



2019-04-17

公司点评报告

买入/维持

嘉化能源(600273)

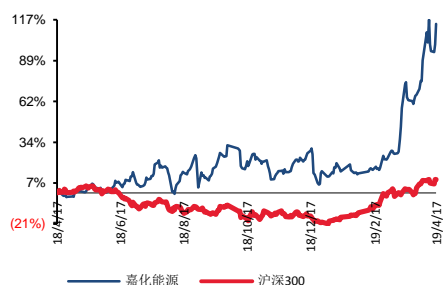
目标价: 22

昨收盘: 16.78

材料 材料 II

## 进军氢能，完善新能源布局

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,433/1,414
总市值/流通(百万元)	24,041/23,722
12 个月最高/最低(元)	17.00/7.88

### 相关研究报告:

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

证券分析师: 刘和勇

电话: 021-61372572

E-MAIL: liuhy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090003

**事件 1:** 4 月 10 日, 与国投聚力签订战略合作协议。双方约定将在氢能领域、页岩气分离和加工领域进行合作; 双方将成立产业基金, 在新能源、新材料一体化解决方案上合作。

**事件 2:** 3 月 28 日, 与三江化工、空气产品公司签订战略合作协议, 约定三方将在富氢尾气综合利用项目开展合作, 提高氢气利用附加值。

### 主要观点:

**1、强强联合，快速切入氢能产业链。**公司现有氢气主要是氯碱装置的部分富余氢气，此前基本外销，对利润贡献不大（约占 18 年净利润的 1.94%）。通过此次合作，公司将大幅提升氢能的利用附加值和利用规模。依托合作方的资源技术、优势，公司将成为氢能综合解决方案供应商，业务范围涵盖制氢、储氢、运氢、加氢站建设。此外，通过页岩气精细化分离和深加工业务合作，公司将探索多元化制氢路径。

**2、政策助力，区域优势明显。**4 月 15 日，浙江省发改委公布《浙江省培育氢能产业发展的若干意见（征求意见稿）》。意见稿提出，浙江省计划于 2022 年，突破氢能产业总产值规模百亿元大关，建成加氢站 30 座以上，推广氢燃料汽车 1000 辆。嘉兴、宁波、湖州、杭州四座城市任命为氢能应用示范试点城市，其中嘉兴作为氢能技术创新和产业化示范试点。公司地处嘉兴，借助自身优势叠加政策支持，氢能业务有望快速发展。

**3、传统业务一体化优势明显，稳步发展。**嘉化能源是循环经济产业链的化工强者。三大业务板块为化工新材料（磺化医药、脂肪醇、精制硫磺、氯碱）、能源（蒸汽、光伏）、专业物流（码头、仓储）。化工新材料领域，公司已构建循环经济产业链，成本、技术优势明显，产品结构不断完善。在能源行业，公司作为工业园区内唯一蒸汽供热企业，随着园区企业不断增长，收益稳步提升。

**4、盈利预测及评级。**预计 2019-2021 年公司净利润分别为 12.49、14.58 和 16.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.87、1.02、1.18 元，对应 PE 分别为 19、16、14 倍。目标价 22.0 元，给予“买入”评级。

**风险提示:** 下游需求不及预期、氢能发展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,604	6,276	7,029	8,084
(+/-%)	0.5%	12.0%	12.0%	15.0%
净利润(百万元)	1,100	1,249	1,458	1,694
(+/-%)	14.8%	13.5%	16.7%	16.2%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.87	1.02	1.18
市盈率(PE)	22	19	16	14

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	686	779	931	1,296	营业收入	5,604	6,276	7,029	8,084
应收票据	850	800	850	900	营业成本	3,888	4,331	4,780	5,473
应收账款	443	523	586	674	营业税金及附加	26	29	32	37
预付账款	174	194	199	228	销售费用	83	93	104	120
存货	364	421	531	608	管理费用	327	366	410	471
其他流动资产	161	160	170	180	财务费用	17	1	2	5
流动资产合计	2,677	2,877	3,267	3,886	资产减值损失	1	0	0	0
其他长期投资	24	24	24	24	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	42	42	42	42	投资收益	30	10	10	10
固定资产	4,259	4,128	4,011	3,907	营业利润	1,292	1,466	1,710	1,987
在建工程	300	400	400	400	营业外收入	16	4	5	5
无形资产	278	300	300	300	营业外支出	16	3	3	3
其他非流动资产	568	568	568	568	利润总额	1,292	1,467	1,712	1,989
非流动资产合计	5,471	5,462	5,345	5,241	所得税	188	214	249	290
资产合计	8,149	8,339	8,612	9,127	净利润	1,104	1,253	1,463	1,700
短期借款	173	200	200	200	少数股东损益	4	4	5	6
应付票据	0	17	19	22	归属母公司净利润	1,100	1,249	1,458	1,694
应付账款	696	770	850	973	NOPLAT	1,094	1,245	1,455	1,694
预收款项	17	20	22	25	EPS ( 摊薄 )	0.77	0.87	1.02	1.18
其他应付款	57	60	60	70					
一年内到期的非流动	0	0	0	0					
其他流动负债	210	220	230	250	主要财务比率				
流动负债合计	1,154	1,286	1,381	1,540	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	100	110	120	120	成长能力				
应付债券	300	300	300	300	营业收入增长率	0.5%	12.0%	12.0%	15.0%
其他非流动负债	37	31	37	43	EBIT增长率	8.3%	13.8%	16.8%	16.4%
非流动负债合计	437	441	457	463	归母公司净利润增长率	14.8%	13.5%	16.7%	16.2%
负债合计	1,591	1,727	1,838	2,003	获利能力				
归属母公司所有者权	6,541	7,790	9,247	10,941	毛利率	30.6%	31.0%	32.0%	32.3%
少数股东权益	18	22	27	34	净利率	19.7%	20.0%	20.8%	21.0%
所有者权益合计	6,558	7,812	9,275	10,974	ROE	16.8%	16.0%	15.8%	15.5%
负债和股东权益	8,150	9,539	11,112	12,978	ROIC	17.3%	19.8%	22.4%	24.8%
					偿债能力				
现金流量表				单位:百万元	资产负债率	19.5%	18.1%	16.5%	15.4%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	债务权益比	9.3%	8.2%	7.1%	6.0%
经营活动现金流	624	1,226	1,178	1,354	流动比率	232.0%	223.6%	236.6%	252.3%
现金收益	1,537	1,725	1,920	2,146	速动比率	200.4%	190.9%	198.2%	212.8%
存货影响	-50	-57	-110	-77	营运能力				
经营性应收影响	-124	-50	-118	-167	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
经营性应付影响	-724	-404	-516	-561	应收账款周转天数	28	30	30	30
其他影响	-15	12	2	12	应付账款周转天数	64	64	64	64
投资活动现金流	-466	-462	-340	-340	存货周转天数	34	35	40	40
资本支出	-474	-472	-350	-350	每股指标 ( 元 )				
股权投资	27	10	10	10	每股收益	0.77	0.87	1.02	1.18
其他长期资产变化	-19	0	0	0	每股经营现金流	0.44	0.86	0.82	0.94
融资活动现金流	-904	-671	-686	-649	每股净资产	4.57	5.44	6.45	7.64
借款增加	135	37	10	0	估值比率				
财务费用	-17	-1	-2	-5	P/E	22	19	16	14
股东融资	-1,028	-700	-700	-650	P/B	4	3	3	2
其他长期负债变化	6	-6	6	6	EV/EBITDA	14	13	11	10

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

---

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。