议，国投聚力拟成为嘉化能源战略股东，未来双方将在氢能源、页岩气分离等领域合作，国投聚力股东为国开投集团及各省国资委，政府背景资源丰富，目前国投聚力持股嘉化能源 2.16% 股权。2019 年 5 月，国投聚力董事长任职嘉化能源董事会副董事长。

五、业务多维发力，构筑企业未来发展

5.1、蒸汽业务稳定增长，氯碱布局形成闭环

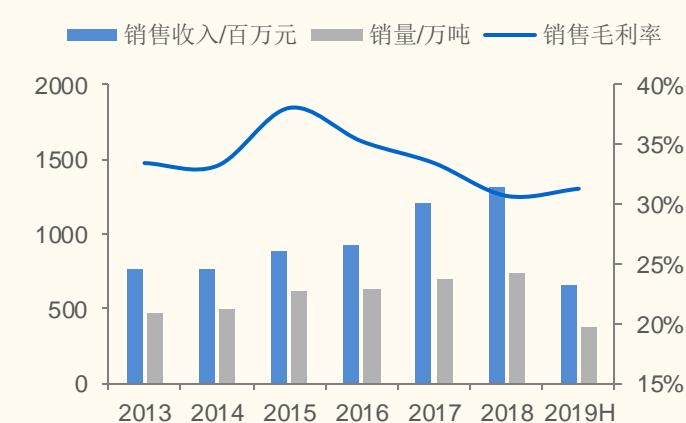
- **区域型热电供应企业，蒸汽业务稳定发展。**公司作为嘉兴市集中供热发展规划确定的热电供应企业，是嘉兴港区及海盐大桥新区东部工业企业唯一的一家供热企业。伴随着公司所在的嘉兴港区及临近的海盐经济开发区的快速发展，企业对于蒸汽的需求持续提升有效地带动了公司的蒸汽业务获得稳步增长，2013-2018 年的五年间，公司的蒸汽产量复合增速达到 10.2%。
- **热、煤联动定价机制，稳定产品盈利水平。**2008 年开始，嘉兴市物价局会根据市场煤价波动及周边县区蒸汽价格情况，每季公布一次 0.8 兆帕低压蒸汽建议价格，中高压蒸汽价格参照上述煤热联动价格机制的办法与蒸汽用户签订协议。通过热、煤联动定价机制，公司每个季度会根据煤价波动情况调整蒸汽价格，维持公司蒸汽业务盈利水平相对平稳。

图表 23：2013-2018 年公司蒸汽产能及产量变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：2012-2018 年公司蒸汽销量及营收



来源：公司公告，国金证券研究所

- **园区规划项目产能扩充，满足下游多维需求。**2015 年公司开始实施热电联产扩建项目，新建 3 台 450 吨/时高温高压循环流化床锅炉，并于 2019 年陆续建设完毕，同时公司还将开始新建一台 450 吨/时备炉，保证公司蒸汽产线高效持续运营，公司通过蒸汽产线的扩建、技改，对现有业务成本不断优化，构建低压、中压、次高压及高压各等级蒸汽生产的规模效应。

根据公司所在园区供热企业的规划，未来随着园区企业新建项目的落地，公司的蒸汽需求量仍将持续增长，带动公司的蒸汽业务稳中有升。

图表 25：公司蒸汽供应量未来仍将保持持续增长

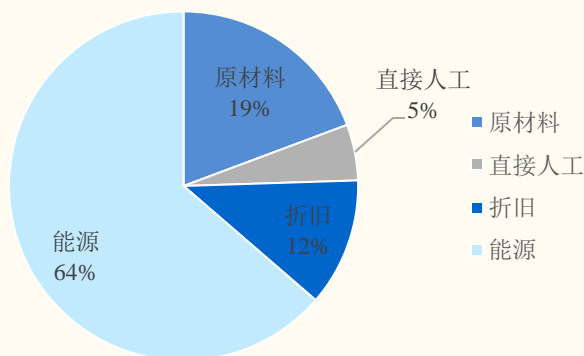
区域	年份	公司	需求 (万吨)
园区企业	2019 年	禾欣可乐丽超纤皮 (嘉兴)	10
		晓星化工 (嘉兴) 公司	10
		其他	10
		合计	30
	2020 年	嘉兴石化	50
		禾欣可乐丽超纤皮 (嘉兴)	20
		合计	70
嘉化能源	2019-2021 年	4000 吨/年 BA 项目并配套建设三氧化硫连续磺化技改项目	
		30 万吨/年二氯乙烷和氯乙烯项目	
		30 万吨/年功能性高分子材料项目	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **氯碱布局贴近终端市场，自供电有效管控成本。**经过多年发展，我国烧碱行业逐渐呈现“首尾”高度集中的行业格局，或是贴近能源布局，降低成

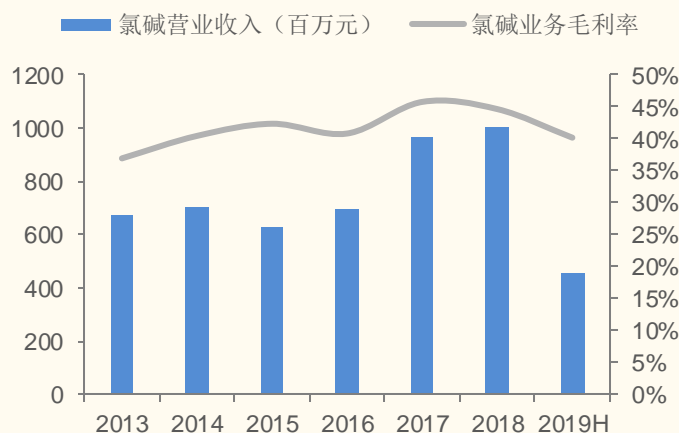
本，或是贴近终端布局掌控市场。烧碱在生产过程中需要大量耗能，单吨烧碱生产需耗电 2300-2400 千瓦时，约占生产成本 6 成以上。公司热电联产实现烧碱成本的合理管控；同时液碱作为液体危化品，运输半径较小，而片碱则需额外的加工成本，公司是浙北地区唯一的规模化烧碱生产企业，产品可以辐射嘉兴、宁波、苏州等地区，具有相对稳定的需求市场，一定程度平缓了产品盈利的周期波动。

图表 26：烧碱产品生产成本构成占比



来源：上市公司年报，国金证券研究所

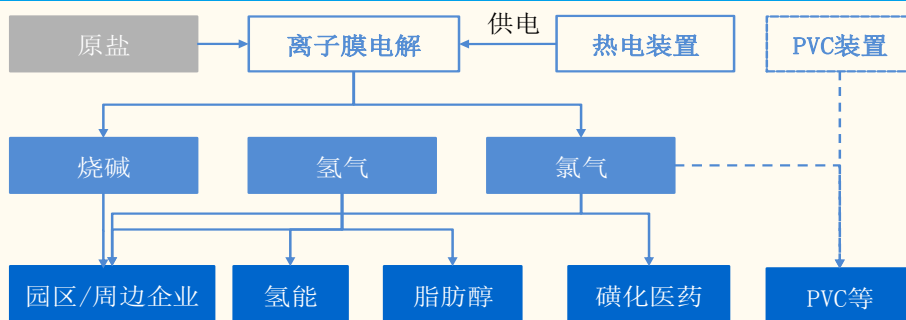
图表 27：公司氯碱业务营收及盈利变化（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

- **新建 PVC 产线与氯碱产线形成闭环，构建配套产业优势。**公司多年来持续进行烧碱产业的配套建设，副产氢气部分应用油脂化工业务，氯气部分供给磺化医药业务，但仍未实现副产产品全部充分利用。2018 年末，公司开始着手布局 30 万吨/年二氯乙烷和氯乙烯项目及 30 万吨/年功能性高分子材料项目，通过 PVC 等高分子材料的生产，实现了现有氯气的充分利用，解决氯气副产问题，既降低成本，保证氯碱产线的高效运行，同时通过 30 万吨/年二氯乙烷和氯乙烯项目，将进一步带动公司业绩增长。

图表 28：公司氯碱产业链进一步完善



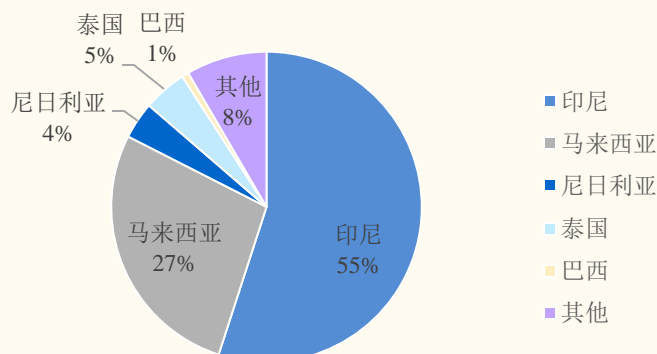
来源：公司公告，国金证券研究所

5.2、油脂化工产业格局持续改善，构建区域协同发展壁垒

- **行业格局持续优化，市场向规模化企业集中。**油脂化工主要对油脂进行延伸加工，受到“天然绿色”等理念影响，天然油脂衍生品逐步占据主导，采用棕榈油等作为原料。国内油脂化工行业受到原料采购，生产条件，生产工艺等多方因素影响，行业整逐步向浙江、广州等终端需求较高的地区集中，传统的小规模企业难以形成产业链配套优势和成本规模优势，盈利水平不足，逐渐开始退出行业竞争。而我国对环保安全重视程度不断提升，化工企业园区化集中持续推进，更是加速了小规模企业的逐步退出，行业格局不断优化，市场正逐步向规模化企业集中。
- **棕榈油供需反转，带动油脂加工行业的趋势性上行。**油脂化工主要采用棕榈（仁）油作为原料，而印尼、马来两国产量占据了全球产量的 84%，基本主导了原料行业的发展。由于今年的主要产地印尼及马来受到极端天气

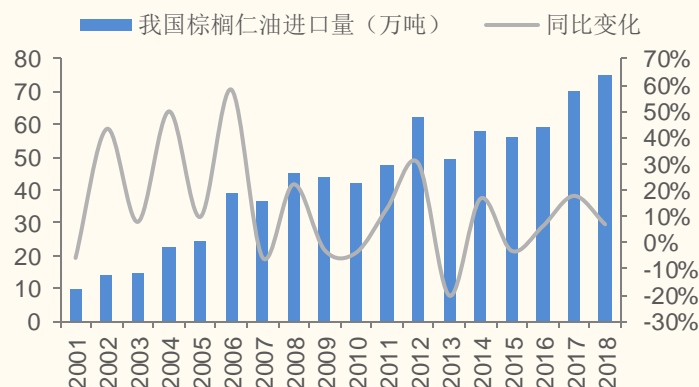
影响，棕榈油产量不达预期，同时印尼政府从 2020 年开始推行 B30 生物柴油强制掺混，将大幅带动棕榈油产品的下游需求，棕榈油市场供需格局迅速反转，产品加工逆转前期的趋势性下行，价格触底回升，带动油脂化工行业的趋势性上行。

图表 29：2018 年全球棕榈仁油产量分布情况



来源：美国农业部，国金证券研究所

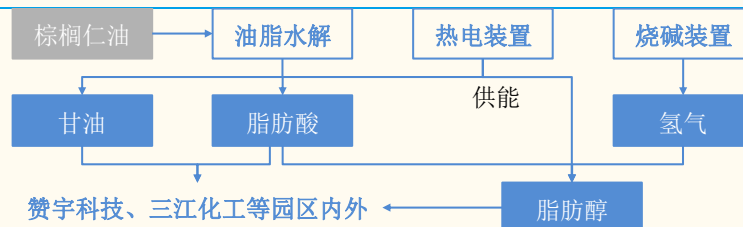
图表 30：我国棕榈仁油高度依赖进口（万吨）



来源：wind，国金证券研究所

- **产业链协同布局油脂化工业务，地理优势构建坚实发展基础。**2013 年公司在原有业务发展的基础上，结合公司的产业链协同优势及区位优势，布局了 20 万吨脂肪酸（醇）项目，公司采用意大利油脂化学技术，建造了国内单套规模最大的油脂化工生产系统，利用氯碱副产氢气进行脂肪醇等产品生产，通过规模化及原料自供节约生产成本；同时公司利用园区码头优势，方便原料进口，贴近下游需求市场，产品就近销售，有效节约原料及产品的运输成本，同时稳步下游需求市场，构建了成本和销售双重优势。

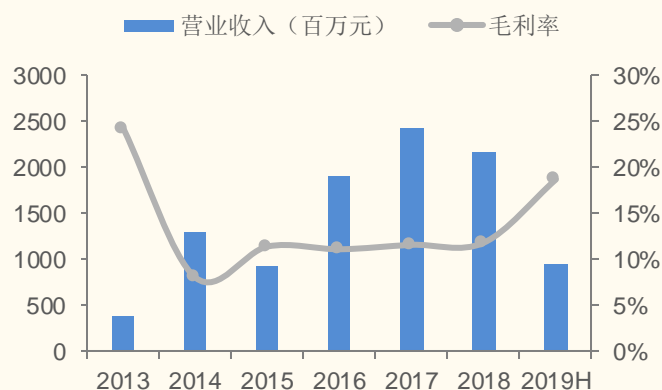
图表 31：公司油脂化工产业链布局



来源：公司公告，国金证券研究所

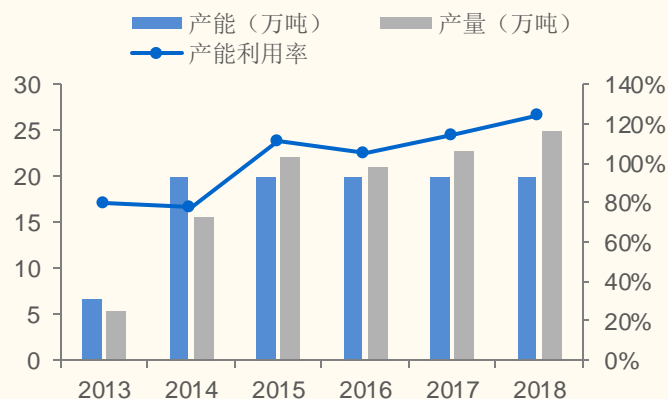
- **新项目扩展产品种类，多元化布局优化产品结构。**2016 年，公司在原有 20 万吨脂肪酸（醇）的产线基础上，布局了 16 万吨多品种脂肪醇（酸）产品项目作为延伸，在原有 C12-14 脂肪醇和 C6-8、C8-10、C16、C16-18 脂肪酸等常规品类基础上，扩展脂肪酸（醇）的产品种类，充分满足下游多元需求，持续提升产品附加值。叠加行业格局改善和原料的趋势性上行，公司的脂肪醇（酸）项目盈利大幅改善，2019 年前三季度，公司脂肪醇（酸）产品销售量较 2018 年同期增长 11.60%，产品毛利率大幅提升，带动公司业绩提升。

图表 32：公司油脂化工业务收入及盈利变化（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：公司油脂化工业务产量及开工情况



来源：公司公告，国金证券研究所

5.3、磺化医药、氢能业务双重驱动，拉动公司长效发展

- **磺化医药高盈利高成长，产能持续带动未来发展。**伴随研发难度的提升，投资回报率的下降，国际医化巨头持续进行制造环节转移，公司作为磺化产品中间体的主要供应商，在国内磺化医药系列产品领域市场占比达到 6 成，是国内最具规模，兼最具技术优势的中间体生产企业，将持续收益于国际巨头制造环节的产业转移。2019 年，公司通过 4000 吨/年 BA 项目并配套建设三氧化硫连续磺化技改项目将在布局下游高附加值产品的基础上，同步扩充上游产能 3 万吨，为未来磺化医药业务的发展提供产能空间。
- **伴随着公司下游布局的高附加值 BA 产品的投产，公司的磺化医药产品平均售价持续提升，在营业收入增长同时，产品盈利水平亦在不断提升，至 2019 年上半年，公司磺化医药业务营收已经达到 4.11 亿元，同比增长 123%，同时毛利率提升至 64.9%，未来随着上游产能的提升和 BA 高附加值产品的继续扩产，公司的磺化医药产品将大幅支撑公司的业绩快速提升，成为未来支撑公司长久发展的主力之一。**
- **氢能布局具备成本及区域优势。**公司具有氯碱产业基础，副产氢气除部分供给油脂化工和园区企业外，仍有大量氢气尚未利用。由于产品副产，公司氢气的生产成本极低，有望通过氢能布局迅速创造收益，公司自有氯碱副产氢约 1 万吨，关联公司三江化工（与嘉化实际控制人相同）、美福石化（公司实际控制人间接持股 83%）现有烷烃裂解副产氢约 2 万吨，规划的烷烃裂解项目副产氢达 9 万吨，氢产能充足，具有极强的产业布局优势。同时公司位于长三角经济发展的中心区域，有效辐射面积积极大，在产业布局上具有极强的区位优势，通过前期的浙江+江苏战略布局，公司成立了江苏嘉华，进行制运加氢一体化的产业布局，参与浙江加氢站建设及一体化供应。
- **多方合作，加速部署产氢、储氢、加氢等产业链重要环节。**公司携手加氢站装备龙头、系统领军企业富瑞氢能、上海重塑投资成立江苏嘉化氢能，布局加氢站环节，以常熟和张家港的 3 座加氢站为起点，迅速提升加氢站的建设；同时公司与浙能合作建设氢液化工厂，与 AP 合作液氢项目，进行液氢技术和产业的储备，对未来进一步扩展氢能发展空间打下基础。公司已经具备产氢的优势基础，通过产业链合作有望加速进行储氢、加氢等产业链布局，快速将公司闲置氢能资源进行高效利用，在未来带动公司业绩成长。

六、盈利预测及投资建议

- **公司园区一体化循环布局优势突出，在传统的蒸汽、氯碱、油脂化工、硫酸等业务领域具有产业链协同布局优势，借助成本、区域优势，公司有效减弱了相应领域的周期波动，为公司发展提供相对稳定的现金流；同时公司布局的磺化医药具有良好的市场前景，公司技术、规模领先，深度绑定下游客户，具有良好的成长性；氢能业务方面，公司具有工业副产氢气基**

础，产品成本低、供应量充足，具有地理优势，联通产业链相关企业，进行协同布局，长期将有望带动公司业绩成长。

■ 根据以上分析，我们针对公司各部分业务进行预测：

- **蒸汽**：蒸汽业务将跟随原料煤的价格调整，公司盈利水平相对稳定，蒸汽供应量将伴随园区需求逐步提升，预估未来两年将以 8% 的速度增长；
 - **氯碱**：今年烧碱产品历经较大价格波动，下半年产品价格位于相对低位，预测明年烧碱价格将为维持相对低位，较今年略有回升，2021 年 PVC 投产将带动业绩提升；
 - **油脂化工**：2019 年受益于行业格局好转和原料价格上行影响，产品盈利能力大幅提升，预期 2020 年，原料端仍将具有一定支撑，行业格局维持稳定，预期产品综合盈利略有下行，但是仍维持相对高位；
 - **硫酸**：今年硫酸原料硫磺价格持续下跌，公司布局产品部分供应高端电子级硫酸，产品价格下滑相对较弱，硫酸盈利空间提升，预期明年伴随着原料价格的逐步趋稳，硫酸的盈利将略有调整，但仍维持高位；
 - **磺化医药**：公司占据磺化医药主要市场，技术、规模优势领先，伴随下游医药、兽药、农药市场的持续扩展，业绩将持续快速成长，预期未来两年磺化医药业务将保持 10%、40% 的速度增长，产品盈利维持高位；
 - **其他业务**：基本维持相对平稳，暂未考虑公司氢能项目带来的业绩增长。
- 根据以上假设，预估公司 2019~2021 年营业收入为 54.43 亿元、54.61 亿元、73.59 亿元，归母净利润为 12.71 亿元、13.18 亿元、16.48 亿元，EPS 分别为 0.89 元、0.92 元、1.15 元。

图表 34：公司未来 3 年分产品盈利预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
蒸汽	产品销量（万吨）	637	698	745	821	886
	产品收入（百万元）	926	1209	1314	1420	1534
	同比增速		31%	9%	8%	8%
	产品毛利润（百万元）	327	404	403	454	491
	毛利率	35%	33%	31%	32%	32%
磺化医药	产品销量（万吨）	3.0	3.1	3.1	3.5	5.5
	产品收入（百万元）	322	349	525	829	1322
	同比增速		9%	50%	58%	45%
	产品毛利润（百万元）	157	171	315	530	833
	毛利率	49%	49%	60%	64%	63%
氯碱	产品销量（万吨）	58	60	63	63	84
	产品收入（百万元）	693	968	1001	880	2199
	同比增速		40%	3%	-12%	-7%
	产品毛利润（百万元）	860	1315	1496	343	336
	毛利率	41%	46%	45%	39%	41%
油脂化工	产品销量（万吨）	20	23	26	28	28
	产品收入（百万元）	1907	2441	2180	1863	1736
	同比增速		28%	-11%	-15%	-7%
	产品毛利润（百万元）	212	283	258	335	278
	毛利率	11%	12%	12%	18%	16%

硫酸	产品销量 (万吨)	22	22	19	18	18	18
	产品收入 (百万元)	53	69	97	94	86	81
	同比增速		29%	40%	-3%	-8%	-6%
	产品毛利润 (百万元)	14	25	31	33	28	26
	毛利率	26%	36%	32%	35%	32%	32%
光伏、装卸、氢气及其他	产品收入 (百万元)	602	540	487	463	488	488
	同比增速		-10%	-10%	-5%	5%	0%
	产品毛利润 (百万元)	261	284	261	250	277	277
	毛利率	43%	52%	54%	54%	57%	57%
总计	产品收入 (百万元)	4503	5576	5604	5443	5461	7359
	同比增速		24%	0%	-3%	0%	35%
	产品毛利润 (百万元)	1830	2481	2765	1905	1974	2518
	毛利率	41%	44%	49%	35%	36%	34%

来源: Wind, 国金证券研究所

- 嘉化能源借助园区一体化布局, 在蒸汽、氯碱、硫酸、油脂化工等领域稳步发展, 为公司发展提供稳定现金流, 同时公司布局的磺化医药业务具有高盈利、高成长性, 带动公司业绩提升, 因而我们采用分部估值法, 对比同行业估值给予提供现金流业务 12 倍 PE, 给予磺化医药业务 18.19 倍估值, 按照公司各部分业务的盈利贡献加权, 给予 2020 年公司整体 14 倍 PE, 对应目标价 12.88 元, 给予“增持”评级。

图表 35: 可比公司估值情况

上市公司	代码	当前股价	市值	PB	EPS			PE		
		(元)	(亿元)		2019(E)	2020	2021	2019(E)	2020	2021
三友化工	600409.SH	6.28	129.64	1.17	0.37	0.51	0.66	17.07	12.40	9.45
赞宇科技	002637.SZ	10.37	43.83	1.71	0.87	0.96	1.15	11.97	10.78	9.00
新疆天业	600075.SH	4.99	48.53	1.02	0.27	0.47	0.59	18.36	10.61	8.48
中泰化学	002092.SZ	6.80	145.96	0.77	0.26	0.47	0.66	26.30	14.46	10.31
行业均值								18.42	12.06	9.31
雅本化学	300261.SZ	4.25	40.94	2.12	0.11	0.25	0.31	38.43	17.24	13.82
联化科技	002250.SZ	16.59	153.27	2.56	0.43	0.63	0.80	38.83	26.40	20.68
中旗股份	300575.SZ	27.90	36.84	2.92	1.67	2.55	3.20	16.70	10.92	8.73
行业均值								31.32	18.19	14.41

来源: Wind, 国金证券研究所

七、风险提示

- 磺化医药及 PVC 等新项目建设不达预期风险;
- 烧碱、硫酸等传统化工产品价格波动风险;
- 磺化医药下游需求扩展不达预期, 业绩增长放缓风险;
- 氢能发展受政策影响较大, 政策变动亦将影响公司未来氢能布局进程和范围;
- 股权质押及解禁风险, 公司大股东未接触质押股份 2.87 亿股, 占公司总股本的 20%, 占其所持股份的 47.64%; 2020 年 7 月, 公司将有 1899.79 万股解禁, 占总股本的 1.33%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,503	5,576	5,604	5,443	5,461	7,359
增长率		23.8%	0.5%	-2.9%	0.3%	34.8%
主营业务成本	-3,250	-3,967	-3,888	-3,538	-3,487	-4,841
%销售收入	72.2%	71.1%	69.4%	65.0%	63.8%	65.8%
毛利	1,253	1,609	1,716	1,905	1,974	2,518
%销售收入	27.8%	28.9%	30.6%	35.0%	36.2%	34.2%
营业税金及附加	-25	-27	-26	-27	-27	-37
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-52	-80	-83	-73	-71	-96
%销售收入	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用	-218	-321	-128	-114	-112	-147
%销售收入	4.8%	5.8%	2.3%	2.1%	2.1%	2.0%
研发费用	0	0	-199	-201	-199	-269
%销售收入	0.0%	0.0%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	958	1,182	1,280	1,489	1,565	1,970
%销售收入	21.3%	21.2%	22.8%	27.4%	28.7%	26.8%
财务费用	-87	-1	-17	-28	-39	-56
%销售收入	1.9%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%
资产减值损失	3	-7	-1	0	0	0
公允价值变动收益	9	-9	0	-2	2	1
投资收益	8	-12	12	10	12	12
%税前利润	0.9%	n.a	0.9%	0.7%	0.8%	0.6%
营业利润	892	1,163	1,292	1,504	1,559	1,950
营业利润率	19.8%	20.9%	23.1%	27.6%	28.6%	26.5%
营业外收支	-6	-17	0	0	0	0
税前利润	885	1,147	1,292	1,504	1,559	1,950
利润率	19.7%	20.6%	23.1%	27.6%	28.6%	26.5%
所得税	-142	-175	-188	-233	-242	-302
所得税率	16.1%	15.3%	14.6%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	743	972	1,104	1,271	1,318	1,648
少数股东损益	3	3	4	0	0	0
归属于母公司的净利润	740	969	1,100	1,271	1,318	1,648
净利率	16.4%	17.4%	19.6%	23.4%	24.1%	22.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	740	969	1,104	1,271	1,318	1,648
少数股东损益	3	3	4	0	0	0
非现金支出	339	416	445	481	531	638
非经营收益	57	48	23	31	45	50
营运资金变动	169	-842	-832	-351	-85	-517
经营活动现金净流	1,305	590	740	1,431	1,809	1,818
资本开支	-688	-202	-333	-672	-1,474	-1,326
投资	-120	-424	-36	-102	-19	-32
其他	10	2	-25	10	12	12
投资活动现金净流	-799	-625	-394	-763	-1,481	-1,346
股权募资	0	1,798	1	-401	0	0
债权募资	-151	-760	55	258	172	398
其他	-232	-55	-1,149	-470	-556	-646
筹资活动现金净流	-384	984	-1,094	-612	-384	-248
现金净流量	123	949	-747	55	-56	224

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	618	1,432	686	741	685	910
应收账款	816	1,327	1,296	1,475	1,564	2,202
存货	334	314	364	485	478	663
其他流动资产	160	149	332	381	426	487
流动资产	1,927	3,222	2,678	3,082	3,153	4,262
%总资产	28.3%	37.3%	32.9%	35.0%	32.1%	36.5%
长期投资	29	54	66	115	136	169
固定资产	4,162	4,524	4,559	4,648	5,499	6,039
%总资产	61.1%	52.4%	55.9%	52.8%	56.0%	51.8%
无形资产	685	831	823	926	1,017	1,166
非流动资产	4,881	5,420	5,471	5,713	6,674	7,406
%总资产	71.7%	62.7%	67.1%	65.0%	67.9%	63.5%
资产总计	6,808	8,642	8,150	8,795	9,826	11,668
短期借款	904	139	173	428	599	997
应付款项	1,518	1,504	781	741	777	1,093
其他流动负债	71	186	200	187	192	244
流动负债	2,493	1,830	1,154	1,356	1,569	2,333
长期贷款	0	0	100	100	100	100
其他长期负债	334	330	337	340	342	344
负债	2,827	2,160	1,591	1,796	2,010	2,777
普通股股东权益	3,971	6,467	6,541	6,982	7,798	8,873
其中：股本	1,306	1,494	1,433	1,433	1,433	1,433
未分配利润	1,089	1,725	2,245	3,086	3,902	4,977
少数股东权益	9	15	18	18	18	18
负债股东权益合计	6,808	8,642	8,150	8,795	9,826	11,668

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.567	0.648	0.768	0.887	0.920	1.150
每股净资产	3.040	4.329	4.565	4.873	5.443	6.193
每股经营现金净流	0.999	0.395	0.516	0.999	1.262	1.269
每股股利	0.170	0.200	0.250	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	18.65%	14.98%	16.82%	18.21%	16.90%	18.57%
总资产收益率	10.88%	11.21%	13.50%	14.45%	13.41%	14.12%
投入资本收益率	15.47%	14.45%	15.31%	16.05%	14.98%	16.16%
增长率						
主营业务收入增长率	32.79%	23.82%	0.50%	-2.87%	0.33%	34.76%
EBIT增长率	17.21%	23.38%	8.32%	16.34%	5.09%	25.89%
净利润增长率	10.13%	30.80%	13.59%	15.55%	3.66%	25.05%
总资产增长率	15.84%	26.94%	-5.70%	7.92%	11.72%	18.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.3	28.0	29.8	40.0	42.0	43.0
存货周转天数	31.4	29.8	31.8	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	98.5	109.9	88.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	295.8	257.8	277.4	278.2	280.7	247.4
偿债能力						
净负债/股东权益	14.45%	-15.33%	-1.71%	0.53%	3.38%	4.91%
EBIT利息保障倍数	11.0	887.6	74.7	53.3	39.7	35.0
资产负债率	41.53%	24.99%	19.52%	20.42%	20.46%	23.80%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	3	4	5
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.20	1.17

来源：朝阳永续

单击此处输入文字。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

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。

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