

2023 年 04 月 29 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 盈利短时承压，静待 PDH 利润修复

—东华能源（002221.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuoh@cfsc.com.cn

联系人：刘韩 S1050122080022

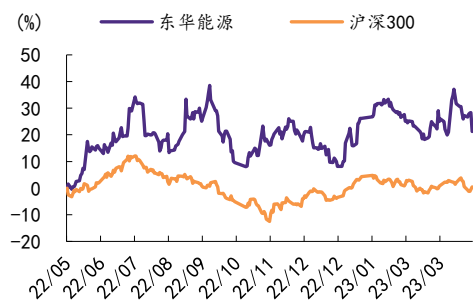
liuhan@cfsc.com.cn

## 基本数据

2023-04-28

|             |           |
|-------------|-----------|
| 当前股价（元）     | 8.85      |
| 总市值（亿元）     | 139       |
| 总股本（百万股）    | 1576      |
| 流通股本（百万股）   | 1459      |
| 52 周价格范围（元） | 7.19-9.77 |
| 日均成交额（百万元）  | 116.31    |

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

1、《华鑫证券\*公司报告\*东华能源（002221）围绕 C3，向全球巨头迈进 \*20220703\*黄寅斌》2022-07-03

东华能源发布 2022 年年报及 2023 年一季度：2022 年实现营收 291.99 亿元，同比增长 1.8%；实现归母净利润 4251.36 万元，同比下降 96.7%。公司 2023 年一季度实现营业收入 71.60 亿元，同比增长 2.5%；实现归母净利润 5184.95 万元，同比下降 51.4%。

## 投资要点

### 成本及需求等因素挤压，PDH-PP 利润明显收窄

2022 年，俄乌冲突引发国际局势动荡，上半年因地缘政治冲突推高原油、丙烷等原料价格，丙烯、聚丙烯市场价格一路走高后高位震荡，下半年受外部环境影响，需求端表现不佳，丙烯、聚丙烯市场价格震荡走弱，PDH 生产利润承压。2022 年丙烷预测合同均价(CP)为 713 美元/吨，同比+9%；PP 均价 8352 元/吨，同比-4%；PDH-PP 价差均值为 391 元/吨，同比-73%。受原材料价格高位运行，下游需求不足等因素影响 2023Q1 盈利持续承压，但较 2022Q4 环比大幅修复，扭亏为盈。2023Q1 丙烷预测合同均价(CP)为 647 美元/吨，同比-21%，环比+8%；PP 均价 7784 元/吨，同比-10%，环比-2%；PDH-PP 价差均值为 295 元/吨。

### 需求预期向好，静待 PDH 盈利修复

长期来看，高耗能、高排放特性限制煤制烯烃产能投放，大炼化投产进入尾声，聚丙烯产能投放增速将逐步放缓。同时伴随国内医疗卫生行业、外卖快递行业及高端细分化透明产品发展，聚丙烯未来需求仍有较大潜力。PDH 技术能耗小、碳排放少、更为清洁，契合我国清洁能源发展路线。短期来看，中国第一季度 GDP 增速超预期，经济和需求前景可期。随着工农业复苏，农业方面开始慢慢收获或者种植，农用编织袋市场需求有所好转。新能源汽车降价促销政策利好，推动抗冲共聚资源需求，聚丙烯需求持续恢复，预期向好。在目前 MTO/CTO、油制及 PDH 路线生产利润均为亏损背景下，需求向好 PDH 盈利能力修复将带来较大业绩弹性。

### 乘“双碳”东风，产能投放及氢气高值化利用助力成长

公司已有 180 万吨/年 PDH、160 万吨/年的聚丙烯 PP 产

能，在建茂名一期工程包括 60 万吨/年 PDH、40 万吨/年 PP、30 万吨/年合成氨投产在即。随着 PDH 产能提升，副产品氢气的产量也大大提高，在国家倡导碳达峰、碳中和的背景下，氢能的需求存在较大潜力。公司在长三角、珠三角两大氢能产业聚集地进行产业布局，增加了在氢能产业赛道上的竞争实力。2022 年 9 月，公司与中国核工业集团有限公司签署战略合作协议，计划在茂名引进高温气冷堆，共同打造零碳产业园。公司深度布局丙烯腈及碳纤维产业链，利用项目生产的丙烯与副产氢气，投资建设 26 万吨/年丙烯腈及 60 万吨/年 ABS 装置，布局丙烯腈-聚丙烯腈-碳纤维-汽车轻量化新型材料产业链，实现再次转型和跨越式发展。

## 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 320、354、446 亿元，EPS 分别为 0.45、0.73、1.4 元，当前股价对应 PE 分别为 19.5、12.1、6.3 倍，维持“买入”投资评级。

## 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险。

| 预测指标       | 2022A  | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|---------|--------|--------|
| 主营收入（百万元）  | 29,199 | 32,035  | 35,480 | 44,550 |
| 增长率（%）     | 10.7%  | 9.7%    | 10.8%  | 25.6%  |
| 归母净利润（百万元） | 43     | 717     | 1,149  | 2,208  |
| 增长率（%）     | -96.3% | 1585.9% | 60.4%  | 92.1%  |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.03   | 0.45    | 0.73   | 1.40   |
| ROE（%）     | 0.4%   | 5.6%    | 8.3%   | 13.9%  |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表         | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表              | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产：</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>      | <b>29,199</b> | <b>32,035</b> | <b>35,480</b> | <b>44,550</b> |
| 现金及现金等价物      | 7,917        | 8,672        | 9,874        | 10,592       | 营业成本             | 27,958        | 29,740        | 32,535        | 39,943        |
| 应收款           | 5,622        | 6,168        | 6,832        | 8,578        | 营业税金及附加          | 98            | 107           | 119           | 149           |
| 存货            | 4,230        | 4,516        | 4,941        | 6,066        | 销售费用             | 105           | 115           | 128           | 160           |
| 其他流动资产        | 1,819        | 1,994        | 2,206        | 2,766        | 管理费用             | 218           | 239           | 265           | 333           |
| 流动资产合计        | 19,588       | 21,351       | 23,853       | 28,003       | 财务费用             | 847           | 711           | 677           | 657           |
| <b>非流动资产：</b> |              |              |              |              | 研发费用             | 16            | 18            | 20            | 25            |
| 金融类资产         | 16           | 16           | 16           | 16           | 费用合计             | 1,187         | 1,084         | 1,090         | 1,175         |
| 固定资产          | 11,436       | 14,601       | 15,199       | 14,814       | 资产减值损失           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 在建工程          | 6,545        | 2,618        | 1,047        | 419          | 公允价值变动           | -1            | -1            | -1            | -1            |
| 无形资产          | 1,494        | 1,419        | 1,345        | 1,274        | 投资收益             | -83           | -83           | -83           | -83           |
| 长期股权投资        | 24           | 24           | 24           | 24           | <b>营业利润</b>      | <b>-32</b>    | <b>1,020</b>  | <b>1,652</b>  | <b>3,198</b>  |
| 其他非流动资产       | 2,273        | 2,273        | 2,273        | 2,273        | 加：营业外收入          | 39            | 39            | 39            | 39            |
| 非流动资产合计       | 21,772       | 20,935       | 19,887       | 18,803       | 减：营业外支出          | 12            | 12            | 12            | 12            |
| 资产总计          | 41,361       | 42,286       | 43,740       | 46,806       | <b>利润总额</b>      | <b>-6</b>     | <b>1,047</b>  | <b>1,679</b>  | <b>3,225</b>  |
| <b>流动负债：</b>  |              |              |              |              | 所得税费用            | -54           | 230           | 369           | 710           |
| 短期借款          | 12,924       | 12,924       | 12,924       | 12,924       | <b>净利润</b>       | <b>48</b>     | <b>817</b>    | <b>1,310</b>  | <b>2,516</b>  |
| 应付账款、票据       | 3,727        | 3,979        | 4,353        | 5,345        | 少数股东损益           | 6             | 100           | 160           | 308           |
| 其他流动负债        | 2,213        | 2,213        | 2,213        | 2,213        | <b>归母净利润</b>     | <b>43</b>     | <b>717</b>    | <b>1,149</b>  | <b>2,208</b>  |
| 流动负债合计        | 18,865       | 19,117       | 19,492       | 20,483       |                  |               |               |               |               |
| <b>非流动负债：</b> |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b>    | <b>2022A</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  |
| 长期借款          | 8,273        | 8,273        | 8,273        | 8,273        | <b>成长性</b>       |               |               |               |               |
| 其他非流动负债       | 2,159        | 2,159        | 2,159        | 2,159        | 营业收入增长率          | 10.7%         | 9.7%          | 10.8%         | 25.6%         |
| 非流动负债合计       | 10,433       | 10,433       | 10,433       | 10,433       | 归母净利润增长率         | -96.3%        | 1585.9%       | 60.4%         | 92.1%         |
| 负债合计          | 29,298       | 29,550       | 29,924       | 30,916       | <b>盈利能力</b>      |               |               |               |               |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | 毛利率              | 4.2%          | 7.2%          | 8.3%          | 10.3%         |
| 股本            | 1,576        | 1,576        | 1,576        | 1,576        | 四项费用/营收          | 4.1%          | 3.4%          | 3.1%          | 2.6%          |
| 股东权益          | 12,063       | 12,736       | 13,816       | 15,890       | 净利率              | 0.2%          | 2.5%          | 3.7%          | 5.6%          |
| 负债和所有者权益      | 41,361       | 42,286       | 43,740       | 46,806       | ROE              | 0.4%          | 5.6%          | 8.3%          | 13.9%         |
|               |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 资产负债率            | 70.8%         | 69.9%         | 68.4%         | 66.1%         |
| 净利润           | 48           | 817          | 1310         | 2516         | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |
| 少数股东权益        | 6            | 100          | 160          | 308          | 总资产周转率           | 0.7           | 0.8           | 0.8           | 1.0           |
| 折旧摊销          | 839          | 837          | 1044         | 1080         | 应收账款周转率          | 5.2           | 5.2           | 5.2           | 5.2           |
| 公允价值变动        | -1           | -1           | -1           | -1           | 存货周转率            | 6.6           | 6.6           | 6.6           | 6.6           |
| 营运资金变动        | -1798        | -755         | -926         | -2440        | <b>每股数据(元/股)</b> |               |               |               |               |
| 经营活动现金净流量     | -907         | 997          | 1586         | 1462         | EPS              | 0.03          | 0.45          | 0.73          | 1.40          |
| 投资活动现金净流量     | -4497        | 762          | 973          | 1013         | P/E              | 328.1         | 19.5          | 12.1          | 6.3           |
| 筹资活动现金净流量     | 6159         | -143         | -230         | -442         | P/S              | 0.5           | 0.4           | 0.4           | 0.3           |
| 现金流量净额        | 755          | 1,616        | 2,330        | 2,034        | P/B              | 1.3           | 1.3           | 1.2           | 1.0           |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 化工组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**刘韩：**中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3年能源化工大宗商品研究经验，2022年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。