

董事会换届落定，重申公司低估值属性 增持（维持）

2020 年 09 月 13 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,369	5,932	7,298	8,334
同比（%）	-4.2%	10.5%	23.0%	14.2%
归母净利润（百万元）	1,227	1,154	1,452	1,773
同比（%）	11.5%	-5.9%	25.7%	22.1%
每股收益（元/股）	0.86	0.81	1.01	1.24
P/E（倍）	13.78	14.64	11.65	9.54

事件

近日，公司改组董事会班子，选举韩建红女士为董事长，汪建平先生为总经理。

公司估值较低，增量产能释放在即，业绩增长可持续，更新各板块的经营情况如下。

投资要点

- **公司是一家优质的多元经营的能源化工企业：**公司以热力为核心，向园区内企业提供蒸汽，向内部企业提供电力和蒸汽。经过多年发展，初步形成氯碱、脂肪醇（酸）、磺化医药等几大业务板块。
- **公司是园区唯一蒸汽供应商：**公司作为嘉兴港乍浦经济开发区内唯一的蒸汽供应商，随园区的不断发展，热力业务仍有一定的成长性。公司的锅炉已实现超低排放，较少受到环保政策的冲击。
- **新建 30 万吨乙烯法 PVC，促进液氯平衡：**公司有 29.6 万吨的烧碱业务，烧碱业务景气较好，但是液氯一直难以平衡。公司抓住全球乙烯价格稳步向下的契机，扩建 30 万吨乙烯法 PVC，不仅实现了液氯的平衡，而且具备较强的盈利能力。
- **磺化医药系列成为公司发展新引擎：**传统的磺化工艺污染严重，公司创新性推出三氧化硫管式反应连续磺化，不仅物料消耗大大降低，工艺本征安全，而且能够调节对邻位的比例，增产高附加值的对位产品。公司扩建的 3 万吨对邻位和 4000 吨 BA 项目的投产带来高壁垒业务的持续增长。
- **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。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 2020-2022 年归母净利润分别为 11.54 亿元、14.52 亿元和 17.73 亿元，EPS 分别为 0.81 元、1.01 元和 1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 15X、12X 和 10X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**在建项目投产进度低于预期；氢燃料电池产业发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.80
一年最低/最高价	8.17/14.14
市净率(倍)	2.32
流通 A 股市值(百万元)	16906.22

基础数据

每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	16.39
总股本(百万股)	1432.73
流通 A 股(百万股)	1432.73

相关研究

1、《嘉化能源（600273）：磺化医药发展迅速，氢能业务打开成长空间》2019-10-10

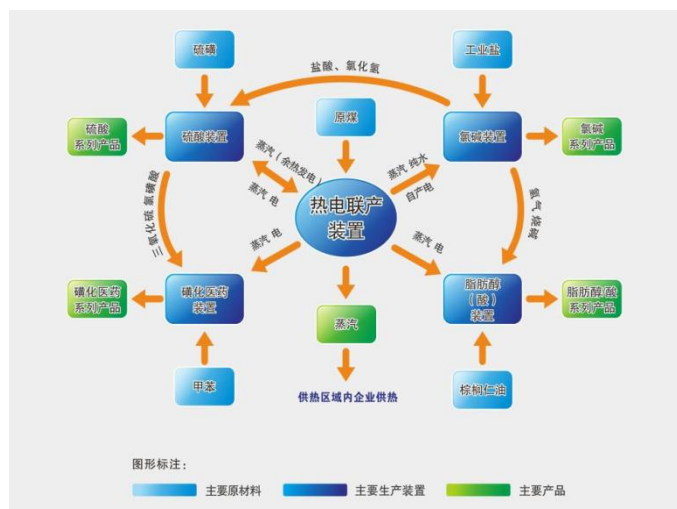
1. 依托热电联产打造循环经济产业链

1.1. 多元化布局循环经济，一核四翼打造循环经济产业链

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，通过并购重组进行相关多元发展。

目前，公司业务包含蒸汽、氯碱、脂肪醇、硫酸以及磺化医药系列产品，正在发展光伏及氢能、加氢设备的技术开发、技术服务等。

图 1：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

经过多年发展，嘉化能源初步形成以热电联产为龙头，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 2019 年底公司产品产能明细

产品	产能（万吨/年）	备注
脂肪醇（酸）	20 万吨/年	
烧碱（折百）	29.7 万吨/年	联产氯气 26 万吨/年
磺化医药	3 万吨/年邻对位 4000 吨/年 BA	3.8 万吨 TA 项目是对原磺化医药产品的延伸，产能口径仍以元 3 万吨计算
硫酸	30 万吨/年	

数据来源：公司年报，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。

1.1.1. 园区唯一蒸汽供应商

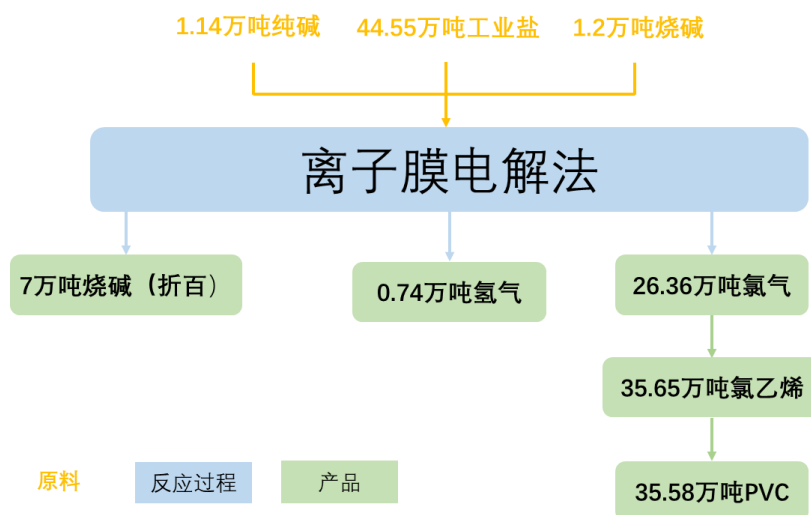
热电联产是公司业务的核心和源头，公司以煤炭为原料通过热电联产装置生产蒸汽和电力。一方面为园区内其他企业提供基础蒸汽，另一方面为公司的其他装置提供蒸汽和电力。

公司坐落于省级经济开发区——嘉兴港区乍浦经济开发区内，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业落户，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，蒸汽供应能力稳步提升。

公司目前有 29.7 万吨烧碱装置。公司发展烧碱业务的初衷在于平衡热电装置的电力，由于长三角的石化、印染等产业较为发达，烧碱需求旺盛，公司的产品主要以液碱外销。副产的液氯部分经由管道输送到园区内的其他企业，比如帝人化学等，部分槽车外运。副产的氢气通过管道输送至德山化工、合盛硅业等下游企业

建设 30 万吨乙烯法 PVC 项目，解决氯碱装置副产氯气平衡的问题：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）”循环经济产业链。一方面把握住全球乙烯价格中期下行的契机，一方面实现了园区内的液氯平衡。

图 2：公司 PVC 产业链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

1.1.2. 磺化医药业务具有较高的壁垒和较高的盈利

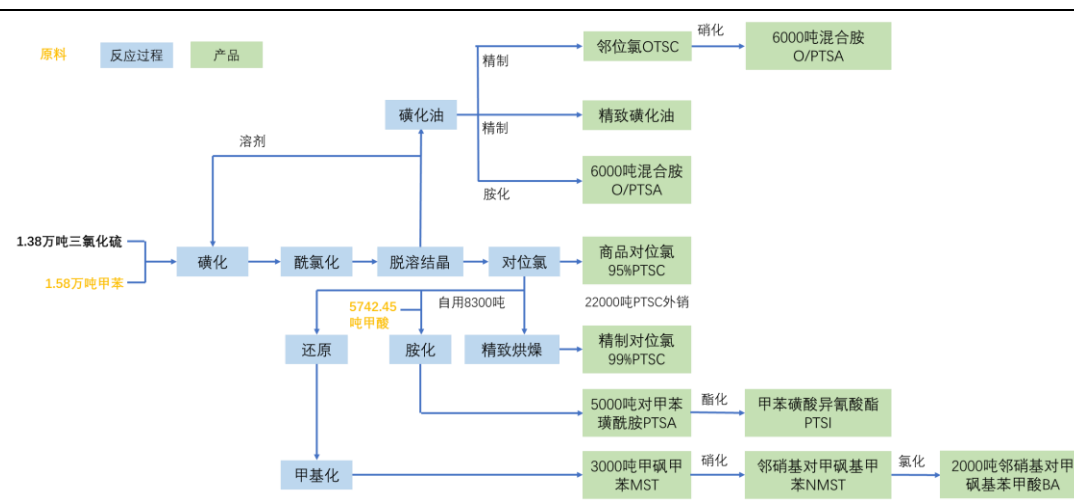
公司目前有 3 万吨的邻对位产能，并且向下游进行了产业延伸。19 年 3 月，公司公告，计划新增 3 万吨邻对位，同时扩建 4000 吨/年 BA 项目。

公司的磺化产品需要消耗液氯、硫酸等产品。依托技术创新，公司全球率先突破液体三氧化硫磺化技术的产业化以及实现了相关产品管道连续化反应，不仅物料大幅度降低，纯度大幅度提升。公司的技术优势还体现在公司的产品对邻位比例可调，可以多产高附加值的对位品种。

磺化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。由于下游的产品均为附加值较高，较为紧缺的产品，板块的毛利率一直稳定在 60% 左右。

考虑到当前监管政策的变化，19 年 11 月，公司公告，将磺化医药及配套业务重组合并至全资子公司浙江嘉福新材料科技有限公司经营，包括公司及浙江新晨化工有限公司的磺化医药及配套业务相关资产、负债及人员。将持有的嘉福新材料 100% 股权划转至浙江嘉化新材料有限公司，嘉福新材料将成为嘉化新材料全资子公司。

图 3：公司磺化医药产业链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

1.1.3. 脂肪醇（酸）业务景气向好

公司现有 20 万吨的脂肪醇/酸装置以及 16 万吨的脂肪酸深加工装置。公司的脂肪醇生产装置单套产能规模居国内第一，并且，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，成本优势较为明显。

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。

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。

供给端结构性过剩：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。

需求端稳步增长：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。

新冠疫情带动居民消费习惯发生变化，日化洗涤用品的需求同比增长明显，间接拉动脂肪醇/酸的需求向好。

表 2：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

1.1.4. 热电-氯碱-氢气

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。

氢气液化项目：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。

加氢站项目：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。

2. 盈利预测与估值

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.54 亿元、14.52 亿元和 17.73 亿元，EPS 分别为 0.81 元、1.01 元和 1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 15X、12X 和 10X，维持“增持”评级。

3. 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

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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,718	3,328	5,162	6,357	营业收入	5,369	5,932	7,298	8,334
现金	662	1,188	2,677	3,880	减:营业成本	3,503	4,098	5,028	5,654
应收账款	491	540	594	654	营业税金及附加	23	25	31	35
存货	670	539	945	724	营业费用	67	78	95	109
其他流动资产	894	1,060	946	1,100	管理费用	338	364	452	514
非流动资产	6,173	6,041	6,006	5,858	财务费用	19	15	-11	-56
长期股权投资	104	190	196	202	资产减值损失	7	0	0	0
固定资产	4,326	4,178	4,156	4,030	加:投资净收益	11	10	10	10
在建工程	532	450	415	374	其他收益	8	11	10	11
无形资产	382	404	426	454	营业利润	1,444	1,373	1,722	2,099
其他非流动资产	829	820	812	797	加:营业外净收支	-3	-9	-12	-12
资产总计	8,891	9,369	11,167	12,215	利润总额	1,441	1,364	1,710	2,086
流动负债	1,790	1,375	1,970	1,499	减:所得税费用	210	206	254	308
短期借款	397	397	397	397	少数股东损益	4	3	4	5
应付账款	580	580	580	580	归属母公司净利润	1,227	1,154	1,452	1,773
其他流动负债	813	398	993	522	EBIT	1,450	1,362	1,678	2,013
非流动负债	116	88	71	49	EBITDA	1,938	1,782	2,130	2,499
长期借款	75	48	30	8					
其他非流动负债	41	41	41	41	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,906	1,463	2,042	1,548	每股收益(元)	0.86	0.81	1.01	1.24
少数股东权益	20	23	28	33	每股净资产(元)	4.86	5.50	6.35	7.42
					发行在外股份(百万股)	1433	1433	1433	1433
归属母公司股东权益	6,965	7,883	9,098	10,634	ROIC(%)	19.2%	17.2%	22.2%	25.5%
负债和股东权益	8,891	9,369	11,167	12,215	ROE(%)	17.6%	14.6%	16.0%	16.7%
					毛利率(%)	34.8%	30.9%	31.1%	32.2%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	22.9%	19.5%	20.0%	21.3%
经营活动现金流	1,412	1,088	2,140	1,735	资产负债率(%)	21.4%	15.6%	18.3%	12.7%
投资活动现金流	-528	-278	-408	-329	收入增长率(%)	-4.2%	10.5%	23.0%	14.2%
筹资活动现金流	-912	-284	-242	-203	净利润增长率(%)	11.5%	-5.9%	25.7%	22.1%
现金净增加额	-23	525	1,489	1,203	P/E	13.78	14.64	11.65	9.54
折旧和摊销	488	420	452	487	P/B	2.43	2.14	1.86	1.59
资本开支	501	-217	-42	-154	EV/EBITDA	8.66	9.11	6.91	5.40
营运资本变动	-339	-495	251	-464					

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>