

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.qizq.com.cn

分析师: 张波

执业证书编号: S0740520020001

Email: zhangbo@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	14.33
流通股本(亿股)	14.14
市价(元)	8.73
市值(亿元)	125
流通市值(亿元)	123

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	11.37	10.19	9.98	7.25	6.44
P/B	1.91	1.80	1.52	1.33	1.16

备注:

投资要点

- **事件: 公司发布 2020 年一季报, 公司实现营业收入 11.82 亿元, 同比下降 16.83%, 实现归母净利润 2.43 亿元, 同比-28.37%。公司业绩符合预期。**
- **疫情影响公司短期业绩。**2020 年一季度, 受疫情影响, 公司氯碱和硫酸装置降低了负荷, 磺化医药销量有所下滑。公司氯碱、脂肪醇(酸)、磺化医药、硫酸和蒸汽业务分别实现销售 12.63 万吨、5.98 万吨、0.58 万吨、2.99 万吨和 178.77 万吨, 同比分别-20.57%、-15.07%、-37.93%、-26.55%和-9.61%。
- **产品价格涨跌互现。**价格方面, 2020 年第一季度, 受市场影响, 公司氯碱、脂肪醇(酸)、磺化医药和硫酸销售均价分别为 2453.80、7455.88、24819.90 和 526.37 元/吨, 分别较前一年-264.53、+257.49、+1865.08 和-57.34 元/吨。原材料方面, 棕榈油、甲苯均价有所上升, 工业盐、硫磺、煤炭价格同比下行。
- **期间费用率有所增加, 盈利能力同比回落。**2020 年第一季度, 公司期间费用率为 8.44%, 较去年同期增加 1.46pct。其中, 财务费用率和研发费用率分别为 0.48%和 4.11%, 较去年同期增加 0.47pct 和 0.72pct。公司毛利率为 33.80%, 较去年同期降低 0.08pct, 净利率为 20.60%, 较去年同期降低 3.32pct。
- **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, 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, 乙烯法 PVC 成本优势明显, 盈利能力较强。30 万吨/年 PVC 项目将大幅增厚公司业绩。
- **持续发力氢能, 受益氢能大发展。**公司持续发力氢能产业, 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。公司与浙江能源集团签署《战略合作框架》和《氢液化工厂合作框架协议》, 嘉化氢能张家港、常熟两座加氢站已经完成前期准备工作。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 10/7/6 倍。看好公司受益于品类扩张以及产能投放, 业绩有望迎来快速增长, 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
营业总收入	5,369	5,542	7,224	7,958
增长率	-4.2%	3.2%	30.3%	10.2%
营业成本	-3,503	-3,588	-4,481	-4,919
%销售收入	65.2%	64.8%	62.0%	61.8%
毛利	1,866	1,953	2,743	3,040
%销售收入	34.8%	35.2%	38.0%	38.2%
营业税金及附加	-23	-23	-30	-33
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-67	-78	-101	-111
%销售收入	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-340	-360	-462	-501
%销售收入	6.3%	6.5%	6.4%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	1,437	1,492	2,149	2,393
%销售收入	26.8%	26.9%	29.7%	30.1%
财务费用	-19	-12	-16	-16
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	7	5	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	11	0	0	0
%税前利润	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,435	1,485	2,137	2,383
营业利润率	26.7%	26.8%	29.6%	29.9%
营业外收支	-3	-4	-4	-4
税前利润	1,432	1,480	2,133	2,379
利润率	26.7%	26.7%	29.5%	29.9%
所得税	-210	-214	-310	-345
所得税率	14.7%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	1,231	1,257	1,815	2,024
少数股东损益	4	4	91	81
归属于母公司的净利润	1,227	1,253	1,724	1,943
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
净利润	1,231	1,257	1,815	2,024
加: 折旧和摊销	488	501	520	537
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	-1,311	-874	441	-490
经营活动现金净流	1,412	896	2,792	2,086
固定资本投资	-299	-150	-150	-150
投资活动现金净流	-528	-156	-154	-153
股利分配	-354	-383	-527	-583
其他	-557	-88	-16	-16
筹资活动现金净流	-912	-471	-543	-599
现金净流量	-28	269	2,095	1,334

资产负债表 (人民币百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	662	932	3,027	4,361
应收款项	496	1,350	1,056	1,595
存货	670	389	934	518
其他流动资产	889	1,039	941	1,065
流动资产	2,718	3,711	5,957	7,539
%总资产	30.6%	38.9%	52.2%	59.9%
长期投资	123	129	134	137
固定资产	4,326	4,129	3,876	3,580
%总资产	48.7%	43.3%	34.0%	28.4%
无形资产	382	352	322	292
非流动资产	6,173	5,819	5,445	5,052
%总资产	69.4%	61.1%	47.8%	40.1%
资产总计	8,891	9,530	11,402	12,591
短期借款	397	0	0	0
应付款项	1,193	1,034	1,618	1,367
其他流动负债	200	200	200	200
流动负债	1,790	1,234	1,819	1,567
长期贷款	75	0	0	0
其他长期负债	41	41	41	41
负债	1,906	1,275	1,859	1,608
普通股股东权益	6,965	8,231	9,429	10,788
少数股东权益	20	24	114	195
负债股东权益合计	8,891	9,530	11,402	12,591

比率分析

	2018E	2019E	2020E	2021E
每股指标				
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	0.63	1.95	1.46
每股股利(元)	0.25	0.27	0.37	0.41
回报率				
净资产收益率	17.62%	15.22%	18.29%	18.01%
总资产收益率	13.84%	13.19%	15.92%	16.07%
投入资本收益率	19.70%	19.64%	26.16%	32.90%
增长率				
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%	7.19%	19.65%	10.43%
资产管理能力				
应收账款周转天数	30.5	30.5	30.5	30.5
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	287.8	274.6	199.5	168.7
偿债能力				
净负债/股东权益	-6.29%	-36.42%	-45.49%	-50.12%
EBIT利息保障倍数	87.1	119.8	133.1	151.4
资产负债率	21.44%	13.38%	16.31%	12.77%

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。