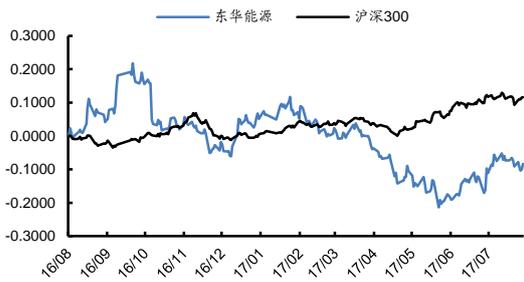


研究所
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：陈博 S0300116010021
010-88576597 chenb05@ghzq.com.cn
联系人：谷航 S0350117040024
021-58901053 guh@ghzq.com.cn

液化气贸易及深加工龙头，PDH 将持续发力 ——东华能源（002221）半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|------|-----|------|
| 东华能源 | 1.5 | 2.3 | -9.2 |
| 沪深 300 | -0.1 | 9.4 | 10.7 |

| 市场数据 | 2017-08-18 |
|-------------|--------------|
| 当前价格（元） | 11.67 |
| 52 周价格区间（元） | 9.95 - 15.76 |
| 总市值（百万） | 18904.97 |
| 流通市值（百万） | 14875.39 |
| 总股本（万股） | 161996.28 |
| 流通股（万股） | 127466.96 |
| 日均成交额（百万） | 126.86 |
| 近一月换手（%） | 21.88 |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司发布 2017 年半年报，2017 年上半年实现营业收入 143.61 亿元，同比增长 58.96%；归属于上市公司股东净利润 4.87 亿元，同比增长 192.41%；稀释每股收益 0.30 元/股。公司预计 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东净利润为 7.30-9.12 亿元，同比增长 100.00-150.00%。

投资要点：

- 公司以“贸易+物流+仓储+销售”为基础打造民营液化气及深加工产业龙头。公司国际贸易主要围绕中东油田伴生气和北美页岩气优质烷烃资源，以东亚市场和新兴的东南亚市场为主。物流方面，公司先后租赁液化气船 22 艘，共计 110 万吨位运力。仓储方面，公司在张家港、太仓和宁波的三大仓储基地具备 63.2 万立方米液化气仓储能力。配套拥有 5 万吨级码头三座，2 万吨级码头一座、3 千吨级码头两座。此外规划建设曹妃甸基地强打造 10.7 万立方米的库容，两座 5 万吨级别的码头。销售方面，公司形成了以江、浙、沪为中心，辐射国内多省市的网络，销售区域及市场份额逐渐增长。公司连续四年成为国内最大的液化石油气进口商和分销商。终端零售还包含汽车加气业务和民用三级站业务，目前已建立 15 个汽车加气站。
- 我国丙烯缺口仍在，丙烷脱氢（PDH）占丙烯产能有望达到 18%。2015 年我国丙烯产能约 2750 万吨/年，产量约 2310 万吨，进口量为 277 万吨，表观消费量为 2587 万吨，当量消费量为 2950 万吨，当量需求与产量之差近 640 万吨，缺口仍较大。由于丙烯供需缺口长期存在，而传统炼化投资门槛较高，PDH 技术不断成熟和工业化装置陆续建成，PDH 工艺产能占比从 2013 年的 3% 迅速增长到 2015 年的 13%，预计“十三五”末 PDH 产能占比有望达到 18%。
- 公司依托成熟的液化气业务继续向“PDH+聚丙烯（PP）”延伸。目前，公司 PDH 产能 60+66 万吨/年，占全国 PDH 产能约 27%，并配套下游 40+40 万吨/年 PP。从价差方面来看，2017 年上半年“PP-1.2*丙烷（FOB 中东）”均值为 5013 元/吨，同比增长 15.48%；“PP-1.2*丙烷（MB）”均值为 4341 元/吨，同比增长 14.81%。预计随着聚丙烯价格逐步上涨，下半年价差有望扩大。

- **盈利预测和投资评级:** 由于公司宁波福基项目投产并转固, 该项目达产后将对 2017 年及以后的业绩带来较大增长。而后期仍有扬子江石化二期、宁波福基石化二期和曹妃甸地区规划中项目, 弹性空间较大。我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 271.57、331.63、366.04 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 11.47、14.74、17.04 亿元, EPS 分别为 0.71、0.91、1.05 元。首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示:** 国际原油价格大幅下跌风险, PDH 项目建设不及预期风险。

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 19975 | 27157 | 33163 | 36604 |
| 增长率(%) | 16.2% | 36.0% | 22.1% | 10.4% |
| 净利润(百万元) | 470 | 1147 | 1474 | 1704 |
| 增长率(%) | 14% | 144% | 28% | 16% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.29 | 0.71 | 0.91 | 1.05 |
| ROE(%) | 7.08% | 14.96% | 16.44% | 16.28% |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 东华能源盈利预测表

| 证券代码: | 002221.sz | | | | 股票价格: | 11.67 | 投资评级: | 买入 | | 日期: | 2017/8/18 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|-----|-----------|
| 财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 每股指标与估值 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | |
| ROE | 7% | 15% | 16% | 16% | EPS | 0.29 | 0.71 | 0.91 | 1.05 | | |
| 毛利率 | 7% | 8% | 9% | 9% | BVPS | 4.09 | 4.73 | 5.53 | 6.45 | | |
| 期间费率 | 4% | 3% | 3% | 3% | 估值 | | | | | | |
| 销售净利率 | 2% | 4% | 4% | 5% | P/E | 40.23 | 16.48 | 12.82 | 11.09 | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 2.85 | 2.47 | 2.11 | 1.81 | | |
| 收入增长率 | 16% | 36% | 22% | 10% | P/S | 0.95 | 0.70 | 0.57 | 0.52 | | |
| 利润增长率 | 14% | 144% | 28% | 16% | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| 总资产周转率 | 0.98 | 1.21 | 1.32 | 1.35 | 营业收入 | 19975 | 27157 | 33163 | 36604 | | |
| 应收账款周转率 | 12.66 | 14.13 | 15.32 | 16.72 | 营业成本 | 18661 | 24851 | 30284 | 33349 | | |
| 存货周转率 | 14.41 | 15.65 | 16.50 | 16.50 | 营业税金及附加 | 14 | 10 | 12 | 13 | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 167 | 177 | 232 | 267 | | |
| 资产负债率 | 67% | 66% | 64% | 61% | 管理费用 | 172 | 184 | 250 | 292 | | |
| 流动比 | 1.37 | 1.22 | 1.23 | 1.27 | 财务费用 | 368 | 552 | 592 | 601 | | |
| 速动比 | 1.21 | 1.06 | 1.07 | 1.09 | 其他费用/(-收入) | (7) | (1) | 0 | 0 | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 营业利润 | 587 | 1383 | 1793 | 2082 | | |
| 现金及现金等价物 | 3417 | 3645 | 4088 | 4484 | 营业外净收支 | 22 | 59 | 59 | 59 | | |
| 应收款项 | 1578 | 1922 | 2165 | 2189 | 利润总额 | 609 | 1442 | 1852 | 2141 | | |
| 存货净额 | 1295 | 1588 | 1836 | 2022 | 所得税费用 | 138 | 294 | 378 | 437 | | |
| 其他流动资产 | 4434 | 4399 | 5404 | 6002 | 净利润 | 471 | 1147 | 1474 | 1704 | | |
| 流动资产合计 | 10723 | 11553 | 13493 | 14697 | 少数股东损益 | 1 | 0 | 0 | 0 | | |
| 固定资产 | 5385 | 8586 | 8471 | 8865 | 归属于母公司净利润 | 470 | 1147 | 1474 | 1704 | | |
| 在建工程 | 3252 | 202 | 1502 | 1502 | 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| 无形资产及其他 | 631 | 1592 | 1063 | 1139 | 经营活动现金流 | 974 | 2587 | 1456 | 2006 | | |
| 长期股权投资 | 10 | 10 | 10 | 10 | 净利润 | 471 | 1147 | 1474 | 1704 | | |
| 资产总计 | 20282 | 22445 | 25041 | 27031 | 少数股东权益 | 1 | 0 | 0 | 0 | | |
| 短期借款 | 3366 | 3466 | 4266 | 4566 | 折旧摊销 | 325 | 512 | 781 | 769 | | |
| 应付款项 | 1330 | 1841 | 2243 | 2470 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 预收帐款 | 92 | 125 | 152 | 168 | 营运资金变动 | 177 | 928 | (799) | (467) | | |
| 其他流动负债 | 3023 | 4010 | 4278 | 4376 | 投资活动现金流 | (5251) | (884) | (1965) | (1480) | | |
| 流动负债合计 | 7812 | 9442 | 10940 | 11580 | 资本支出 | (872) | (663) | (1965) | (1163) | | |
| 长期借款及应付债券 | 5152 | 4652 | 4452 | 4302 | 长期投资 | (3) | 0 | 0 | 0 | | |
| 其他长期负债 | 682 | 682 | 682 | 682 | 其他 | (4376) | (221) | 0 | (317) | | |
| 长期负债合计 | 5834 | 5334 | 5134 | 4984 | 筹资活动现金流 | 3521 | (515) | 423 | (55) | | |
| 负债合计 | 13645 | 14776 | 16073 | 16564 | 债务融资 | (716) | (400) | 600 | 150 | | |
| 股本 | 1620 | 1620 | 1620 | 1620 | 权益融资 | 2920 | 0 | 0 | 0 | | |
| 股东权益 | 6637 | 7670 | 8967 | 10467 | 其它 | 1318 | (115) | (177) | (205) | | |
| 负债和股东权益总计 | 20282 | 22445 | 25041 | 27031 | 现金净增加额 | (756) | 1188 | (86) | 472 | | |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。