

# Q3 业绩符合预期，磺化中间体业务快速增长

——中小盘信息更新

伐谋-中小盘信息更新

孙金钜 (分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

任浪 (分析师)

021-68865595-232

renlang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010003

黄麟 (联系人)

0755-82291898

huanglin@xsdzq.cn

证书编号: S0280118040003

## ● 业绩稳定增长，符合预期:

公司于 2018 年 10 月 22 日发布了《嘉化能源 2018 年第三季度报告》，2018 年前三季度实现营收 41.90 亿元(+4.51%)，实现归母净利润 8.55 亿元(+25.41%)，对应 EPS0.58 元 (对应期末股本)；Q3 单季实现营收 13.67 亿元 (+1.65%)，归母净利润为 2.74 亿元 (+22.73%)，业绩增长来源于园区服务业务和磺化中间体业务，符合预期。同时经营性现金流净额达 6.71 亿元，期末资产负债率仅 18.43%。我们认为园区服务业务 Q4 环比会明显改善，同时磺化中间体业务 Q4 增速加快，维持盈利预测不变，预计公司 2018 年-2020 年归母净利润分别为 12.21/14.49/17.78 亿元，维持“强烈推荐”评级。

## ● 园区基础服务业务维持稳定增速，环比略有下滑，Q4 会明显改善:

公司作为优质的化工园区基础服务商，受益于供给侧改革、化工企业入园及园区企业产品产量提升，园区服务业务保持稳定增长。其中受益于热电和氯碱装置产能利用率进一步提升，蒸汽业务和氯碱业务毛利保持稳定增长，总毛利达 6.58 亿(6.12%)；年产 16 万吨多品种脂肪醇产品项目逐步投产，改善了脂肪醇产品效益，毛利同比增长 21.31%，毛利率环比提升了 34.84%；随着和巴斯夫合作的电子级浓硫酸项目投产，浓硫酸业务利润明显提升。第三季度通常是化工企业的检修季，影响了园区服务业务，使得 Q3 净利润环比负增长，随着第四季度开工旺季到来，园区服务业务业绩环比会明显改善。

## ● 磺化中间体业务净利润大幅增长，提供了业绩弹性:

公司作为国内最大的磺化中间体生产商，充分受益于环保去产能下的产品价格大涨，其中前三季度磺化中间体(PTSC 和 BA 为主)均价达 15700 元/吨，同比增长 44.45%，毛利达 2.12 亿，同比增长约 90%。其中预计对甲苯磺酰氯(PTSC)2018 年 Q3 均价在 15000 元/吨以上，价格环比继续上涨，且随着磺化中间体 Q3 出货量明显回暖，利润环比二季度明显改善。9 月底下游客户逐渐复产，中间体业务供不应求，具备持续提价能力，且随着 2000 吨 BA 和 3.8 万吨 TA 等深加工装置负荷提升，产量增加，第四季度磺化中间体业务有望复制去年第四季度量价齐升的走势，提供很大的业绩弹性。

## ● 风险提示: 园区发生大规模安全事故，在建项目进展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4503	5,576	6,043	6,700	7,558
增长率(%)	32.8	23.8	8.4	10.9	12.8
净利润(百万元)	740.5	969	1,221	1,449	1,778
增长率(%)	10.1	30.8	26.0	18.7	22.7
毛利率(%)	27.8	28.9	30.6	32.9	34.6
净利率(%)	16.4	17.4	20.2	21.6	23.5
ROE(%)	18.7	15.0	16.5	16.9	17.6
EPS(摊薄/元)	0.52	0.68	0.85	1.01	1.24
P/E(倍)	19.17	14.7	11.6	9.8	8.0
P/B(倍)	3.58	2.2	1.9	1.7	1.4

## 强烈推荐 (维持评级)

### 市场数据

时间 2018.10.23

收盘价(元):	9.91
一年最低/最高(元):	7.09/10.45
总股本(亿股):	14.33
总市值(亿元):	141.98
流通股本(亿股):	14.14
流通市值(亿元):	140.1
近 3 月换手率:	86.02%

### 相关报告

《Q3 业绩预告符合预期，料全年保持稳定增长》2018-10-11

《中报业绩符合预期，首次中期分红彰显价值》2018-08-07

《优质的化工园区服务商，磺化中间体业务展翅待飞》2018-06-07

## 中小盘研究团队

孙金钜 (分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪 (分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

吴吉森 (联系人): 021-68865595-205

证书编号: S0280118020006

黄泽鹏 (联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

司马淑 (分析师): 021-68865595-207

证书编号: S0280518050001

黄麟 (联系人): 0755-82291898

证书编号: S0280118040003

王宁 (联系人): 010-83561000

证书编号: S0280118060020

韩东 (联系人): 021-68865595-208

证书编号: S0280118050022

陆忆天 (联系人): 021-68865595-203

证书编号: S0280118050001

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1927	3222	3553	4816	5799	<b>营业收入</b>	<b>4503</b>	<b>5576</b>	<b>6043</b>	<b>6700</b>	<b>7558</b>
现金	618	1432	1977	2788	3803	营业成本	3250	3967	4192	4498	4942
应收账款	385	471	662	529	769	营业税金及附加	25	27	41	44	49
其他应收款	1	8	0	1	0	营业费用	52	80	64	64	68
预付账款	35	24	92	18	92	管理费用	218	321	287	312	339
存货	<b>334</b>	<b>314</b>	<b>414</b>	<b>349</b>	<b>485</b>	财务费用	87	1	8	56	51
其他流动资产	554	973	408	1129	651	资产减值损失	-3	7	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4881	5420	5427	5604	5923	公允价值变动收益	9	-9	0	0	-3
长期投资	26	38	48	59	71	投资净收益	8	-12	9	8	17
固定资产	3649	3938	4015	4205	4484	<b>营业利润</b>	<b>892</b>	<b>1163</b>	<b>1459</b>	<b>1734</b>	<b>2123</b>
无形资产	151	285	306	331	359	营业外收入	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
其他非流动资产	<b>1055</b>	<b>1159</b>	<b>1059</b>	<b>1010</b>	<b>1009</b>	营业外支出	9	20	11	13	15
<b>资产总计</b>	<b>6808</b>	<b>8642</b>	<b>8980</b>	<b>10420</b>	<b>11722</b>	<b>利润总额</b>	<b>885</b>	<b>1147</b>	<b>1452</b>	<b>1724</b>	<b>2112</b>
<b>流动负债</b>	2493	1830	2331	2632	2470	所得税	<b>142</b>	<b>175</b>	<b>227</b>	<b>270</b>	<b>327</b>
短期借款	904	139	676	573	463	<b>净利润</b>	<b>743</b>	<b>972</b>	<b>1225</b>	<b>1454</b>	<b>1784</b>
应付账款	1205	1185	958	1510	1216	少数股东损益	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
其他流动负债	<b>384</b>	<b>506</b>	<b>696</b>	<b>549</b>	<b>791</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>740</b>	<b>969</b>	<b>1221</b>	<b>1449</b>	<b>1778</b>
<b>非流动负债</b>	334	330	273	220	172	EBITDA	<b>1284</b>	<b>1542</b>	<b>1866</b>	<b>2249</b>	<b>2670</b>
长期借款	300	300	240	187	140	EPS (元)	0.52	0.68	0.85	1.01	1.24
其他非流动负债	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>32</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2827</b>	<b>2160</b>	<b>2604</b>	<b>2852</b>	<b>2642</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	9	15	20	25	31	<b>成长能力</b>					
股本	1306	1494	1494	1494	1494	营业收入(%)	32.8	23.8	8.4	10.9	12.8
资本公积	1411	3003	3003	3003	3003	营业利润(%)	11.5	30.5	25.4	18.9	22.4
留存收益	1253	1999	2851	3863	5101	归属于母公司净利润(%)	10.1	30.8	26.0	18.7	22.7
归属母公司股东权益	3971	6467	6356	7544	9050	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6808</b>	<b>8642</b>	<b>8980</b>	<b>10420</b>	<b>11722</b>	毛利率(%)	27.8	28.9	30.6	32.9	34.6
						净利率(%)	16.4	17.4	20.2	21.6	23.5
						ROE(%)	18.7	15.0	16.5	16.9	17.6
						ROIC(%)	15.2	13.9	14.4	15.8	16.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	41.5	25.0	29.0	27.4	22.5
						净负债比率(%)	14.7	(15.3)	(13.5)	(22.9)	-31.0
						流动比率	0.8	1.8	1.5	1.8	2.3
						速动比率	0.6	1.6	1.3	1.7	2.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	10.1	13.0	10.7	11.2	11.6
						应付账款周转率	3.7	3.3	3.9	3.6	3.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.52	0.68	0.85	1.01	1.24
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	0.70	1.24	1.36	1.62
						每股净资产(最新摊薄)	2.77	4.51	5.16	5.99	7.04
						<b>估值比率</b>					
						P/E	19.17	14.66	11.63	9.80	7.99
						P/B	3.58	2.20	1.92	1.66	1.41
						EV/EBITDA	12.00	9.0	7.4	5.7	4.4
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>						
<b>经营活动现金流</b>	1308	594	1781	1947	2328						
净利润	743	972	1225	1454	1784						
折旧摊销	343	410	432	491	534						
财务费用	87	1	8	56	51						
投资损失	-8	12	-9	-8	-17						
营运资金变动	169	-842	120	-47	-26						
其他经营现金流	-25	42	4	0	2						
<b>投资活动现金流</b>	-799	-625	-437	-661	-836						
资本支出	<b>689</b>	<b>203</b>	<b>7</b>	<b>165</b>	<b>304</b>						
长期投资	2	-22	-9	-11	-13						
其他投资现金流	-108	-444	-439	-507	-544						
<b>筹资活动现金流</b>	-389	971	232	-473	-477						
短期借款	<b>-83</b>	<b>-765</b>	<b>538</b>	<b>-104</b>	<b>-110</b>						
长期借款	-34	0	-60	-53	(47)						
普通股增加	0	188	0	0	0						
资本公积增加	0	1592	0	0	0						
其他筹资现金流	<b>-271</b>	<b>-44</b>	<b>-246</b>	<b>-317</b>	<b>-320</b>						
<b>现金净增加额</b>	<b>125</b>	<b>953</b>	<b>1577</b>	<b>812</b>	<b>1015</b>						

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**孙金钜**，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

**任浪**，新时代证券研究所中小盘研究员，定增并购研究中心总监。2016年、2017年新财富最佳分析师中小市值研究第一名团队成员，2015年新财富最佳分析师中小市值研究第二名团队成员。连续多年水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究第一名团队成员。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>