

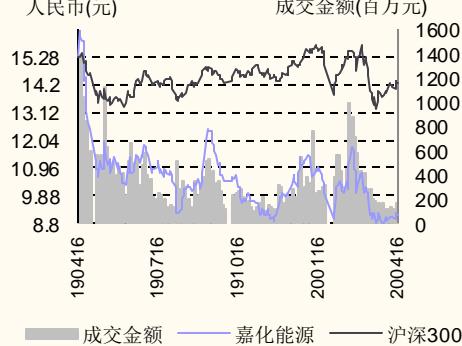
**嘉化能源(600273.SH) 增持(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 9.13元

**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	14.33
已上市流通A股(亿股)	14.14
总市值(亿元)	130.81
年内股价最高最低(元)	9.22/8.80
沪深300指数	3802
上证指数	2820
人民币(元)	成交金额(百万元)

**相关报告**

- 1.《多业务稳健发展，高分红政策持续回报股东 -【国金化工】嘉化能源...》，  
2020-1-20
- 2.《循环一体化布局，多重业务带动长远发展 -【国金化工】嘉化能源公...》，  
2019-12-31

蒲强

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

杨翼荣

联系人  
yangyiyi@gjzq.com.cn

王明辉

联系人  
wangmh@gjzq.com.cn**循环一体产业构建基础，新项目带动公司成长****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.768	0.856	0.851	1.136	1.251
每股净资产(元)	4.57	4.86	5.41	6.20	7.05
每股经营性现金流(元)	0.52	0.98	0.76	1.33	1.58
市盈率(倍)	11.71	13.14	10.73	8.04	7.30
净利润增长率(%)	13.59%	11.52%	-0.62%	33.45%	10.13%
净资产收益率(%)	16.82%	17.62%	15.72%	18.32%	17.74%
总股本(百万股)	1,432.73	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

**业绩**

- 公司发布2019年年报，2019年公司实现营收53.69亿元，同比下降4.19%，归母净利润12.27亿元，同比增长11.52%。

**分析**

- 受益于油脂化工及磺化医药业务，公司盈利水平明显提升。受益于公司前期布局的16万吨多品种脂肪醇(酸)项目及3.8万吨TA系列产品技改项目，公司在油脂化工及磺化医药领域扩产了产品种类，进行了产业链延伸产品布局，通过高附加值产品及产品销量的提升，同时利用产能及技术优势，公司不断夯实各细分领域的竞争实力，提升市场影响力。2019年公司两类业务营业利润同比分别增长41%、59%，带动公司盈利提升。
- 打造循环一体产业链，形成良好的多元产业布局基础。公司经过多年的布局完善，公司形成了以自供热电为基础，通过硫酸和烧碱基础，产业链延伸至磺化医药业务、油脂化工业务，形成了循环一体化产业链布局，满足规模化的产业配套需求，具备了较强的成本优势；在蒸汽及基础化工原料销售方面，通过相互促进提升客户粘性，降低销售成本，降低风险，依托园区和布局优势，公司形成内、外双循环，自身竞争优势难以复制。
- 新建项目继续完善现有产线，带动公司进一步发展。2018年末，公司开始着手布局30万吨/年二氯乙烷和氯乙烯项目及30万吨/年功能性高分子材料项目，利用副产氯气实现新产品的延伸布局，完善现有产业链布局；而在磺化医药领域，公司是国内最具规模、技术优势的磺化中间体企业，市场占比达到6成，通过4000吨/年BA等项目布局下游高附加值产品，扩充上游产能3万吨，公司将进一步强化公司在磺化领域的市场优势，为业务的发展提供空间；在氢能业务方面，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**

- 公司多年来依托热电、酸碱产线为基础，不断拓展业务形成循环一体的产业链布局，新建PVC项目、磺化医药项目以及氢能业务的布局将持续支撑公司稳步发展，考虑到疫情对终端需求的影响，下调公司2020年归母净利润7.5%，预测2020-2022年公司EPS分别为0.85、1.14、1.25元，对应PE分别为10.7、8.0、7.3倍，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；海内外疫情影响下游需求，使得产品价格剧烈波动风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表（人民币百万元）**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,576</b>	<b>5,604</b>	<b>5,369</b>	<b>5,489</b>	<b>7,627</b>	<b>7,994</b>
增长率	0.5%	-4.2%	2.2%	39.0%	4.8%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,967</b>	<b>-3,888</b>	<b>-3,503</b>	<b>-3,660</b>	<b>-5,147</b>	<b>-5,331</b>
%销售收入	71.1%	69.4%	65.2%	66.7%	67.5%	66.7%
<b>毛利</b>	<b>1,609</b>	<b>1,716</b>	<b>1,866</b>	<b>1,829</b>	<b>2,480</b>	<b>2,662</b>
%销售收入	28.9%	30.6%	34.8%	33.3%	32.5%	33.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-27</b>	<b>-26</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>	<b>-34</b>	<b>-36</b>
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
<b>销售费用</b>	<b>-80</b>	<b>-83</b>	<b>-67</b>	<b>-68</b>	<b>-95</b>	<b>-100</b>
%销售收入	1.4%	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
<b>管理费用</b>	<b>-321</b>	<b>-128</b>	<b>-145</b>	<b>-115</b>	<b>-160</b>	<b>-168</b>
%销售收入	5.8%	2.3%	2.7%	2.1%	2.1%	2.1%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-199</b>	<b>-193</b>	<b>-203</b>	<b>-278</b>	<b>-292</b>
%销售收入	0.0%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>1,182</b>	<b>1,280</b>	<b>1,439</b>	<b>1,420</b>	<b>1,912</b>	<b>2,067</b>
%销售收入	21.2%	22.8%	26.8%	25.9%	25.1%	25.9%
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>	<b>-31</b>	<b>-21</b>	<b>17</b>
%销售收入	0.0%	0.3%	0.3%	0.6%	0.3%	-0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>投资收益</b>	<b>-12</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
%税前利润	n.a	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
<b>营业利润</b>	<b>1,163</b>	<b>1,292</b>	<b>1,444</b>	<b>1,428</b>	<b>1,914</b>	<b>2,108</b>
<b>营业利润率</b>	20.9%	23.1%	26.9%	26.0%	25.1%	26.4%
<b>营业外收支</b>	<b>-17</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,147</b>	<b>1,292</b>	<b>1,441</b>	<b>1,428</b>	<b>1,914</b>	<b>2,108</b>
<b>利润率</b>	20.6%	23.1%	26.8%	26.0%	25.1%	26.4%
<b>所得税</b>	<b>-175</b>	<b>-188</b>	<b>-210</b>	<b>-208</b>	<b>-287</b>	<b>-316</b>
<b>所得税率</b>	15.3%	14.6%	14.6%	14.6%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>972</b>	<b>1,104</b>	<b>1,231</b>	<b>1,219</b>	<b>1,627</b>	<b>1,792</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>3</b>	<b>4</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>969</b>	<b>1,100</b>	<b>1,227</b>	<b>1,219</b>	<b>1,627</b>	<b>1,792</b>
<b>净利率</b>	17.4%	19.6%	22.9%	22.2%	21.3%	22.4%

**资产负债表（人民币百万元）**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>1,432</b>	<b>686</b>	<b>662</b>	<b>717</b>	<b>1,031</b>	<b>1,947</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,327</b>	<b>1,296</b>	<b>1,236</b>	<b>1,342</b>	<b>1,844</b>	<b>1,973</b>
<b>存货</b>	<b>314</b>	<b>364</b>	<b>670</b>	<b>652</b>	<b>818</b>	<b>920</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>149</b>	<b>332</b>	<b>149</b>	<b>282</b>	<b>381</b>	<b>408</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,222</b>	<b>2,678</b>	<b>2,718</b>	<b>2,993</b>	<b>4,074</b>	<b>5,248</b>
%总资产	37.3%	32.9%	30.6%	31.2%	38.2%	44.9%
<b>长期投资</b>	<b>54</b>	<b>66</b>	<b>127</b>	<b>124</b>	<b>134</b>	<b>150</b>
<b>固定资产</b>	<b>4,524</b>	<b>4,559</b>	<b>4,858</b>	<b>5,419</b>	<b>5,319</b>	<b>5,012</b>
%总资产	52.4%	55.9%	54.6%	56.5%	49.9%	42.8%
<b>无形资产</b>	<b>831</b>	<b>823</b>	<b>922</b>	<b>1,022</b>	<b>1,110</b>	<b>1,256</b>
<b>非流动资产</b>	<b>5,420</b>	<b>5,471</b>	<b>6,173</b>	<b>6,589</b>	<b>6,584</b>	<b>6,450</b>
%总资产	62.7%	67.1%	69.4%	68.8%	61.8%	55.1%
<b>资产总计</b>	<b>8,642</b>	<b>8,150</b>	<b>8,891</b>	<b>9,582</b>	<b>10,659</b>	<b>11,698</b>
<b>短期借款</b>	<b>139</b>	<b>173</b>	<b>417</b>	<b>757</b>	<b>262</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,504</b>	<b>781</b>	<b>1,193</b>	<b>765</b>	<b>1,144</b>	<b>1,203</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>186</b>	<b>200</b>	<b>180</b>	<b>170</b>	<b>235</b>	<b>257</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,830</b>	<b>1,154</b>	<b>1,790</b>	<b>1,693</b>	<b>1,641</b>	<b>1,460</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>330</b>	<b>337</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>44</b>
<b>负债</b>	<b>2,160</b>	<b>1,591</b>	<b>1,906</b>	<b>1,807</b>	<b>1,758</b>	<b>1,579</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>6,467</b>	<b>6,541</b>	<b>6,965</b>	<b>7,755</b>	<b>8,881</b>	<b>10,099</b>
其中：股本	1,494	1,433	1,433	1,433	1,433	1,433
未分配利润	1,725	2,245	2,949	3,739	4,865	6,083
少数股东权益	15	18	20	20	20	20
<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,642</b>	<b>8,150</b>	<b>8,891</b>	<b>9,582</b>	<b>10,659</b>	<b>11,698</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.648	0.768	0.856	0.851	1.136	1.251
每股净资产	4.329	4.565	4.861	5.413	6.198	7.049
每股经营现金净流	0.395	0.516	0.984	0.764	1.332	1.579
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	14.98%	16.82%	17.62%	15.72%	18.32%	17.74%
总资产收益率	11.21%	13.50%	13.80%	12.72%	15.27%	15.32%
投入资本收益率	14.45%	15.31%	16.41%	14.07%	17.57%	17.21%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	23.82%	0.50%	-4.19%	2.23%	38.95%	4.81%
EBIT增长率	23.38%	8.32%	12.40%	-1.32%	34.66%	8.11%
净利润增长率	30.80%	13.59%	11.52%	-0.62%	33.45%	10.13%
总资产增长率	26.94%	-5.70%	9.09%	7.78%	11.23%	9.75%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	28.0	29.8	30.8	34.0	33.0	33.0
存货周转天数	29.8	31.8	53.9	65.0	58.0	63.0
应付账款周转天数	109.9	88.3	66.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	257.8	277.4	294.1	293.0	222.9	215.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-15.33%	-1.71%	-2.43%	1.48%	-7.79%	-18.50%
EBIT利息保障倍数	887.6	74.7	76.6	45.3	92.8	-121.6
资产负债率	24.99%	19.52%	21.44%	18.86%	16.49%	13.49%

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	0	0	1	5
增持	0	0	0	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.67</b>	<b>1.38</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