

嘉化能源(600273)

公司研究/点评报告

脂肪醇(酸)盈利大幅改善，新项目推进顺利

—嘉化能源(600273)公司点评

点评报告/化工行业

2016年8月2日

一、事件概述

公司发布半年报，报告期内实现营业收入 20.17 亿，同比增长 28%；归母净利 3.93 亿，同比增长 25.4%；归母扣非净利 3.92 亿，同比增长 44%；基本每股收益 0.30 元；综合毛利率 33.5%，同比提高 4 个百分点。

二、分析与判断

➤ 多项业务向好，脂肪醇(酸)盈利大幅改善

第二季度归母扣非净利 2.05 亿，较 2015Q2 归母扣非 1.72 亿增加 3,300 万，同比增长 19.2%。二季度因人民币贬值产生了 1631 万元的汇兑损失，此外上半年共计提了 2,574 万元库存商品跌价准备，我们推测是由高棕榈仁油原料成本的脂肪酸引起。扣除这两块损失，2016Q2 归母扣非较 2015Q2 增长约 6,000 万，符合我们对第二季度的增长预期。半年报分业务来看，**美福码头**净利 5,070 万元，Q2 贡献约 3,000 万，保持高盈利能力，美福码头去年 5 月份并表，去年 5-6 月净利 2,093 万元；**蒸汽**业务营收 4.51 亿，同比增长 8%，毛利率 39.2%，同比提高 3.9 个百分点，系新增中高压蒸汽供应量所致；**脂肪醇(酸)**业务营收 7.68 亿，同比增长 54%，毛利 1.76 亿，同比大增 250%，毛利率 23%，同比大幅提高 12.8 个百分点，厄尔尼诺棕榈仁油减产效应推动产品量价齐升，盈利大幅改善；**邻对位**业务营收 1.51 亿，增长 16%，毛利率 46.3%，同比提高 2.9 个百分点，增长主要来自价格上涨和销量小幅提升；**氯碱**业务营收 3.34 亿，同比小幅下降 3%，毛利率 39.1%，同比下降 2 个百分点；此外，报告期内已完成了铁门关利能与和静金太阳两家**光伏电站**的工商变更登记事宜，已实现售电 417.2kWh，尚无盈利贡献。

➤ 新项目推进顺利

报告期内借壳募投热电联产机组扩建项目 2 台 450t/h 高温高压循环流化床锅炉和 1 台 45 兆瓦高温高压抽背式汽轮发电机组已完成安装；4,000 吨/年邻对位衍生产物(BA)技改项目建设进入安装阶段；16 万吨多品种脂肪醇(酸)产品项目油酸车间厂房已完工，正进行现场安装施工；烟气超低排放改造项目按计划进行；与巴斯夫合作的电子级硫酸项目计划投资 1,500 万元，报告期末完成累计投资 1,220 万元。公司新项目进展顺利，邻对位和脂肪醇(酸)新项目预计下半年能启动试生产，未来产能陆续释放有望推动业绩持续增长。

➤ 公司兼具成长性与周期弹性，投资价值凸显

公司兼具成长性与周期弹性，募投蒸汽、脂肪醇酸、邻对位、电子级硫酸等新项目产能陆续释放将使公司业绩持续增长。独特的循环经济成本优势又使氯碱、脂肪醇酸等即使处在周期底部也有高于同行的盈利能力，当前煤炭、脂肪醇酸、氯碱、硫酸等周期品仍处在历史底部，价格上涨有利于提高公司盈利能力。此外，美福码头吞吐量和运行效率仍有提升空间，公司在半年报中提出将择机通过技术引进、参股合资及收购并购等手段加快完善公司在新能源的战略布局，新能源项目将带来新的盈利增长点。公司过去五年业绩复合增长率 24%，未来几年仍有望保持高增长，当前估值极具投资价值。

三、盈利预测与投资建议：

预计公司 16-18 年净利润分别为 8.52、10.13、11.75 亿元，EPS 0.65、0.78、0.90 元，对应 PE 13X、11X、9.5X，维持“**强烈推荐**”评级。

四、风险提示：产品价格大幅下跌，新项目及园区发展不及预期。

强烈推荐

维持

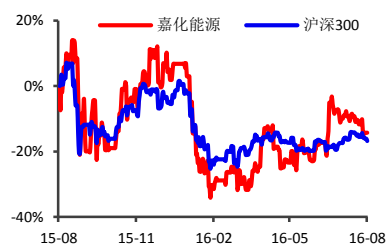
合理估值 13-15 元

交易数据

2016-8-1

收盘价(元)	8.60
近 12 个月最高/最低	11.77/6.46
总股本(百万股)	1306.29
流通股本(百万股)	580.00
流通股比例(%)	44.40
总市值(亿元)	112.34
流通市值(亿元)	49.88

该股与沪深 300 走势比较



分析师及研究助理简介

分析师：	范劲松
执业证号：	S0100513080006
电话：	(86755)22662087
邮箱：	fanjinsong@mszq.com
研究助理：	沈晓源
执业证号	S0100115030007
电话：	(8621)60876715
邮箱：	shenxiaoyuan@mszq.com

相关研究

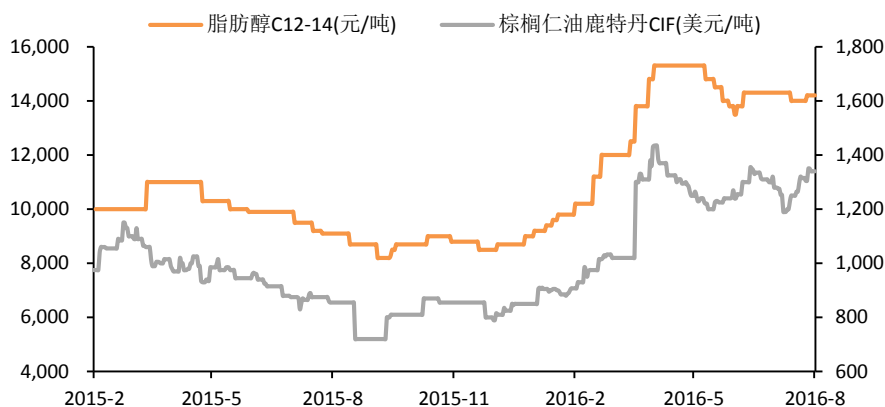
- 1 业绩点评：一季报大幅超预期，投资价值凸显
- 2 公司点评：C12-14 醇价格持续上涨，脂肪醇业务盈利显著改善
- 3 年报点评：能源、码头业务靓丽，邻对位是未来重要增长点
- 4 公司点评：定增 18.2 亿，化工+新能源双主业战略起航
- 5 调研简报：主业增长稳定，拟布局新能源

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,391	4,101	4,773	5,548
增长率(%)	0.18%	20.93%	16.37%	16.24%
归属母公司股东净利润(百万元)	672	852	1,013	1,175
增长率(%)	16.11%	26.69%	18.96%	15.97%
每股收益(元)	0.51	0.65	0.78	0.90
PE	16.71	13.19	11.09	9.56
PB	3.27	2.62	2.12	1.74

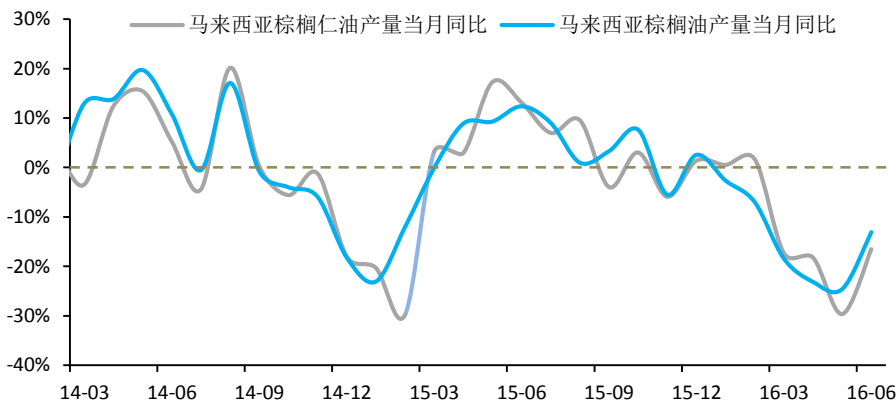
资料来源：公司公告、民生证券研究院

图 1：上半年脂肪醇 C12-14 和原料棕榈仁油价格上涨



资料来源：卓创资讯、Wind 资讯、民生证券研究院

图 2：今年以来马来西亚棕榈油、棕榈仁油产量同比下降



资料来源：Wind 资讯、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	3,391	4,101	4,773	5,548
减：营业成本	2,320	2,780	3,235	3,803
营业税金及附加	15	18	20	23
销售费用	45	54	63	73
管理费用	194	235	273	318
财务费用	76	72	50	13
资产减值损失	(7)	0	0	0
加：投资收益	51	65	70	75
二、营业利润	799	1,008	1,201	1,392
加：营业外收支净额	1	0	0	0
三、利润总额	800	1,008	1,201	1,392
减：所得税费用	125	152	183	212
四、净利润	675	856	1,018	1,180
归属于母公司的利润	672	852	1,013	1,175
五、基本每股收益 (元)	0.51	0.65	0.78	0.90
主要财务指标				
项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
EV/EBITDA	10.23	8.54	7.32	6.42
成长能力：				
营业收入同比	0.18%	20.93%	16.37%	16.24%
营业利润同比	17.6%	26.0%	19.2%	15.9%
净利润同比	16.11%	26.69%	18.96%	15.97%
营运能力：				
应收账款周转率	8.74	8.23	9.25	9.36
存货周转率	10.60	10.94	10.76	10.81
总资产周转率	0.62	0.65	0.65	0.65
盈利能力与收益质量：				
毛利率	31.6%	32.2%	32.2%	31.4%
净利率	19.8%	20.8%	21.2%	21.2%
总资产净利率 ROA	11.4%	12.5%	12.8%	12.8%
净资产收益率 ROE	19.6%	19.9%	19.1%	18.2%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	0.84	1.11	1.39	1.89
资产负债率	41.4%	37.1%	33.0%	29.3%
长期借款/总负债	13.7%	13.2%	12.8%	12.4%
每股指标(最新摊薄)：				
每股收益	0.51	0.65	0.78	0.90
每股经营现金流量	0.39	0.82	1.03	1.12
每股净资产	2.63	3.28	4.06	4.96

资料来源：公司公告、民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	506	1,104	1,615	2,646
应收票据	398	481	560	651
应收账款	511	473	536	625
预付账款	91	88	110	127
其他应收款	0	0	0	0
存货	226	273	317	373
其他流动资产	2	0	0	0
流动资产合计	1,733	2,419	3,139	4,421
长期股权投资	23	23	23	23
固定资产	2,857	3,027	3,286	3,617
在建工程	610	710	830	480
无形资产	147	147	147	147
其他非流动资产	506	506	506	506
非流动资产合计	4,144	4,414	4,792	4,774
资产总计	5,877	6,833	7,931	9,195
短期借款	987	1,123	1,032	987
应付票据	15	18	21	25
应付账款	549	658	766	900
预收账款	59	51	67	75
其他应付款	373	257	296	283
应交税费	69	57	61	59
其他流动负债	14	10	11	11
流动负债合计	2,066	2,175	2,253	2,340
长期借款	334	334	334	334
其他非流动负债	33	25	27	24
非流动负债合计	367	359	361	358
负债合计	2,434	2,534	2,614	2,698
股本	1,306	1,306	1,306	1,306
资本公积	1,411	1,411	1,411	1,411
留存收益	101	186	288	405
少数股东权益	9	13	17	22
所有者权益合计	3,443	4,299	5,317	6,497
负债和股东权益合计	5,877	6,833	7,931	9,195
现金流量表				
项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流量	506	1,070	1,352	1,464
投资活动现金流量	(601)	(534)	(700)	(375)
筹资活动现金流量	(119)	61	(141)	(58)
现金及等价物净增加	(211)	598	510	1,031

分析师及研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

沈晓源，浙江大学高分子材料博士、高分子材料与工程学士，5年有机光电领域研究经验，2013-2014年就职于中国电子科技集团公司第二十一研究所，从事胶粘剂和绝缘材料的研发工作，2015年加入民生证券。

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相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%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相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 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1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；518040

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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，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、传播或复印本报告。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。