

# 嘉化能源 (600273.SH)

优于大市

国内脂肪醇龙头企业，热电联产成本优势显著

## 核心观点

**公司以热电联产为核心，生产销售蒸汽、脂肪醇、氯碱等产品。**嘉化能源成立于2003年，当前公司以热电联产为核心，生产销售脂肪醇（酸）、聚氯乙烯、蒸汽、氯碱、磺化医药以及硫酸等系列产品，此外还经营光伏发电、氢能以及港口码头装卸、仓储业务等。公司的产品广泛应用于日化、建筑、农业、化工、电子、汽车等多行业，下游客户包括巴斯夫、合盛硅业、赞宇科技、晓星集团等行业头部企业。公司现有产能为：脂肪醇（酸）20万吨、聚氯乙烯30万吨、硫酸30万吨、氯碱29.7万吨。

**以热电联产为基础，实现内外循环发展。**内循环层面，公司整合热电联产（自发电直供氯碱装置）、氯碱副产氢气用于脂肪醇生产、蒸汽内供等链条，大幅降低能源及氢气成本；外循环层面，作为嘉兴港区唯一蒸汽供热单位，与园区40余家企业（如赞宇科技、晓星集团等）形成“资源-产品-再生资源”产业链，提供蒸汽、液碱等产品并回收冷凝水，提升资源效率并稳定收益。

**氯碱板块兼具自备电成本与区域双重优势。**公司具备29.7万吨氯碱产能，为浙江区域唯一氯碱生产商，凭借嘉兴港区区位优势，与下游客户在园区内形成管道直供协同，有效节约物流成本。此外，公司具备的热电联产自发电设备供电成本远低于工业用电成本，氯碱生产成本有效大幅降低，公司氯碱板块盈利水平优秀。

**脂肪醇需求持续增长，公司市占率及盈利水平领先。**2024年我国脂肪醇表观需求量达104.62万吨，2021-2024年复合增速达6.01%，主要由于下游表活、日化等需求的持续增长，刚需属性较强。公司当前具有20万吨脂肪醇（酸）产能，预计2025年下半年将新增投产15万吨脂肪醇（酸）二期产能，公司将成为国内脂肪醇行业市占率最大的企业，市占率达30%以上。此外公司内循环可自供蒸汽、氢气，盈利能力远高于行业水平。

**重视股东回报，高股息与回购注销并重。**2019-2024年公司股利支付率分别为37.44%/42.86%/42.64%/65.41%/46.81%/53.72%，股息率中枢达5%。公司持续进行股票回购，2018年以来，公司总计回购股份1.86亿股，回购支付现金总额约16.19亿元，其中回购注销1.24亿股，约占公司目前总股份9.17%。此外2025年4月，公司发布新一轮回购计划，拟在12个月内以4-6亿元对公司股权进行回购，其中不高于500万股用于股权激励（不超过6005万元），其余股份用于减少注册资本，直接提升了股东持有的股票价值。截止至2025年8月2日，本轮回购已支付1.86亿元（不含交易费用）。按照wind一致预期2025年公司归母净利润11.56亿元，股利支付率50%，回购注销3.4-5.4亿元，公司市值123亿计算，当前公司实际股息率可达7.40%-9.02%。

**盈利预测与估值：**公司未来5年将实现脂肪醇二期与PVC二期的产能投放爬坡，蒸汽、氯碱长期稳步增长，公司分红加回购注销稳定推进，红利属性凸显。预计公司2025-2027年归母净利润11.6/12.8/14.1亿元（+19%/11%/10%），EPS分别为0.85/0.94/1.04元。通过多角度估值，预计公司合理估值10.2-11.31元，相对目前股价有13%-27%溢价，首次评级，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**环保政策的风险、安全生产的风险、原材料价格大幅波动的风险、关税及汇率变动的风险、新建产能投产不及预期的风险、产品价格及盈利能

## 公司研究 · 深度报告

### 基础化工 · 化学制品

**证券分析师：杨林**

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

**证券分析师：张歆钰**

021-60375408

zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980524080004

### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	10.20 - 11.31元
收盘价	8.91元
总市值/流通市值	12090/12090百万元
52周最高价/最低价	9.26/6.95元
近3个月日均成交额	120.88百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

力下滑的风险。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,774	9,153	10,857	11,589	12,479
(+/-%)	-23.7%	4.3%	18.6%	6.7%	7.7%
归母净利润(百万元)	1180	1008	1156	1280	1411
(+/-%)	-26.2%	-14.6%	14.7%	10.8%	10.2%
每股收益(元)	0.84	0.72	0.85	0.94	1.04
EBIT Margin	14.1%	12.1%	12.5%	12.7%	12.8%
净资产收益率 (ROE)	11.9%	10.0%	10.8%	11.3%	11.7%
市盈率 (PE)	10.6	12.3	10.5	9.5	8.6
EV/EBITDA	7.4	8.4	8.4	7.5	6.9
市净率 (PB)	1.27	1.23	1.13	1.07	1.01

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

<b>公司概况</b>	<b>6</b>
公司以热电联产为核心，生产销售蒸汽、脂肪醇、氯碱等产品	6
公司发展历程分为初创期、成长期、稳健发展期	7
公司股权结构稳定，注重股东回报，高分红与回购并重	7
研发投入较为稳定，技术创新巩固行业领先地位	9
<b>以热电联产为基础，实现内外循环发展</b>	<b>10</b>
嘉兴化工园区地理位置优越，化工产业布局清晰	10
依托热电联产，实现嘉兴港区内外经济循环发展	11
<b>氯碱板块兼具自备电成本与区域优势</b>	<b>15</b>
烧碱是重要的化工原料，氧化铝行业是烧碱主力下游行业	15
受双碳等政策限制，烧碱新增产能有限，下游氧化铝稳定运行	17
浙江区域烧碱产能有限，公司具备自发电成本优势	18
PVC 主要用于管材、地板等行业，盈利能力有限	19
<b>脂肪醇需求持续增长，公司市占率及盈利水平领先</b>	<b>21</b>
脂肪醇主要应用于表活、日化、医药、涂料等领域	21
脂肪醇价格与棕榈仁油价格高度相关，下游需求稳步增长	22
受棕榈仁油成本进口较高影响，脂肪醇主要依赖进口	25
公司脂肪醇市占率及盈利水平行业领先	26
<b>财务分析及同业比较</b>	<b>28</b>
脂肪醇（酸）/蒸汽/氯碱为公司利润主要来源，近年来盈利波动较小	28
公司利润率波动受磺化医药、PVC 影响，整体利润率行业领先	29
资本结构及偿债能力分析	30
经营效率分析	31
现金流量分析	31
<b>盈利预测</b>	<b>33</b>
假设前提	33
未来 3 年业绩预测	34
盈利预测情景分析	35
<b>估值与投资建议</b>	<b>36</b>
投资建议	38
<b>风险提示</b>	<b>39</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>42</b>

## 图表目录

图 1: 嘉化能源近年来收入结构 (亿元)	6
图 2: 嘉化能源近年来毛利润结构 (亿元)	6
图 3: 嘉化能源历史沿革	7
图 4: 嘉化能源股权结构	8
图 5: 公司股息及股息率情况 (右轴)	9
图 6: 公司现金分红金额及股利支付率情况 (右轴)	9
图 7: 嘉化能源技术人员规模及占比	9
图 8: 嘉化能源研发费用及研发费用率	9
图 9: 中国化工新材料 (嘉兴) 园区一小时经济圈	10
图 10: 嘉兴港区规上工业总产值 (亿元)	10
图 11: 热电联产产业链示意图	11
图 12: 公司内循环图	13
图 13: 嘉化能源脂肪醇板块价格 (元/吨) 及毛利率 (右轴)	13
图 14: 脂肪醇价格及毛利润 (元/吨), 毛利率 (右轴)	13
图 15: 嘉化能源氯碱价格及毛利率情况	13
图 16: 嘉化能源及其他公司氯碱板块毛利率情况	13
图 17: 公司外循环图: 蒸汽及化工品供应	14
图 18: 公司蒸汽销量 (万吨) 及同比变化情况	15
图 19: 公司蒸汽售价及蒸汽毛利润情况 (元/吨)	15
图 20: 烧碱生产工艺流程	16
图 21: 2024 年烧碱下游占比结构	16
图 22: 我国烧碱年度产能及增速 (右轴)	17
图 23: 我国烧碱月度开工率	17
图 24: 烧碱月度表观消费量 (千吨)	18
图 25: 烧碱成本构成	19
图 26: 嘉化能源与周边企业氯碱板块毛利率情况	19
图 27: 氯碱行业产业链	19
图 28: 2024 年 PVC 下游结构占比	20
图 29: 脂肪醇行业产业链结构示意图	22
图 30: 嘉化能源脂肪醇生产流程示意图	22
图 31: 2022-2025 年中国棕榈仁油年度进口量 (万吨)	23
图 32: 棕榈仁油日度国际均价与月度进口均价 (美元/吨)	23
图 33: 中国脂肪醇在产企业市占比 (%)	24
图 34: 中国市场棕榈仁油与脂肪醇国际均价 (美元/吨)	24
图 35: 2024 年脂肪醇下游需求占比结构	24
图 36: 中国非/阴离子表面活性剂表观消费量 (万吨)	25
图 37: 中国日用品类/化妆品类销售额同比增速 (%)	25

图 38: 2024 年同业收入净利率对比 .....	27
图 39: 各公司与脂肪醇有关的业务毛利率 .....	27
图 40: 嘉化能源近年来营收及增长情况 .....	28
图 41: 嘉化能源近年来归母净利润及增长情况 .....	28
图 42: 嘉化能源近年来脂肪醇（酸）单吨售价及成本 .....	28
图 43: 嘉化能源近年来聚氯乙烯单吨售价及成本 .....	28
图 44: 嘉化能源近年来蒸汽单吨售价及成本 .....	29
图 45: 嘉化能源近年来氯碱单吨售价及成本 .....	29
图 46: 嘉化能源近年来产品销量情况（万吨） .....	29
图 47: 嘉化能源近年来利润率情况 .....	29
图 48: 嘉化能源近年来分块毛利率情况 .....	29
图 49: 公司及可比公司毛利率 .....	30
图 50: 公司及可比公司净利率 .....	30
图 51: 公司及可比公司 ROE .....	30
图 52: 公司及可比公司期间费用率 .....	30
图 53: 公司及可比公司负债情况（%） .....	31
图 54: 公司及可比公司流动比率 .....	31
图 55: 公司及可比公司资产周转率情况 .....	31
图 56: 公司及可比公司存货周转率情况 .....	31
图 57: 公司及可比公司应收账款周转率情况 .....	31
图 58: 嘉化能源现金流情况 .....	32
表 1: 公司主要产品介绍 .....	6
表 2: 公司主要高管情况 .....	8
表 3: 中国化工新材料（嘉兴）园区“八链”空间布局规划 .....	11
表 4: 热电联产相关政策情况 .....	12
表 5: 中国烧碱产品分类 .....	16
表 6: 2025 年计划新增烧碱产能 .....	17
表 7: 浙江区域现有烧碱产能情况 .....	18
表 8: 2025 年拟投产 PVC 产能 .....	21
表 9: 中国脂肪醇在产企业 .....	23
表 10: 脂肪醇供需情况 .....	25
表 11: 公司主营业务拆分（亿元） .....	34
表 12: 未来 3 年盈利预测表 .....	35
表 13: 情景分析（乐观、中性、悲观） .....	35
表 14: 公司盈利预测假设条件（%） .....	36
表 15: 资本成本假设 .....	36
表 16: 嘉化能源 DDM 估值表 .....	36
表 17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） .....	37
表 18: 同类公司估值比较 .....	38

## 公司概况

### 公司以热电联产为核心，生产销售蒸汽、脂肪醇、氯碱等产品

嘉化能源成立于 2003 年，公司以热电联产为核心，生产销售脂肪醇（酸）、聚氯乙烯、蒸汽、氯碱、磺化医药以及硫酸等产品，此外还经营光伏发电、氢能以及港口码头装卸仓储业务等。公司产品广泛应用于日化、建筑、化工、电子等行业，下游客户包括巴斯夫、合盛硅业、赞宇科技、晓星集团等行业头部企业。公司现有产能为：脂肪醇（酸）20 万吨、聚氯乙烯 30 万吨、硫酸 30 万吨、氯碱 29.7 万吨，在建产能包括 15 万吨脂肪醇（酸）、30 万吨聚氯乙烯。

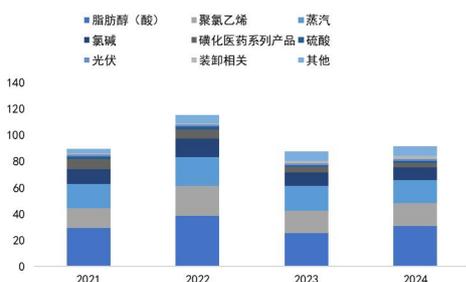
表1: 公司主要产品介绍

产品名称	主要特征	现有产能	在建产能
脂肪醇(酸)	脂肪醇具有两亲性，分子中同时存在疏水碳链和亲水羟基，但纯脂肪醇在水中的溶解度极低，需通过化学改性（如磺化）提升亲水性以形成表面活性剂。广泛用于日化洗涤、润滑油添加剂、医药、皮革制造、食品、饲料、涂料等领域。	20 万吨	15 万吨
聚氯乙烯	PVC 为无定形结构的白色粉末，具有较高的结晶度，电绝缘性优良，耐化学腐蚀性强，光稳定性差，长期暴露于紫外线或氧气中会老化变脆。下游领域覆盖了建筑、包装、工业等几乎所有领域，并持续向高性能、环保化方向发展。	30 万吨	30 万吨
蒸汽	蒸汽可处于液态、气态或两相混合状态。在固定压力下，温度随比容增大而降低；密度与比容呈反比关系，比容增大时密度减小。蒸汽物理性质由其状态、热参数及相变特性共同决定，适用于高效热能转换和动力系统。常用于化工、石油加工等领域，提供高温高压热源，加速反应或维持工艺温度。	-	-
氯碱	氯碱通常指含有氯离子和碱性离子的化合物，主要成分为氢氧化钠和氯化钠，二者常以混合物形式存在。氯碱的物理性质由其组成离子决定，主要表现为固体易潮解、溶解性差异显著、密度和熔沸点差异较大，以及不同形态下气味和物理状态的多样性。下游应用覆盖氧化铝、轻工、纺织、石油化工、造纸、建材及冶金等多个领域。	29.7 万吨	-
磺化医药系列产品	磺化产品主要分为均-三甲苯、十二烷基苯磺酸、LAS 直链烷基磺酸钠盐、萘胺-1,5-二磺酸四类，性质与其分子结构、官能团及合成工艺密切相关，例如均-三甲苯为透明液体且易溶于有机溶剂，而 LAS 盐为粉末且对环境有害。磺化产品凭借其化学改性能力在表面活性剂、染料、医药、农药及石油等多个领域发挥重要作用。	6 万吨	-
硫酸	纯硫酸为无色、粘稠的油状液体，具有强腐蚀性，不易挥发。以高沸点、强腐蚀性、高溶解性和粘度为显著特征，其沸点与浓度密切相关，且物理性质对工业应用（如干燥、输送）有重要影响。硫酸的下游用途可分为化肥和工业两大领域，如生产硫酸铵等肥料、氯化化工产品生产等。	30 万吨	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

当前公司营收及利润主要由脂肪醇（酸）、蒸汽、氯碱贡献。2024 年公司脂肪醇（酸）/聚氯乙烯/蒸汽/氯碱的营收占比分别为 34%/19%/19%/10%，毛利润占比分别为 26%/-3%/28%/32%，毛利率分别为 13%/-3%/26%/53%。其中蒸汽、氯碱业务具备政策壁垒与所在区域优势，产品供需格局较好，产品价格主要受原料价格影响，价格传导顺畅，盈利能力稳定；脂肪醇价格与棕榈仁油相关度较高，利润率水平略有波动，但公司具备较强的成本优势与规模优势，盈利水平行业领先。

图1: 嘉化能源近年来收入结构（亿元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图2: 嘉化能源近年来毛利润结构（亿元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 公司发展历程分为初创期、成长期、稳健发展期

**2003-2014年，初创期：**公司成立于2003年1月20日，前身为浙江嘉化实业股份有限公司，业务聚焦蒸汽供热及基础化工产品等。2011年5月11日，公司整体变更为“浙江嘉化能源化工股份有限公司”，利用自身优势逐步发展，拓展了脂肪醇（酸）、氯碱、磺化医药、硫酸等系列产品。

**2014-2020年，成长期：**2014年公司借壳华芳纺织股份有限公司实现上市，公司充分发挥资源协同优势，打造了以热电联产为枢纽，基础化工、新材料和氢能产业协同发展的循环经济模式。2015年，公司完成了对美福码头的100%股权收购，新增码头仓储业务；2016年，公司开始以园区为主体，推动生产要素向园区集聚；2017年，由于国家对散乱污企业的关停和整治，公司磺化医药系列产品（含邻对位系列产品）等产业链作为行业龙头地位优势得到发挥；2018年，公司已实现超低排放；至2020年，公司已实现以热电联产为核心的循环经济产业链，经营蒸汽、脂肪醇（酸）、磺化医药系列产品和氯碱、硫酸等产品，并凭借化工园区内产业链配套条件，与众多知名化工企业进行深度合作，形成了“资源—产品—再生资源”的良性循环产业链。

**2020年至今，稳健发展期：**2021年以来，公司大型投资项目聚焦主营业务，营收稳定增长，分红比例较高且稳定，公司进入稳健发展阶段。2023年，公司根据下游需求拟投建15万吨脂肪醇二期项目及30万吨PVC二期项目；当前项目处于投建阶段，公司将视下游需求适时推进产能落地。此外，公司积极响应国家十四五现代能源体系规划，公司稳健运营光伏、氢能等清洁能源业务，探索绿色储能等前瞻性领域。光伏产业装机量保持稳定运行，氢能产业及氢能装备业务有序运营，公司绿色能源产业持续助力绿色低碳经济。

图3：嘉化能源历史沿革

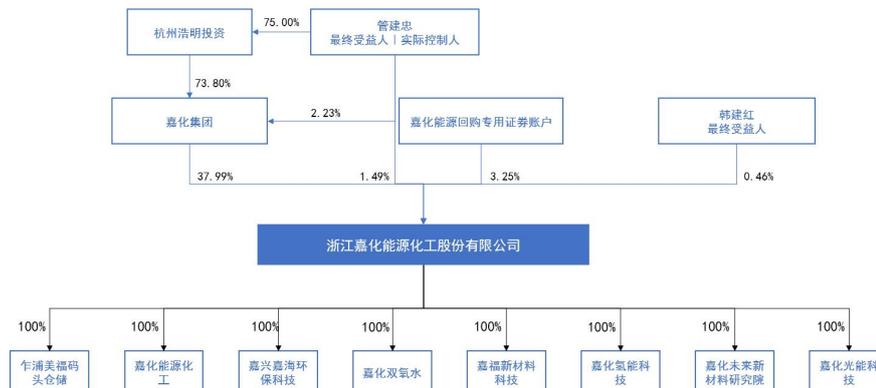


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 公司股权结构稳定，注重股东回报，高分红与回购并重

公司为民营企业，控股股东为嘉化集团。公司董事长韩建红女士直接持有公司0.46%的股权。公司实际控制人为管建忠先生，管建忠先生与韩建红女士为夫妻关系，管建忠先生通过直接与间接合计持股比例达23.36%，股权集中度较高，股权结构清晰稳定。

图4：嘉化能源股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司管理骨干拥有深厚的实战运营管理经验。董事长韩建红女士自 2010 年起出任执行董事，为集团创始人之一，自 2020 年起担任公司董事会主席，亦担任集团旗下数家附属公司董事，在化工行业积逾 20 年经验；董事王宏亮先生于 2014 年加入浙江嘉化能源股份有限公司，曾任副总经理助理、总工程师等；沈高庆先生 2014 年进入嘉化能源，曾任副总经理，目前担任公司战略委员会委员、总经理、法定代表人、董事；王敏娟女士 2020 年进入嘉化能源，目前担任公司副总经理、董事。

表2：公司主要高管情况

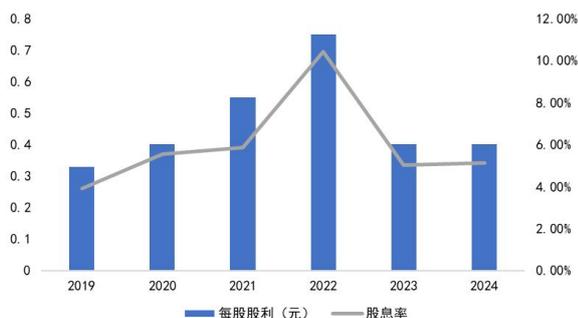
公司高管	职务	履历	出身
韩建红	董事长、董事	1973 年生，大专学历。2007 年至今任三江化工有限公司董事长；2020 年至今任中国三江精细化工有限公司执行董事；2020-2022 年任嘉化能源战略委员会主任；2020-2024 年任嘉化能源法定代表人。现任公司提名委员会委员、战略委员会委员、薪酬与考核委员会委员、战略委员会主任、董事、董事长。同时担任中国三江精细化工有限公司薪酬委员会成员、提名委员会主席、执行董事、董事会主席。	管理
王宏亮	董事、副总经理	1973 年生，化学工程硕士，正高级工程师。2014-2019 年任嘉化能源副总经理；2017-2020 年任嘉化能源战略委员会委员；2021-2023 年任嘉化能源副总经理。现任浙江嘉福供应链有限公司执行董事，浙江嘉化能源化工股份有限公司董事兼副总经理，浙江嘉化氢能新能源科技有限公司董事长等职务。	技术
沈高庆	董事、总经理、总工程师	1967 年生，本科学历。2014-2023 年任嘉化能源副总经理。现任浙江嘉化能源化工股份有限公司董事兼总经理兼总工程师，浙江嘉兴嘉海环保科技有限公司执行董事，嘉兴兴港热网有限公司董事，江苏嘉化氢能科技有限公司董事，浙江嘉化双氧水有限公司执行董事等职务。	技术
王敏娟	董事、副总经理	1976 年生，本科学历。历任浙江嘉化能源化工股份有限公司市场部经理，市场营销部经理，总经理助理；现任浙江嘉化能源化工股份有限公司副总经理，浙江新晨化工有限公司执行董事兼总经理，浙江嘉兴嘉海环保科技有限公司总经理，浙江嘉化能源供应链有限公司总经理，浙江联运化工有限公司执行董事。	销售
管思怡	董事	1997 年生，本科学历。2020 年至今担任浙江嘉化能源化工股份有限公司董事；2023 年至今担任浙江嘉化能源化工股份有限公司审计委员会委员。	管理
林传克	董事、副总经理	1982 年生，本科学历，高级工程师。历任浙江嘉化能源化工股份有限公司制造部经理，新材料厂厂长，总经理助理，高分子装置经理，生产总监等职。现任浙江嘉化能源化工股份有限公司生产副总经理、董事。	技术
王庆营	董事会秘书	1982 年生，本科学历。曾任东吴期货有限公司业务经理；苏州东山精密制造股份有限公司董秘助理；金陵华软科技股份有限公司证券事务代表，法务部经理，苏州神元生物科技股份有限公司董事；钢网网电子商务(上海)有限公司董事会秘书，投融资总监；江苏常铝铝业集团股份有限公司副总裁，董事会秘书。现任浙江嘉化能源化工股份有限公司董事会秘书。	管理

资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

公司长期以来实行较高分红方案，分红与回购并重。2019-2024 年公司每股股利分别为 0.33/0.4/0.55/0.75/0.4/0.4 元；按照该年度最后一个交易日收盘价计算的股息率分别为 3.90%/5.55%/5.84%/10.42%/5.03%/5.13%；股利支付率分别为 37.44%/42.86%/42.64%/65.41%/46.81%/53.72%。公司高股利支付率以及高股息率体现了公司对股东回报的高度重视。此外，公司持续进行股票回购，2018 年以来，公司总计回购股份 1.86 亿股，回购支付现金总额约 16.19 亿元，其中回购注销 1.24 亿股，约占公司目前总股份 9.17%。此外 2025 年 4 月，公司发布新一轮回购

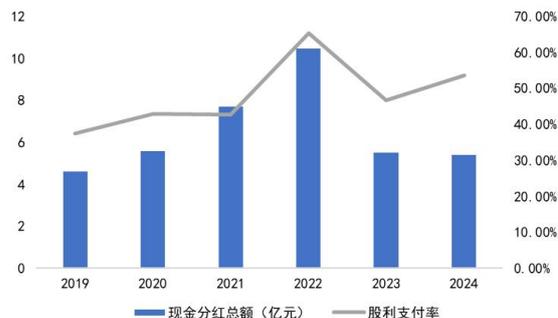
计划，拟在 12 个月内以 4-6 亿元对公司股权进行回购，其中不高于 500 万股用于股权激励（不超过 6005 万元），其余股份用于减少注册资本，直接提升了股东持有的股票价值。截止至 2025 年 8 月 2 日，本轮回购已支付 1.86 亿元（不含交易费用）。若按照 wind 一致预期 2025 年公司归母净利润 11.56 亿元，股利支付率 50%，回购注销 3.4-5.4 亿元，公司市值 123 亿计算，当前公司实际股息率可达 7.40%-9.02%。

图5: 公司股息及股息率情况（右轴）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金分红金额及股利支付率情况（右轴）

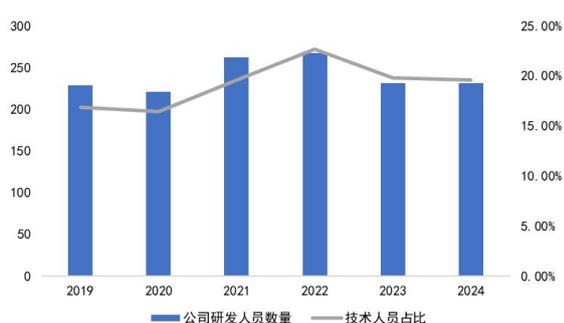


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 研发投入较为稳定，技术创新巩固行业领先地位

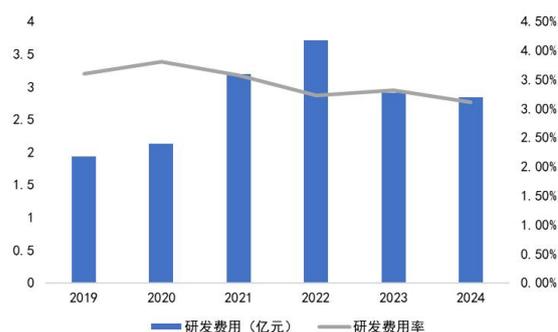
嘉化能源研发费用长期稳定在 3 亿元左右，研发费用率约为 3%。公司自创立以来非常重视技术创新和技术研发力度，公司创新体系不断得到提升，通过技术创新建立差异化优势，持续巩固行业领先地位。公司持续优化人才梯队结构，截至 2024 年末，公司共有研发人员 231 名，占总员工比例为 19.61%，核心研发团队成功入选 2024 年浙江省高新技术创新能力 500 强榜单。

图7: 嘉化能源技术人员规模及占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8: 嘉化能源研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司自主创新能力突出，获得多项专利授权和技术认证奖项。2024 年，公司新增申请专利 24 项，获得授权专利 17 项，累计授权专利 120 项，其中累计授权发浙江嘉化能源化工股份有限公司 2024 年年度报告明专利 32 项。公司深度参与国家标准化体系建设，主导及参与制定《天然脂肪醇》《工业对甲苯磺酰氯》《工业硬脂酸》《工业氯磺酸》《工业用液氯》《气体分析道路车辆用质子交换膜燃料电池氢燃料分析方法的确认》等国家及行业标准。此外，公司与清华长三角研究

院联合申报的浙江省氢能装备制造业创新中心已进入省级培育名单，为产业升级注入了新动能。

## 以热电联产为基础，实现内外循环发展

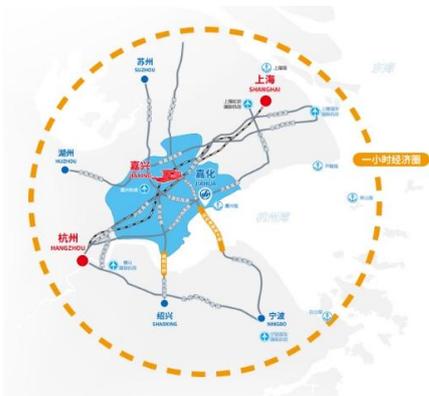
### 嘉兴化工园区地理位置优越，化工产业布局清晰

嘉化能源坐落于省级经济开发区——嘉兴港区乍浦经济开发区内，园区地处上海南翼，杭州湾跨海大桥北端，与上海、杭州、苏州、宁波（74海里）距离都在100公里左右。园区于2001年被列为浙江省级化工园区，是浙江省重点发展的三个化工园区之一，规划面积10平方公里，截至目前已开发面积约6平方公里。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。经过多年的培育和发展，乍浦经济开发区化工新材料产业发展水平不断提升，目前已成为区域内第一大支柱产业，形成了工程塑料、特种化学品、硅材料、合成化学纤维、合成橡胶以及精细化工的六大循环经济产业链。

嘉兴化工园区以产业集聚发展为导向，依托园区内各大功能板块，发挥龙头企业辐射引领作用，着力构建化工新材料“一核一廊八链三板块”空间布局。其中“八链”包括：（1）工程塑料以帝人、美福石化、鸿基石化等企业为主导，打造世界级工程塑料产业基地；（2）合成橡胶以信汇合成、赞昇等企业为主导，打造世界级卤化丁基橡胶和高性能特种橡胶产业基地；（3）硅材料以合盛硅业、德山化工、联合化学等企业为主导，打造硅-有机硅-硅材料上中下游集聚的产业链集群；（4）合成化学纤维以晓星化工、嘉兴石化等企业为主导，打造产业基地；（5）环氧乙烷以兴兴新能源、三江化工、嘉化脂肪醇等企业为主导，打造环氧乙烷及延伸加工功能性表面活性剂等产业基地；（6）精细化学品以巴斯夫、壳牌化工、传化新材料、赛铬能源等企业为主导，继续扩大产业规模，提高产业集聚度；（7）高性能特种新材料以嘉兴瑞华泰、嘉兴金门量子等企业为主导，向下游光电材料、石墨烯材料等延伸；（8）氢能产业依托以浙江华泓为主的9家企业产生的工业副产氢气发展氢能产业，推进浙江氢能示范区的建设，打造“中国氢港”。

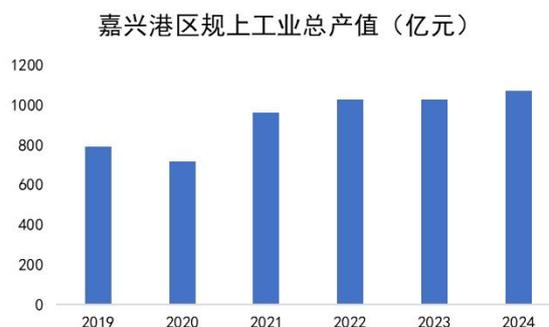
2024年，全区实现地区生产总值226亿元，规上工业总产值1069.6亿元，规上工业增加值137.2亿元，一般公共预算收入14.6亿元。

图9：中国化工新材料（嘉兴）园区一小时经济圈



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图10：嘉兴港区规上工业总产值（亿元）



资料来源：嘉兴港区管理委员会官网、国信证券经济研究所整理

表3: 中国化工新材料（嘉兴）园区“八链”空间布局规划

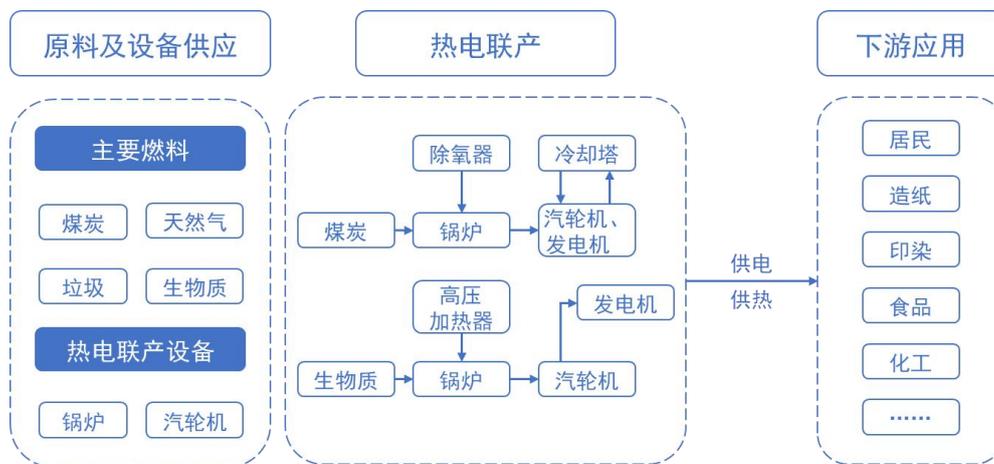
主要方向	主要公司	定位
工程塑料	日本帝人、美福石化、鸿基石化等	世界级工程塑料产业基地
合成橡胶	信汇合成、赞晟材料等	世界级卤化丁基橡胶和高性能特种橡胶产业基地
硅材料	合盛硅业、德山化工、联合化学等	硅-有机硅-硅材料上中下游集聚的产业链集群
合成化学纤维	晓星化工、嘉兴石化等	产业基地
环氧乙烷	兴兴新能源、三江化工、嘉化脂肪醇等	环氧乙烷及延伸加工功能性表面活性剂等产业基地
精细化学品	巴斯夫、壳牌化工、传话新材料、赛铬能源等	扩大产业规模，提升产业集聚度
高性能特种新材料	嘉兴瑞华泰、嘉兴金门量子等	向下游光电材料、石墨烯材料延伸
氢能产业	浙江华泓等	浙江氢能示范区建设。打造“中国氢港”

资料来源：浙江开发区官网、国信证券经济研究所整理

### 依托热电联产，实现嘉兴港区内外经济循环发展

热电联产（Combined Heat and Power, CHP）是一种同时生成电力和热能的系统，能显著提升能源利用效率。通过一体化生产过程，将燃料（如煤炭）燃烧产生的热能同时用于发电和供应蒸汽或热水，减少能源浪费。热电联产行业上游主要包括燃料（如煤炭、天然气、生物质等）和相关设备（如锅炉、汽轮机等）的供应；中游是热电联产的生产过程，利用燃料和设备生产电力和蒸汽；下游是热电联产产品的应用领域，包括居民供电供热、印染、造纸、食品、医药、化工等多个行业。

图11: 热电联产产业链示意图



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

热电联产呈现较为明显的区域性分布特点，受政策限制，具备较高竞争壁垒。热电联产主要遵循“以热定电”原则，各地根据实际情况制定当地的城市供热规划和热电联产规划，划分集中供热区域，确定热源点的供热范围。为了避免资源浪费，政府不提倡在同一区域重复建设多个热源。因此，早期布局企业在自身供热区域内形成了排他性优势，竞争压力较小。2007年我国发改委、建设部发布《热电联产和煤矸石综合利用发电项目建设管理暂行规定》，指出需规范热电联产项目建设管理，明确“集中供热、高效节能、环保优先”原则；以蒸汽为供热介质的一般按8公里考虑，在8公里范围内不重复规划建设此类热电项目。2016年国家发改委、能源局等部门发布《热电联产管理办法》，指出以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

设热源点。2024 年，国家发改委、能源局发布《煤电低碳化改造建设行动方案（2024-2027 年）》，要求 30 万千瓦及以上热电联产机组供热半径 15 公里范围内关停低效锅炉，强化区域集中供热。受政策限制，热电联产项目具备区域内垄断性，区域内工业供热将由同一家热电厂供给。

表4: 热电联产相关政策情况

发布时间	发布部门	文件名	核心要求
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》	规范热电联产项目建设管理，明确“集中供热、高效节能、环保优先”原则。以蒸汽为供热介质的一般按 8 公里考虑，在 8 公里范围内不重复规划建设此类热电项目
2011 年	国家发改委、能源局等	《关于发展热电联产的规定》	明确热电联产规划需与城市供热、环境治理规划衔接，优先采用背压机组
2016 年	国家发改委、能源局等	《热电联产管理办法》	以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热源点
2023 年	国家能源局	《关于推进农林生物质发电转型热电联产的指导意见》	鼓励农林生物质发电项目向热电联产转型，优先支持配套供热管网建设；明确生物质热电联产在清洁取暖中的定位，要求纳入地方供热规划并给予财政补贴
2024 年	国家发改委、能源局	《煤电低碳化改造建设行动方案（2024-2027 年）》	推动煤电“三改联动”（节能、灵活性、供热改造），目标 2027 年煤电碳排放较 2023 年降低 50%；要求 30 万千瓦及以上热电联产机组供热半径 15 公里范围内关停低效锅炉，强化区域集中供热

资料来源：国家发改委、国家建设部、国家能源局官网、国信证券经济研究所整理

### 内循环：以热电联产为核心，有效降低化工品生产成本

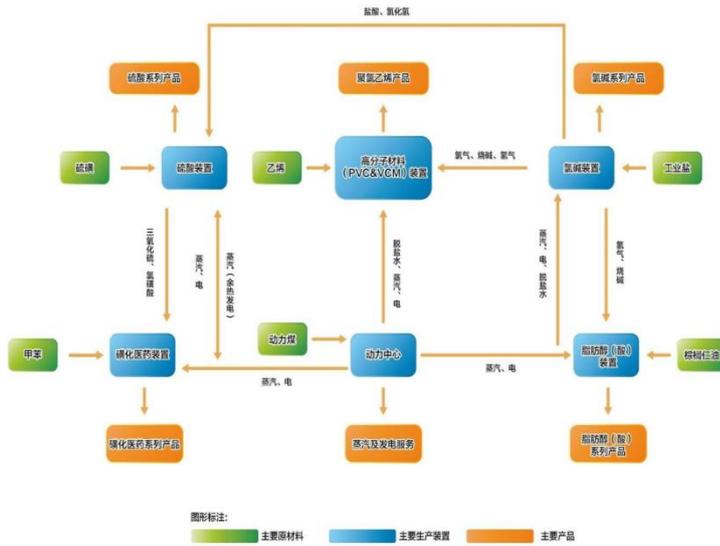
公司以热电联产为核心和源头，所构建的从能源到基础无机化工、再到油脂化工延伸的产业链，能源和化工的高度互补带来了明显的配套优势。公司热电联产装置所产生的电力可供公司产业生产使用，成本优势明显。公司的氯碱、脂肪醇（酸）、聚氯乙烯（氯乙烯）等化工新材料不仅能够充分利用水、电、汽等配套资源，而且基础化工产品为其提供了成本更低、输送便捷的配套原料，有效降低生产成本，为公司延伸产业链、扩产增建打下了坚实的基础。完善的循环经济产业链使公司每一系列的单项产品能通过配套优势增强各类产品的竞争力，又能通过产品的聚合效应提升公司整体效益和综合实力。

具体来看，公司“能源内循环”以热电联产为源头，产生的电力用于氯碱装置生产氯碱，产生的蒸汽除自用外也向园区及周边企业供热；公司硫酸装置通过余热回收，可用于热电机组进行余热发电及副产蒸汽；园区外供蒸汽客户的冷凝水回收后可用于热电装置的循环流化床锅炉补给水。

公司的“化工内循环”具体包括：氯碱装置生产的副产物盐酸可供应给硫酸装置，硫酸装置生产的硫酸可提供给氯碱装置；氯碱装置生产的烧碱、氢气、盐酸可提供给脂肪醇（酸）装置；氯碱装置生产的氯气、烧碱、氢气可提供给高分子材料装置；硫酸装置生产的三氧化硫、氯磺酸可以提供给磺化医药装置。

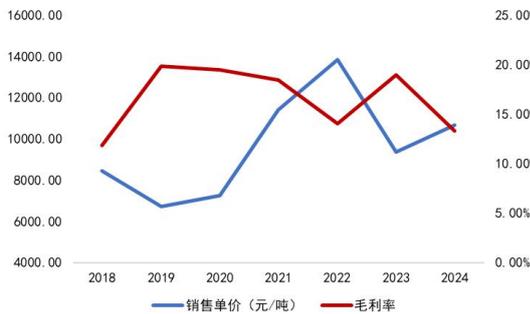
通过公司的能源内循环与化工内循环，公司产品的盈利水平均位于行业前列。具体来看，2022 年随着棕榈仁油价格快速上涨，脂肪醇虽有一定的价格传导，但行业毛利率快速下行至负值，而公司脂肪醇由于内循环成本优势以及价格传导更为顺畅，毛利率仅有小幅下滑。氯碱同理，氯碱生产主要消耗原盐与电力，由于公司具备热电联产自发电装置，度电成本相较外购电更为低廉，公司历年来氯碱板块毛利率均位于行业领先水平。

图12: 公司内循环图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 嘉化能源脂肪醇板块价格(元/吨)及毛利率(右轴)



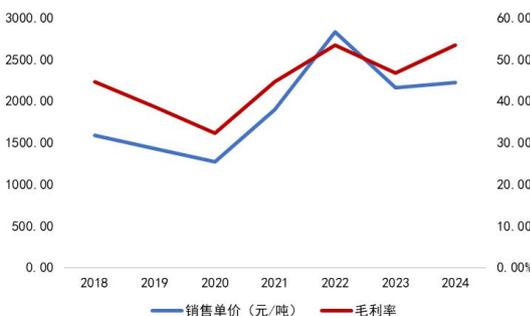
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图14: 脂肪醇价格及毛利润(元/吨), 毛利率(右轴)



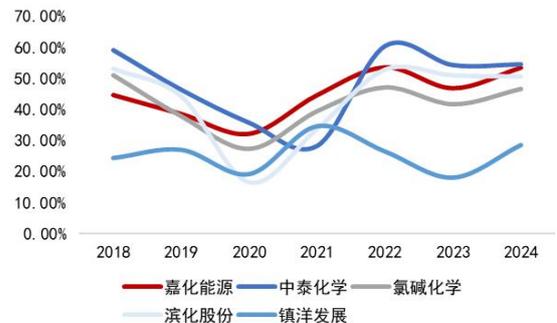
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图15: 嘉化能源氯碱价格及毛利率情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图16: 嘉化能源及其他公司氯碱板块毛利率情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

### 外循环：嘉兴港区唯一的热电联产装置，与园区共成长

嘉化能源的热电装置采用国内外先进的“高温高压循环流化床锅炉”、“抽背汽轮发电机组”及“膜法脱盐水装置技术”，设备先进、技术优良，能够持续稳定地为嘉兴乍浦经济开发区及周边企业提供蒸汽，公司现拥有 2 台 220t/h 和 4 台 450t/h 共计 6 台高温高压流化床锅炉，锅炉总蒸发量达 2240t/h。配套 1 台 6MW、2 台 12MW、2 台 25MW 和 1 台 45MW 共计 7 台汽轮发电机组，装机容量达 113MW。动力中心电气系统由一座 110KV 变电站，2 条 110KV 进线，两套 110KVGIS 装置，5 台 110KV 主变，3 台 35KV 升压变，27 台 10KV 变压组成的三级配电网，设有 2 个 110KV 配电室，1 个 35KV 配电室，19 个 10KV 配电室，16 个 400V 配电室，负责给本中心锅炉及配套装置、烧碱装置、脂肪醇装置、高分子装置和嘉福公司各分厂的生产装置供电，并将多余的电量上供电网。

此外，2024 年 8 月，公司发布《锅炉节能降耗技改项目的公告》，拟使用不超过 2.6 亿元的自有资金，新建设一台等容量、高效率、低排放的超高压/高压煤粉锅炉，以替换原有 4#、5#小容量高能耗旧锅炉。新建的超高压/高压煤粉锅炉采用先进技术，设计热效率、运行可靠性均有所提高，有利于保证区域供热稳定，进一步满足园区不同客户的需求，项目实施后可减排二氧化碳约 6 万吨/年。预计项目建设周期为两年。

根据我国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》，嘉化能源是经核准供热范围内（即包括嘉兴市乍浦经济开发区及周边区域）唯一一家蒸汽供热企业。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。而在这个环环相扣、“有来有往”的循环经济产业链中，公司作为园区蒸汽供热和基础化工产品供应商发挥着基础和核心的作用。公司依托化工园区内产业链配套优势，与园区众多知名化工企业产生紧密联系，形成了“资源—产品—再生资源”的良性循环产业链，实现了公用设施、物流运输、环境保护的“一体化”循环经济发展模式。

图17: 公司外循环图：蒸汽及化工品供应

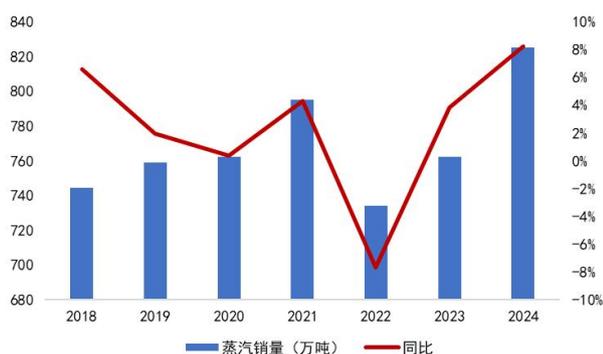


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

随着园区化工企业的发展，园区对蒸汽的用量整体呈现逐年递增态势。2024 年公司实现蒸汽销售 825.16 万吨，同比增长 8.25%；另根据公司 2024 年年报，公司计划 2025 年销售蒸汽 923 万吨，同比增长 11.86%。

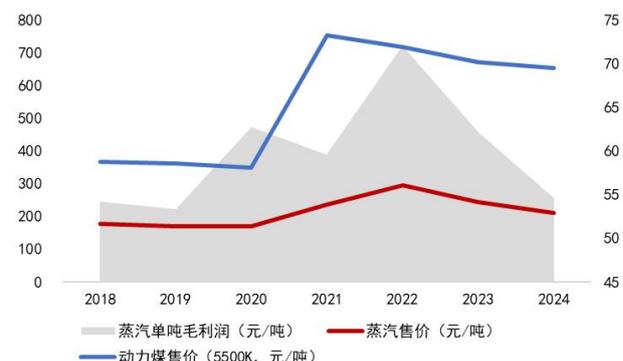
此外，热电联产蒸汽售价主要与原材料煤炭价格相关，随着煤炭价格上涨，蒸汽单吨售价同步上行，价格传导顺畅，近年来公司单吨蒸汽销售毛利润水平稳定在 50-75 元/吨，毛利率水平稳定在 25%左右，盈利能力稳定。

图18: 公司蒸汽销量（万吨）及同比变化情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图19: 公司蒸汽售价及蒸汽毛利润情况（元/吨）



资料来源: wind、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

## 布局光伏、氢能等清洁能源，完善绿色产业发展版图

清洁能源方面，公司布局了光伏与氢能板块。光伏业务方面，公司主要开展地面光伏电站及分布式光伏电站的建设及运营。截止至 2024 年底，公司光伏装机容量为 222 兆瓦，其中地面电站装机容量 100 兆瓦，分布式光伏电站装机容量 122 兆瓦。全年合计完成发电量 2.41 亿千瓦时，较上年同期上升 13.47%。

氢能源业务方面，利用公司副产氢资源优势，开展加氢、储氢、氢能发电应用等业务。公司持续推进氢气储运、氢能发电、氢能装备等相关应用，以及通过提纯加压产出高纯度氢气，满足下游加氢站及其他客户的需求。截止至 2024 年底，公司在嘉化氢储公司布局的 1000-2000 标方/时大型电解槽应用测试平台和相关研发设施已基本完成建设，未来将打造成为长三角地区具有重要影响力的氢能装备标准化测试中心和创新平台。与清华长三角研究院联合申报的浙江省氢能装备制造创新中心已进入省级培育名单，为产业升级注入了新动能。

## 氯碱板块兼具自备电成本与区域优势

### 烧碱是重要的化工原料，氧化铝行业是烧碱主力下游行业

烧碱指氢氧化钠，也称火碱、苛性钠，具有强碱性，腐蚀性极强，可作酸中和剂、配合掩蔽剂、沉淀剂、沉淀掩蔽剂、显色剂、皂化剂、去皮剂、洗涤剂等，用途非常广泛。烧碱作为重要的基础化工原料，从物理性质上可分为液碱和固碱两种，根据氢氧化钠质量分数不同，烧碱又可分为 30%液碱、32%液碱、45%液碱、48%液碱、49%液碱、50%液碱和 73%固碱、95%固碱、96%固碱、98.5%固碱、99%固碱、99.5%固碱等系列产品。

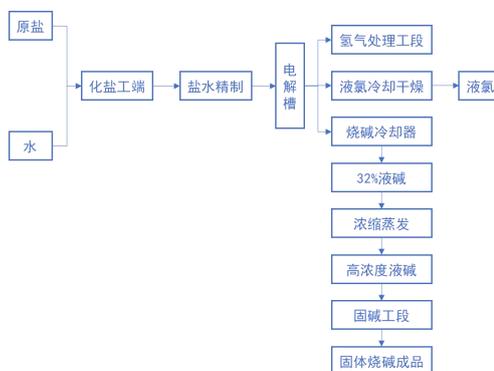
表5: 中国烧碱产品分类

	中国主流常见指标型号	中国非主流指标型号
液碱	32%、50%	30%、42%、45%、48%、49%
固碱	98.5%、99%	73%、95%、96%、99.5%

资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

烧碱通过电解法生产, 根据电解槽结构、电解材料和隔膜材料的不同, 电解法可以分为隔膜法、水银法和离子交换膜法。水银法由于对环境污染较大已被淘汰。隔膜法由于能耗较高及产品质量较低的原因也基本淘汰。离子交换膜法是当前主流的生产方法, 以只允许钠离子和水分子通过的离子交换膜分割阳极和阴极, 整个工艺流程主要分为整流、盐水精制、电解、氯氢处理、液碱蒸发、固碱生产六道工序。

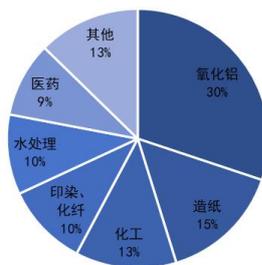
图20: 烧碱生产工艺流程



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

根据卓创资讯统计, 烧碱的主要下游应用在氧化铝行业, 2024年占比约为30%左右, 其次是造纸、化工占比分别在15%、13%左右。其中, 单吨氧化铝的碱耗为150kg, 单吨粘胶纤维的碱耗近600kg, 单吨工业纸平均碱耗约400kg, 单吨三元前驱体的碱耗则高达3t(30%液碱), 换算为干吨约为900kg。随着锂电板块新产能投产, 预计锂电下游占比有望提升。

图21: 2024年烧碱下游占比结构

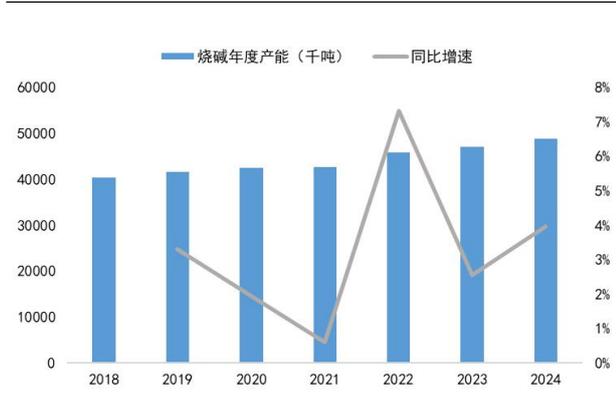


资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

## 受双碳等政策限制，烧碱新增产能有限，下游氧化铝稳定运行

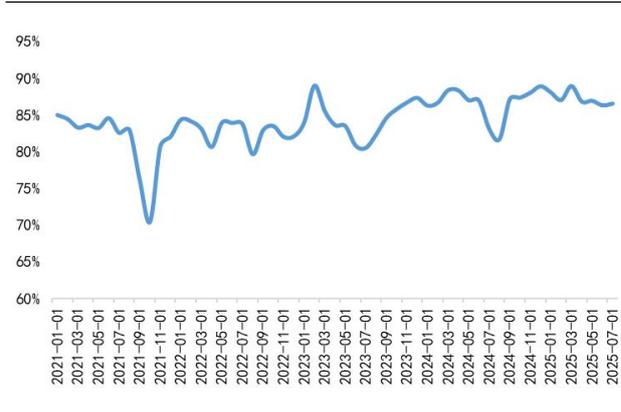
我国是全球烧碱产能最大的国家。2024 年我国烧碱产能继续稳步提升至 4890 万吨，2018 至 2024 年我国烧碱产能的年均复合增速为 3.25%。2015 年以来，受供给侧结构性改革带来的产业结构性升级，烧碱行业从过去的高速发展转变为高质量发展，2018 至 2024 年行业开工率也维持在良好水平。

图22: 我国烧碱年度产能及增速（右轴）



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图23: 我国烧碱月度开工率



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

新增产能方面，根据国家发展和改革委员会发布的《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》，截止2020年底，我国烧碱行业能效优于标杆水平的产能约占15%，能效低于基准水平的产能约占25%，指南指出，至2025年，烧碱领域能效标杆水平以上产能比例需达到40%，能效基准水平以下产能基本清零，预计未来受政策影响，落后产能将不断淘汰，新增产能落地难度增加。据百川盈孚统计，2025年约有291万吨产能待投产，新增产能主要集中于甘肃、贵州、河北、重庆等地。

表6: 2025年计划新增烧碱产能

厂家名称	所属省份	待投产产能 (万吨)	计划投产时间
甘肃耀望化工有限公司	甘肃省	40	2025-08
贵州瓮福江山化工有限责任公司	贵州省	30	2025-09
唐山三友精细化工有限公司	河北省	30	2025-12
天津渤化化工发展有限公司	天津市	30	2025-07
重庆市嘉利合新材料科技有限公司	重庆市	30	2025-12
河北临港化工有限公司	河北省	20	2025-09
青岛海湾化学股份有限公司	山东省	20	2025-12
陕西北元化工集团股份有限公司	陕西省	20	2025-08
包头海平面高分子工业有限公司	内蒙古自治区	15	2025-12
浙江嘉化集团股份有限公司	浙江省	11.5	2025-08
安徽华塑股份有限公司	安徽省	10	2025-12
湖北可赛化工有限公司	湖北省	10	2025-11
宁夏华御化工有限公司	宁夏回族自治区	7.5	2025-12
江西九二盐业有限责任公司	江西省	6	2025-12
湖北宜化集团有限责任公司	湖北省	5	2025-06
黄骅市金华化工有限责任公司	河北省	4	2025-12
安徽金轩科技有限公司	安徽省	2	2025-06

资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

根据卓创资讯数据，2018-2024年全国烧碱表观消费量持续增长，2024年全国烧

碱表观消费量达 4026.9 万吨，同比增长 4.37%。2018–2024 年烧碱表观消费量年 CAGR 达到 3.56%。具体来看，2014–2024 年我国氧化铝产量持续增长，2024 年实现年产量 8552.23 万吨，2014–2024 年复合增速为 6.0%；氧化铝开工率方面，自 2010 年来氧化铝开工率保持稳定，开工率中枢约 82%。

图24: 烧碱月度表观消费量（千吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

## 浙江区域烧碱产能有限，公司具备自发电成本优势

烧碱由于生产高能耗、具有极强腐蚀性，呈现出较强的区域性。根据卓创资讯统计，截止至 2025 年 8 月，浙江区域现有烧碱产能合计为 221.7 万吨，其中嘉化能源产能为 29.7 万吨，区域市占率达 13.4%，为浙北区域（嘉兴、湖州）唯一氯碱生产商。由于烧碱为腐蚀性危险品，运输需使用专用防腐槽罐车，运输需严格遵守《危险货物道路运输规则》。由于烧碱槽罐车的运输过程中重量大、能耗高，且返程空驶率高，运输成本随距离增加而快速上升。一般来说，液碱的经济运输半径较短，多在 300–500 公里。因此烧碱生产销售具有较强区域性，公司在浙北区域优势突出。

嘉兴港区管道输送大幅降低运输成本。此外，公司所在嘉兴港区头部化工企业集中，园区已先后投入巨资建设公共管廊，给化工园区企业提供了化学品和原料的便捷流通，减少了化工物料在运输过程中的损耗和运输成本，经测算。2010–2012 年公司管道销售的氯碱产品占其氯碱销售总量的比重均高于 40%，管道输送为公司的氯碱销售节约了大量的运输销售成本。

表7: 浙江区域现有烧碱产能情况

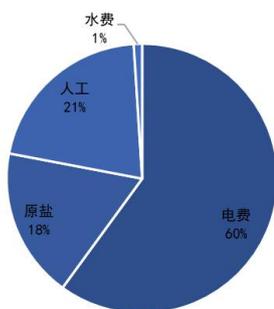
生产企业	地点	现有产能（万吨）
万华化学（宁波）	浙江宁波	65
巨化股份	浙江衢州	56
镇洋发展	浙江宁波	35
嘉化能源	浙江嘉兴	29.7
杭州电化	浙江杭州	20
润土股份	浙江绍兴	16

资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

烧碱生产成本构成中主要为电费，自发电显著降低生产成本。根据百川盈孚，电

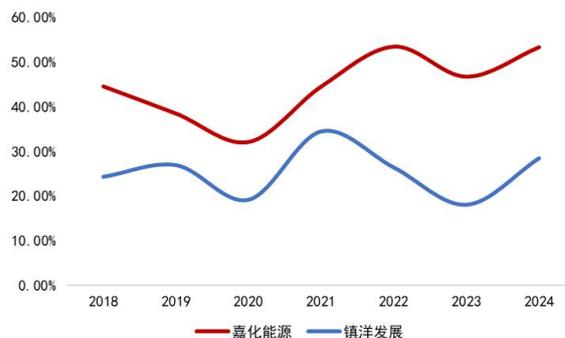
解法制烧碱电耗约 2400 度-2600 度，占总成本约 50%-60%，电价差异对成本影响最大。公司热电联产装置产电将优先供应氯碱装置生产，根据公司此前公告，公司自发电成本度电成本约为 0.4 元上下（受原材料煤炭价格波动影响略有变动），而嘉兴区域工商业用电成本为 0.6-0.7 元/吨，公司自备电有效降低公司氯碱生产成本，公司氯碱板块毛利率水平高于周边其他不具有自发电设施企业。

图25: 烧碱成本构成



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图26: 嘉化能源与周边企业氯碱板块毛利率情况

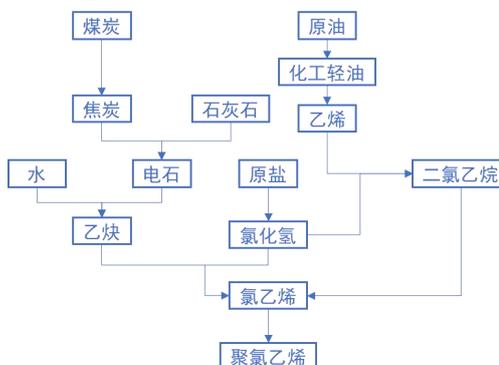


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

### PVC 主要用于管材、地板等行业，盈利能力有限

PVC 为聚氯乙烯，是五大通用树脂材料之一，具有优良的耐酸碱、耐磨损、阻燃和绝缘等特性，目前成为世界上仅次于聚乙烯的第二大塑料产品。PVC 的生产工艺主要有电石法和乙烯法两条路径，主要区别在于氯乙烯单体 (VCM) 的制备方法。由于我国“富煤贫油少气”的资源特征，电石法工艺是国内生产 PVC 的主流工艺。根据百川盈孚统计，2025 年 7 月我国 PVC 总产能 2976 万吨，其中电石法产能 2194 万吨，占比高达 74%。电石法制得的 PVC 由于其氯乙烯残留相对较多，主要应用于较为低端的管型材制作，主要对应的是房地产的需求。乙烯法制得的 PVC 氯乙烯残留较低，可用于制作精细化的高端 PVC 制品，如医用手套、食品包装等，主要对应精细化的高端需求。因此乙烯法 PVC 和电石法 PVC 二者需求端在存在一定的隔离，难以相互替代。

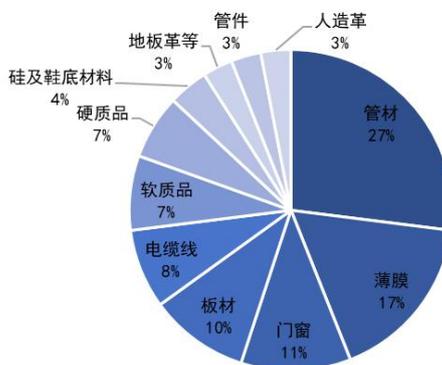
图27: 氯碱行业产业链



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

从 PVC 消费结构看，管材的消费占比达到 27%，薄膜占比 17%，型材门窗占比 11% 左右，板材需求占比达 10%，电线电缆在 8%。其中管材、薄膜、门窗及板材等用品占比合计达到 65% 以上，因此房地产市场的强弱将很大程度影响 PVC 的需求。

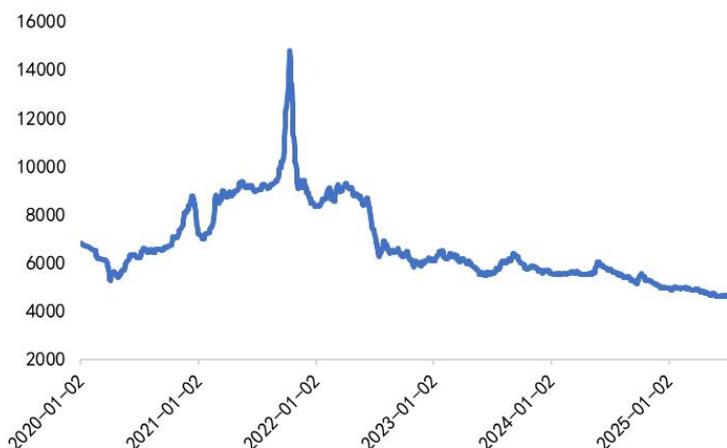
图28: 2024 年 PVC 下游结构占比



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

房地产新增开工有限，限制了 PVC 需求水平，2025 年来 PVC 整体价格处于 4500-5000 元/吨震荡。近年来，房地产行业虽有利好政策提振，但新增开工有限，导致 PVC 下游需求难见明显提升。2025 年来 PVC 价格整体维持在 4500-5000 元/吨区间内震荡。根据卓创资讯，截止至 2025 年 8 月 6 日，华东区域 PVC 粉报价 4900-4990 元/吨，乙烯法 PVC 税后毛利润为-91.22 元/吨。

PVC 市场日度价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

PVC 价格、利润率持续走低，预计行业新增产能有限。根据百川盈孚，2025 年拟投产产能合计 250 万吨，同比增长约 8.66%，截止至 2025 年 8 月 7 日，仅渤化化工、万华化学（福建）共计 90 万吨新增产能，行业整体新增产能有限。

表8: 2025 年拟投产 PVC 产能

生产企业	地点	待建产能	预计投产时间
渤化化工	天津	40	2025-7
万华化学（福建）	福建	50	2025-7
海湾化学	山东	20	2025-8
嘉化能源	浙江	30	2025-9
甘肃耀望化工	甘肃	30	2025-9
连云港石化	江苏	80	2025-12

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司采用乙烯法生产 PVC，二期装置投产后将丰富当前产品线。公司作为乙烯法工艺的 PVC 生产企业，主要原材料为乙烯，不使用传统电石原料，乙烯法工艺低能耗、低排放、高纯度、产业模式环境友好。PVC 上游原材料之一的液氯为高危产品，生产、储藏、运输等均具有严格的管控要求，其稳定供应对保障生产至关重要。同时，VCM 装置的稳定运行又有效保障了氯碱装置的开工率。公司系统内有氯碱装置、动力中心，能源动力及原材料稳定供应，使得产业上下游协同促进发展，有效提升了联动效率和抗风险能力，保证各装置稳定高效的开工负荷以及产品品质的可靠。从国内 PVC 消费格局来看，公司地处华东消费核心区，区域优势明显。公司围绕产品品质、品牌影响力等多方面开展工作。

为消耗公司氯碱装置全部剩余氯气，同时进一步扩大 PVC 产品规模，丰富产品牌号，公司引进了国际先进工艺技术和关键设备，计划以 10 亿元以内投资金额投建 30 万吨乙烯法 PVC 二期装置，当前该项目正在适时推进建设中。

## 脂肪醇需求持续增长，公司市占率及盈利水平领先

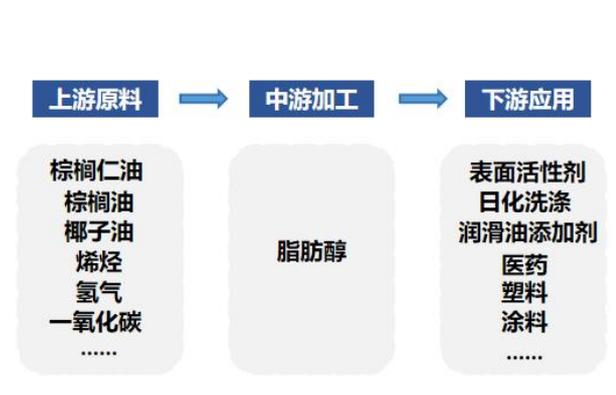
### 脂肪醇主要应用于表活、日化、医药、涂料等领域

脂肪醇是一类有机化合物，其特征分子中含有一个长链的脂肪烃基和一个或多个羟基（-OH）官能团，分子通式可以表示为 R-OH，其中 R 代表一个具有 8 至 22 个碳原子的脂肪烃基。根据碳原子数量的不同，脂肪醇可以分为低碳脂肪醇（C8-C10）、中碳脂肪醇（C12-C14）和高碳脂肪醇（C16-C22）。不同碳链长度的脂肪醇因其物理化学性质的差异，在原料来源和应用领域上存在显著区别：低碳脂肪醇（C8-C10）上游原料以椰子油和石油化工合成的烯烃为主，主要应用于液体洗涤剂、增塑剂、溶剂及化妆品助剂，其水溶性较好且挥发速度适中，适合需要快速分散的场合；中碳脂肪醇（C12-C14）生产高度依赖棕榈仁油，是个人护理用品如洗发水、沐浴露，以及家用洗涤剂的核心表面活性剂原料，兼具清洁力与温和性；高碳脂肪醇（C16-C22）主要来源于棕榈油、牛油等油脂的氢化加工，原料供应相对棕榈仁油更为充足，侧重于润滑剂、化妆品膏霜、纺织助剂及工业乳化剂等对增稠性、稳定性和疏水性要求较高的领域。整体而言，脂肪醇主要是由棕榈仁油、椰子油、氢气和一氧化碳等原材料通过化学反应生成，在中游生产环节，脂肪醇通过进一步加工转化为各种产品，主要下游应用领域包括表面活性剂、日化洗涤、润滑油添加剂、医药、塑料、涂料等多个领域，在市场上具有广泛的需求和应用。

嘉化能源生产脂肪醇的总体工艺流程为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

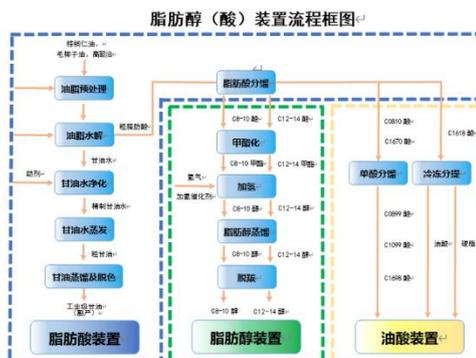
品脂肪醇。公司主要产品型号包括：C6-8、C8-10、C12-14、C16、C16-18 脂肪酸；C8-10、C12-14 脂肪醇。

图29：脂肪醇行业产业链结构示意图



资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

图30：嘉化能源脂肪醇生产流程示意图



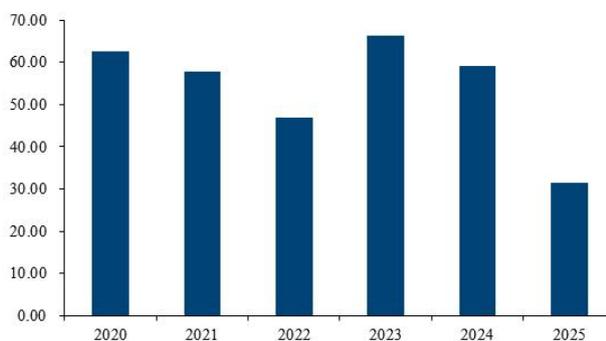
资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

### 脂肪醇价格与棕榈仁油价格高度相关，下游需求稳步增长

棕榈仁油是公司生产脂肪醇的核心原料，我国主要依赖进口。棕榈仁油是从油棕果实种仁中提取的植物油，主要成分为 C12-C18 脂肪酸（月桂酸占比约 45%-50%），经水解或甲酯化后加氢可制得直链偶数碳的天然脂肪醇。中国棕榈油/棕榈仁油依赖进口，主要进口自马来西亚、印度尼西亚等东南亚国家。近五年我国棕榈仁油进口量浮动变化，与仁油价格密切相关：2020 年-2022 年随着棕榈仁油国际价格的抬升，我国棕榈仁油的年度进口量逐年降低，在 2023 年价格回落又升高后，进口量也增加并随着价格的升高而减少。2024 年中国棕榈仁油累计进口量进口 59.04 万吨，同比减少 10.96%；2025 年 1-6 月中国棕榈仁油累计进口 31.37 万吨，同比增加 22.18%。

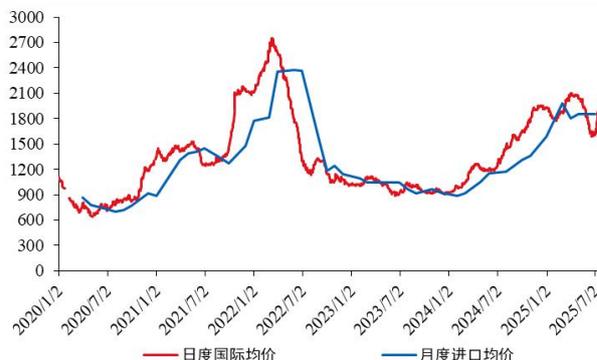
棕榈仁油价格的变化受气候、出口政策、国际经济形势等多种因素的影响。2020 年 1 月到 2025 年 8 月，日度国际均价和月度进口均价的走势显示了棕榈仁油市场的周期性。2020 年初，由于全球疫情导致供应链中断和需求减少，价格出现了一定程度的下降；随着经济逐渐复苏和对植物油需求的增加，叠加东南亚主要生产国天气异常、劳动力短缺以及出口政策调整的影响，这些因素共同作用加剧了供应紧张的局面，价格开始稳步上升，并在 2021 年末至 2022 年初达到峰值。2022 年中期，由于市场对供应恢复的预期以及全球经济放缓对需求的抑制作用，价格经历了一次显著的回落。进入 2023 年后，价格波动趋于平缓。2024 至 2025 年棕榈仁油价格走高，主要由于全球经济复苏带动需求增长，同时供应受限于生产国的产能瓶颈和成本上升。截至 2025 年 7 月 31 日，中国市场棕榈仁油 7 月日度国际均价 2020 美元/吨，环比上月增加 25.47%，同比去年增加 41.75%，主要原因在于产地供需格局偏紧的提振。印尼棕榈仁油下游企业月初入市补货，叠加其他主需求地区刚需增加，产地报盘不断上涨。据 MPOB 供需报告数据显示，6 月马来西亚棕榈仁油产量 19.27 万吨，环比上月减少 8.46%，同比去年同期增加 12.69%；库存量 28.65 万吨，环比上月减少 0.56%，同比减少 12.60%，再次落实市场对于产地供需格局偏紧的预期，下游延续补货节奏，市场价格重心不断上移。

图31: 2022-2025 年中国棕榈仁油年度进口量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图32: 棕榈仁油日度国际均价与月度进口均价 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

目前我国共有 7 家脂肪醇在产企业, 行业集中度高。截至 2024 年, 行业有效产能 61 万吨/年, 其中辽宁华兴有效产能最大, 为 16 万吨/年, 市占率为 26.23%, 嘉化能源有效产能位居第二, 15 万吨/年, 市占率 14.59%, 两家企业合计有效产能占比超过五成, 呈现明显的“双寡头”竞争态势。浙江恒翔与索普新材料有效产能最少, 分别为 2 万吨/年, 市占率仅为 3.28%。

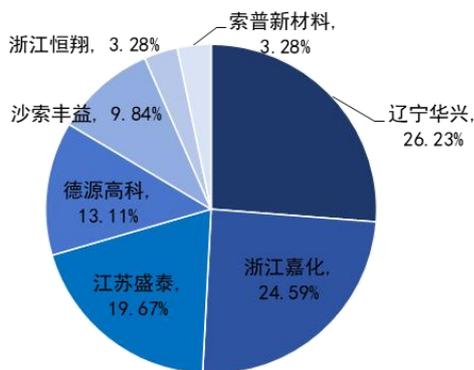
脂肪醇的价格受原料成本、市场需求、政策环境等多种因素影响, 但主要的是受上游原材料价格变化的影响, 棕榈仁油为生产脂肪醇最主要的原料, 其价格波动直接影响到脂肪醇的生产成本。随着棕榈仁油市场价格的上升或下降, 脂肪醇生产商为了保持利润空间, 通常会相应调整产品售价, 因此脂肪醇的价格变动与棕榈仁油的价格变动呈现高度相关性, 其中脂肪醇 (C12-14) 的价格走势与棕榈仁油国际价格走势几乎一致。2024 年以来, 由于主要生产国印尼和马来西亚遭遇不利天气、虫灾及劳动力短缺等问题, 导致棕榈仁油产量下降, 供应紧张, 价格升高, 推高了脂肪醇的生产成本, 致使脂肪醇价格升高。2024 年 1 月 4 日至 2025 年 7 月 31 日, 脂肪醇 (C12-14) 周度国际均价从 1335 美元/吨升至 2930 美元/吨, 体现出原料成本对产品价格的强传导性。

表9: 中国脂肪醇在产企业

企业	省份	产能 (万吨/年)	有效产能 (万吨/年)	行业占比
辽宁华兴集团化工股份公司	辽宁省	20	16	26.23%
浙江嘉化能源化工股份有限公司	浙江省	15	15	24.59%
江苏盛泰化学科技有限公司	江苏省	12	12	19.67%
德源(中国)高科有限公司	江苏省	10	8	13.11%
丰益醇工业(连云港)有限公司	江苏省	6	6	9.84%
浙江恒翔化工有限公司	浙江省	2	2	3.28%
江苏索普新材料科技有限公司	江苏省	2	2	3.28%

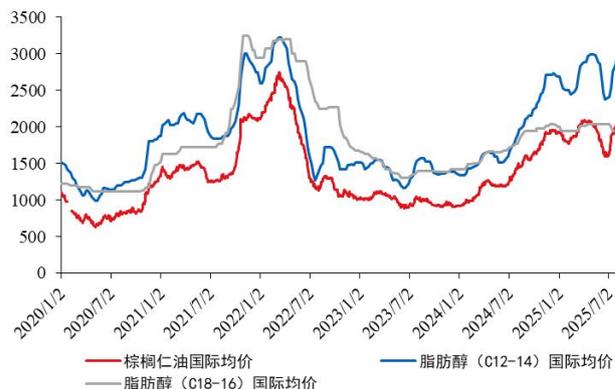
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图33: 中国脂肪醇在产企业市占比 (%)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

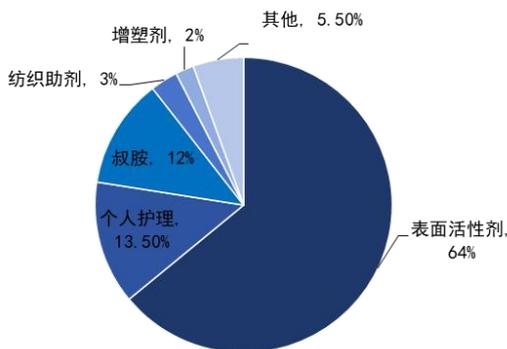
图34: 中国市场棕榈仁油与脂肪醇国际均价 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**下游表面活性剂、日化等行业需求稳步增长。**根据卓创资讯，2024 年中国脂肪醇下游需求主要由表面活性剂、个人护理品、叔胺、纺织助剂以及增塑剂等构成，其中表面活性剂占据最大份额达 64%；其次是个人护理产品，占比 13.5%；叔胺占比 12%；纺织助剂与增塑剂分别占比 3%/2%，剩余部分为脂肪醇其他行业用途占比。这种需求分布显示出脂肪醇在日化产品和工业应用中的重要性，尤其是表面活性剂领域。此外，脂肪醇在新材料、燃料和能源等领域的应用也在不断拓展，例如作为合成生物柴油的原料，或用于制备高性能的润滑剂和添加剂等。

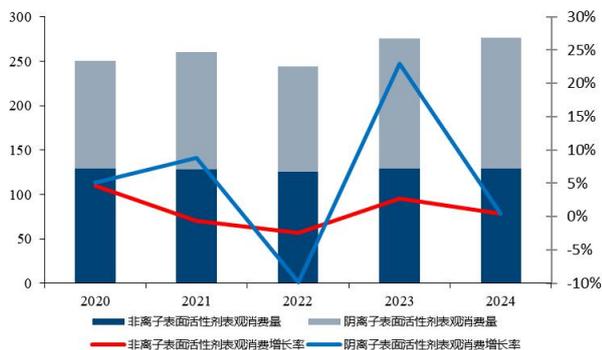
图35: 2024 年脂肪醇下游需求占比结构



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

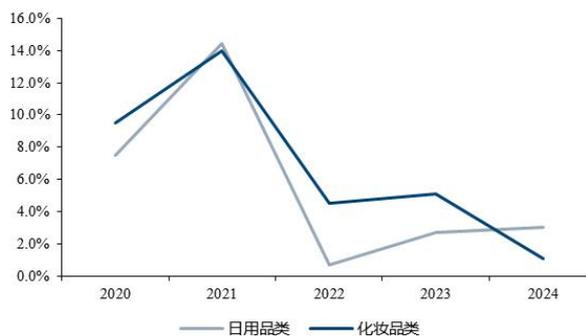
近年来，我国表面活性剂市场处于快速发展的阶段，一方面来自国内需求增长，另一方面来自我国出口市场的持续增长。表面活性剂主要包括非离子表面活性剂与阴离子表面活性剂，近五年表面活性剂的表现消费量大致呈上升趋势，2024 年非离子表面活性剂表现消费量 129.4 万吨，同比增长 0.47%；阴离子表面活性剂表现消费量 146.9 万吨，同比增长 0.42%。中国日化行业近年来发展迅速，已成为全球最大的日化产品消费市场之一，其中日化行业的两大领域分别为日用品领域和化妆品领域。近年来我国日用品销售额与化妆品销售额保持同比增长，日化行业需求不断扩大，市场规模不断增加。消费升级、工业清洁需求扩容等推动脂肪醇需求增长，为中游企业提供市场空间。

图36: 中国非/阴离子表面活性剂表观消费量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图37: 中国日用品类/化妆品类销售额同比增速 (%)



资料来源: 《2024 年度消费新潜力白皮书》、国信证券经济研究所整理

### 受棕榈仁油成本进口较高影响，脂肪醇主要依赖进口

随着表面活性剂、日化等下游行业的需求增长，我国脂肪醇表观消费量持续上升，2021年82.83万吨，2024年104.62万吨，2021-2024年复合增速达6.01%；同期国内产量在40万吨上下浮动，2024年40.62万吨，同比微增3.57%。近几年我国脂肪醇需求量超产量的两倍，国内产量持续无法满足下游需求，致使我国脂肪醇对外依存度居高不下，我国脂肪醇进出口贸易呈现显著的单边输入特征。2021-2023年脂肪醇进口量持续攀升，2023年达65.04万吨，同比增长38.94%；2024年小幅回落0.81%至64.52万吨，仍维持60万吨以上高位；出口规模则长期处于低位，年出口量始终低于0.6万吨，进口量超出口量逾百倍，贸易逆差极为突出。2023年我国脂肪醇对外依存度达到62.38%，2024年仍维持在60%以上高位。

由于我国脂肪醇产业原料高度依赖进口（主要为棕榈油及棕榈仁油），近四年行业开工率持续低于70%，叠加产能扩张进程迟滞，形成显著的供给约束。受进口原材料价格波动、行业产能利用率偏低、产能过剩等多重因素影响，2020-2024年我国脂肪醇有效产能从70万吨/年缩减到61万吨/年，其中2021年辽宁华兴有效产能减少4万吨，2022年除目前的7所在产企业，其他企业产能减少5万吨。

现阶段我国脂肪醇呈现较高进口依赖性。从供应端看，2024年国内产量42.62万吨，进口量64.52万吨，表观消费量达104.62万吨，供应缺口显著。由于棕榈仁油价格持续偏高且进口关税随仁油价格高企而增长，行业企业原料进口受限，行业产能利用率处于低位，国内脂肪醇主要依赖进口。此外，下游表面活性剂、化妆品、新能源材料等领域需求持续释放，政策对生物基化学品的支持进一步推动高端应用市场扩张。

表10: 脂肪醇供需情况

	有效产能 (万吨/年)	开工负荷率 (%)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	出口量 (万吨)	表观消费量 (万吨)	对外依存度 (%)
2020	70	89.18%	62.43	42.27	0.11	104.59	40.37%
2021	66	62.64%	41.34	41.58	0.09	82.83	50.14%
2022	61	68.33%	41.68	46.81	0.48	88.01	52.90%
2023	61	64.30%	39.22	65.04	0.42	102.51	62.38%
2024	61	66.59%	40.62	64.52	0.52	104.62	61.36%

资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

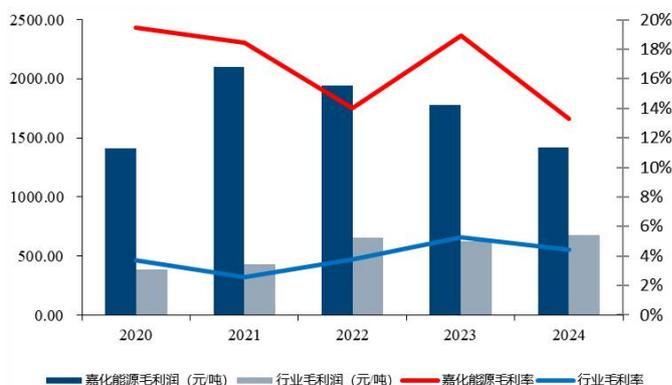
## 公司脂肪醇市占率及盈利水平行业领先

2013年9月嘉化能源“20万吨/年放空氢气回收生产脂肪醇（酸）项目”建成投产，其中根据百川盈孚公司脂肪醇产能为15万吨，市占率24.59%，仅次于辽宁华兴（有效产能16万吨，市占率26.23%），位居行业第二。嘉化能源通过对市场趋势的敏锐洞察，适时扩大产能，正在积极推进15万吨脂肪醇（酸）二期项目建设，预计投资额6亿元，较公司目前投资额12亿元，产能为20万吨/年的项目，单吨脂肪醇投资额减少，未来折旧将有所降低。公司脂肪醇二期项目预计2025年下半年进入试生产阶段，该项目建成达产后，将产出包括C8醇、10醇、C16醇、C18醇、C8-C10脂肪醇、C12-C14脂肪醇、C16-C18脂肪醇和C8-10脂肪酸及C16-C18脂肪酸等多品种脂肪醇（酸）产品，进一步丰富公司脂肪醇类产品的产品类别，公司脂肪醇（酸）年产能将达到35万吨。卓越新能、嘉化能源扩产对脂肪醇产能的新贡献将使行业年产能达81万吨，嘉化能源扩产后的市占率将达到37.04%，公司将超越辽宁华兴，成为行业新龙头。

**公司脂肪醇业务虽略有波动，但始终领先行业平均水平，盈利韧性主要源于成本优势。**2021年棕榈仁油价格上涨，脂肪醇价格传导顺畅，公司脂肪醇毛利润达到2100.48元/吨，毛利率达18.44%；但此后两年随着棕榈仁油价格下滑，公司脂肪醇单吨毛利润下滑；2024年棕榈仁油再次上涨，公司价格传导放缓，毛利润降至1419.37元/吨，毛利率降至13.32%。2025年上半年公司棕榈仁油的采购均价为12722.94元/吨，同比增加69.97%；脂肪醇（酸）系列产品销售均价为15436.35元/吨，同比增加64.22%，售价涨幅小于成本涨幅。

根据百川盈孚，行业毛利润始终在700元/吨以下低位徘徊，2024年仅680.42元/吨，毛利率4.42%，暴露中小厂商在原料议价权与产品结构上的双重劣势——90%棕榈油进口依赖度下，中小厂现货采购成本高于公司，且行业80%产能集中于低端脂肪醇产品，竞争加剧导致行业毛利率长期低于5%。公司的高盈利能力主要来自于公司的成本优势，2024年其毛利润为行业均值的2.1倍，毛利率超行业3倍，核心在于公司自备热电联产、氯碱装置，可自生产脂肪醇所需的蒸汽、氢气等，有效降低约1000元/吨成本；此外，公司与嘉兴赞宇科技同处嘉兴港区，赞宇科技作为表面活性剂龙头企业，可通过管道消化公司脂肪醇产品，有效降低运输成本。未来随着公司15万吨新产能投产，高端产品占比提高，公司有望在市场份额扩张中重建盈利增长曲线。

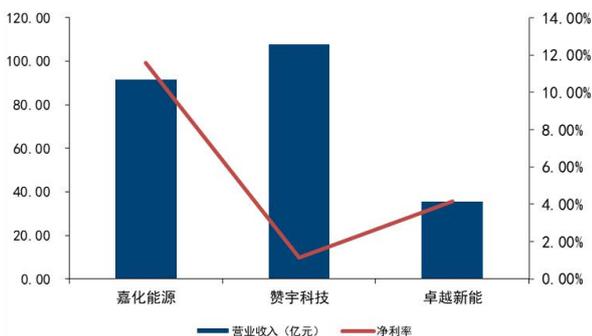
嘉化能源脂肪醇（酸）业务对比行业毛利润/毛利率



资料来源：iFind、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

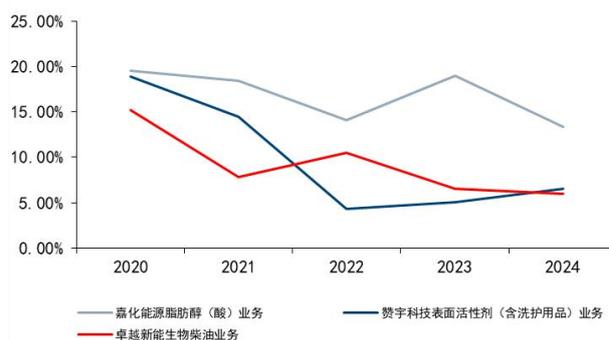
嘉化能源在脂肪醇领域的竞争优势体现在原料部分自供、规模领先、技术优势。我们选取赞宇科技与卓越新能作为公司脂肪醇板块对照：三家企业均为“脂肪醇”相关公司，但主营业务有所区别：嘉化能源的脂肪醇业务以热电联产-氯碱-脂肪醇一体化为核心，通过原料自供、产能规模及技术标准形成三重壁垒；赞宇科技以表面活性剂为主业，脂肪醇是其配套关键原料，需要向嘉化能源等企业采购；卓越新能则代表生物质技术路线，其脂肪醇为生物柴油生产的副产品，具备原料本土化优势（废弃油脂）。2024年，嘉化能源以91.53亿元营收和11.60%的净利率体现显著的盈利效率，其净利率在三者中最高，反映较强的成本控制与高附加值产品优势。

图38: 2024年同业收入净利率对比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图39: 各公司与脂肪醇有关的业务毛利率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

嘉化能源、赞宇科技与卓越新能在脂肪醇领域的布局呈现差异化竞争态势。嘉化能源依托热电联产为核心的循环产业链，脂肪醇业务已形成规模效应，2025年上半年该板块销售收入达23.19亿元，同比大幅增长60.21%，主要受益于原材料价格高位运行带来的产品提价。公司现有产能持续高负荷运行，预计2025年下半年投产试运行15万吨/年多品种脂肪醇二期项目（投资额6亿元），重点拓展C8-C18系列高附加值产品，进一步强化品类覆盖能力。

赞宇科技通过印尼基地切入油脂化工品产能扩张，通过印尼杜库达基地扩产，有望实现棕榈油税金增加与产能扩张的双重增长。

卓越新能以生物柴油技术为支点，2025年投产了5万吨天然脂肪醇项目采用废弃油脂原料，具备成本低与显著的环保优势。其脂肪醇产品定位高端日化与医药领域，与生物柴油主产业链形成协同，新产能有望进一步打开利润空间。

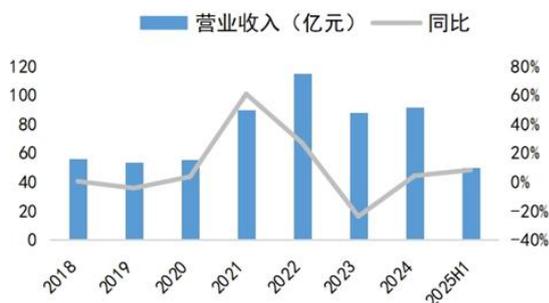
## 财务分析及同业比较

**脂肪醇（酸）/蒸汽/氯碱为公司利润主要来源，近年来盈利波动较小**

**营业收入方面**，近年来伴随公司脂肪醇（酸）/聚氯乙烯/蒸汽/氯碱等产品产量的不断提升，公司 2024 年营收较 2018 年增长 35.50 亿元。2022 年，日化品景气度较高，脂肪醇销量上行，价格也在随原材料上涨而上涨，板块收入达 38.78 亿元，占总营收的 33.71%，板块收入与公司总营收创造了近年来的高点。

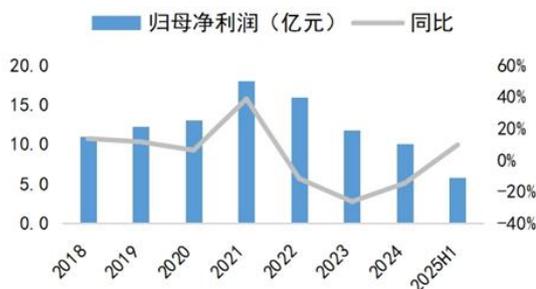
**归母净利润方面**，2021 年，聚氯乙烯投产带动公司营业收入增长，同时脂肪醇（酸）/蒸汽/氯碱等产品销售单价上涨，毛利率水平较高，进而带动利润提升。2022 年，公司营收继续增长达到高点，而由于 PVC 需求增速放缓，脂肪醇成本传导出现时滞，公司利润率水平下滑，归母净利润同比下降 11.69%。2023-2024 年，公司脂肪醇（酸）系列产品量价均有小幅上涨，2024 年实现销售收入 31.02 亿元，同比增长 22.79%；聚氯乙烯受国内产能过剩、地产需求走弱影响，产品价格及毛利率水平逐年下滑，一定程度拖累公司盈利；氯碱及蒸汽板块销量、售价、毛利率水平稳定，盈利能力优秀。预计随着公司脂肪醇二期、PVC 二期等重点项目建设投产，公司收入水平有望提升，从而带动归母净利润的增长。

图40: 嘉化能源近年来营收及增长情况



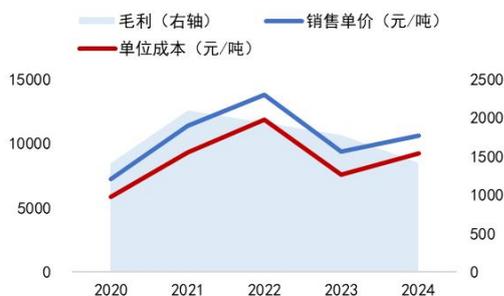
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图41: 嘉化能源近年来归母净利润及增长情况



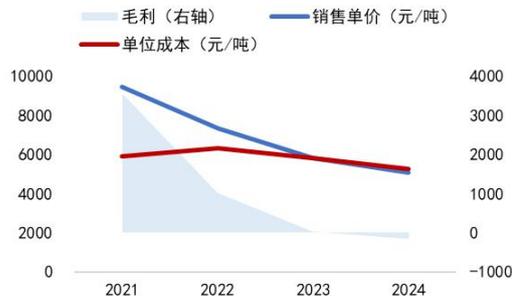
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图42: 嘉化能源近年来脂肪醇（酸）单吨售价及成本



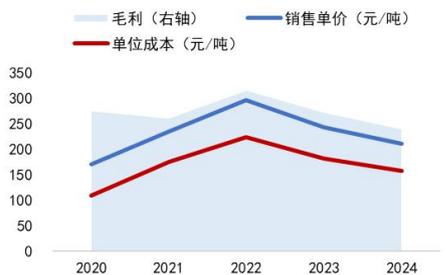
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图43: 嘉化能源近年来聚氯乙烯单吨售价及成本



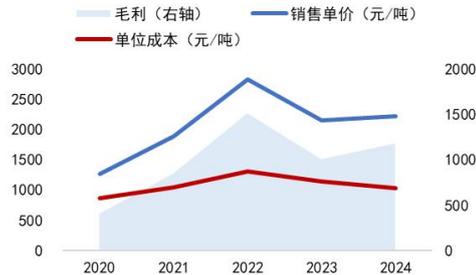
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图44: 嘉化能源近年来蒸汽单吨售价及成本



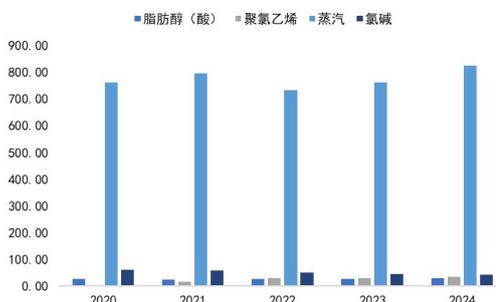
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图45: 嘉化能源近年来氯碱单吨售价及成本



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图46: 嘉化能源近年来产品销量情况 (万吨)

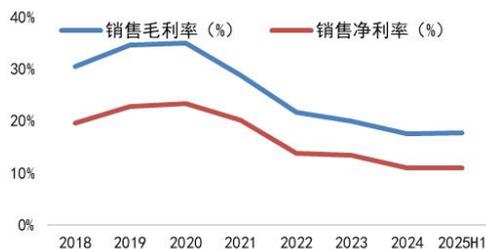


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

### 公司利润率波动受磺化医药、PVC 影响，整体利润率行业领先

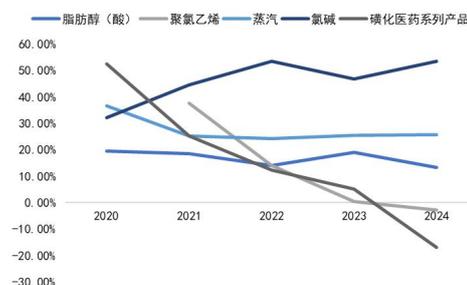
公司利润率水平受磺化医药、PVC 毛利率影响较大。2020 年前，公司磺化医药产品利润率水平优秀，2020 年后，随着疫情、出口影响以及同行业竞争加剧，产品价格和毛利率水平下滑明显，拖累公司盈利。2021 年公司 30 万吨 PVC 产能投产，创下公司 PVC 售价/毛利率最高水平，后续随着行业扩产，地产需求端走弱，PVC 售价及利润率下滑，拖累公司盈利。公司氯碱、脂肪醇、蒸汽等板块各具优势：氯碱具备自发电成本优势及园区内管道运输成本优势，脂肪醇与蒸汽价格传导顺畅，三大板块整体盈利能力相对稳定。

图47: 嘉化能源近年来利润率情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

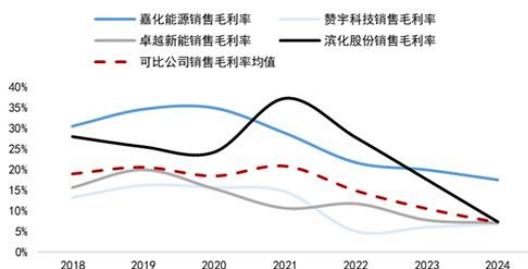
图48: 嘉化能源近年来分块毛利率情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

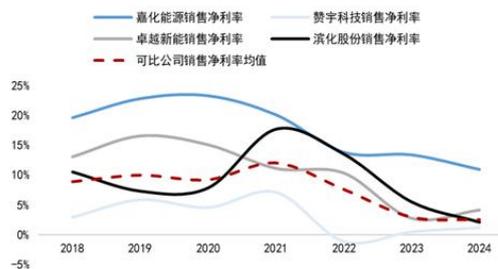
公司毛利率、净利率水平领先行业水平。同行业公司中，我们选取了赞宇科技、卓越新能、滨化股份三家行业中主流化工生产企业进行对比：赞宇科技主营表面活性剂、油脂化学品研发制造和洗护用品代加工等；卓越新能专注于利用废弃油脂资源生产生物柴油及生物基材料；滨化股份主营氯丙烯、三氯乙烯、片碱、粒碱等产品。2018年-2024年，嘉化能源毛利率、净利率水平均处超越行业平均水平，且波动性较低，这与公司稳定的循环经济模式、核心业务成熟有关。ROE方面，公司曾在2021年达到行业较高水平，这与公司当年净利率、资产周转率较高有关，后续随着公司净利率的下降，公司ROE向行业平均水平靠拢。期间费用率方面，公司期间费用率基本在6%上下，在行业平均水平附近小幅度波动。

图49：公司及可比公司毛利率



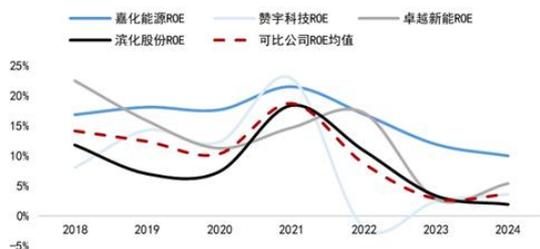
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图50：公司及可比公司净利率



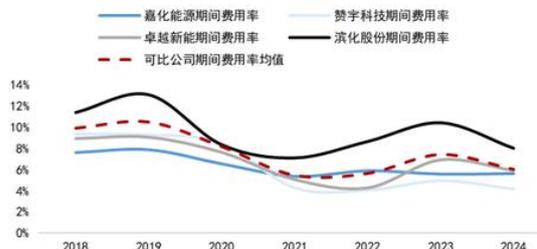
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图51：公司及可比公司ROE



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图52：公司及可比公司期间费用率



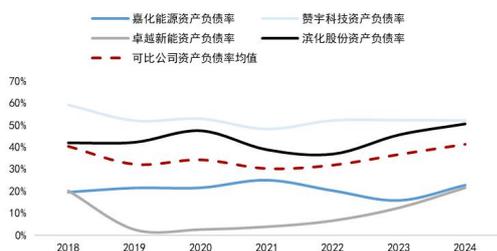
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

### 资本结构及偿债能力分析

公司资产负债率保持20%上下，低于行业平均水平。2018-2021年，受新增高分子材料项目投资影响，公司资产负债率小幅上升；2021年资产负债率由升转降；2023-2024年受新增脂肪醇二期、PVC二期项目投建影响，再次小幅回升。

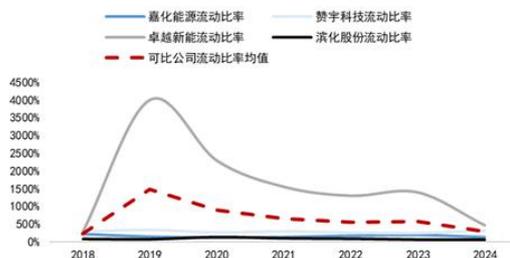
流动比率方面，除卓越新能外，公司流动比率行业领先，历年来流动比率均大于1；卓越新能由于存货较高，而短期借款和应付票据应付账款较少，流动比率行业领先。整体看来，行业各公司短期偿债能力尚可。

图53: 公司及可比公司负债情况 (%)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图54: 公司及可比公司流动比率

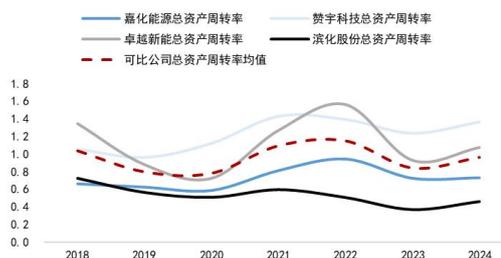


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

### 经营效率分析

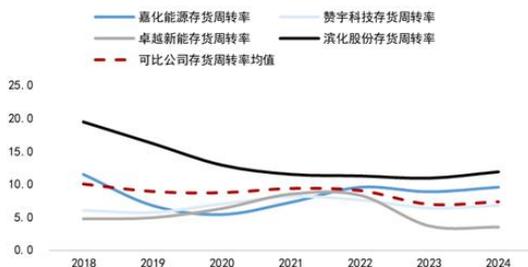
截止至 2025 年第二季度, 公司的总资产周转率为 0.37、存货周转率为 4.94、应收账款周转率为 6.00, 对应周转天数分别为 986/74/61 天。2022 年, 公司总资产周转率出现了一个高点, 这与营业收入的大幅提升有着密切关系, 其余年份均在 0.6 左右小幅波动。公司存货周转率与应收账款周转率则一直接近行业均值。

图55: 公司及可比公司资产周转率情况



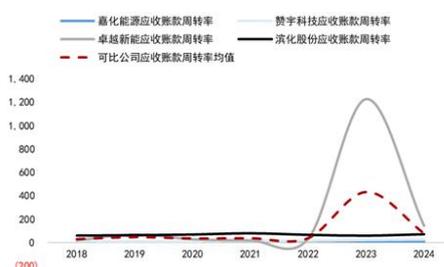
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图56: 公司及可比公司存货周转率情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图57: 公司及可比公司应收账款周转率情况



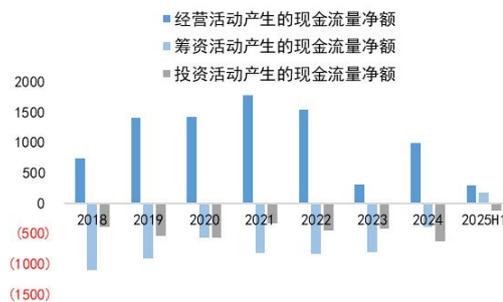
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

### 现金流量分析

2018 至 2025 年, 嘉化能源经营活动现金净流量均为正值, 且 2019-2020 年净现比 (经营性现金净流量/净利润) 均在 1 以上, 2021、2022、2024 年净现比均接

近于 1，表明公司盈利质量高、现金流水平健康、抗风险能力较强。

图58: 嘉化能源现金流情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**脂肪醇（酸）业务：**公司当前具有 20 万吨脂肪醇（酸）产能，15 万吨脂肪醇二期项目预计能于年内投产。我们假设今年内公司将实现脂肪醇（酸）销量 32 万吨，同比 2024 年增加 2.9 万吨，主要增长来自于脂肪醇二期的投产释放，2026-2027 年销量为 37 万吨/40 万吨。脂肪醇（酸）价格方面，受今年来原材料棕榈仁油价格上涨，脂肪醇（酸）价格不断上行，根据公司披露的 2025 年上半年生产经营数据，公司脂肪醇（酸）单吨售价为 15436.35 元/吨，同比增长 64.22%；原材料棕榈仁油及分离棕榈仁油脂肪酸单吨售价为 12722.94 元/吨，同比增长 69.97%。假设全年脂肪醇（酸）价格由于原材料价格上涨影响，将保持较高水平，预计 2025 年全年售价为 15000 元/吨，预计板块毛利率为 12.8%。预计 2026-2027 年售价均价为 13500 元/吨，板块毛利率为 13.5%。

**蒸汽业务：**公司蒸汽业务主要依托热电联产装置向园区供给蒸汽，根据公司 2024 年报中 2025 年销售目标，预计 2025 年蒸汽销量为 923 万吨，同比增长 11.9%。预计 2026-2027 年销量分别为 972 万吨/1021 万吨。蒸汽价格与煤炭价格相关度较高，2025 年来，由于煤炭价格快速下行，蒸汽生产成本同比下滑，蒸汽售价同步下降，2025 年上半年销售均价为 192.31 元/吨。假设下半年煤炭价格保持稳定，预计蒸汽价格全年售价为 190 元/吨，板块毛利率维持 25.8%。预计 2026-2027 年煤炭价格小幅上涨，公司蒸汽销售均价为 201/211 元/吨，板块毛利率为 25.5%/25.7%。

**氯碱业务：**公司氯碱产品主要满足嘉兴港区及周边其他区域企业需求，预计未来三年销量稳中有增，2025-2027 年分别销售 41/46/47 万吨。公司具备热电联产自发电成本优势以及园区内管道运输成本优势，预计未来三年氯碱售价、毛利率水平保持相对稳定，其中 2025-2027 年售价分别为 2650/2400/2400 元/吨，毛利率分别为 55%/56%/57%。

**聚氯乙烯业务：**公司当前具有 30 万吨 PVC 产能，另有 30 万吨 PVC 二期产能有望于 2025 年下半年投产，投产后将丰富公司产品型号，有望改善 PVC 盈利能力，但 PVC 整体行业供给端较为过剩，预计 2027 年随着行业整体供需格局改善，公司 PVC 盈利有望好转。预计 2025-2027 年销量为 35/40/45 万吨，销售均价分别为 4420/4500/4800 元/吨，毛利率分别为-2%/-2%/0%。

**磺化医药业务：**公司磺化医药产能达 6 万吨，产品包括对甲苯磺酰异氰酸酯、对甲苯磺酸、邻对甲苯磺酰氯等，可用于农药及传统精细化工中间体、医药、兽药等。近年来受下游产业需求不足，竞争持续加剧，产品价格维持低位运行，根据公司 2024 年报中 2025 年销售目标，预计 2025 年销量为 2.4 万吨，预计 2026-2027 年小幅增长至 2.5/2.8 万吨。受原料价格上涨影响，上半年公司磺化医药销售均价上涨至 15443 元/吨，预计 2025-2027 年销售均价有望维持在 15500/15800/16000 元/吨，毛利率分别为-5%/-2%/0%。

**硫酸业务：**公司硫酸产能达 30 万吨，预计 2025-2027 年公司销量将维持在 30/31/31 万吨。售价方面，受原料硫磺价格上涨影响，预计 2025-2027 年公司硫酸销售均价为 750/750/700 元/吨，毛利率为 13.5%/13%/14%。

表11: 公司主营业务拆分 (亿元)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>脂肪醇(酸)</b>								
收入(亿元)	20.22	29.45	38.78	25.41	31.02	48.00	49.95	52.65
成本(亿元)	16.28	24.02	33.34	20.60	26.89	41.86	43.21	45.54
毛利润(亿元)	3.94	5.43	5.45	4.82	4.13	6.14	6.74	7.11
毛利率	19.49%	18.44%	14.04%	18.95%	13.32%	12.80%	13.50%	13.50%
<b>蒸汽</b>								
收入(亿元)	13.04	18.72	21.74	18.57	17.44	17.54	19.54	21.54
成本(亿元)	8.26	13.98	16.45	13.83	12.94	13.01	14.56	16.01
毛利润(亿元)	4.78	4.74	5.29	4.74	4.50	4.52	4.98	5.54
毛利率	36.65%	25.32%	24.33%	25.51%	25.81%	25.80%	25.50%	25.70%
<b>氯碱</b>								
收入(亿元)	7.70	11.01	14.25	10.11	9.51	10.87	11.04	11.28
成本(亿元)	5.22	6.10	6.62	5.38	4.43	4.89	4.86	4.85
毛利润(亿元)	2.48	4.91	7.63	4.73	5.08	5.98	6.18	6.43
毛利率	32.23%	44.61%	53.53%	46.82%	53.39%	55.00%	56.00%	57.00%
<b>聚氯乙烯</b>								
收入(亿元)		14.72	22.70	17.27	17.31	15.47	18.00	21.60
成本(亿元)		9.19	19.53	17.19	17.79	15.78	18.36	21.60
毛利润(亿元)		5.54	3.18	0.08	-0.49	-0.31	-0.36	0.00
毛利率		37.61%	13.99%	0.45%	-2.81%	-2.00%	-2.00%	0.00%
<b>磺化医药系列产品</b>								
收入(亿元)	7.32	7.68	6.74	4.49	3.38	3.72	3.95	4.48
成本(亿元)	3.47	5.74	5.91	4.26	3.95	3.91	4.03	4.48
毛利润(亿元)	3.84	1.93	0.83	0.24	-0.57	-0.19	-0.08	0.00
毛利率	52.53%	25.16%	12.25%	5.24%	-16.81%	-5.00%	-2.00%	0.00%
<b>硫酸</b>								
收入(亿元)	0.77	2.13	2.44	1.19	1.70	2.25	2.33	2.17
成本(亿元)	0.54	1.71	2.18	1.18	1.44	1.95	2.02	1.87
毛利润(亿元)	0.22	0.42	0.25	0.01	0.26	0.30	0.30	0.30
毛利率	29.21%	19.75%	10.42%	0.80%	15.42%	13.50%	13.00%	14.00%
<b>光伏</b>								
收入(亿元)	2.44	1.31	1.39	1.55	1.58	1.54	1.77	1.77
成本(亿元)	0.63	0.63	0.75	0.74	0.95	1.01	1.01	1.01
毛利润(亿元)	1.81	0.68	0.64	0.81	0.63	0.53	0.76	0.76
毛利率	74.30%	52.15%	46.20%	52.35%	39.78%	34.43%	42.86%	42.86%
<b>装卸相关</b>								
收入(亿元)	1.39	1.24	1.05	1.62	2.05	1.69	1.82	1.80
成本(亿元)	0.27	0.19	0.15	0.54	0.68	0.57	0.62	0.61
毛利润(亿元)	1.12	1.05	0.90	1.08	1.37	1.12	1.20	1.19
毛利率	80.39%	84.57%	85.77%	66.64%	66.85%	66.00%	66.00%	66.00%
<b>其他</b>								
收入(亿元)	2.80	3.31	5.94	7.53	7.55	7.50	7.50	7.50
成本(亿元)	1.49	2.09	5.06	6.47	6.38	6.38	6.38	6.38
毛利润(亿元)	1.31	1.22	0.88	1.06	1.17	1.13	1.13	1.13
毛利率	46.84%	36.86%	14.78%	14.10%	15.49%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>合计</b>								
收入(亿元)	55.68	89.57	115.03	87.74	91.53	108.57	115.89	124.79
成本(亿元)	36.16	63.65	89.99	70.18	75.45	89.35	95.04	102.34
毛利润(亿元)	19.51	25.92	25.04	17.56	16.09	19.22	20.86	22.45
毛利率(%)	35.05%	28.94%	21.77%	20.01%	17.58%	17.71%	18.00%	17.99%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年营收108.6/115.9/124.8亿元, 同比+18.6%/6.8%/7.7%, 毛利率17.7%/18.0%/18.0%, 毛利润19.2/20.9/22.5亿元。

### 未来3年业绩预测

表12: 未来 3 年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9153	10857	11589	12479
营业成本	7545	8935	9504	10234
销售费用	17	13	15	18
管理费用	164	182	191	206
研发费用	284	337	368	390
财务费用	54	19	5	(14)
营业利润	1084	1281	1419	1565
利润总额	1126	1281	1419	1565
归属于母公司净利润	1008	1156	1280	1411
EPS	0.72	0.85	0.94	1.04
ROE	9.96%	10.8%	11.3%	11.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2025-2027 年收入分别为 108.57/115.89/124.79 亿元, 归属母公司净利润分别为 11.56/12.80/14.11 亿元, 利润年增速分别为 14.7%/10.8%/10.2%, 每股收益分别为 0.85/0.94/1.04 元。

## 盈利预测情景分析

表13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	8,774	9,153	10,900	11,653	12,570
(+/-%)	-23.7%	4.3%	19.1%	6.9%	7.9%
净利润(百万元)	1180	1008	1202	1354	1495
(+/-%)	-26.2%	-14.6%	19.3%	12.7%	10.4%
摊薄 EPS	0.84	0.72	0.89	1.00	1.10
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	8,774	9,153	10,857	11,589	12,479
(+/-%)	-23.7%	4.3%	18.6%	6.7%	7.7%
净利润(百万元)	1180	1008	1156	1280	1411
(+/-%)	-26.2%	-14.6%	14.7%	10.8%	10.2%
摊薄 EPS(元)	0.84	0.72	0.85	0.94	1.04
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	8,774	9,153	10,814	11,525	12,388
(+/-%)	-23.7%	4.3%	18.1%	6.6%	7.5%
净利润(百万元)	1180	1008	1069	1155	1274
(+/-%)	-26.2%	-14.6%	6.1%	8.0%	10.3%
摊薄 EPS	0.84	0.72	0.79	0.85	0.94
总股本(百万股)	1,402	1,391	1,357	1,357	1,357

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：9.51-11.31 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 14: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	28.43%	-23.72%	4.32%	18.61%	6.74%	7.68%	5.50%	5.00%
营业成本/营业收入	78.23%	79.99%	82.42%	82.29%	82.00%	82.01%	81.50%	81.30%
管理费用/营业收入	1.31%	1.73%	1.51%	1.50%	1.48%	1.50%	1.49%	1.49%
财务费用/营业收入	3.23%	3.32%	3.11%	3.10%	3.17%	3.13%	3.13%	3.14%
销售费用/销售收入	0.10%	0.15%	0.19%	0.12%	0.13%	0.15%	0.13%	0.14%
营业税及附加/营业收入	0.30%	0.35%	0.40%	0.35%	0.35%	0.30%	0.30%	0.30%
所得税税率	12.24%	8.96%	10.72%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
股利分配比率	49.01%	84.42%	56.79%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

表 15: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.86	T	10.00%
无风险利率	2.00%	Ka	7.59%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.91
公司股价 (元)	8.94	Ke	7.90%
发行在外股数 (百万)	1357	E/(D+E)	94.27%
股票市值 (E, 百万元)	12130	D/(D+E)	5.73%
债务总额 (D, 百万元)	738	WACC	7.72%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	1.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据公司历史数据以及未来规划，公司分红情况较好，因此我们采用 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 9.51-11.31 元。从估值方法特征来看，以 DDM 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、分红较为稳定的公司，因为周期股盈利波动较大，因此在周期股预测中存在失真现象。

表 16: 嘉化能源 DDM 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
每股红利	0.43	0.47	0.52	0.59	0.64	0.68	0.73	0.79	0.84	0.89	13.05
PV(红利)	0.39	0.41	0.41	0.43	0.44	0.43	0.43	0.43	0.42	0.42	6.10
每股价值	10.32										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于普通权益资本成本 Ke 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		Ke 变化				
		7.4%	7.6%	7.90%	8.1%	8.4%
永续 增长 率变 化	1.8%	12.19	11.63	11.11	10.64	10.20
	1.5%	11.84	11.31	10.83	10.38	9.96
	1.3%	11.52	11.02	10.56	10.14	9.75
	1.0%	11.22	10.75	10.32	9.92	9.54
	0.8%	10.94	10.50	10.09	9.71	9.35
	0.5%	10.69	10.27	9.88	9.51	9.17
	0.3%	10.45	10.05	9.68	9.33	9.00

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值: 10.20-11.05 元

我们选取了赞宇科技、卓越新能、滨化股份作为公司的可比公司。可比公司具体情况如下。

**赞宇科技:** 赞宇科技是国内领先的表面活性剂和油脂化学品生产服务商, 主营业务包括日化表面活性剂、油脂化学品研发制造, 以及洗护用品 (OEM/ODM 加工) 服务。公司总部位于杭州, 并在国内浙江、江苏、河南、四川等地及海外印尼设立生产基地, 实现全国化覆盖和原料主产国布局。公司当前表面活性剂产能超 120 万吨, 市占率约 30%; 油脂化工品产能超 100 万吨, 印尼杜库达基地具有棕榈油主产国低成本优势与税收优势; OEM/ODM 产能达 110 万吨。赞宇科技与嘉化能源在油脂化工品/脂肪醇 (酸) /表面活性剂具备可比性, 业务之间有一定重叠, 且脂肪醇为表面活性剂主要原料。2024 年赞宇科技实现收入 107.92 亿元, 归母净利润 1.35 亿元, 赞宇科技收入端略大于嘉化能源, 利润端低于嘉化能源。

**卓越新能:** 卓越新能是全球领先的酯基生物柴油生产商, 专注于利用废弃油脂 (如地沟油、酸化油) 再生生物柴油及衍生生物基材料, 核心业务服务于环保燃料和化工材料领域。公司总部位于福建龙岩, 并在新加坡、荷兰设立子公司实现全球化布局。公司现有生物柴油产能 50 万吨, 新项目包括新加坡 10 万吨产能和烃基生物柴油 (HVO) 生产线 10 万吨; 生物基材料副产工业甘油 4 万吨、环保型醇酸树脂及生物酯增塑剂等产能 9 万吨、新增 5 万吨天然脂肪醇项目于今年 3 月试生产, 利用自产生物柴油原料降本。卓越新能与赞宇科技均有脂肪醇产能, 嘉化能源脂肪醇原料为棕榈仁油, 且产能更多。2024 年卓越新能实现收入 35.63 亿元, 实现归母净利润 1.49 亿元, 均低于嘉化能源。

**滨化股份:** 滨化股份专注于氯碱化工、环氧丙烷等有机和无机化工产品的生产与销售。公司总部位于山东滨州, 以氯碱化工为核心, 产品包括烧碱折百产能 61 万吨、环氧丙烷 51 万吨、三氯乙烯 8 万吨和四氯乙烯 8 万吨, 烧碱产能山东省内领先。滨化股份与嘉化能源均具有烧碱产能, 且在各自省内产能领先。2024 年滨化股份实现收入 102.28 亿元, 实现归母净利润 2.19 亿元, 收入端略高于嘉化能源, 归母净利润端低于嘉化能源。

可比公司 2025 年市盈率均值为 17.2 倍, 考虑到滨化股份仅烧碱板块实现盈利, 估值水平相对较高, 相对估值主要选取赞宇科技与卓越新能进行参考, 公司 2025 年市盈率区间应为 12-13 倍, 对应 10.20-11.05 元。

表18: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
002637. SZ	赞宇科技	优于大市	10.95	52	0.83	1.07	13.2	10.2
688196. SH	卓越新能	优于大市	45.60	55	3.63	4.98	12.6	9.2
601678. SH	滨化股份	-	4.43	91	0.16	0.21	26.4	20.3
	平均值						17.2	13.0
300750. SZ	嘉化能源	优于大市	8.94	121	0.85	0.94	10.5	9.5

资料来源:wind、滨化股份来自wind一致预期,其余为国信证券经济研究所预测

## 投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 10.20-11.31 元之间,今年动态市盈率 12-13.3 倍,相对于公司目前股价有 14%-27%溢价空间。考虑公司龙头地位和较好的成长性,给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 10.20-11.31 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

公司普通权益资本成本（ $K_e$ ）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算  $K_e$  时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致  $K_e$  计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险。

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的赞宇科技、卓越新能、滨化股份，选取了可比公司 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，选取了赞宇科技、卓越新能的平均 PE，最终给予公司 2025 年 12-13 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 18.6%/6.8%/7.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 17.7%/18.0%/18.0%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计脂肪醇二期、PVC 二期将于今年下半年投产，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受脂肪醇、氯碱的价格及毛利率影响较大，我们预计未来 3 年公司脂肪醇的价格为 15000/13500/13500 元/吨，预计氯碱的价格分别为 2650/2400/2400 元/吨若由于形势变化，产品脂肪醇、氯碱的实际价格及毛利率水平大大低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

### 经营风险

**安全生产的风险：**公司的部分原材料和产品为危险化学品，经营过程中仍面临一定的安全运营风险。针对安全运营风险责任，公司根据《安全、环保、职业卫生、消防、设备综合安保目标管理责任书》逐级落实安全生产责任到人。对公司重大危险源实施三级管控；聘请第三方专业团队对照《危险化学品企业安全风险隐患排查治理导则》，以化工过程安全管理要素为主线，从安全领导能力、安全生产责任制、岗位安全教育和操作技能培训、设计管理、试生产管理、装置运行安全管理、作业许可管理、变更管理等内容逐项进行隐患排查治理，从而提高化工过程安全性；对设备实行全生命周期管理，定

期进行评估、检测，对不符合使用条件的设备执行淘汰更换，提升化工装置的本质安全水平。公司持有安全生产许可证且获得了危险化学品经营许可证，公司整个生产过程处于受控状态，发生安全事故的可能性很小，但不排除因生产操作不当或设备故障，导致事故发生的可能，不排除在生产、运输、储存和使用过程中发生腐蚀和泄漏等事故可能导致的环境污染和人员伤亡等风险。另外，在公司规模扩大、业务扩张、产品多元化过程中，可能存在落实安全管理措施不到位，员工违章作业等现象，如果发生重大安全事故，可能对公司的经营造成负面影响并带来经济和声誉损失。

美福码头装卸货种为危险化学品，公司一直高度重视安全生产和危险化学品接卸管理安全，整个生产作业过程处于受控状态，发生安全事故的可能性很小，但不排除因生产操作不当或设备故障，导致事故发生的可能，不排除在装卸、仓储和输送过程中发生火灾、爆炸和泄漏等事故可能导致的环境污染、人员伤亡、财产损失等风险。另外，可能存在安全管理措施不到位，员工违章作业，安全生产得不到有力保障的现象，如果发生重大安全事故，可能对美福码头的经营造成负面影响并带来经济和声誉损失。

此外，如果行业安全法规变动，政府主管部门加强安全生产的检查和监督力度，在安全生产上对企业提出更高要求，公司将可能投入更多财力和其它经济资源。

**主营产品价格及利润率下滑的风险：**公司主营业务中 PVC、磺化医药近年来受竞争激烈、需求增速减弱影响，价格、利润率水平较差。PVC 行业未来仍有少量新增产能或将投产，若行业高能耗/老旧产能无法出清，则 PVC 价格及利润率仍有进一步下行风险。

**原料价格波动的风险：**公司脂肪醇、蒸汽、硫酸产品价格分别与棕榈仁油、煤炭、硫磺价格相关度较高，若未来原料价格大幅波动而公司产品价格传导不顺畅，则可能出现利润率下滑的风险。

**化工行业周期波动的风险：**公司所生产的基础化工产品的消费量与国民经济运行密切相关，行业发展与我国国民经济的景气程度有较大相关性，因而具有一定的周期性。在宏观经济尤其是固定投资增速较高的状况下，该行业可实现快速的扩张速度和利润增长速度，但是一旦宏观经济增速放缓，外加环保以及原材料上涨等压力，可能步入周期性下降趋势中。扩张带来的支出加大、融资成本的上升、产品毛利率下滑以及销售增长的放缓等因素在增速下降的宏观经济下将可能加倍放大，企业在成本不断上升和产品供求面临平衡拐点的双重压力下，短期将面临较大的压力。目前受宏观经济、原材料、产业政策、环保等因素影响，以及国家从高速发展到高质量发展的转型，带来宏观经济的下行趋势加剧，行业有步入周期性下降趋势的预期和潜在风险，行业洗牌中技术低端企业将面临巨大的生存压力，但优势企业也可通过产品优化升级进一步发展强大。

**新项目进展不及预期的风险：**公司当前在建项目包括脂肪醇二期、高分子二期、锅炉节能降耗技改项目、高性能合成橡胶一期等项目，若公司在建项目出现延后投产、投产后爬坡进展不及预期等情况，将会影响我们对后续公司盈利能力的判断。

**环保的风险：**公司目前产生的污染物主要有废气、废水和固体废物，公司已积极采取环保措施控制“三废”，按环保要求建设了环保设施，建立了环保管理体系。但随着我国对“绿水青山就是金山银山”生态发展理念的宣贯，相关生态环保政策趋严，公司在环保方面的投入可能进一步增加，有关环境

保护政策的变化与调整将对公司生产经营带来一定影响。公司在生产经营中环保设施如突发故障，可能导致污染物排放超标，可能产生环境污染风险，环保违法风险，进而受到环保行政处罚或产生环境损害赔偿。此外，若国家针对某一产品环保政策趋严，则存在环保投入增加或产品生产受限的风险。

## 财务风险

**商誉减值风险：**截至 2024 年 12 月 31 日公司商誉账面价值为 5.03 亿元，净资产占比 4.96%，全部为非同一控制下企业合并对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额的确认，公司在每半年度及每年年度终了时对商誉进行减值测试。非同一控制下企业并购有利于拓展公司相关业务的规模，提高公司整体资产质量及盈利能力，但是若被合并资产未来经营状况不达预期，则交易形成的商誉将存在减值风险。

**汇率波动及关税的风险：**因由于公司产业发展需要，存在以棕榈仁油为代表的大量原材料进口采购业务，如果汇率出现较大的波动，则公司将面临一定的汇率风险。近年来，国际政治格局风云突变，地缘政治冲突不断，部分西方发达国家逆全球化政策频出，导致公司面临直接或间接的关税不确定性风险。

## 政策风险

**产业政策变动的风险：**随着国家高质量发展持续推动，目前产业会面临产业布局、规模及工艺、能源消耗、安全环保等方面的政策调整。未来鼓励行业内优势企业通过规模化、集约化经营，大力发展循环经济。公司现有产品完全符合国家产业政策对产业布局、装置规模与工艺、能源消耗、环境保护、安全生产等方面的要求，但如果国家产业、环保政策出现较大调整，将会给公司的生产经营带来风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	890	817	800	800	1365	营业收入	8774	9153	10857	11589	12479
应收款项	780	845	1011	1089	1173	营业成本	7018	7545	8935	9504	10234
存货净额	786	794	951	1054	1113	营业税金及附加	30	36	38	41	37
其他流动资产	1020	1026	1249	1333	1435	销售费用	13	17	13	15	18
<b>流动资产合计</b>	<b>3512</b>	<b>3496</b>	<b>4025</b>	<b>4291</b>	<b>5100</b>	管理费用	182	164	182	191	206
固定资产	6517	7743	7915	7960	7967	研发费用	291	284	337	368	390
无形资产及其他	504	485	470	456	441	财务费用	8	54	19	5	(14)
投资性房地产	1031	1155	1155	1155	1155	投资收益	57	50	3	3	3
长期股权投资	205	244	249	251	252	资产减值及公允价值变动	(44)	(60)	(55)	(50)	(45)
<b>资产总计</b>	<b>11768</b>	<b>13122</b>	<b>13814</b>	<b>14112</b>	<b>14916</b>	其他收入	(216)	(243)	(337)	(368)	(390)
短期借款及交易性金融负债	555	725	724	357	200	营业利润	1320	1084	1281	1419	1565
应付款项	604	739	1071	987	1109	营业外净收支	(24)	42	0	0	0
其他流动负债	555	1084	1047	1109	1193	<b>利润总额</b>	<b>1296</b>	<b>1126</b>	<b>1281</b>	<b>1419</b>	<b>1565</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1715</b>	<b>2547</b>	<b>2843</b>	<b>2453</b>	<b>2502</b>	所得税费用	116	121	128	142	156
长期借款及应付债券	26	243	13	13	13	少数股东损益	0	(2)	(3)	(3)	(3)
其他长期负债	110	187	237	287	337	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1180</b>	<b>1008</b>	<b>1156</b>	<b>1280</b>	<b>1411</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>136</b>	<b>430</b>	<b>250</b>	<b>300</b>	<b>350</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>1851</b>	<b>2977</b>	<b>3093</b>	<b>2753</b>	<b>2852</b>	净利润	1180	1008	1156	1280	1411
少数股东权益	32	29	28	27	25	资产减值准备	38	18	(61)	0	0
股东权益	9886	10115	10693	11333	12039	折旧摊销	703	728	453	524	567
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11768</b>	<b>13122</b>	<b>13814</b>	<b>14112</b>	<b>14916</b>	公允价值变动损失	44	60	55	50	45
						财务费用	8	54	19	5	(14)
						营运资本变动	(1357)	556	(261)	(238)	12
						其它	(38)	(19)	60	(2)	(2)
						<b>经营活动现金流</b>	<b>570</b>	<b>2351</b>	<b>1401</b>	<b>1615</b>	<b>2034</b>
						资本开支	0	(1886)	(605)	(605)	(605)
						其它投资现金流	118	21	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>81</b>	<b>(1904)</b>	<b>(610)</b>	<b>(607)</b>	<b>(606)</b>
						权益性融资	(13)	0	0	0	0
						负债净变化	26	217	(230)	0	0
						支付股利、利息	(996)	(572)	(578)	(640)	(706)
						其它融资现金流	356	190	(0)	(368)	(157)
						<b>融资活动现金流</b>	<b>(1595)</b>	<b>(521)</b>	<b>(808)</b>	<b>(1008)</b>	<b>(862)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>(945)</b>	<b>(74)</b>	<b>(17)</b>	<b>0</b>	<b>565</b>
						货币资金的期初余额	1835	890	817	800	800
						货币资金的期末余额	890	817	800	800	1365
						企业自由现金流	0	386	804	1005	1407
						权益自由现金流	0	793	557	633	1263

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032