

投资评级 优于大市 维持

## 20H1 归母净利润同比下滑 14.8%，看好产能投放带来的长期增长

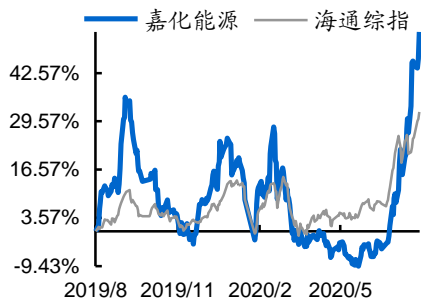
### 股票数据

08月07日收盘价(元)	11.22
52周股价波动(元)	8.32-14.14
总股本/流通A股(百万股)	1433/1433
总市值/流通市值(百万元)	16075/16075

### 相关研究

《蒸汽热电龙头公司，磺化医药产品盈利向好，氢能源蓄势待发》2020.01.20

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.1	29.1	31.0
相对涨幅(%)	18.9	11.5	11.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@htsec.com

证书:S0850518030001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

### 投资要点:

- **嘉化能源公布 2020 年半年度报告。**2020 年上半年公司实现营业收入 25.12 亿元，同比下滑 8.4%；实现归母净利润 5.55 亿元，同比下滑 14.8%。
- **2020 年上半年利润下滑主要源于营业收入下滑。**分产品营业收入来看，脂肪醇（酸）、磺化医药系列产品、硫酸（总酸量）、氯碱、蒸汽、光伏发电、装卸及相关 2020 年上半年营业收入同比分别变化-1.04%、-17.91%、-35.15%、-22.07%、-5.16%、15.93%、1.91%至 9.46、3.38、0.29、3.58、6.21、0.23、0.68 亿元；2) 分产品毛利率来看脂肪醇（酸）、磺化医药系列产品、硫酸（总酸量）、氯碱、蒸汽、光伏发电、装卸及相关 2020 年上半年毛利率同比分别变化 1.09、-5.57、7.08、-3.53、6.20、27.02、0.42 个百分点至 19.80%、59.30%、47.94%、36.64%、37.50%、-36.78%、81.04%；3) 销售、管理（包括研发）、财务费用率 2020 年上半年同比分别变化-0.05、0.43、-0.19 个百分点至 1.26%、6.31%、0.18%，合计三项费用率变化 0.19 个百分点至 7.75%。
- **公司在建产能丰富，投产后有望大幅提升收入和利润。**2018 年 11 月 13 日公司发布公告称拟投资不超过 10 亿元建设 30 万吨/年二氯乙烷和氯乙烯项目。该项目建设期 2 年，预计建成后项目新增年收入 13.89 亿元，年税后利润 0.56 亿元。2019 年 3 月 20 日公司发布公告称拟投资 5.5 亿元建设 4000 吨/年 BA 项目并配套建设三氧化硫连续磺化技改项目。其中包括新建 4000 吨/年 BA 管道连续化生产装置、新建 10000 吨/年连续硝化生产装置、新建 3 万吨/年三氧化硫连续磺化生产装置等项目，该项目建设期 1.5 年，预计建成后项目新增年收入 5 亿元，年新增利润 2 亿元。
- **重视技术创新，产业实现高质量发展。**2020 年上半年嘉化能源新实施研发课题 8 项，新申请专利 18 项(其中发明专利 5 项)，确保了核心产业技术不断升级和领先优势。公司磺化医药系列产品，并实现了大规模连续化生产，在生产成本上低于同行业，从工艺源头上大幅降低了三废排放，确保了在行业竞争中的领先地位。
- **盈利预测与参考评级。**我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.86、1.16、1.32 元，参考同行业可比公司估值，我们认为合理的估值区间为 2020 年 13-15 倍 PE，对应合理价值区间为 11.18-12.90 元（对应 PB2.11-2.44 倍），给予优于大市评级。
- **风险提示。**在建产能投放进度不达预期，脂肪醇、磺化医药等产品价格大幅波动、原材料价格波动、宏观经济下行。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5604	5369	5481	7183	7941
(+/-)YoY(%)	0.5%	-4.2%	2.1%	31.1%	10.6%
净利润(百万元)	1100	1227	1226	1667	1894
(+/-)YoY(%)	13.6%	11.5%	-0.1%	36.0%	13.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.77	0.86	0.86	1.16	1.32
毛利率(%)	30.6%	34.8%	34.6%	34.7%	35.3%
净资产收益率(%)	16.8%	17.6%	16.3%	19.6%	19.7%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**盈利假设：**

- 1) 价格假设：我们预计蒸汽价格 2020-2022 年预计价格分别为 177、177、177 元/吨；我们预计氯碱 2020-2022 年价格为 2700、2700、2700 元/吨；我们预计脂肪醇（酸）2020-2022 年价格为 7600、7600、7700 元/吨；我们预计磺化医药系列产品 2020-2022 年预计价格分别为 23000、22000、22000 元/吨；我们预计硫酸 2020-2022 年价格分别为 500、550、550 元/吨；我们预计 PVC 产品 2021-2022 年价格分别为 6018 元/吨、6018 元/吨。
- 2) 销量假设：我们预计蒸汽 2020-2022 年销量分别为 770、830、880 万吨；我们预计氯碱工业 2020-2022 年销量为 30、31、33 万吨；2017 年 16 万吨脂肪醇项目进入试生产运行阶段，因此我们预计脂肪醇销量在未来三年内将逐步提升，2020-2022 年预计销量 25、27、27 吨；公司拟再建 4000 吨/年 BA 管道连续化生产装置及 3 万吨/年磺化装置，我们预计于 2021 年投产，预计对甲苯酰磺氯系列产品销量增长明显，2020-2022 预计销量为 3.5、5.5、7.5 万吨；我们预计硫酸 2020-2022 年销量为 18、18、21 万吨；据 2018 年 12 月公告披露，新建 30 万吨 PVC 项目预计于 2021 年初达产，我们预计 2021-2022 年销量为 16、18 万吨。

**表 1 分业务盈利预测明细表**

项目	2019	2020E	2021E	2022E
总收入(百万元)	5369.03	5480.80	7182.83	7941.19
总成本(百万元)	3503.20	3583.87	4690.78	5136.68
总毛利(百万元)	1865.83	1896.93	2492.05	2804.50
总毛利率	34.75%	34.61%	34.69%	35.32%
<b>蒸汽</b>				
收入(百万元)	1295.69	1362.90	1469.10	1557.60
成本(百万元)	890.60	947.22	1021.02	1082.53
毛利(百万元)	405.09	415.68	448.08	475.07
毛利率	31.26%	30.50%	30.50%	30.50%
<b>氯碱</b>				
收入(百万元)	898.07	810.00	837.00	891.00
成本(百万元)	551.60	486.00	493.83	525.69
毛利(百万元)	346.47	324.00	343.17	365.31
毛利率	38.58%	40.00%	41.00%	41.00%
<b>脂肪醇(酸)</b>				
收入(百万元)	1839.14	1900.00	2052.00	2079.00
成本(百万元)	1474.76	1539.00	1662.12	1683.99
毛利(百万元)	364.38	361.00	389.88	395.01
毛利率	19.81%	19.00%	19.00%	19.00%
<b>硫酸</b>				
收入(百万元)	81.09	90.00	99.00	115.50
成本(百万元)	41.58	46.80	51.48	60.06
毛利(百万元)	39.51	43.20	47.52	55.44
毛利率	48.72%	48.00%	48.00%	48.00%
<b>磺化医药系列产品</b>				
收入(百万元)	823.45	805.00	1210.00	1650.00
成本(百万元)	323.31	313.95	471.90	701.25
毛利(百万元)	500.14	491.05	738.10	948.75
毛利率	60.74%	61.00%	61.00%	57.50%
<b>PVC</b>				
收入(百万元)	0.00	0.00	962.83	1083.19
成本(百万元)	0.00	0.00	722.12	812.39
毛利(百万元)	0.00	0.00	240.71	270.80
毛利率	0.00%	0.00%	25.00%	25.00%
<b>装卸</b>				
收入(百万元)	138.79	138.00	138.00	140.00
成本(百万元)	28.53	32.43	32.43	34.30
毛利(百万元)	110.26	105.57	105.57	105.70
毛利率	79.44%	76.50%	76.50%	75.50%
<b>光伏</b>				
收入(百万元)	42.28	64.90	64.90	64.90
成本(百万元)	64.48	84.37	84.37	84.37
毛利(百万元)	(22.20)	(19.47)	(19.47)	(19.47)
毛利率	-52.51%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
<b>氢气</b>				
收入(百万元)	31.80	70.00	80.00	90.00
成本(百万元)	1.87	4.20	4.80	5.40
毛利(百万元)	29.93	65.80	75.20	84.60
毛利率	94.12%	94.00%	94.00%	94.00%

资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

表 2 同行业市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E
雅本化学	002250.SZ	6.32	0.08	0.23	0.30	79.00	27.48	21.07	2.44
滨化股份	600075.SH	5.53	0.28	0.17	0.29	19.75	32.53	19.07	1.18
普洛药业	000739.SZ	24.87	0.47	0.64	0.83	52.91	38.86	29.96	5.88
<b>平均值</b>						<b>50.55</b>	<b>32.96</b>	<b>23.37</b>	<b>3.16</b>

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2020 年 8 月 7 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期。(注: 上次选取的同行可比公司海翔药业、氯碱化工缺乏 20-22 年的一致预期, 所以我们更换可比公司为雅本化学、滨化股份, 更换理由为雅本化学也有医药中间体业务, 与公司类似; 滨化股份主要从事氯碱业务, 与嘉化能源业务相似, 因此我们将雅本化学、滨化股份纳入可比公司。)

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>5369</b>	<b>5481</b>	<b>7183</b>	<b>7941</b>
每股收益	0.86	0.86	1.16	1.32	营业成本	3503	3584	4691	5137
每股净资产	4.86	5.26	5.95	6.71	毛利率%	34.8%	34.6%	34.7%	35.3%
每股经营现金流	0.99	1.17	1.26	1.48	营业税金及附加	23	32	41	44
每股股利	0.33	0.45	0.48	0.56	营业税金率%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	67	82	106	116
P/E	13.10	13.12	9.64	8.49	营业费用率%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	2.31	2.13	1.89	1.67	管理费用	145	153	187	191
P/S	2.99	2.93	2.24	2.02	管理费用率%	2.7%	2.8%	2.6%	2.4%
EV/EBITDA	8.28	8.58	6.21	5.45	EBIT	1439	1416	1914	2184
股息率%	<b>2.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.0%</b>	财务费用	19	16	14	12
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
毛利率	34.8%	34.6%	34.7%	35.3%	资产减值损失	-7	5	-2	1
净利润率	22.9%	22.4%	23.2%	23.8%	投资收益	11	9	9	9
净资产收益率	17.6%	16.3%	19.6%	19.7%	<b>营业利润</b>	<b>1444</b>	<b>1436</b>	<b>1940</b>	<b>2210</b>
资产回报率	13.8%	12.9%	15.7%	16.2%	营业外收支	-3	14	24	24
投资回报率	18.0%	15.8%	19.3%	19.8%	<b>利润总额</b>	<b>1441</b>	<b>1450</b>	<b>1964</b>	<b>2234</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1927	1882	2584	2920
营业收入增长率	-4.2%	2.1%	31.1%	10.6%	所得税	210	220	292	334
EBIT 增长率	12.4%	-1.6%	35.2%	14.1%	有效所得税率%	14.6%	15.2%	14.9%	14.9%
净利润增长率	11.5%	-0.1%	36.0%	13.6%	少数股东损益	4	4	5	6
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1227</b>	<b>1226</b>	<b>1667</b>	<b>1894</b>
资产负债率	21.4%	20.5%	19.5%	17.7%					
流动比率	1.5	1.7	2.0	2.4	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	1.1	1.4	1.6	1.8	货币资金	662	631	749	885
现金比率	0.4	0.4	0.5	0.5	应收账款及应收票据	1229	1276	1673	1849
<b>经营效率指标</b>					存货	670	442	643	915
应收账款周转天数	85.7	85.0	85.0	85.0	其它流动资产	156	205	281	365
存货周转天数	53.9	45.0	50.0	65.0	流动资产合计	2718	2554	3345	4014
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	长期股权投资	104	114	124	134
固定资产周转率	1.3	1.3	1.5	1.6	固定资产	4326	4386	4946	4944
					在建工程	532	1132	732	982
					无形资产	382	506	652	818
					非流动资产合计	6173	6968	7284	7710
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>8891</b>	<b>9522</b>	<b>10629</b>	<b>11724</b>
净利润	1227	1226	1667	1894	短期借款	397	300	300	300
少数股东损益	4	4	5	6	应付票据及应付账款	580	491	386	281
非现金支出	484	471	668	737	预收账款	82	22	29	32
非经营收益	37	0	-12	-12	其它流动负债	731	728	947	1043
营运资金变动	-339	-17	-529	-504	流动负债合计	1790	1541	1661	1656
<b>经营活动现金流</b>	<b>1412</b>	<b>1683</b>	<b>1799</b>	<b>2122</b>	长期借款	75	75	75	75
资产	-500	-1235	-951	-1126	其它长期负债	41	341	341	341
投资	-33	-31	-46	-61	非流动负债合计	116	416	416	416
其他	5	9	9	9	<b>负债总计</b>	<b>1906</b>	<b>1957</b>	<b>2077</b>	<b>2072</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-528</b>	<b>-1257</b>	<b>-988</b>	<b>-1178</b>	实收资本	1433	1433	1433	1433
债权募资	-82	203	0	14	归属于母公司所有者权益	6965	7541	8523	9617
股权募资	11	0	0	0	少数股东权益	20	24	29	35
其他	-842	-661	-694	-822	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>8891</b>	<b>9522</b>	<b>10629</b>	<b>11724</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-912</b>	<b>-458</b>	<b>-694</b>	<b>-808</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-28</b>	<b>-32</b>	<b>118</b>	<b>136</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 07 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

孙维容 基础化工行业  
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 玲珑轮胎,鲁西化工,赛轮轮胎,嘉化能源,天铁股份,华谊集团,新和成,彤程新材,安迪苏,阳谷华泰,百合花,日科化学,宝丰能源

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。