

嘉化能源 (600273)

公司研究/调研简报

主业发展稳健，磺化医药成未来重要增长点

调研简报/基础化工

2019 年 02 月 27 日

一、分析与判断

➤ 依托热电联产核心装置，主业发展稳健，竞争优势显著

作为化工园区优质基础服务商，公司依托热电联产核心装置，实现从能源到基础化工的完整循环，为周边企业供应蒸汽和基础化工原料，主要产品包括蒸汽、氯碱、脂肪醇（酸）、磺化医药、硫酸等。蒸汽为公司核心产品，采取煤热联动定价方式，盈利能力稳定，占公司总毛利 30% 以上，现有蒸汽产能 1000 万吨，未来随着园区经济的逐步发展及公司新增锅炉产能的投放，该业务有望稳步增长。热电联产自产电的效益最终体现在氯碱产品中，公司拥有氯碱产能 30 万吨，近几年自产电比例维持在 70% 左右，极大地节约了生产成本，在热电联产规模不断扩大的趋势下，氯碱盈利仍有提升空间。此外，公司年产 13.5 万吨脂肪醇（酸）的改造项目也进一步增加了产品附加值；与巴斯夫合作的电子级浓硫酸项目二期 1.2 万吨预计一季度投产运行，届时硫酸业务盈利性将显著增强。

➤ 磺化医药需求旺盛，产品量价齐升有望增厚业绩

公司是国内最大的磺化医药系列产品生产商，采用国际先进的三氧化硫连续磺化管道反应技术，兼具环保和成本优势，在国家供给侧改革及环保督查趋严的形势下，市占率将进一步提升。公司依托重要中间体对甲苯磺酰氯，打通磺化医药全产业链。当前年产 4000 吨邻对位（BA）技术改造项目已阶段性建设完成，目前产品供不应求，市场均价可达 10 万元/吨，二期 2000 吨也进入准备阶段，预计 2020 年可建成投产。同时，3.8 万吨 TA 系列产品项目也已陆续投产，且效益逐步释放，未来业绩增厚可期。

➤ 进一步加码相关业务，完善循环经济产业链

公司自设立以来始终致力于循环经济产业链的构建，以热电联产蒸汽供热为纽带，将主营产品串联成一体化的循环经济产业体系，实现了资源、能源的就地转化和高效利用。2018 年底，公司拟投资建设 30 万吨/年二氯乙烷和氯乙烯项目，并在此基础上引进国际先进工艺技术和关键设备，进一步建设 30 万吨/年功能性高分子材料项目，延长氯碱产业链，形成“热电-氯碱-氯乙烯（VCM）-聚氯乙烯（PVC）”循环经济产业链，进一步提升公司的综合经济效益，提高公司的整体实力和核心竞争力。目前该项目已通过环评，能耗部分等待政府审批，建设周期为 2 年，预计 2020 年底可正式投产，届时将大幅降低生产成本，公告预计将实现年增销售收入 18.92 亿元（含税），年均税后利润 1.12 亿元。

二、投资建议

预计公司 2018~2020 年每股收益 0.84 元、1.02 元、1.17 元，对应 PE 分别为 11.5 倍、9.4 倍、8.2 倍。参考申万其他化学制品板块当前平均 24 倍 PE 水平，考虑公司深耕细作原有主业，多个项目将在近两年内进行扩产及产业链延伸，打开成长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示：

在建项目进展不及预期；产品价格下跌；磺化医药系列产品需求不及预期。

推荐

首次评级

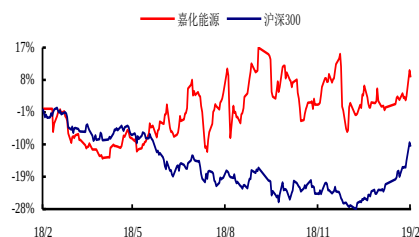
当前价格： 9.62 元

交易数据

2019-2-26

近 12 个月最高/最低(元)	10.36/7.88
总股本(百万股)	1,433
流通股本(百万股)	1,245
流通股比例(%)	86.90
总市值(亿元)	138
流通市值(亿元)	120

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009
电话： 010-85127892
邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：李骥

执业证号： S0100119010009
电话： 021-60876731
邮箱： lij@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号： S0100118070030
电话： 010-85127892
邮箱： wangjingshu@mszq.com

相关研究

- 1.嘉化能源（600273）调研简报：募投项目陆续投产，邻对位寡头格局渐成
- 2.嘉化能源（600273）年报点评：业绩稳定增长，产品价格上涨，新增业务持

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5,576	6,452	7,360	8,052
增长率 (%)	23.8%	15.7%	14.1%	9.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	969	1,251	1,522	1,747
增长率 (%)	30.8%	29.1%	21.7%	14.7%
每股收益 (元)	0.70	0.84	1.02	1.17
PE (现价)	13.7	11.5	9.4	8.2
PB	2.2	1.9	1.6	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	5,576	6,452	7,360	8,052
营业成本	3,967	4,555	5,134	5,559
营业税金及附加	27	27	28	29
销售费用	80	77	66	72
管理费用	321	329	346	354
EBIT	1,182	1,463	1,786	2,037
财务费用	1	0	0	0
资产减值损失	7	0	0	0
投资收益	(12)	3	12	20
营业利润	1,163	1,466	1,798	2,057
营业外收支	(17)	0	0	0
利润总额	1,147	1,461	1,798	2,062
所得税	175	207	270	310
净利润	972	1,255	1,528	1,753
归属于母公司净利润	969	1,251	1,522	1,747
EBITDA	1,592	1,463	1,786	2,037

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1432	3246	4772	6507
应收账款及票据	1318	1403	1600	1766
预付款项	24	60	54	59
存货	314	387	432	467
其他流动资产	125	125	125	125
流动资产合计	3222	5224	6986	8928
长期股权投资	38	38	38	38
固定资产	3938	3938	3938	3938
无形资产	285	285	285	285
非流动资产合计	5420	4874	4874	4874
资产合计	8642	10098	11860	13802
短期借款	139	139	139	139
应付账款及票据	1185	1262	1458	1582
其他流动负债	10	10	10	10
流动负债合计	1830	2030	2264	2454
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	330	330	330	330
非流动负债合计	330	330	330	330
负债合计	2160	2361	2595	2785
股本	1494	1494	1494	1494
少数股东权益	15	20	25	31
股东权益合计	6482	7737	9265	11018
负债和股东权益合计	8642	10098	11860	13802

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	23.8%	15.7%	14.1%	9.4%
EBIT 增长率	23.4%	23.9%	22.0%	14.1%
净利润增长率	30.8%	29.1%	21.7%	14.7%
盈利能力				
毛利率	28.9%	29.4%	30.2%	31.0%
净利润率	17.4%	19.4%	20.7%	21.7%
总资产收益率 ROA	11.2%	12.4%	12.8%	12.7%
净资产收益率 ROE	15.0%	16.2%	16.5%	15.9%
偿债能力				
流动比率	1.8	2.6	3.1	3.6
速动比率	1.6	2.4	2.9	3.4
现金比率	0.8	1.6	2.1	2.7
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	28.0	32.9	31.9	31.6
存货周转天数	29.8	31.0	30.7	30.6
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.8	1.0	1.2
每股净资产	4.3	5.2	6.2	7.4
每股经营现金流	0.4	0.8	1.0	1.1
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	13.7	11.5	9.4	8.2
PB	2.2	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	8.0	7.5	5.3	3.8
股息收益率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	972	1,255	1,528	1,753
折旧和摊销	417	0	0	0
营运资金变动	(842)	12	(2)	(17)
经营活动现金流	594	1,269	1,514	1,711
资本开支	202	(541)	0	(5)
投资	(424)	0	0	0
投资活动现金流	(625)	544	12	25
股权募资	1,798	0	0	0
债务募资	(760)	0	0	0
筹资活动现金流	971	0	0	0
现金净流量	940	1,813	1,526	1,736

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

李骥，北京大学材料学博士，2017年新财富有色金属行业第三名团队成员，2018年12月加入民生证券化工团队。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。