

**评级: 买入 (维持)**

市场价格:

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

分析师: 张波

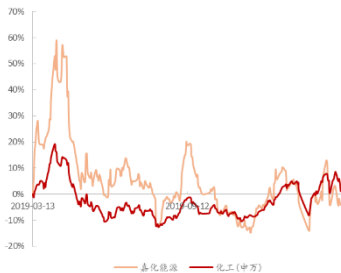
执业证书编号: S0740520020001

Email: zhangbo@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(亿股)	14.33
流通股本(亿股)	14.14
市价(元)	9.13
市值(亿元)	131
流通市值(亿元)	129

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1 嘉化能源深度报告: 一体化热电联产, 乙烯法 PVC 及氢能打开成长空间

### 公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,604	5,369	5,542	7,224	7,958
增长率 yoy%	0.50%	-4.19%	3.22%	30.35%	10.17%
净利润(百万元)	1,100	1,227	1,253	1,724	1,943
增长率 yoy%	13.59%	11.52%	2.11%	37.61%	12.67%
每股收益(元)	0.77	0.86	0.87	1.20	1.36
每股现金流量	16.82%	17.62%	15.22%	18.29%	18.01%
P/E	11.89	10.66	10.44	7.59	6.73
P/B	2.00	1.88	1.59	1.39	1.21

备注:

### 投资要点

- 事件: 公司发布 2019 年业绩公告, 2019 年公司实现营业收入 53.69 亿元, 同比下降 4.19%, 实现归母净利润 12.27 亿元, 同比+11.52%。公司 Q4 实现营业收入 13.06 亿元, 同比下滑 7.63%, 环比下降 1.04%; Q4 实现归母净利润 2.85 亿元, 同比增长 16.20%, 环比减少 2.25%。此外, 公司公布 2019 年度利润分配方案为每 10 股派发现金股利 1.65 元人民币, 不送红股, 不转增。**
- 业绩符合预期。2019 年, 公司立足于园区较为完善的产业链和循环经济体系, 保持了稳健增长。随着磺化医药 BA 新产品的投产及 TA 装置投入运行, 磺化医药业务产业链进一步延伸, 产品附加值得到很大提高, 2019 年实现销售收入 8.23 亿元, 同比增长 56.98%。脂肪醇实现销量 27.38 万吨, 同比+6.19%, 销量进一步提升。公司蒸汽实现销量 759.18 万吨, 同比+1.95%, 实现稳定增长。**
- 磺化医药持续放量, 乙烯法 PVC 打开成长空间。公司拟投资建设 4000 吨/年 BA 项目并配套建设三氧化硫连续磺化技改项目, 该项目在提升磺化产业规模和下游高附加值产品产能的同时, 上马废酸裂解等环保配套装置, 在解决磺化医药发展瓶颈问题同时, 提升电子级硫酸原料的保障能力。公司规划了 30 万吨 VCM 和 30 万吨 PVC 项目, 被列入“2020 年浙江省重点建设项目”, 项目已进入现场施工阶段。2018-2022 年, 全球乙烯产能大幅扩产, 叠加成本端原油价格下行, 乙烯价格有望持续下行并维持在低位, 乙烯法 PVC 成本优势明显, 盈利能力较强。30 万吨/年 PVC 项目建成后将大幅增厚公司业绩。**
- 持续发力氢能源, 受益氢能大发展。公司持续发力氢能源产业, 利用副产氢气进行提纯, 与美国空气产品公司和三江化工签署三方合作协议, 引进先进的液氢生产技术从而实现低成本大规模氢气的制备、运输。公司联合富氢能、上海重塑成立江苏嘉化氢能科技有限公司, 致力于长三角地区加氢站的投资、建设及运营。2019 年 7 月 8 日, 嘉化能源与浙江能源集团签署《战略合作框架协议》和《氢液化工厂合作框架协议》。2019 年 9 月 19 日, 嘉化氢能港城加氢站项目开工仪式在江苏张家港项目地顺利举办; 至 2019 年 12 月底, 张家港、常熟两座加氢站立项备案、设计图审查、项目工程规划许可等前期审批手续已全部取得, 土建工程、设备及安装工程供应商厂家完成招标。公司已经实现了制氢、液氢、加氢站的全产业链布局, 将充分受益于氢能行业大发展。**
- 投资建议: 预计公司 2020 - 2022 年归母净利润为 12.53/17.24/19.43 亿元, 对应 EPS 分别为 0.87/1.20/1.36 元, PE 分别为 10/8/7 倍。看好公司受益于品类扩张以及产能投放业绩快速增长, 维持“买入”评级。**
- 风险提示: 下游市场不及预期、市场开拓不达预期、主要产品价格波动的风险。**

## 损益表 (人民币百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>5,369</b>	<b>5,542</b>	<b>7,224</b>	<b>7,958</b>
增长率	-4.2%	3.2%	30.3%	10.2%
<b>营业成本</b>	<b>-3,503</b>	<b>-3,588</b>	<b>-4,481</b>	<b>-4,919</b>
%销售收入	65.2%	64.8%	62.0%	61.8%
<b>毛利</b>	<b>1,866</b>	<b>1,953</b>	<b>2,743</b>	<b>3,040</b>
%销售收入	34.8%	35.2%	38.0%	38.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-33</b>
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>营业费用</b>	<b>-67</b>	<b>-78</b>	<b>-101</b>	<b>-111</b>
%销售收入	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%
<b>管理费用</b>	<b>-340</b>	<b>-360</b>	<b>-462</b>	<b>-501</b>
%销售收入	6.3%	6.5%	6.4%	6.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,437</b>	<b>1,492</b>	<b>2,149</b>	<b>2,393</b>
%销售收入	26.8%	26.9%	29.7%	30.1%
<b>财务费用</b>	<b>-19</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>1,435</b>	<b>1,485</b>	<b>2,137</b>	<b>2,383</b>
营业利润率	26.7%	26.8%	29.6%	29.9%
<b>营业外收支</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,432</b>	<b>1,480</b>	<b>2,133</b>	<b>2,379</b>
利润率	26.7%	26.7%	29.5%	29.9%
<b>所得税</b>	<b>-210</b>	<b>-214</b>	<b>-310</b>	<b>-345</b>
所得税率	14.7%	14.5%	14.5%	14.5%
<b>净利润</b>	<b>1,231</b>	<b>1,257</b>	<b>1,815</b>	<b>2,024</b>
少数股东损益	4	4	91	81
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,227</b>	<b>1,253</b>	<b>1,724</b>	<b>1,943</b>
净利率	22.9%	22.6%	23.9%	24.4%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>1,231</b>	<b>1,257</b>	<b>1,815</b>	<b>2,024</b>
<b>加: 折旧和摊销</b>	<b>488</b>	<b>944</b>	<b>955</b>	<b>965</b>
资产减值准备	-4	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	17	12	16	16
投资收益	-11	0	0	0
少数股东损益	4	4	91	81
营运资金的变动	-5,642	-360	-206	91
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,412</b>	<b>1,853</b>	<b>2,580</b>	<b>3,096</b>
<b>固定资本投资</b>	<b>4,559</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-528</b>	<b>-156</b>	<b>-154</b>	<b>-153</b>
股利分配	-354	-383	-527	-583
其他	-557	-88	-16	-16
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-912</b>	<b>-471</b>	<b>-543</b>	<b>-599</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-28</b>	<b>1,226</b>	<b>1,882</b>	<b>2,344</b>

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>662</b>	<b>1,888</b>	<b>3,771</b>	<b>6,115</b>
<b>应收款项</b>	<b>491</b>	<b>1,350</b>	<b>1,050</b>	<b>1,594</b>
<b>存货</b>	<b>670</b>	<b>389</b>	<b>934</b>	<b>518</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>894</b>	<b>1,044</b>	<b>946</b>	<b>1,069</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,718</b>	<b>4,672</b>	<b>6,700</b>	<b>9,296</b>
%总资产	30.6%	46.5%	59.5%	71.3%
<b>长期投资</b>	<b>123</b>	<b>129</b>	<b>134</b>	<b>137</b>
<b>固定资产</b>	<b>0</b>	<b>-799</b>	<b>-1,598</b>	<b>-2,401</b>
%总资产	0.0%	-8.0%	-14.2%	-18.4%
<b>无形资产</b>	<b>382</b>	<b>352</b>	<b>322</b>	<b>292</b>
<b>非流动资产</b>	<b>6,173</b>	<b>5,376</b>	<b>4,567</b>	<b>3,746</b>
%总资产	69.4%	53.5%	40.5%	28.7%
<b>资产总计</b>	<b>8,891</b>	<b>10,048</b>	<b>11,267</b>	<b>13,043</b>
<b>短期借款</b>	<b>397</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>662</b>	<b>1,021</b>	<b>952</b>	<b>1,288</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>731</b>	<b>731</b>	<b>731</b>	<b>731</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,790</b>	<b>1,752</b>	<b>1,683</b>	<b>2,018</b>
<b>长期贷款</b>	<b>75</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>
<b>负债</b>	<b>1,906</b>	<b>1,793</b>	<b>1,724</b>	<b>2,059</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>6,965</b>	<b>8,231</b>	<b>9,429</b>	<b>10,788</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>114</b>	<b>195</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,891</b>	<b>10,048</b>	<b>11,267</b>	<b>13,043</b>

## 比率分析

	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>				
每股收益(元)	0.86	0.87	1.20	1.36
每股净资产(元)	4.86	5.75	6.58	7.53
每股经营现金净流(元)	0.99	1.29	1.80	2.16
每股股利(元)	0.25	0.27	0.37	0.41
<b>回报率</b>				
净资产收益率	17.62%	15.22%	18.29%	18.01%
总资产收益率	13.84%	12.51%	16.11%	15.51%
投入资本收益率	19.70%	78.75%	154.15%	340.89%
<b>增长率</b>				
营业总收入增长率	-4.19%	3.22%	30.35%	10.17%
EBIT增长率	9.76%	-9.06%	44.17%	11.35%
净利润增长率	11.52%	2.11%	37.61%	12.67%
总资产增长率	9.09%	13.01%	12.14%	15.76%
<b>资产管理能力</b>				
应收账款周转天数	30.4	30.4	30.4	30.4
存货周转天数	34.7	34.4	33.0	32.8
应付账款周转天数	65.6	76.3	70.9	73.6
固定资产周转天数	142.8	-26.0	-59.8	-90.5
<b>偿债能力</b>				
净负债/股东权益	-19.99%	-45.44%	-63.87%	-60.46%
EBIT利息保障倍数	87.1	119.8	133.1	151.4
资产负债率	21.44%	17.84%	15.30%	15.79%

资料来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。