

嘉化能源 (600273)

一产业链优势突出，估值具有吸引力

投资评级 增持 评级调整 首次评级 收盘价 8.50 元

事件：

公司发布 2017 年报。2017 年实现营业收入 55.76 亿元，同比增长 23.82%；实现营业利润 11.63 亿元，同比增长 30.48%；实现归属于上市公司股东的净利润 9.69 亿元，同比增长 30.8%；每股收益 0.7 元。第四季度公司实现营业收入 15.67 亿元，归属于上市公司股东的净利润 2.87 亿元，单季度每股收益 0.19 元。公司拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

结论：

公司具有很强的循环产业链优势，主要产品盈利能力突出。2018 年公司主要看点在于磺化医药系列产品、热电、光伏发电业务以及收购美福石化所带来的业绩增长。我们预计 2018-2020 年公司实现每股收益分别为 0.89 元、1.15 元和 1.3 元，对应当前股价 PE 分别为 10 倍、7 倍和 7 倍，给予“增持”评级。

正文：

主要产品量价齐升，业绩大幅增长。2017 年公司营业收入、归属于上市公司股东的净利润同比分别增长 23.82% 和 30.8%，主要产品氯碱、脂肪醇（酸）、对甲苯磺酰氯、硫酸、蒸汽、光伏发电销量分别达到 59.84 万吨、22.91 万吨、2.8 万吨、22.06 万吨、698.46 万吨、10595 万度，同比分别增长 4%、13.86%、8.1%、2.54%、9.57% 和 402%。氯碱、脂肪醇（酸）、对甲苯磺酰氯、硫酸产品销售均价同比分别上涨 34.64%、12.41%、5.47% 和 25.76%。

借助循环产业链优势成长为化工强者。公司以热电联产为核心和源头，构建了从能源到基础无机化工、有机化工中间体再到油脂化工的完整循环经济产业链，为公司几大系列产品带来了明显的配套优势。公司脂肪醇（酸）产能为 20 万吨/年，单套产能国内最大，利用氯碱业务副产的氢气为原材料，有较强的竞争力。氯碱系列产品生产能力为烧碱 29.7 万吨/年（折百），为浙北地区（嘉兴、湖州）唯一生产商，主要优势在于自发电成本优势、化工园区氯碱平衡以及副产物综合利用优势。硫酸系列产品产能约为 30 万吨/年，为浙北地区（嘉兴、湖州）精制硫酸最大生产商；硫磺制酸工艺可以利用余热副产蒸汽，同时可以为磺化医药系列产品业务提供原材料氯磺酸和三氧化硫；公司与巴斯夫建立合作关系，共同打造的中国大陆领先的电子级硫酸生产基地，已于 2016 年投入试运行，2017 年巴斯夫一期电子级硫酸项目逐步达产。公司磺化医药系列产品目前产能 3 万吨/年，国内规模最大，主要包括对甲苯磺酰氯、邻/对甲苯磺酰氯、对甲磺甲苯、BA 产品等，以及即将投产的邻/对甲苯磺酰胺、对甲苯磺酰胺、邻甲苯磺酰胺、对甲磺基甲苯等，产品广泛应用于医药、农药、兽药、塑料、染料和涂料等行业，是非常重要的中间体产品。磺化医药产品采取连续化反应技术，环保优势突出，同时具有原材料配套优势，公司计划扩大产能规模，预计未来磺化医药产品有较大的增长空间。

发布时间：2018 年 3 月 31 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	9.71/8.31
上证指数/深圳成指	3160.53/10755.92
50 日均成交额(百万元)	51.36
市净率(倍)	1.95
股息率	2.35%

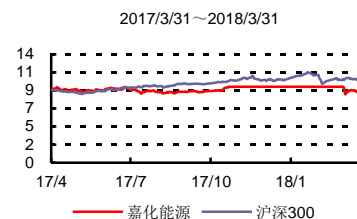
基础数据

流通股(百万股)	1296.80
总股本(百万股)	1484.51
流通市值(百万元)	11022.82
总市值(百万元)	12618.34
每股净资产(元)	4.36
净资产负债率	33.40%

股东信息

大股东名称	浙江嘉化集团股份有限公司
持股比例	40.19%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：李朝松
执业证书编号：S0020512080005
电 话：021-51097188-1929
电 邮：lichao.song@gyzq.com.cn
地 址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
(230000)

收购美福石化，提升盈利能力，打开发展空间。公司发布重大资产购买暨关联交易预案，计划收购美福石化 100%股权，美福石化以燃料油为对象进行加工催化，通过加工燃料油产出苯、甲苯、混合二甲苯、丙烯、丙烷、液化石油气、MTBE、热传导液等化工产品，年加工能力约 90-100 万吨燃料油。公司采取预售模式，主要赚取加工费，盈利能力相对稳定。根据业绩承诺，美福石化 2018-2020 年净利润分别不低于 3.14 亿元、3.29 亿元、2.48 亿元，3 年净利润合计不低于 8.91 亿元；同时美福石化股东承诺 2021-2022 年合计净利润不低于 6.3 亿元。嘉化能源目前主业盈利能力较强，但发展空间受到一定制约，本次收购美福石化，可以实现向石化产业延伸，未来有望借助美福石化平台优势，继续加码石化产品深加工业务，打开未来成长空间。

风险因素：原材料价格大幅上涨、收购美福石化不及预期等。

利润预测表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5576	7806	9592	11097
营业成本	3967	5632	6784	7906
营业税金及附加	27	39	48	55
营业费用	80	105	132	151
管理费用	321	425	523	610
财务费用	1	18	31	31
资产减值损失	7	9	14	10
公允价值变动收益	-9	0	0	0
投资净收益	-12	8	18	14
营业利润	1163	1585	2080	2346
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	20	14	15	15
利润总额	1147	1575	2068	2334
所得税	175	246	322	362
净利润	972	1329	1746	1972
少数股东损益	3	4	27	35
归属母公司净利润	969	1325	1719	1937
EBITDA	1574	2004	2605	2973
EPS (元)	0.70	0.89	1.15	1.30

资料来源：国元证券研究中心

注：盈利预测包含收购美福石化

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn