

2017年8月1日

## Q2延续增长，半年报符合预期

### 买入（维持）

#### 事件

公司发布半年报，报告期内实现营收 26.64 亿元，同比增长 32.1%；实现归母净利 4.59 亿元，同比增长 16.7%；基本每股收益 0.35 元/股。

#### 投资要点

■ **Q2延续增长，半年报符合预期：**第二季度归母净利 2.2 亿，贴半年报预测下限，环比小幅下降，同比增长 10%，基本符合预期。业绩增长主要来自蒸汽业务升量增和烧碱产品价格大幅上涨。上半年蒸汽平均每吨价格 171 元/吨，较去年同期上涨 22%，毛利率 32.8%，同比下降 6.4 个百分点，但由于价格上涨，单吨毛利额扩大 2 元/吨，煤热联动定价模式有效传导了煤价上涨带来成本压力；上半年公司烧碱外售价格同比大幅上涨 54.2%，毛利率 69%，同比提高 8 个百分点，毛利额大幅增加。脂肪醇和原料棕榈仁油价格上半年大幅波动前高后低，毛利率和毛利额同比均有下滑，主要原因是原料棕榈仁油价格大幅波动。销量方面，上半年蒸汽销量小幅增长 9%，脂肪醇销量增长 26%，氯碱、邻对位、码头销量基本持平。五个光伏电站中有四个已投入运营，合计发电 4,689 万度，贡献收入 3,056 万元，利润 802 万元。

■ **新项目稳步推进，未来业绩增长确定：**新项目包括蒸汽扩建和化工扩建两方面，公司在 2017 上半年完成了热电联产机组扩建阶段性建成投运、巴斯夫电子级硫酸配套项目进入试生产、年产 4,000 吨邻对位 (BA) 技术改造及年产 16 万吨多品种脂肪醇 (酸) 产品项目阶段性建设完成并进行试生产。公司现有蒸汽产能可外售量 1,100t/h 万吨，现实际外售 800t/h，热电联产机组扩建项目第三台锅炉将于今年建成，投产后可外售量将达到 1,500t/h。乍浦工业园现产值 700-800 亿，十三五规划将达到 1,500 亿产值，未来还有不少已有企业扩产项目，而旁边的海盐园区还有大量土地待招商引资，蒸汽业务有望持续增长。脂肪醇酸技改项目将显著改善原有 C8-C10、C16-18 低附加值产品盈利水平，实现原料的吃干榨尽。邻对位产品广泛用于医药、农药中间体，公司是国内最大、全球领先生产商，拥有环境友好生产技术专利，受益于行业内小产能的退出，是未来一个重要看点。公司新项目进展顺利，未来业绩增长较为确定。

■ **增发完成，股价具备安全边际：**公司于 2017 年 7 月 5 日完成非公开发行，发行价 9.58 元，募集资金总额 18 亿元，控股股东认购 1.8 亿元。资金用于收购 5 家太阳能光伏电站 100% 股权并增资、年产 4,000 吨领对位 (BA) 技术改造项目、年产 16 万吨多品种脂肪醇酸产品等项目。

#### 投资建议

预计公司 17-19 年净利润为 9.46、10.79 和 12.04 亿元，EPS 为 0.63、0.72 和 0.81 元，PE 为 14X、13X 和 11X，维持“买入”评级。

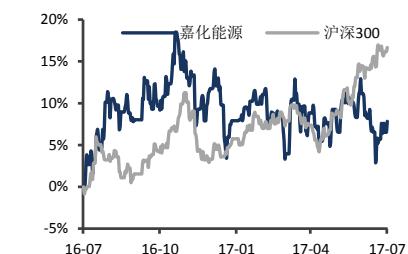
**风险提示：**原料/产品价格大幅波动、项目投产低于预期。

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,503	5,025	5,514	5,854
同比(%)	32.8%	11.6%	9.7%	6.2%
净利润(百万元)	740	946	1,079	1,204
同比(%)	10.1%	27.8%	14.0%	11.6%
每股收益(元/股)	0.50	0.63	0.72	0.81
P/E	18.52	14.49	12.72	11.39

资料来源：Wind, 东吴证券研究所

证券分析师 **沈晓源**  
执业证号：S0600517030002  
021-60199793  
shenxy@dwzq.com.cn

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	9.10
一年最低/最高价	8.26/10.20
市净率(倍)	2.36
流通市值(百万元)	5,277.99

#### 基础数据

每股净资产(元)	3.86
资产负债率(%)	42.67
总股本(百万股)	1,493.99
流通股(百万股)	580.00

#### 相关研究

1. 嘉化能源(600273)公司点评：增发在即，控股股东再次增持
2. 嘉化能源点评：一季报预告超预期，增发已取得批文

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>1,927</b>	<b>3,126</b>	<b>3,372</b>	<b>4,347</b>	<b>营业收入</b>	<b>4,503</b>	<b>5,025</b>	<b>5,514</b>	<b>5,854</b>
现金	618	1,632	1,739	2,566	减:营业成本	3,250	3,553	3,882	4,083
应收款项	385	477	543	631	营业税金及附加	25	22	23	25
存货	334	354	387	407	营业费用	52	61	72	73
其他流动资产	590	663	704	744	管理费用	218	288	300	324
<b>非流动资产</b>	<b>4,881</b>	<b>5,106</b>	<b>5,445</b>	<b>5,393</b>	<b>财务费用</b>	<b>87</b>	<b>38</b>	<b>19</b>	<b>-14</b>
长期股权投资	26	26	26	26	资产减值损失	-3	0	0	0
固定资产	3,649	3,774	3,992	4,291	加:投资净收益	8	65	70	75
在建工程	513	613	733	383	其他收益	9	0	0	0
无形资产	151	151	151	151	<b>营业利润</b>	<b>892</b>	<b>1,129</b>	<b>1,288</b>	<b>1,438</b>
其他非流动资产	542	543	543	543	加:营业外净收支	-6	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6,808</b>	<b>8,232</b>	<b>8,817</b>	<b>9,741</b>	<b>利润总额</b>	<b>885</b>	<b>1,129</b>	<b>1,288</b>	<b>1,438</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,493</b>	<b>3,089</b>	<b>2,879</b>	<b>2,918</b>	<b>减:所得税费用</b>	<b>142</b>	<b>180</b>	<b>206</b>	<b>229</b>
短期借款	904	1,348	1,032	987	少数股东损益	3	3	4	4
应付账款	1,205	1,318	1,439	1,514	<b>归属母公司净利润</b>	<b>740</b>	<b>946</b>	<b>1,079</b>	<b>1,204</b>
其他流动负债	384	424	408	417	<b>EBIT</b>	<b>978</b>	<b>1,167</b>	<b>1,307</b>	<b>1,424</b>
<b>非流动负债</b>	<b>334</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>EBITDA</b>	<b>1,321</b>	<b>1,543</b>	<b>1,738</b>	<b>1,925</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他非流动负债	334	25	22	22	每股收益(元)	0.50	0.63	0.72	0.81
<b>负债总计</b>	<b>2,827</b>	<b>3,115</b>	<b>2,901</b>	<b>2,940</b>	每股净资产(元)	2.66	3.42	3.95	4.54
少数股东权益	9	13	16	21	发行在外股份(百万股)	1,306	1,494	1,494	1,494
归属母公司股东权益	3,971	5,105	5,900	6,780	ROIC(%)	17.8%	20.1%	20.9%	22.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,808</b>	<b>8,232</b>	<b>8,817</b>	<b>9,741</b>	ROE(%)	18.6%	18.5%	18.3%	17.8%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	27.8%	29.3%	29.6%	30.2%
经营活动现金流	1,308	1,261	1,426	1,557	EBIT Margin(%)	21.7%	23.2%	23.7%	24.3%
投资活动现金流	-799	-523	-700	-375	销售净利率(%)	16.4%	18.8%	19.6%	20.6%
筹资活动现金流	-389	275	-619	-355	资产负债率(%)	32.0%	43.3%	35.6%	33.6%
现金净增加额	125	1,013	107	827	收入增长率(%)	32.8%	11.6%	9.7%	6.2%
折旧和摊销	343	376	431	501	净利润增长率(%)	10.1%	27.8%	14.0%	11.6%
资本开支	689	600	770	450	P/E	18.52	14.49	12.72	11.39
营运资本变动	169	-32	-33	-65	P/B	3.45	2.69	2.32	2.02
企业自由现金流	853	728	726	1,184	EV/EBITDA	9.50	8.14	7.22	6.52

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提供。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>