

强烈推荐-A (维持)

东华能源 002221.SZ

目标估值: 15.00-16.00 元

当前股价: 11.74 元

2017年08月14日

宁波PDH项目并表, 业绩逐季释放

基础数据

上证综指	3237
总股本(万股)	161996
已上市流通股(万股)	127271
总市值(亿元)	190
流通市值(亿元)	149
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	69.6%
主要股东	东华石油(长江)有限
主要股东持股比例	20.08%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-17	-9
相对表现	3	-24	-22



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东华能源(002221)——高景气+放量驱动 PDH 龙头业绩展翅释放》2017-06-01
- 2、《东华能源(002221)——Q1 业绩符合预期, 宁波 PDH 项目将开始业绩释放》2017-04-28
- 3、《东华能源(002221)——三季度业绩符合预期, 年度盈利指引存在上修可能》2016-10-27

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮

shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

顾正阳

S1090513030001

研究助理

李舜

lishun2@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 2017 年半年报, 实现营业收入 143.61 亿元, 同比增长 58.96%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.87 亿元, 同比增长 192.41%; 实现 EPS 0.3 元; 其中, 公司 17Q2 单季净利润 2.71 亿元。业绩基本贴合一季报预览的上限。

同时, 公司公告 17 年 Q3 业绩指引为 7.3 亿-9.1 亿元, 同比增 100%-150%。其中 Q3 单季度业绩指引区间为 2.4 亿-4.2 亿元。

评论:

1、宁波福基 PDH 并表, 近 1 年冬季夏季淡旺季不明显, Q2 价差环比基本持平

从我们监测的产品利润水平来看, 二季度丙烯吨毛利约为 1673.9 元/吨, 环比下滑约 80 元, 基本持平; 聚丙烯吨毛利约为 1985.8 元/吨, 环比上涨 180 元左右, 利润表现良好。上半年聚丙烯实际投产的产能有 75 万吨, 即常州富德 40 万吨 (MTO), 福建中江石化 35 万吨 (PDH), 整体产能增速在 3% 左右。由于上半年存量产能检修比较集中, 因此上述装置投产没有对市场产生太大负面影响。

按照价差结合公告推算宁波福基石化转固时间点是 4 月下半月。一季度丙烷价格仍处于冬季区间, 扣除贸易贡献, 扬子江石化业绩在 1.8-2 亿元; 二季度由于丙烷价格下行, 贸易利润缩窄, 考虑公司财务费用明显上涨, 我们认为 PDH 业务实际经营业绩应在 3.0 亿元以上。半年报显示, 扬子江石化、宁波福基石化和新加坡贸易公司分别实现净利 1.84 亿、5763 万元和 6140 万元。我们认为作为贸易-深加工一体化企业, 考虑新加坡和国内税费差异, 子公司利润分配应整体看待。

2、三季度旺季应有较好表现, 期待

市场普遍担忧两个问题: 一是聚丙烯新增产能较多, 盈利能否持续; 二是近期丙烷价格超预期上涨, 影响利润表现。

聚丙烯行情, 我们认为无需过分担忧。从装置运行情况看, 1 月投产的富德常州装置从 7 月起停车, 至今未开, 装置采用甲醇原料, 成本在几条竞争路线中最高。青海盐湖装置试车后一直停车, 暂未有重启计划, 而后续开启较为确定的只有云天化 (中石油云南炼化配套), 虽然神华宁煤 58 万吨投产, 但实际冲击有限。

丙烷价格夏季上涨反常, 应考虑公司存在贸易优势。8 月沙特丙烷 CP 价格较 7 月上涨近 80 美元/吨。据我们了解, 价格上涨的主因是 16 年以来丙烷价格战激烈, 贸易商普遍亏损, 故趁油价和大宗品价格反弹之机拉抬价格。我们提醒两点: 一是 16 年第三季度的 260 美金/吨的价格为非正常状态, 300-400 美元区间才是常态; 二是公司贸易体系健全, 既可借库容平滑原料价格波动。

当前公司两套装置运转正常, 负荷维持 9 成左右。福基石化一期的氢气消纳问题也已基本解决, 保守估算公司三季度业绩会接近 4 亿元。

表 1: 丙烷-丙烯、丙烷-聚丙烯吨毛利监测数据 (元/吨)

	丙烷-丙烯毛利	丙烷-聚丙烯毛利
16Q1	1075.4	1409
17Q1	1748.9	1804.1
yoy/%	62.6%	28.0%
16Q2	1662.7	1796
17Q2	1673.9	1985.8
yoy/%	0.7%	10.6%
16H1	1369.1	1602.8
17H1	1711.4	1894.9
yoy/%	25.0%	18.2%

资料来源: Wind, 招商证券

表 2: 原计划 2017 年内投产的 PP 项目情况 (万吨)

企业名称	产能	计划投产时间	备注
富德(常州)能源化工发展有限公司	40	2017 年 1 月	已投产, 7 月起停车
福建省中江石化有限公司	35	2017 年 4 月	已投产
神华宁夏煤业集团三期	58	2017 年 7 月	已投产
青海盐湖工业	16	2017 年 7 月	已投产, 当前停车
云天化	15	2017 年 8 月底	
华亭煤业集团有限责任公司	20	2017 年底	
久泰能源内蒙古有限公司	35	2018 年	推迟投产
中海油惠州基地 (二期)	40	2018 年	推迟投产
山西焦煤集团有限责任公司	30	2019 年	17 年烯烃投建
青海大美煤业股份有限公司	30	2019 年	17 年投建
神华集团包头煤制烯烃 (二期)	40	2018-2019 年	17 年投建

资料来源: 卓创资讯, 招商证券

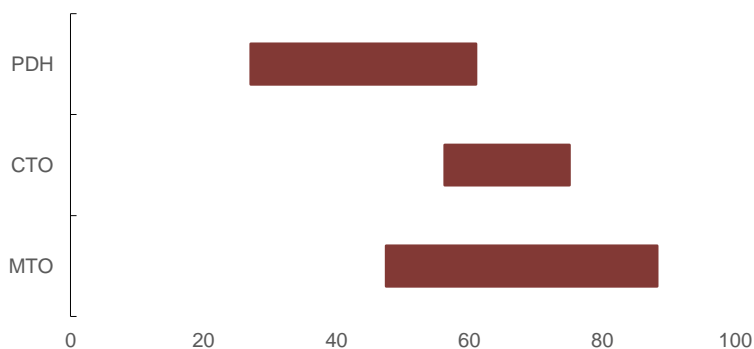
3、未来 PDH 仍将维持高景气，周期性并不明显

丙烷脱氢制丙烯 (PDH 路线) 比石油基制烯烃、煤及甲醇制烯烃有明显的成本优势, 总体成本区间在油价 30-40 美元/桶, 相较其他几种路线的 50-60 美元/桶的成本区间优势明显。由于丙烷成本基本不与油价挂钩, 若不考虑季节性的价格波动, 周期性并不明显。

值得注意的是, 美国今明两年将迎来一波乙烷裂解制乙烯的投产高峰, 近两年计划投产的乙烯产能分别达 541.4 万和 391.7 万吨/年, 合计相当于美国 2016 年乙烯产能的 35%, 大量廉价下游衍生物必然将对欧洲和东北亚地区的石脑油乙烯等竞争路线开工率造成冲击。一般石脑油裂解每生产 1 吨乙烯, 副产 0.5 吨丙烯, 比例基本固定, 由此也将影响丙烯的产出。加之北美区域的 PDH 项目建设进度低于预期, 或将导致全球范围内的丙烯供给趋于偏紧。

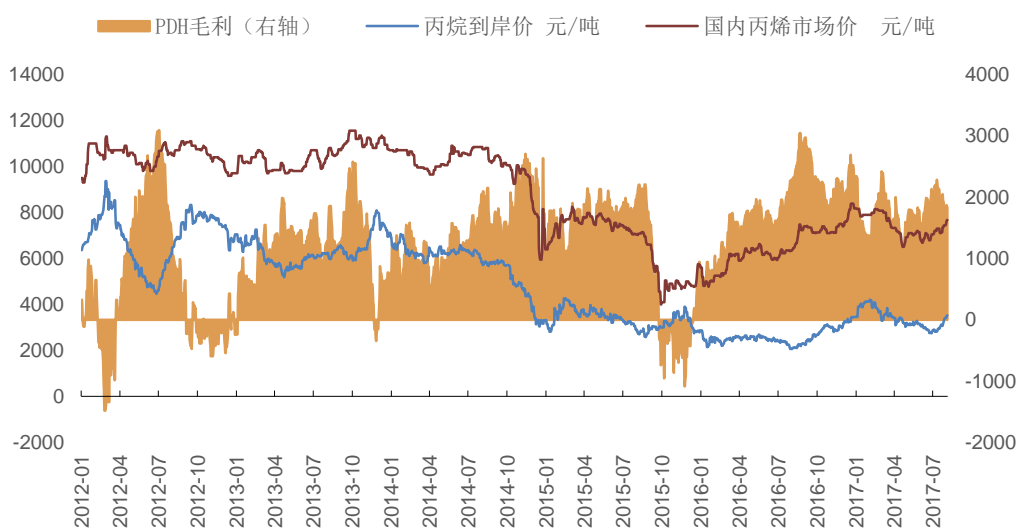
我们判断未来 1-2 年油价主要在 50-60 美元波动, 丙烷供需依然较为宽松。由于传统炼厂石油制烯烃投放很少, 中油价压制煤制烯烃产能投放节奏。下游聚丙烯需求仍有约 6% 的增长, 因此 PDH 产业链条仍保持较长时间的景气。

图 1: PDH 与煤、甲醇基烯烃路线的常见成本区间比较 (横轴油价, 美元/桶)



资料来源: 招商证券

图 2: 2012 年至今的 PDH 毛利变化情况



资料来源: Wind, 招商证券

4、烷烃深加工版图进一步扩展，关注宁波二期进展

除已经建成的张家港一期和宁波一期外，后续几个项目的可预期性也在增强。16 年公司实施定增募资 29 亿元，其中 10 亿元投向宁波福基石化二期，14 亿投向曹妃甸 PDH 和聚丙烯一期项目。考虑到宁波项目的公用工程已经随一期工程建成，二期进度将有望明显加快。

半年报显示目前公司可用的募集资金仍有 20 亿以上，资金充裕，且正在积极推进宁波二期项目建设。

17 年 4 月，公司公告与江苏连云港市政府签订框架协议，拟投资 200-400 亿元在连云港建设烷烃深加工基地。项目内容涵盖 PDH、聚丙烯项目；乙烷、丙烷裂解制乙烯、丙烯项目；乙烯制聚乙烯项目，以及三元共聚化工新材料和氢气综合利用项目等。

综合考虑项目进展，连云港基地可能是在宁波二期之后的战略重点地区。

表 3: 公司的烷烃深加工项目进展和规划

项目	产品	进度	技术路线
张家港扬子江石化一期	60 万吨 PDH+40 万吨聚丙烯	15 年 5 月试生产; 16 年 2 月转固	UOP 技术+陶氏 PP
张家港扬子江石化二期	60 万吨 PDH	规划中	
宁波福基石化一期	66 万吨 PDH+40 万吨聚丙烯	16 年 11 月试生产; 17 年 Q2 转固	UOP 技术+英力士 PP
宁波福基石化二期	66 万吨 PDH	预计 2018 年底建成	
曹妃甸项目一期	66 万吨 PDH+80 万吨聚丙烯	规划中	UOP 技术+英力士 PP
曹妃甸项目二期	66 万吨 PDH+40 万吨聚丙烯	规划中	
曹妃甸项目	2 套 100 万吨乙烷裂解制乙烯	规划中	
连云港项目	PDH、PP; 乙烷、丙烷裂解制乙烯、丙烯; 乙烯制 PE	规划中	

资料来源: 公司公告, 招商证券

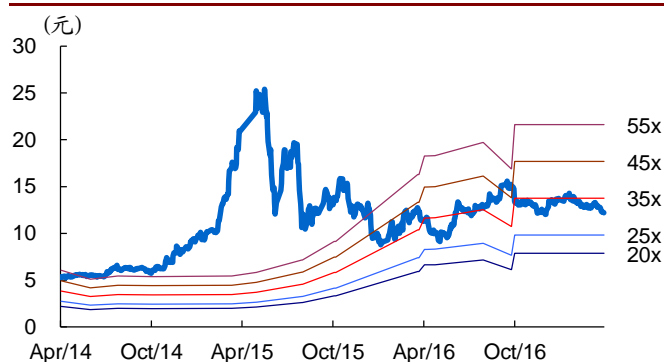
投资建议

宁波福基石化一期转固时点为 4 月下半月, 预计宁波二期在 18 年底 19 年初建成。我们预计公司 17-19 年净利润将分别达到 14.1、18.5 和 24.1 亿元, 对应 EPS 分别为 0.87、1.14 和 1.49 元, 现价对应 PE 仅为 13.4、10.3 和 7.8 倍。当前股价较即将在 10 月解禁的增发价格 (12.7 元/股) 仍有折价, 安全边际和业绩成长兼具。维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示:

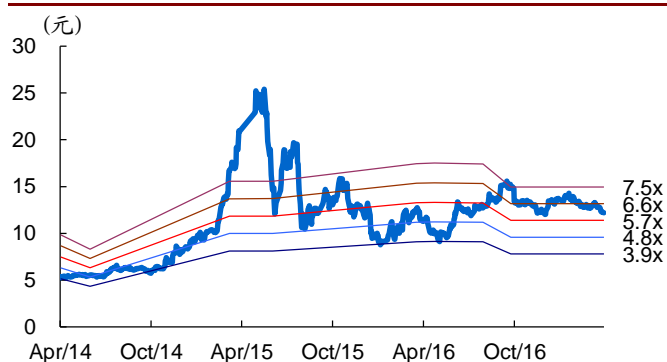
国际油价大幅下跌, PDH 项目运行不稳。

图 3: 东华能源历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

图 4: 东华能源历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
流动资产	6512	10723	10892	12338	15041
现金	3342	3417	2451	2761	3847
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	107	65	101	115	134
应收款项	315	607	780	887	1039
其它应收款	751	906	1415	1609	1884
存货	952	1295	1955	2206	2567
其他	1045	4434	4190	4760	5570
非流动资产	8385	9559	10483	11320	11578
长期股权投资	6	10	10	10	10
固定资产	994	5385	6374	7269	7580
无形资产	523	631	568	511	460
其他	6862	3534	3532	3530	3528
资产总计	14897	20282	21375	23658	26620
流动负债	7517	7812	8485	9639	11032
短期借款	5142	3366	4316	5050	5838
应付账款	106	74	111	125	146
预收账款	52	92	139	156	182
其他	2216	4280	3919	4308	4866
长期负债	4140	5834	5647	5347	5047
长期借款	2951	2812	2812	2812	2812
其他	1189	3022	2835	2535	2235
负债合计	11657	13645	14132	14986	16079
股本	692	1620	1620	1620	1620
资本公积金	1773	3788	3788	3788	3788
留存收益	764	1218	1822	3247	5111
少数股东权益	11	11	14	17	22
归属于母公司所有者权益	3230	6626	7230	8654	10519
负债及权益合计	14897	20282	21375	23658	26620

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	469	974	1840	2241	2629
净利润	411	470	1413	1849	2419
折旧摊销	83	328	575	662	741
财务费用	243	464	424	451	488
投资收益	(3)	(9)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(154)	(263)	(567)	(716)	(1013)
其它	(111)	(16)	4	5	5
投资活动现金流	(3837)	(5251)	(1490)	(1490)	(990)
资本支出	(2567)	(1996)	(1500)	(1500)	(1000)
其他投资	(1270)	(3255)	10	10	10
筹资活动现金流	3724	3521	(1316)	(441)	(554)
借款变动	3194	(541)	105	734	789
普通股增加	0	928	0	0	0
资本公积增加	(63)	2015	0	0	0
股利分配	(346)	(346)	(810)	(424)	(555)
其他	940	1465	(611)	(751)	(788)
现金净增加额	357	(756)	(966)	310	1086

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	17196	19975	31204	35482	41550
营业成本	16203	18661	28181	31802	36996
营业税金及附加	4	14	62	71	83
营业费用	104	167	343	390	416
管理费用	107	172	374	390	457
财务费用	218	368	424	451	488
资产减值损失	71	15	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	9	10	10	10
营业利润	492	587	1799	2358	3091
营业外收入	19	28	20	20	20
营业外支出	7	6	6	6	6
利润总额	504	609	1813	2372	3105
所得税	99	138	397	520	681
净利润	406	471	1416	1853	2424
少数股东损益	(6)	1	3	4	5
归属于母公司净利润	411	470	1413	1849	2419
EPS (元)	0.59	0.29	0.87	1.14	1.49

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	29%	16%	56%	14%	17%
营业利润	170%	19%	207%	31%	31%
净利润	199%	14%	201%	31%	31%
获利能力					
毛利率	5.8%	6.6%	9.7%	10.4%	11.0%
净利率	2.4%	2.4%	4.5%	5.2%	5.8%
ROE	12.7%	7.1%	19.5%	21.4%	23.0%
ROIC	4.7%	5.4%	12.1%	13.3%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	78.2%	67.3%	66.1%	63.3%	60.4%
净负债比率	60.0%	34.6%	33.3%	33.2%	32.5%
流动比率	0.9	1.4	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.7	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	1.2	1.0	1.5	1.5	1.6
存货周转率	16.7	16.6	17.3	15.3	15.5
应收帐款周转率	38.3	43.3	45.0	42.6	43.2
应付帐款周转率	41.9	207.4	305.4	269.1	272.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.59	0.29	0.87	1.14	1.49
每股经营现金	0.68	0.60	1.14	1.38	1.62
每股净资产	4.66	4.09	4.46	5.34	6.49
每股股利	0.50	0.50	0.26	0.34	0.45
估值比率					
PE	19.7	40.3	13.4	10.3	7.8
PB	2.5	2.9	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	39.4	24.4	10.9	8.8	7.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王 强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。

所在团队 2011-2016 年获得新财富石油化工行业 3 年第 1 名、3 年第 2 名，2012-2015 年连续 4 年获得水晶球石油化工行业第 1 名。

石 亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4 年化工实业经验，4 年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017 年 6 月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李 舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6 年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016 年 5 月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。