

嘉化能源 (600273)

公司研究/点评报告

依托氢气供应优势，积极布局新能源领域

点评报告/基础化工

2019 年 04 月 11 日

一、事件概述

公司于 4 月 10 日在上海与国投聚力投资管理有限公司共同签署了《国投聚力投资管理有限公司与浙江嘉化能源化工股份有限公司战略合作协议》，国投聚力有意成为公司战略股东，双方将在氢能源、页岩气分离和加工领域进行合作，并共同成立产业基金，在新能源、新材料一体化解决方案方面深入合作。

二、分析与判断

➤ 携手国投聚力，助力新能源平台发展

公司现有丰富的氢气资源，此次与国投聚力的合作，双方将充分发挥各自在能源化工和金融投资等方面的优势，在氢能领域形成资源互补，公司依托氢气供应完成以液氢工厂为核心的制氢、储氢、运氢、加氢站的区域基础设施综合解决，国投聚力也将借助政府资源及区位优势，提供氢燃料电池整车领域的解决方案，加快当地加氢站的建设和投产，并将该成熟的产业模式向其他省市复制拓展。同时，双方还将共同设立产业基金，以进行优质能源化工项目的投资，最终实现相互促进、合作共赢的目标。此次合作将有助于公司布局新能源领域，标志着公司进入历史发展新纪元。

➤ 能源布局不断深化，循环经济产业链进一步完善

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，实现资源、能源的就地转化和高效利用。目前，热电联产项目中的 9 号炉在建，预计年内投入使用，产能达每小时 450 吨，配套 4.5 万发电机组，将满足供热区内各类企业对不同蒸汽等级的需求，成为公司收入和利润增长的主要驱动力。

今年 3 月，公司与三江化工和空气化工签订了《氢能综合利用三方战略合作框架协议》，三方将展开深度合作，提高氢气产品的附加值，利用长三角城市群燃料电池发展的契机，推进低碳能源综合利用。该合作将进一步拓展、深化公司在新能源领域的战略布局，持续完善循环经济产业链，增强公司整体竞争力。

➤ 脂肪醇行业有望回暖，规模、成本优势逐步显现

目前，全国脂肪醇产能约 65.5 万吨，公司拥有年产 13.5 万吨脂肪醇装置，是国内单套规模最大的生产系统，占全国总产能 20%。在江苏安监趋严的背景下，泰兴工业园区内 8 万吨/年的脂肪醇装置一旦停车，价格有望回升；随着公司脂肪醇后续改造项目的完善，产品附加值将逐步增加，产业优势愈加突出。

三、投资建议

预计公司 2019-2021 年每股收益 1.03、1.19 和 1.31 元，对应 PE 分别为 16、14 和 13 倍。参考 SW 其他化学制品板块当前平均 29 倍 PE 水平，考虑公司多个项目将在近期即将扩产，未来将打造“新能源-新材料”的发展平台，维持“推荐”评级。

四、风险提示

新建项目进展不及预期；产品价格下跌；磷化医药系列产品需求不及预期。

推荐

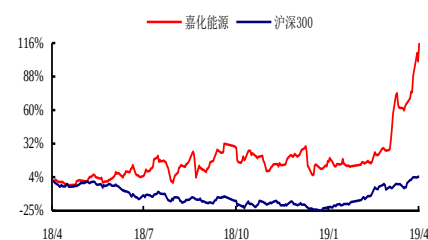
维持评级

当前价格： 17.0 元

交易数据 2019-4-10

近 12 个月最高/最低(元)	17.0/7.88
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)	244
流通市值(亿元)	212

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：主业发展稳健，磷化医药成未来重要增长点
2. 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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,604	6,588	7,295	7,626
增长率 (%)	0.5%	17.6%	10.7%	4.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,100	1,481	1,711	1,877
增长率 (%)	13.6%	34.6%	15.6%	9.7%
每股收益 (元)	0.75	1.03	1.19	1.31
PE (现价)	22.7	16.4	14.2	13.0
PB	3.7	3.0	2.5	2.1

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)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,604	6,588	7,295	7,626
营业成本	3,888	4,544	4,971	5,124
营业税金及附加	26	20	22	23
销售费用	83	66	66	61
管理费用	327	264	292	305
EBIT	1,280	1,695	1,944	2,113
财务费用	17	4	(6)	(15)
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	12	20	22	30
营业利润	1,292	1,711	1,972	2,157
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	1,292	1,706	1,972	2,162
所得税	188	222	256	281
净利润	1,104	1,484	1,715	1,881
归属于母公司净利润	1,100	1,481	1,711	1,877
EBITDA	1,725	2,161	2,447	2,651

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	686	2692	4482	6531
应收账款及票据	1292	1497	1682	1742
预付款项	174	119	144	157
存货	364	387	423	438
其他流动资产	162	162	162	162
流动资产合计	2678	4860	6899	9035
长期股权投资	42	42	42	42
固定资产	4259	4648	4997	5355
无形资产	278	295	296	302
非流动资产合计	5471	5356	5138	4882
资产合计	8150	10217	12036	13917
短期借款	173	173	173	173
应付账款及票据	696	1120	1199	1193
其他流动负债	10	10	10	10
流动负债合计	1154	1737	1842	1841
长期借款	100	100	100	100
其他长期负债	337	337	337	337
非流动负债合计	437	437	437	437
负债合计	1591	2174	2278	2278
股本	1433	1433	1433	1433
少数股东权益	18	21	25	29
股东权益合计	6558	8043	9758	11639
负债和股东权益合计	8150	10217	12036	13917

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	0.5%	17.6%	10.7%	4.5%
EBIT 增长率	8.3%	32.4%	14.7%	8.7%
净利润增长率	13.6%	34.6%	15.6%	9.7%
盈利能力				
毛利率	30.6%	31.0%	31.8%	32.8%
净利润率	19.6%	22.5%	23.5%	24.6%
总资产收益率 ROA	13.5%	14.5%	14.2%	13.5%
净资产收益率 ROE	16.8%	18.5%	17.6%	16.2%
偿债能力				
流动比率	2.3	2.8	3.7	4.9
速动比率	2.0	2.6	3.5	4.7
现金比率	0.6	1.5	2.4	3.5
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	29.8	31.0	30.5	30.0
存货周转天数	31.8	31.1	31.1	31.2
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	1.0	1.2	1.3
每股净资产	4.6	5.6	6.8	8.1
每股经营现金流	0.5	1.6	1.4	1.6
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	22.7	16.4	14.2	13.0
PB	3.7	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	14.1	10.3	8.4	6.9
股息收益率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,104	1,484	1,715	1,881
折旧和摊销	446	466	503	538
营运资金变动	(832)	407	(144)	(88)
经营活动现金流	741	2,349	2,060	2,304
资本开支	333	356	284	278
投资	(36)	0	0	0
投资活动现金流	(394)	(336)	(262)	(248)
股权募资	1	0	0	0
债务募资	55	0	0	0
筹资活动现金流	(1,098)	(8)	(8)	(8)
现金净流量	(751)	2,006	1,790	2,049

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。