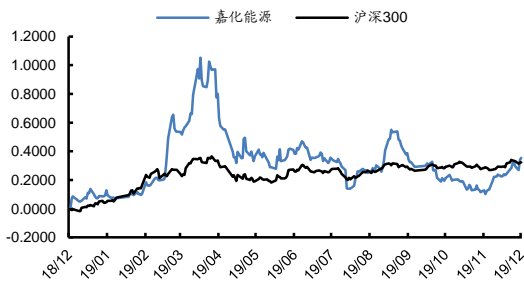


研究所
 证券分析师： 谭倩 S0350512090002
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
 证券分析师： 尹斌 S0350518110001
 yinb@ghzq.com.cn
 联系人： 张涵 S0350118050002
 0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

供应巴斯夫嘉兴基地，高附加值产品放量在即 ——嘉化能源（600273）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
嘉化能源	21.4	-2.5	34.0
沪深300	2.9	3.1	32.3

市场数据	2019-12-25
当前价格（元）	10.90
52周价格区间（元）	8.04 - 17.45
总市值（百万）	15616.76
流通市值（百万）	15409.69
总股本（万股）	143273.05
流通股（万股）	141373.26
日均成交额（百万）	319.66
近一月换手（%）	32.80

相关报告

《嘉化能源（600273）深度报告：以氢能与磺化为两翼，能化龙头即将腾飞》——2019-12-22

投资要点：

- 供应巴斯夫嘉兴基地，高端产品放量在即。**2014年公司与巴斯夫决定建立合作关系，2018年5月巴斯夫嘉兴工厂电子级硫酸装置投入运营，一期产能1.2万吨，二期产能1.2万吨，合计2.4万吨已经投产。巴斯夫嘉兴基地电子级硫酸产品主要用于半导体晶片的清洗，在制造高端芯片的过程中，需要数百道清洗工序，对于试剂纯度有极高要求。电子级硫酸核心技术被德国、日本、美国等国家垄断，随着国内半导体产业迅速发展，高端电子级硫酸产品需求旺盛。巴斯夫电子级硫酸质量与稳定性全球领先，对于供应链要求高，测试周期长，公司为嘉兴巴斯夫基地的主要原料供应商，随着巴斯夫电子级硫酸产品不断增加市场投放，公司高端产品将逐步放量，硫酸项目整体盈利有望提升。
- 脂肪醇（酸）弹性充足，氯碱业务向下游延伸。**多种脂肪醇（酸）项目投产后，高附加值产品比重增加，产品毛利率进一步提升，上半年公司脂肪醇（酸）业务毛利率达到18.72%，同比提升7.22pct。公司20万吨脂肪醇（酸）单套装置为国内最大，规模效应突出。下半年棕榈油产业链价格大幅上涨，今年公司脂肪醇（酸）业务利润较去年增幅较大，油脂业务进入复苏期，预计此项业务将持续贡献业绩弹性。公司拥有年产烧碱29.7万吨（折百）的氯碱装置，筹建30万吨VCM及PVC项目，项目建成后将实现液氯就地消耗，实现氯碱平衡。
- 磺化医药产业全球领先，高附加值产能持续投放。**公司是全球具有规模优势的磺化医药系列产品龙头产商，拥有液体三氧化硫连续磺化反应技术专利，相比于传统工艺在纯度上有明显优势。乙肝特效药替诺福韦以及新型除草剂等下游需求旺盛，从而带动了磺化系列产品的长期需求向好。随着公司BAITA系列产品的投产，高附加值产品比重提升，目前公司磺化系列产品毛利率高达60%左右。公司计划扩产以及建设废酸裂解项目，扩产完成后，公司磺化医药产能将从目前的3万吨提升到6万吨，BA产能将从目前的2000吨提升到6000吨，预计将于2020年底投产。近年来公司磺化系列产品利润快速增长，随着新产能的逐步释放，磺化业务将成为业绩的持续增长点。
- 氢能产业布局逐步完善，率先提出液氢产业方向。**公司氯碱装置复

产氢气，具有氢源优势，氯碱副产氢气提纯成本较低，适合用于发展氢能源。公司在氢能方面布局领先，与产业多方合作，上半年公司与富瑞氢能、上海重塑成立合资公司从事加氢站建设和运营，目前公司在张家港及常熟规划建设 3 座加氢站，部署产氢、储氢、加氢等产业链重要环节。在建的加氢站规划加氢能力为单站 1000kg/天，随着氢能产业发展情况可以进一步增加。公司与浙能集团合作，建设全国首座氢液化工厂，目前长三角地区的氢气主要通过气瓶运输，成本较高，液氢在长距离运输方面具有成本优势且运输半径更大，是未来产业发展的方向。

氢能源目前仍然在政策培育期，上海周边加氢站对外氢气供应价格为 60 元/公斤左右，地方补贴为 20 元/公斤左右，终端用户加氢价格为 40 元/公斤左右。氢能源产业处于爆发前夜，公司在氢能领域布局完整，氢源优势突出，液氢技术领先，未来将直接受益于氢能产业的长期发展。

- **盈利预测和投资评级：**公司基于自身能源化工布局，衍生出一系列发展潜力巨大的业务。目前公司硫酸、脂肪醇（酸）、磺化、氢能等业务均向着高附加值的方向发展，未来业绩弹性充足。公司在多个细分领域处于龙头地位，布局领先，具有较强成长性，我们认为公司整体估值有望提升。预计 2019-2021 年净利润分别为 12.9/14.9/19.1 亿元，对应的 PE 分别为 12.1/10.5/8.2 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**与巴斯夫合作不及预期；脂肪醇（酸）、氯碱产品价格不及预期；磺化系列产品下游需求不及预期；氢能源产业发展不及预期。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	5604	5921	6791	8203
增长率(%)	0%	6%	15%	21%
归母净利润（百万元）	1100	1294	1485	1911
增长率(%)	14%	18%	15%	29%
摊薄每股收益（元）	0.77	0.90	1.04	1.33
ROE(%)	16.77%	17.32%	17.45%	19.38%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：嘉化能源盈利预测表

证券代码:	600273.SH		股价:	10.90	投资评级:	买入	日期:	2019/12/25	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	17%	17%	17%	19%	EPS	0.77	0.90	1.04	1.33
毛利率	31%	34%	34%	36%	BVPS	4.57	5.20	5.92	6.86
期间费率	5%	9%	8%	8%	估值				
销售净利率	20%	22%	22%	23%	P/E	14.19	12.07	10.51	8.17
成长能力					P/B	2.39	2.10	1.84	1.59
收入增长率	0%	6%	15%	21%	P/S	2.79	2.64	2.30	1.90
利润增长率	14%	18%	15%	29%					
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.69	0.66	0.67	0.70	营业收入	5604	5921	6791	8203
应收账款周转率	4.33	3.87	3.50	3.20	营业成本	3888	3879	4468	5282
存货周转率	10.68	8.27	6.74	5.69	营业税金及附加	26	27	31	38
偿债能力					销售费用	83	89	102	123
资产负债率	20%	17%	16%	15%	管理费用	128	379	421	492
流动比	2.32	3.49	4.44	5.32	财务费用	17	23	23	23
速动比	2.01	3.07	3.89	4.62	其他费用/(-收入)	11	(1)	(1)	(1)
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	1292	1523	1745	2244
现金及现金等价物	686	1683	2546	3412	营业外净收支	(0)	0	0	0
应收款项	1293	1528	1939	2567	利润总额	1292	1523	1745	2244
存货净额	364	473	668	935	所得税费用	188	222	255	328
其他流动资产	336	178	204	246	净利润	1104	1301	1490	1916
流动资产合计	2678	3862	5356	7159	少数股东损益	4	7	4	6
固定资产	4259	3833	3550	3295	归属于母公司净利润	1100	1294	1485	1911
在建工程	300	400	350	300	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
无形资产及其他	278	278	263	247	经营活动现金流	741	1526	1375	1506
长期股权投资	42	47	47	47	净利润	1104	1301	1490	1916
资产总计	8150	9012	10157	11640	少数股东权益	4	7	4	6
短期借款	173	173	173	173	折旧摊销	429	454	411	381
应付款项	696	646	744	880	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	17	18	21	26	营运资金变动	(796)	(137)	(732)	(1078)
其他流动负债	267	267	267	267	投资活动现金流	(394)	321	333	305
流动负债合计	1154	1105	1206	1346	资本支出	(35)	326	333	305
长期借款及应付债券	400	400	400	400	长期投资	(4)	(5)	0	0
其他长期负债	37	37	37	37	其他	(355)	0	0	0
长期负债合计	437	437	437	437	筹资活动现金流	650	(388)	(446)	(573)
负债合计	1591	1542	1643	1783	债务融资	135	0	0	0
股本	1433	1433	1433	1433	权益融资	1	0	0	0
股东权益	6558	7470	8514	9857	其它	515	(388)	(446)	(573)
负债和股东权益总计	8150	9012	10157	11640	现金净增加额	998	1458	1262	1237

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。