

嘉化能源(600273.SH) 增持(维持评级)

公司点评(简报)

市场价格(人民币): 8.73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)	125.08
年内股价最高最低(元)	9.20/8.73
沪深300指数	3823
上证指数	2815
人民币(元)	成交金额(百万元)
12.81	1200
12.13	1000
11.45	800
10.77	600
10.09	400
9.41	200
8.73	0
190429	嘉化能源
190729	沪深300
201029	
200129	

■ 成交金额 ■ 嘉化能源 ■ 沪深300

疫情短期影响业绩, 长期有望稳步发展

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	10.26	7.69	6.98
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

- 公司发布一季报,一季度公司营业收入11.82亿元,同比下降16.83%,归母净利润2.43亿元,同比下降28.37%。

分析

- **疫情影响酸碱产品销售,开工短期下调影响产品盈利。**1季度受到疫情影响,下游企业复工推迟,公司酸碱连续化生产,开工负荷下调,氯碱、硫酸销量同比下行21%、27%,叠加产品价格下行,产品营收分别下降27%、34%,而受到区域物流运输的短期限制,公司的磺化医药产品销售运输受阻,产品满负荷开工,但销售同比下行38%,带动整体营收下滑。3月份后,国内的生产复合逐步提升,园区及周边企业开工逐步提升,带动公司各项业务逐步恢复正常,疫情对公司的影响有望逐步弱化。
- **区域布局叠加园区一体化发展,提供公司相对稳健的发展基础。**公司以热电为基础,酸碱延伸至油脂化工、磺化医药等多元化领域,构成了公司循环一体化的产业链布局,公司在自身产品销售布局的基础上,为周边企业提供多元产品供给,具有天然的地理优势和产业链优势。一季度在疫情期间,尽管国内开工推迟影响下游需求,但公司仍能保证整体毛利率33.8%,同比持平,凭借良好的产业链和周边销售网络布局,构建公司稳健的发展基础。
- **新建项目持续推进,完善现有布局,带动公司长远发展。**公司在建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,消耗副产氯气,完善产业链布局;3万吨磺化产能扩建及4000吨/年BA等项目,强化磺化领域领先优势和发展空间;协同产业资源,利用低成本副产氢气及自身地理优势,布局氢能业务,实现新领域的扩充发展。三个方向持续推进,强化现有产线的基础上,带动公司长远发展。

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,预测2020-2022年公司归母净利润分别为12.19、16.27、17.92亿元,对应PE分别为10.3、7.7、7.0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。

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

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
主营业务收入	5,576	5,604	5,369	5,489	7,627	7,994
增长率	0.5%	-4.2%	2.2%	39.0%	4.8%	
主营业务成本	-3,967	-3,888	-3,503	-3,660	-5,147	-5,331
%销售收入	71.1%	69.4%	65.2%	66.7%	67.5%	66.7%
毛利	1,609	1,716	1,866	1,829	2,480	2,662
%销售收入	28.9%	30.6%	34.8%	33.3%	32.5%	33.3%
营业税金及附加	-27	-26	-23	-23	-34	-36
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
销售费用	-80	-83	-67	-68	-95	-100
%销售收入	1.4%	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
管理费用	-321	-128	-145	-115	-160	-168
%销售收入	5.8%	2.3%	2.7%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	0	-199	-193	-203	-278	-292
%销售收入	0.0%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	1,182	1,280	1,439	1,420	1,912	2,067
%销售收入	21.2%	22.8%	26.8%	25.9%	25.1%	25.9%
财务费用	-1	-17	-19	-31	-21	17
%销售收入	0.0%	0.3%	0.3%	0.6%	0.3%	-0.2%
资产减值损失	-7	-1	7	0	0	0
公允价值变动收益	-9	0	0	-2	2	1
投资收益	-12	12	11	10	12	12
%税前利润	n.a	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
营业利润	1,163	1,292	1,444	1,428	1,914	2,108
营业利润率	20.9%	23.1%	26.9%	26.0%	25.1%	26.4%
营业外收支	-17	0	-3	0	0	0
税前利润	1,147	1,292	1,441	1,428	1,914	2,108
利润率	20.6%	23.1%	26.8%	26.0%	25.1%	26.4%
所得税	-175	-188	-210	-208	-287	-316
所得税率	15.3%	14.6%	14.6%	14.6%	15.0%	15.0%
净利润	972	1,104	1,231	1,219	1,627	1,792
少数股东损益	3	4	4	0	0	0
归属于母公司的净利润	969	1,100	1,227	1,219	1,627	1,792
净利率	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
货币资金	1,432	686	662	717	1,031	1,947
应收款项	1,327	1,296	1,236	1,342	1,844	1,973
存货	314	364	670	652	818	920
其他流动资产	149	332	149	282	381	408
流动资产	3,222	2,678	2,718	2,993	4,074	5,248
%总资产	37.3%	32.9%	30.6%	31.2%	38.2%	44.9%
长期投资	54	66	127	124	134	150
固定资产	4,524	4,559	4,858	5,419	5,319	5,012
%总资产	52.4%	55.9%	54.6%	56.5%	49.9%	42.8%
无形资产	831	823	922	1,022	1,110	1,256
非流动资产	5,420	5,471	6,173	6,589	6,584	6,450
%总资产	62.7%	67.1%	69.4%	68.8%	61.8%	55.1%
资产总计	8,642	8,150	8,891	9,582	10,659	11,698
短期借款	139	173	417	757	262	0
应付款项	1,504	781	1,193	765	1,144	1,203
其他流动负债	186	200	180	170	235	257
流动负债	1,830	1,154	1,790	1,693	1,641	1,460
长期贷款	0	100	75	75	75	75
其他长期负债	330	337	41	40	42	44
负债	2,160	1,591	1,906	1,807	1,758	1,579
普通股股东权益	6,467	6,541	6,965	7,755	8,881	10,099
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
负债股东权益合计	8,642	8,150	8,891	9,582	10,659	11,698

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-31	增持	11.19	12.88~12.88
2	2020-01-20	增持	10.88	N/A
3	2020-04-17	增持	9.13	N/A

来源：国金证券研究所

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