

投资评级：买入(维持)

## 嘉化能源(600273)

## 前三季度业绩预增，关注磺化医药产业链

## 市场数据 2018-10-10

收盘价(元)	10.07
一年内最低/最高(元)	7.09/10.45
市盈率	13.2
市净率	2.15

## 基础数据

净资产收益率(%)	19.28
资产负债率(%)	25.0
总股本(亿股)	14.33

## 最近12月股价走势



## 联系信息

虞小波	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
赵新裕	联系人
zhaoxy@ctsec.com	021-68592339

## 相关报告

1 《600273-深度报告:依托循环经济优势,打造能源+化工一流企业》 2018-08-08

公司发布2018年前三季度业绩预告:预计前三季度实现归母净利润8.19~9.19亿元(+20.1%~34.8%),其中2018Q3实现归母净利润2.37~3.37亿元(同比+6.5%~51.3%,环比-17.3%~+17.5%)。业绩增长主要原因是:1.公司是国内最大磺化医药系列产品生产商,技术领先,产业竞争力强,且产品价格持续上涨。此外,3.8万吨TA项目投产后效益逐步释放;2.基于园区规模不断发展和公司循环经济优势,热电、脂肪醇(酸)和氯碱装置产能利用率达历史较高水平。

## ● 深耕细作磺化医药产业链,未来业绩增厚可期

公司是业内唯一采用三氧化硫连续磺化管道反应技术的企业,环保和成本优势显著:根据公司申报《2016年度浙江省科学技术奖励项目》公示信息,此技术(按3万吨产能计)较传统工艺可节省氯磺酸3.3万吨/年,仅此一项可节约成本1.05亿元。节能减排方面,每生产1吨产品较传统工艺减少COD排放0.01吨和废气盐酸产生量0.34吨。此外,公司依托重要中间体对甲苯磺酰氯,打通磺化医药全产业链:根据投资者关系记录,深加工产品BA一期2000吨已投产;3.8万吨TA系列产品项目也已陆续投产,且效益逐步释放,未来业绩增厚可期。

## ● 依托热电联产核心装置,实现供热和氯碱业务双增长

(1)核心蒸汽业务:公司是中国化工新材料(嘉兴)园区唯一蒸汽供应商,且采用煤热联动的定价机制牢牢锁住利润。随未来园区经济逐渐发展及公司新锅炉产能的投放,有望带动公司蒸汽供热业务的稳健增长。(2)氯碱业务:利用热电联产装置产生的电力供应氯碱产品生产以节约成本,经测算若烧碱装置自供电比例为70%,则17年可节约成本达1.7亿元。公司氯碱产品是浙北地区(嘉兴、湖州)唯一生产商,拥有管道及良好稳定的合作客户,能够实现“碱氯平衡”,装置开工率维持在100%(远高于整个行业的80%左右),竞争优势明显。

股份回购彰显公司管理层坚定信心。公司于7月20日-9月1日期间支付近5亿元(不含印花税、佣金等交易费用)回购股份数量5178万股(占总股本3.5%),并于9月3日注销所回购股份。

预计公司18-20年EPS分别为0.93/1.18/1.37元,对应18-20PE分别为11/9/7倍,给予“买入”评级。

风险提示:蒸汽业务不达预期,磺化医药产品下游需求不及预期

表1:公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	4,503	5,576	6,182	7,014	7,663
增长率	32.8%	23.8%	10.9%	13.5%	9.3%
归属母公司股东净利润(百万)	740	969	1,338	1,697	1,966
增长率	10.1%	30.8%	38.1%	26.9%	15.8%
每股收益(元)	0.52	0.68	0.93	1.18	1.37
市盈率(倍)	19.5	14.9	10.8	8.5	7.3

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>4,503</b>	<b>5,576</b>	<b>6,182</b>	<b>7,014</b>	<b>7,663</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	3,250	3,967	4,130	4,489	4,787	营业收入增长率	32.8%	23.8%	10.9%	13.5%	9.3%
营业税费	25	27	31	35	38	营业利润增长率	11.5%	30.5%	36.8%	26.8%	15.8%
销售费用	52	80	90	102	111	净利润增长率	10.1%	30.8%	38.1%	26.9%	15.8%
管理费用	218	321	345	391	428	EBITDA 增长率	12.6%	18.2%	29.2%	22.2%	13.5%
财务费用	87	1	-17	-32	-47	EBIT 增长率	11.8%	18.0%	36.4%	26.1%	15.3%
资产减值损失	-3	7	22	22	22	NOPLAT 增长率	11.2%	20.2%	34.9%	26.1%	15.3%
加: 公允价值变动收益	9	-9	-	-	-	投资资本增长率	6.2%	20.0%	-8.5%	5.5%	-12.8%
投资和汇兑收益	8	-12	10	10	10	净资产增长率	15.6%	62.8%	13.8%	16.0%	16.0%
<b>营业利润</b>	<b>892</b>	<b>1,163</b>	<b>1,591</b>	<b>2,017</b>	<b>2,335</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-6	-17	-5	-5	-5	毛利率	27.8%	28.9%	33.2%	36.0%	37.5%
<b>利润总额</b>	<b>885</b>	<b>1,147</b>	<b>1,586</b>	<b>2,012</b>	<b>2,330</b>	营业利润率	19.8%	20.9%	25.7%	28.8%	30.5%
减: 所得税	142	175	244	310	359	净利润率	16.4%	17.4%	21.6%	24.2%	25.7%
<b>净利润</b>	<b>740</b>	<b>969</b>	<b>1,338</b>	<b>1,697</b>	<b>1,966</b>	EBITDA/营业收入	29.1%	27.8%	32.4%	34.9%	36.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	21.7%	20.7%	25.5%	28.3%	29.9%
货币资金	618	1,432	2,627	3,517	5,539	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	10	-	-	-	-	固定资产周转天数	260	245	228	197	172
应收帐款	386	479	479	604	575	<b>流动营业资本周转天数</b>	-6	-6	-5	-2	0
应收票据	427	847	564	1,034	708	流动资产周转天数	146	166	216	253	307
预付帐款	35	24	38	27	39	应收帐款周转天数	36	28	28	28	28
存货	334	314	359	369	404	存货周转天数	22	21	20	19	18
其他流动资产	117	125	120	120	120	总资产周转天数	507	499	529	523	544
可供出售金融资产	4	4	4	4	4	投资资本周转天数	349	320	301	261	229
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	26	38	48	58	68	ROE	18.6%	15.0%	18.2%	19.9%	19.9%
投资性房地产	-	12	42	72	102	ROA	10.9%	11.2%	14.1%	15.7%	16.0%
固定资产	3,649	3,938	3,900	3,768	3,548	ROIC	19.4%	21.9%	24.6%	34.0%	37.1%
在建工程	513	586	533	482	434	<b>费用率</b>					
无形资产	151	285	285	283	278	销售费用率	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	538	557	538	517	494	管理费用率	4.8%	5.8%	5.6%	5.6%	5.6%
<b>资产总额</b>	<b>6,808</b>	<b>8,642</b>	<b>9,537</b>	<b>10,856</b>	<b>12,313</b>	财务费用率	1.9%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.6%
短期债务	904	139	-	-	-	三费/营业收入	7.9%	7.2%	6.8%	6.6%	6.4%
应付帐款	1,490	1,470	1,609	1,735	1,828	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.5%	25.0%	22.6%	21.1%	19.3%
其他流动负债	100	221	218	229	222	负债权益比	71.0%	33.3%	29.2%	26.8%	24.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.77	1.76	2.29	2.89	3.60
其他非流动负债	334	330	330	330	330	速动比率	0.64	1.59	2.09	2.70	3.41
<b>负债总额</b>	<b>2,827</b>	<b>2,160</b>	<b>2,157</b>	<b>2,294</b>	<b>2,380</b>	利息保障倍数	11.28	866.97	-92.75	-61.69	-48.24
<b>少数股东权益</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,306	1,494	1,433	1,433	1,433	DPS(元)	0.16	0.21	0.29	0.36	0.42
留存收益	2,664	5,002	5,927	7,105	8,472	分红比率	30.2%	30.9%	30.8%	30.6%	30.5%
<b>股东权益</b>	<b>3,981</b>	<b>6,482</b>	<b>7,379</b>	<b>8,562</b>	<b>9,934</b>	股息收益率	1.5%	2.1%	2.9%	3.6%	4.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	740	969	1,338	1,697	1,966	EPS(元)	0.52	0.68	0.93	1.18	1.37
加: 折旧和摊销	343	410	429	463	491	BVPS(元)	2.77	4.51	5.14	5.96	6.91
资产减值准备	-3	7	22	22	22	PE(X)	19.5	14.9	10.8	8.5	7.3
公允价值变动损失	-9	9	-	-	-	PB(X)	3.6	2.2	2.0	1.7	1.5
财务费用	63	15	-17	-32	-47	P/FCF	39.9	-20.7	8.7	10.1	5.5
投资收益	-8	12	-10	-10	-10	P/S	3.2	2.6	2.3	2.1	1.9
少数股东损益	3	3	4	5	5	EV/EBITDA	10.4	9.0	6.0	4.5	3.3
营运资金的变动	54	-743	375	-447	406	CAGR(%)	31.8%	26.6%	25.7%	31.8%	26.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,308</b>	<b>594</b>	<b>2,140</b>	<b>1,698</b>	<b>2,834</b>	PEG	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-799</b>	<b>-625</b>	<b>-380</b>	<b>-320</b>	<b>-260</b>	ROIC/WACC	1.9	2.1	2.4	3.3	3.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-389</b>	<b>971</b>	<b>-566</b>	<b>-487</b>	<b>-552</b>	REP	1.6	1.2	1.0	0.7	0.6

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**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；  
中性：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；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：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；  
减持：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。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。