

## 嘉化能源(600273.SH) 增持(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 10.88元

## 市场数据(人民币)



## 相关报告

1.《循环一体化布局，多重业务带动长发展 - 【国金化工】嘉化能源公 ...》，  
 2019-12-31

## 多业务稳健发展，高分红政策持续回报股东

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.648	0.768	0.887	0.920	1.150
每股净资产(元)	4.33	4.57	4.87	5.44	6.19
每股经营性现金流(元)	0.40	0.52	1.00	1.26	1.27
市盈率(倍)	14.70	11.71	12.26	11.83	9.46
净利润增长率(%)	30.80%	13.59%	15.55%	3.66%	25.05%
净资产收益率(%)	14.98%	16.82%	18.21%	16.90%	18.57%
总股本(百万股)	1,493.99	1,432.73	1,432.73	1,432.73	1,432.73

来源:公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司发布2020年至2022年股东回报规划，公司将保持持续性和稳健性的利润分配政策，将优先采用现金分红方式，在满足现金分红的条件下，公司每年以现金分红分配的利润应当不低于当年实现的可分配利润的40%。

## 分析

- **持续高分红政策回报股东，保障股东利益。**公司自2014年借壳上市以来，持续高比例分红，2015-2018年间，公司现金股利支付率一直维持在30%以上，此次公司发布的2020年至2022年股东回报规划，将延续公司高比例分红政策，并在满足现金分红条件下，将现金分红水平提升至40%，充分保障公司中小股东利益，有望逐步提升对公司价值的认知。
- **以一体化循环产业链为基础，多业务发展稳健，提供基础盈利保证。**公司依托优质的园区资源，以热电为基础，延伸至氯碱、硫酸、油脂化工及磺化医药领域，完成一体化产业链布局，夯实成本优势的同时，提升客户粘性，形成内、外双向循环的竞争优势。作为园区内唯一的供热企业，公司热电业务将伴随园区企业的发展稳步提升；而公司未来通过PVC项目将充分完善现有氯碱产业布局，实现氯气的充分利用，节约成本的同时，保证产线高效运行；同时，随着油脂化工小规模企业逐步退出，行业格局的逐步优化，公司脂肪醇(酸)盈利水平触底回升，带动公司业绩稳步增长。公司热电、烧碱、硫酸、油脂化工等业务稳步发展，为公司提供稳健的盈利保障。
- **磺化医药、氢能业务成长空间充足，拉动公司长效发展。**公司是国内最具规模、技术优势的磺化中间体企业，随着公司BA等高附加值产品投产，公司磺化医药业务快速成长，盈利水平持续提升，未来公司将进一步通过4000吨/年BA等项目继续布局下游高附加值产品，同时扩充上游产能3万吨，为业务的发展提供空间，成为公司业绩增长的重要动力；氢能业务方面，公司具有工业副产氢气基础，产品成本低、供应量充足，具有地理优势，同产业链相关企业进行协同布局，长期将有望带动公司业绩成长。

## 投资建议

- 综合来看，公司热电、烧碱等业务将保持稳健发展，提供基础的盈利保障，而磺化医药及氢能业务将持续拉动公司长效发展，公司延续高比例分红政策保证了股东权益。保守预测公司2019~2021年EPS分别为0.89/0.92/1.15元，当前股价对应PE为12.26/11.83/9.46，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 新建项目不达预期风险；磺化医药需求增速放缓风险；氢能相关政策风险；烧碱硫酸等化工产品价格波动风险；股权质押及解禁风险。

蒲强 分析师SAC执业编号: S1130516090001  
 puqiang@gjzq.com.cn

杨翼荣 联系人  
 yangyiying@gjzq.com.cn

## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,503</b>	<b>5,576</b>	<b>5,604</b>	<b>5,443</b>	<b>5,461</b>	<b>7,359</b>
增长率	23.8%	0.5%	-2.9%	0.3%	34.8%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,250</b>	<b>-3,967</b>	<b>-3,888</b>	<b>-3,538</b>	<b>-3,487</b>	<b>-4,841</b>
%销售收入	72.2%	71.1%	69.4%	65.0%	63.8%	65.8%
<b>毛利</b>	<b>1,253</b>	<b>1,609</b>	<b>1,716</b>	<b>1,905</b>	<b>1,974</b>	<b>2,518</b>
%销售收入	27.8%	28.9%	30.6%	35.0%	36.2%	34.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-25</b>	<b>-27</b>	<b>-26</b>	<b>-27</b>	<b>-27</b>	<b>-37</b>
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>销售费用</b>	<b>-52</b>	<b>-80</b>	<b>-83</b>	<b>-73</b>	<b>-71</b>	<b>-96</b>
%销售收入	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%
<b>管理费用</b>	<b>-218</b>	<b>-321</b>	<b>-128</b>	<b>-114</b>	<b>-112</b>	<b>-147</b>
%销售收入	4.8%	5.8%	2.3%	2.1%	2.1%	2.0%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-199</b>	<b>-201</b>	<b>-199</b>	<b>-269</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>958</b>	<b>1,182</b>	<b>1,280</b>	<b>1,489</b>	<b>1,565</b>	<b>1,970</b>
%销售收入	21.3%	21.2%	22.8%	27.4%	28.7%	26.8%
<b>财务费用</b>	<b>-87</b>	<b>-1</b>	<b>-17</b>	<b>-28</b>	<b>-39</b>	<b>-56</b>
%销售收入	1.9%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>3</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>9</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>投资收益</b>	<b>8</b>	<b>-12</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
%税前利润	0.9%	n.a	0.9%	0.7%	0.8%	0.6%
<b>营业利润</b>	<b>892</b>	<b>1,163</b>	<b>1,292</b>	<b>1,504</b>	<b>1,559</b>	<b>1,950</b>
<b>营业利润率</b>	<b>19.8%</b>	<b>20.9%</b>	<b>23.1%</b>	<b>27.6%</b>	<b>28.6%</b>	<b>26.5%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>-6</b>	<b>-17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>885</b>	<b>1,147</b>	<b>1,292</b>	<b>1,504</b>	<b>1,559</b>	<b>1,950</b>
<b>利润率</b>	<b>19.7%</b>	<b>20.6%</b>	<b>23.1%</b>	<b>27.6%</b>	<b>28.6%</b>	<b>26.5%</b>
<b>所得税</b>	<b>-142</b>	<b>-175</b>	<b>-188</b>	<b>-233</b>	<b>-242</b>	<b>-302</b>
<b>所得税率</b>	<b>16.1%</b>	<b>15.3%</b>	<b>14.6%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.5%</b>
<b>净利润</b>	<b>743</b>	<b>972</b>	<b>1,104</b>	<b>1,271</b>	<b>1,318</b>	<b>1,648</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>740</b>	<b>969</b>	<b>1,100</b>	<b>1,271</b>	<b>1,318</b>	<b>1,648</b>
<b>净利率</b>	<b>16.4%</b>	<b>17.4%</b>	<b>19.6%</b>	<b>23.4%</b>	<b>24.1%</b>	<b>22.4%</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>货币资金</b>	<b>618</b>	<b>1,432</b>	<b>686</b>	<b>741</b>	<b>685</b>	<b>910</b>
<b>应收账款</b>	<b>816</b>	<b>1,327</b>	<b>1,296</b>	<b>1,475</b>	<b>1,564</b>	<b>2,202</b>
<b>存货</b>	<b>334</b>	<b>314</b>	<b>364</b>	<b>485</b>	<b>478</b>	<b>663</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>160</b>	<b>149</b>	<b>332</b>	<b>381</b>	<b>426</b>	<b>487</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,927</b>	<b>3,222</b>	<b>2,678</b>	<b>3,082</b>	<b>3,153</b>	<b>4,262</b>
%总资产	28.3%	37.3%	32.9%	35.0%	32.1%	36.5%
<b>长期投资</b>	<b>29</b>	<b>54</b>	<b>66</b>	<b>115</b>	<b>136</b>	<b>169</b>
<b>固定资产</b>	<b>4,162</b>	<b>4,524</b>	<b>4,559</b>	<b>4,648</b>	<b>5,499</b>	<b>6,039</b>
%总资产	61.1%	52.4%	55.9%	52.8%	56.0%	51.8%
<b>无形资产</b>	<b>685</b>	<b>831</b>	<b>823</b>	<b>926</b>	<b>1,017</b>	<b>1,166</b>
<b>非流动资产</b>	<b>4,881</b>	<b>5,420</b>	<b>5,471</b>	<b>5,713</b>	<b>6,674</b>	<b>7,406</b>
%总资产	71.7%	62.7%	67.1%	65.0%	67.9%	63.5%
<b>资产总计</b>	<b>6,808</b>	<b>8,642</b>	<b>8,150</b>	<b>8,795</b>	<b>9,826</b>	<b>11,668</b>
<b>短期借款</b>	<b>904</b>	<b>139</b>	<b>173</b>	<b>428</b>	<b>599</b>	<b>997</b>
<b>应付账款</b>	<b>1,518</b>	<b>1,504</b>	<b>781</b>	<b>741</b>	<b>777</b>	<b>1,093</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>71</b>	<b>186</b>	<b>200</b>	<b>187</b>	<b>192</b>	<b>244</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,493</b>	<b>1,830</b>	<b>1,154</b>	<b>1,356</b>	<b>1,569</b>	<b>2,333</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>334</b>	<b>330</b>	<b>337</b>	<b>340</b>	<b>342</b>	<b>344</b>
<b>负债</b>	<b>2,827</b>	<b>2,160</b>	<b>1,591</b>	<b>1,796</b>	<b>2,010</b>	<b>2,777</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,971</b>	<b>6,467</b>	<b>6,541</b>	<b>6,982</b>	<b>7,798</b>	<b>8,873</b>
其中：股本	1,306	1,494	1,433	1,433	1,433	1,433
未分配利润	1,089	1,725	2,245	3,086	3,902	4,977
少数股东权益	9	15	18	18	18	18
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,808</b>	<b>8,642</b>	<b>8,150</b>	<b>8,795</b>	<b>9,826</b>	<b>11,668</b>

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.567	0.648	0.768	0.887	0.920	1.150
每股净资产	3.040	4.329	4.565	4.873	5.443	6.193
每股经营现金净流	0.999	0.395	0.516	0.999	1.262	1.269
每股股利	0.170	0.200	0.250	0.300	0.350	0.400
<b>回报率</b>						
净资产收益率	18.65%	14.98%	16.82%	18.21%	16.90%	18.57%
总资产收益率	10.88%	11.21%	13.50%	14.45%	13.41%	14.12%
投入资本收益率	15.47%	14.45%	15.31%	16.05%	14.98%	16.16%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	32.79%	23.82%	0.50%	-2.87%	0.33%	34.76%
EBIT增长率	17.21%	23.38%	8.32%	16.34%	5.09%	25.89%
净利润增长率	10.13%	30.80%	13.59%	15.55%	3.66%	25.05%
总资产增长率	15.84%	26.94%	-5.70%	7.92%	11.72%	18.74%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	36.3	28.0	29.8	40.0	42.0	43.0
存货周转天数	31.4	29.8	31.8	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	98.5	109.9	88.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	295.8	257.8	277.4	278.2	280.7	247.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	14.45%	-15.33%	-1.71%	0.53%	3.38%	4.91%
EBIT利息保障倍数	11.0	887.6	74.7	53.3	39.7	35.0
资产负债率	41.53%	24.99%	19.52%	20.42%	20.46%	23.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	4	5
增持	0	1	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.33</b>	<b>1.20</b>	<b>1.29</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH