

# 嘉化能源(600273)点评报告

## 一季报预告超预期，增发已取得批文 买入（首次）

2017年4月12日

### 事件

公司发布 2017 年一季报预告，预计报告期内实现归属于上市公司股东的净利润 2.26~2.64 亿元，同比增长 20%~40%，去年同期为 1.88 亿元。

### 投资要点

■ **增长来自烧碱和脂肪醇产品价格上涨：**一季度归母净利较去年同期增长 20%~40%，超出我们的预期，增长主要来自公司烧碱和脂肪醇产品价格上涨。烧碱价格一季度以来再次大幅上涨，当前华东市场片碱报价 4,400 元/吨，较去年均价上涨 1,500 元，公司拥有 30 万吨烧碱产能，盈利水平大幅提升。此外，脂肪醇产品价格当前报价 19,200 元/吨，依然维持高位，近期虽随原料棕榈油价格下跌有所调整，但因供给偏紧下跌幅度有限，价差创出新高，公司拥有脂肪醇 C12-14 产能 13.5 万吨，盈利较去年同期也有所增长。

■ **新项目稳健推进中：**16 年半年报中披露，公司热电联产机组扩建项目第 3 台 450t/h 高温高压循环流化床锅炉预计在今年建成，4,000 吨/年邻对位衍生产物(BA)技改项目建设进入安装阶段；16 万吨多品种脂肪醇（酸）产品项目油酸车间厂房已完工，正进行现场安装施工；烟气超低排放改造项目按计划进行；与巴斯夫合作的电子级硫酸项目计划投资 1,500 万元，半年报完成累计投资 1,220 万元。此外，公司一季度陆续公告收购集团关联资产泛成化工、泛成新材料、嘉化新材料股权，目的是为未来项目建设及发展储备所需土地、房产、设备、排污权等重要项目建设资源。公司新项目进展顺利，后续项目也有所规划，未来产能陆续释放有望推动业绩持续增长。

■ **非公开发行已取得证监会批文：**公司 4 月 6 日公告，已收到中国证监会关于公司非公开发行股票的批文。本次增发拟以不低于 9.74 元/股价格发行不超过 1.87 亿股，募集资金不超过 18.2 亿元。资金拟用于收购 5 家太阳能光伏电站 100% 股权并增资、年产 4,000 吨邻对位(BA)技术改造项目、年产 16 万吨多品种脂肪醇酸产品等项目。目前股价仍在增发价附近，具备安全边际。

### 投资建议

预计公司 16-18 年净利润为 7.58、9.54 和 10.81 亿元，EPS 为 0.58、0.73 和 0.83 元，PE 为 16X、13X 和 11X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原料/产品价格大幅波动、项目投产低于预期。

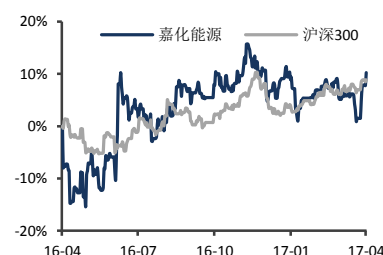
证券分析师 沈晓源

执业证号：S0600517030002

021-60199761

shenxy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.71
一年最低/最高价	7.33/10.39
市净率(倍)	3.36
流通市值(百万元)	5,631.78

### 基础数据

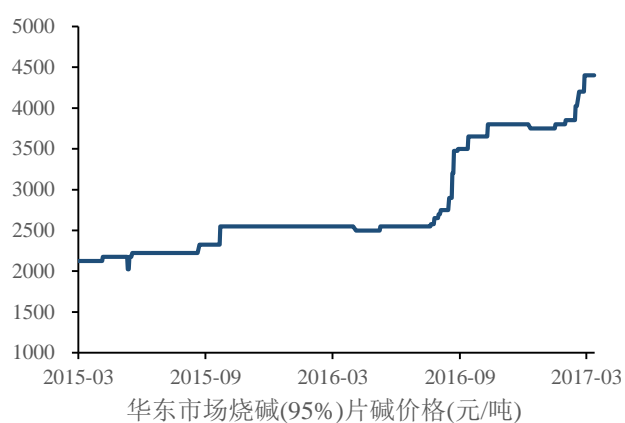
每股净资产(元)	2.89
资产负债率(%)	43.66
总股本(百万股)	1,306.29
流通股(百万股)	580.00

### 相关研究

盈利预测与估值	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,391	4,071	4,521	4,994
同比(%)	0.2%	20.0%	11.0%	10.5%
净利润(百万元)	672	758	954	1,081
同比(%)	16.1%	12.7%	25.9%	13.3%
每股收益(元/股)	0.51	0.58	0.73	0.83
P/E	18.44	16.35	12.99	11.46

资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图1：烧碱价格大幅上涨



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图2：脂肪醇业务盈利持续改善



资料来源：Wind，卓创资讯，东吴证券研究所

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>1,733</b>	<b>2,344</b>	<b>2,941</b>	<b>4,066</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,391</b>	<b>4,071</b>	<b>4,521</b>	<b>4,994</b>
现金	506	1,023	1,468	2,409	减:营业成本	2,320	2,862	3,067	3,394
应收款项	511	473	536	625	营业税金及附加	15	18	19	21
存货	226	281	301	333	营业费用	45	54	59	66
其他流动资产	491	568	635	699	管理费用	194	233	259	286
<b>非流动资产</b>	<b>4,144</b>	<b>4,414</b>	<b>4,792</b>	<b>4,774</b>	财务费用	76	73	55	21
长期股权投资	23	23	23	23	资产减值损失	-7	0	0	0
固定资产	2,857	3,027	3,286	3,617	加:投资净收益	51	65	70	75
在建工程	610	710	830	480	其他收益	-0	0	0	0
无形资产	147	147	147	147	<b>营业利润</b>	<b>799</b>	<b>897</b>	<b>1,131</b>	<b>1,281</b>
其他非流动资产	506	506	506	506	加:营业外净收支	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,877</b>	<b>6,758</b>	<b>7,733</b>	<b>8,840</b>	<b>利润总额</b>	<b>800</b>	<b>897</b>	<b>1,131</b>	<b>1,281</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,066</b>	<b>2,194</b>	<b>2,209</b>	<b>2,233</b>	减:所得税费用	125	135	173	195
短期借款	987	1,123	1,032	987	少数股东损益	3	3	4	5
应付账款	549	678	726	803	<b>归属母公司净利润</b>	<b>672</b>	<b>758</b>	<b>954</b>	<b>1,081</b>
其他流动负债	530	393	451	443	EBIT	875	970	1,186	1,302
<b>非流动负债</b>	<b>367</b>	<b>359</b>	<b>361</b>	<b>358</b>	EBITDA	1,176	1,300	1,578	1,771
长期借款	334	334	334	334					
其他非流动负债	33	25	27	24					
<b>负债总计</b>	<b>2,434</b>	<b>2,553</b>	<b>2,570</b>	<b>2,591</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	9	13	17	21	每股收益(元)	0.51	0.58	0.73	0.83
归属母公司股东权益	3,434	4,192	5,146	6,228	每股净资产(元)	2.63	3.21	3.94	4.77
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,877</b>	<b>6,758</b>	<b>7,733</b>	<b>8,840</b>	发行在外股份(百万股)	1,306	1,306	1,306	1,306
					ROIC(%)	17.3%	17.7%	19.8%	21.4%
					ROE(%)	19.6%	18.1%	18.5%	17.4%
					毛利率(%)	31.6%	29.7%	32.1%	32.0%
					EBIT Margin(%)	25.8%	23.8%	26.2%	26.1%
					销售净利率(%)	19.8%	18.6%	21.1%	21.7%
					资产负债率(%)	54.3%	57.1%	53.2%	51.0%
					收入增长率(%)	0.2%	20.0%	11.0%	10.5%
					净利润增长率(%)	16.1%	12.7%	25.9%	13.3%
					P/E	18.44	16.35	12.99	11.46
					P/B	3.61	2.96	2.41	1.99
					EV/EBITDA	11.22	10.15	8.36	7.45
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>					
经营活动现金流	506	990	1,292	1,382					
投资活动现金流	-601	-534	-700	-375					
筹资活动现金流	-119	60	-146	-66					
现金净增加额	-211	516	446	941					
折旧和摊销	301	330	392	469					
资本开支	322	600	770	450					
营运资本变动	-475	-113	-46	-117					
企业自由现金流	696	449	582	1,007					

资料来源: Wind, 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>