

化工

2017年04月18日

嘉化能源 (600273)

——脂肪醇酸和邻对位业务大幅增长，看好公司未来转型，维持买入评级

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据： 2017年04月18日

收盘价(元)	9.17
一年内最高/最低(元)	10.39/7.47
市净率	3.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5319
上证指数/深证成指	3196.71 / 10411.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	3.04
资产负债率%	41.53
总股本/流通A股(百万)	1306/580
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《嘉化能源(600273)点评：蒸汽、脂肪醇业务稳定增长，烧碱产销两旺带动公司业绩略超预期》 2017/04/12

《嘉化能源(600273)点评：定增顺利拿到批文，转型迈出坚实一步，维持买入评级》 2017/04/07

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 公司发布2016年年报，基本符合预期。16年实现营业收入45.03亿元(yoy+32.79%)，归属母公司净利润7.4亿元(yoy+10.13%)，大大超过公司前期对于2016年净利润6.88亿元的承诺，EPS为0.57元(按最新股本摊薄)，符合我们前期的预测。其中16Q4单季度实现营业收入14.71亿元(yoy+52.9%，QoQ+45%)，单季度收入规模创历史新高，归属母公司净利润2.04亿元(yoy-16%，QoQ+43%)，EPS为0.16元。收入以及净利润的增长主要源于脂肪醇销量和价格的大幅增长、氯碱业务的量价齐升以及美福码头盈利的全面并表。公司16年整体毛利率同比下滑3.8个百分点报于27.8%，销售费用、管理费用、财务费用分别同比上升16.57%、12.44%、14.82%，主要由于产品运费增加、研发开支增加以及汇兑损失的增加。
- 脂肪醇量价大涨，但由于受原料棕榈油价格亦大涨加之人民币大幅贬值的影响，16年脂肪醇的毛利率同比微幅下滑了0.3个百分点。16年脂肪醇酸营业收入大幅增长105%至19.1亿，脂肪醇销量同比增长47.85%至12.39万吨，均价主要受原料棕榈仁油的大涨带动同比大涨63.5%。目前东南亚棕榈仁油已逐渐复产，价格震荡下行，而公司目前已经调整了棕榈仁油的采购策略，点价的方式提前预定产品销售，之后再结算原料价格，一定程度保证了脂肪醇酸产品的毛利率。公司16万吨/年多品种脂肪醇(酸)项目油酸部分已进行调试，未来全面投产后产品销量将更上一层楼。
- 煤炭价格上涨带动蒸汽价格上涨，供气量稳定增长，募投的热电联产扩建项目中7、8号450吨/时锅炉陆续进入试生产，17年将完成第三台9号锅炉的投产，届时公司的供给量将新上一个台阶。2016年蒸汽业务销售收入、销售量同比分别增长4.25%、3.83%，但毛利率小幅下滑了2.8个百分点。预计“十三五”期间，嘉兴港区化工新材料园区产值将近1000亿元加之海盐大桥新区的快速发展，公司的蒸汽业务未来仍将持续稳定增长。
- 邻对位销售利润创历史新高，16年下半年以来烧碱行业持续向好。通过优化邻对位产品结构，提升衍生产品装置产能，公司邻对位系列销售收入同比增长22.6%，毛利率同比上升5.9个百分点，销售业务利润达历史最好水平。目前4000吨/年邻对位衍生技改项目一期正在进行调试，未来邻对位将继续做大做强。由于供气量的增长自产电相应增长进一步降低了公司氯碱业务的成本加之下半年国内烧碱价格同比大幅上涨，氯碱业务营收同比增长10.8%。
- 美福码头全面并表，4家光伏电站项目公司股权变更及增资已经完成，电子级硫酸提升盈利能力。2016年港口业务实现营收1.74亿元，同比增长58.63%。主要由于港区落户企业规模扩大，通过优化资源，船舶大型化，化工品装卸比例由43.4%提高至61.9%，进而带动码头吞吐量上升，吞吐量较去年同期增长18%。转型收购的5座光伏电站中已有四家完成了股权变更以及增资，第一期电子级硫酸目前已投产并给下游客户试用，认证过后预计17年下半年有望正式达产，此两项未来将成为公司新的盈利增长点。
- 维持盈利预测，维持“买入”评级：维持盈利预测，我们预计公司2017~2019年归母净利润分别为9.43、11.14和14.22亿元，对应增发摊薄后EPS分别为0.63、0.75、0.95元/股，对应当前股价PE分别为15、12和10倍。公司各项业务均趋势向好，蒸汽、脂肪醇规模稳步扩张，邻对位系列产品继续走向高端化，电子级硫酸一期下半年预计达产，转型新能源落地，有望进一步为公司带来业绩增厚与估值上行空间，时隔四个多月，4月6日公司顺利拿到定增批文，当前股价低于增发底价9.74元，安全边际足，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,391	4,503	4,382	4,804	5,550
同比增长率(%)	0.18	32.79	-2.69	9.63	15.53
净利润(百万元)	672	740	943	1,114	1,422
同比增长率(%)	16.11	10.13	27.35	18.13	27.65
每股收益(元/股)	0.51	0.57	0.63	0.75	0.95
毛利率(%)	31.6	27.8	34.4	36.3	38.7
ROE(%)	19.6	18.6	18.3	17.8	-
市盈率	18	16	15	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,385	3,391	4,503	4,382	4,804	5,550
营业收入同比增长率 (yoy)	150.88%	0.18%	32.79%	-2.70%	9.60%	15.50%
减: 营业成本	2,474	2,320	3,250	2,874	3,062	3,400
毛利率 (%)	26.91%	31.58%	27.83%	34.40%	36.30%	38.70%
减: 营业税金及附加	12	15	25	18	19	25
主营业务利润	899	1,056	1,228	1,490	1,723	2,125
主营业务利润率 (%)	26.54%	31.14%	27.28%	34.00%	35.90%	38.30%
减: 销售费用	39	45	52	63	69	80
减: 管理费用	167	194	218	250	274	300
减: 财务费用	65	76	87	48	54	65
经营性利润	628	742	871	1,129	1,326	1,680
经营性利润同比增长率 (yoy)	-2301.93%	18.08%	17.45%	29.60%	17.40%	26.70%
经营性利润率 (%)	18.55%	21.87%	19.34%	25.80%	27.60%	30.30%
减: 资产减值损失	5	-7	-3	0	0	0
加: 投资收益及其他	59	51	8	2	4	6
营业利润	680	799	892	1,131	1,330	1,686
加: 营业外净收入	-3	1	-6	4	4	5
利润总额	677	800	885	1,135	1,334	1,691
减: 所得税	95	125	142	188	216	265
净利润	582	675	743	947	1,118	1,426
少数股东损益	3	3	3	4	4	4
归属于母公司所有者的净利润	579	672	740	943	1,114	1,422
净利润同比增长率 (yoy)	-1881.04%	16.11%	10.13%	27.40%	18.10%	27.60%
全面摊薄总股本	1,306	1,306	1,306	1,493	1,493	1,493
每股收益 (元)	0.57	0.51	0.57	0.63	0.75	0.95
归属母公司所有者净利润率 (%)	17.11%	19.83%	16.44%	21.50%	23.20%	25.60%
ROE	20.22%	19.58%	18.65%	18.30%	17.80%	-

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。