

碳四深加工航母正式起航

买入维持

目标价格：13 元

投资要点：

- 面向特定对象，非公开增发募集资金发展碳四石化业务
- 液化石油业务新增产能对公司业绩贡献有限，钢材板块业务大幅压缩调整，张家港基地需到4季度方可陆续投运，化工仓储值得关注。

报告摘要：

- 面向特定对象，非公开增发募集资金发展碳四石化业务。公司面向4位特定对象，非公开发售，募集资金约8亿元，扣除发行费用用于公司的120万吨丙烷脱氢项目（一期）以及受让东华石油（长江）有限公司全资拥有的宁波百地年液化石油气有限公司100%的股权。
- 公司正式进军碳四深加工领域，从传统液化石油气贸易型企业向碳四深加工企业华丽转型。公司将扬子江石化的参股比例提高到56%，从参股转变为控股，标志着公司正式进军碳四深加工企业，从贸易公司想石化公司华丽转型。公司的业务方向明晰、技术路线合理，对上游产业的资源掌控能力无出其右，扬子江石化的合作伙伴精挑细选，充分考虑到产业链的延伸，并体现了一体化，规模化的产业理念。
- 公司的成长空间打开，步入发展的快车道。近期看，由于转口贸易量的增加，张家港化工仓储基地的投产，碳三碳四深加工的实施，公司业绩增长无虞。长期看，丙烯、丁烯产品产业链的延伸，国内LPG深加工项目的推进，都促使公司业绩具备长期向好的动力。
- 公司成长空间打开，调高到“买入”评级，目标价位13元。公司未来的2011-2013的EPS分别为0.28元，0.49元，0.96元。当前股价11.22元，考虑到公司的成长空间已经打开，维持评级为“买入”，目标价位13元。
- 风险因素：目前来看，公司的LPG汽车是公司发展方向唯一可能具有不确定性的方向，除此之外，公司的业务可谓白璧无瑕。

化工研究组

分析师：

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085223

zhangyanming@hysec.com

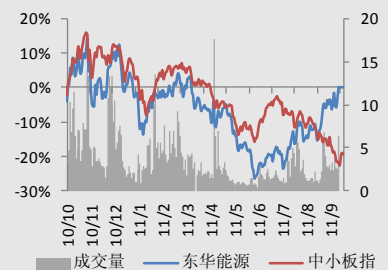
联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100630	5828	
20100331	5390	
20091231	5099	

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 《宏源证券 * 中报简评 * 东华能源：必须加快化工业务的开拓 * 002221 * 石化行业 * 柴沁虎》，2011.8
- 《宏源证券 * 年报简评 * 东华能源：业绩符合预期，化工仓储业务恢复仍需时间 * 002221 * 石化行业 * 柴沁虎》，2011.3

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	2379	2260.24	2176.20	2571.00	2828.10
增长率（%）	43.96%	-5.02%	-3.72%	18.14%	10.00%
净利润（百万元）	38.42	40.61	63.85	111.60	216.92
增长率（%）	17.67%	5.71%	57.22%	74.77%	94.38%
每股收益（元）	0.171	0.181	0.284	0.496	0.965

目录

一、事件描述	4
(一) 丙烷脱氢制丙烯（一期）项目。	4
(二) 受让宁波百地年 100% 股权。	4
二、事件评论	5
(一) 北美页岩气产业化促进 LPG 消费结构出现变化.....	5
(二) 碳四深加工的方向中，以丙烷脱氢、丁烷脱氢制取丁二烯最具投资价值.....	7
(三) 此次增发标志着公司成功向碳四深加工企业转型，企业成长空间因此打开.....	10
(四) 公司的估值合理，维持买入评级和目标价位不变	10
(一) 公司短期看点如下	10
(二) 中长期看，公司的看点如下	10
(三) 整体判断.....	10
(四) 盈利预测以及潜在风险	10

插图

图 1: 美国非常规天然气产业发展概况.....	5
图 2: 国际天然气产能利用水平 (十亿方)	5
图 3: 原油和 LPG 的价格高度一致	6
图 4: LNG 的价格和原油价格离心倾向加剧.....	6
图 5: 全球 LPG 供给仍将快速增长	6
图 6: 全球 LPG 传统领域消费增速趋缓	6
图 7: 全球 LPG 供求关系出现转折, 发展 LPG 化工深加工势在必行.....	7
图 7: LPG 深加工产业链示意图	7
图 8: LPG 芳构异构经济性一般, 取决于副产利用水平	8
图 9: LPG 制取顺酐取决于酸洗苯的淘汰进程	8
图 10: 丙烷脱氢的经济型明显好于碳四裂解	9
图 11: 丁烷脱氢最具投资价值.....	9

表格

表 1: 为保证项目正常运转, 公司扩大了对扬子江石化的参股比重	4
表 2: 利润表 (百万元)	11

一、事件描述

2011年11月17日，东华能源（002221）发布公告，公司计划面向特定对象，非公开发行，募集资金约8亿元，扣除发行费用用于如下两个项目。

（一）丙烷脱氢制丙烯（一期）项目。

公司拟出资56,000万元（其中以本次募集资金出资48,000万元）与飞翔化工、华昌化工共同投资设立扬子江石化，设立“张家港扬子江石化有限公司”（以下简称：“扬子江石化”），以该公司为主体投资120万吨的丙烷脱氢生产丙烯装置，利用进口的高纯度丙烷，采用目前国际先进的脱氢生产工艺和装置生产丙烯；项目总投资约40亿元人民币。整个项目分为两期建设，第一期计划投资60万吨的装置，预计3年内可以达产，在五年内完成全部120万吨项目投资并实现达产。

表 1：为保证项目正常运转，公司扩大了对扬子江石化的参股比重

合作方名称	变更前		变更后	
	出资额	出资比例	出资额	出资比例
飞翔化工	40,000	40%	22,000	22%
华昌化工	30,000	30%	22,000	22%
东华能源	30,000	30%	56,000	56%
合计	100,000	100%	100,000	100%

资料来源：宏源证券，公司公告

（二）受让宁波百地年100%股权。

董事会同意以不高于30000万元人民币的价格受让东华石油（长江）有限公司全资拥有的宁波百地年液化石油气有限公司100%的股权，最终股权受让价格，以2011年9月30日为评估基准日，参考具有证券从业资格的评估机构对宁波百地年液化石油气有限公司评估后的评估值，并在坚持适当下浮一定幅度的原则下，由交易双方另行协商确定。

公司承诺收购宁波百地年后，宁波百地年2012年、2013年及2014年实现税后净利润分别不低于3,500万元、3,700万元和3,900万元。

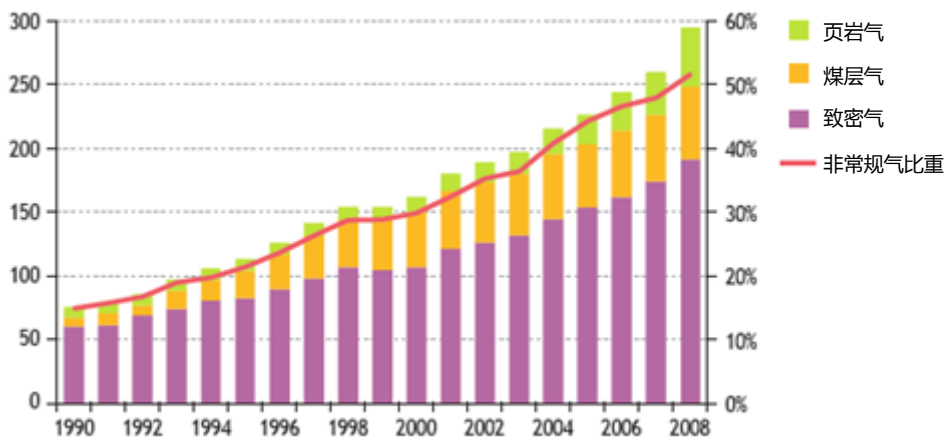
参与本次发行认购的股份，自发行结束之日起36个月内不得上市交易或转让。

二、事件评论

(一) 北美页岩气产业化促进 LPG 消费结构出现变化

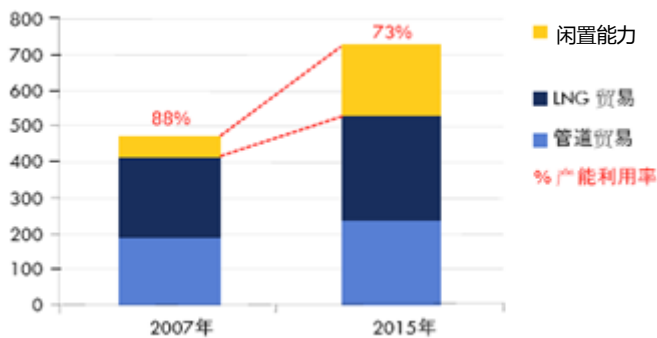
北美地区的煤层气、页岩气等非常规天然气产业快速崛起，目前美国地区的非常规天然气产量已经占到国内天然气产量的 50%。目前北美地区天然气供过于需的局面已经开始出现，进口液化天然气开始下降。按照 IEA (International Energy Agency, 国际能源署) 预测，到 2015 年国际天然气产能过剩 2000 亿方，产能利用率大约 73%。

图 1: 美国非常规天然气产业发展概况



资料来源: IEA、宏源证券

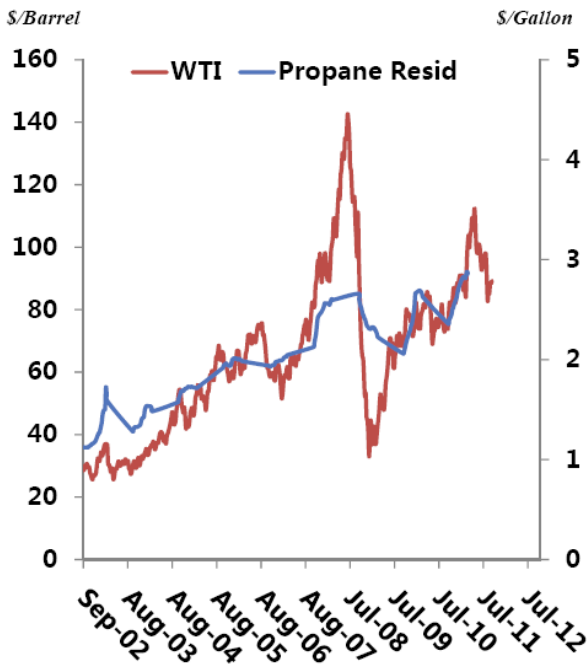
图 2: 国际天然气产能利用水平 (十亿方)



资料来源: IEA、宏源证券

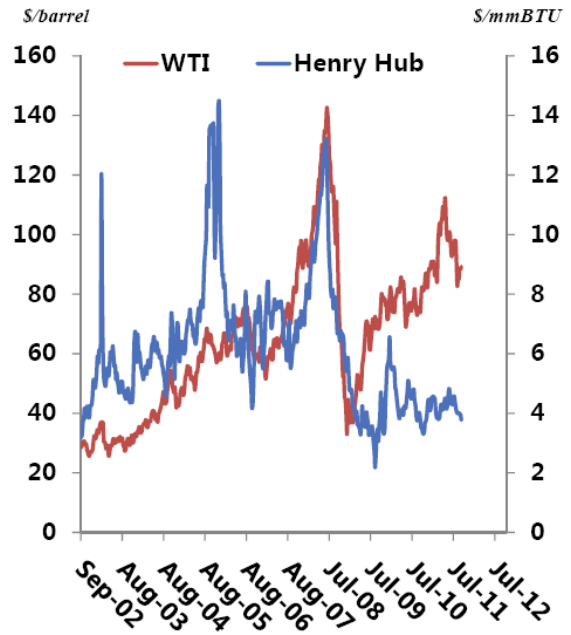
国际天然气市场供需变化带来的另一大后果就是传统天然气定价体系面临解体。长期以来，由于天然气市场是典型的卖方市场，资源主要集中在俄罗斯，卡塔尔等少数国家和地区，天然气的定价基本和原油价格绑定。但是北美地区天然气进口量的大幅度削减使得天然气和原油价格离心倾向加剧，尤其是金融危机后这一趋势更为明显。

图 3: 原油和 LPG 的价格高度一致



资料来源: 宏源证券

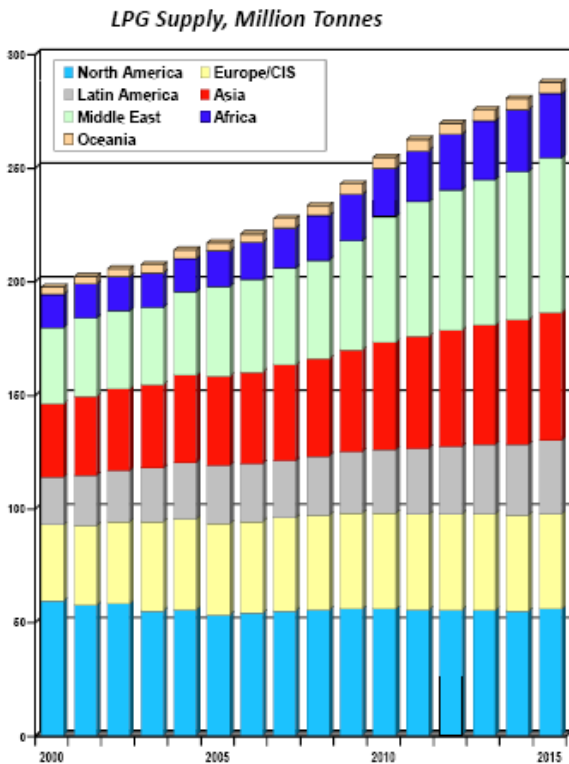
图 4: LNG 的价格和原油价格离心倾向加剧



资料来源: 宏源证券

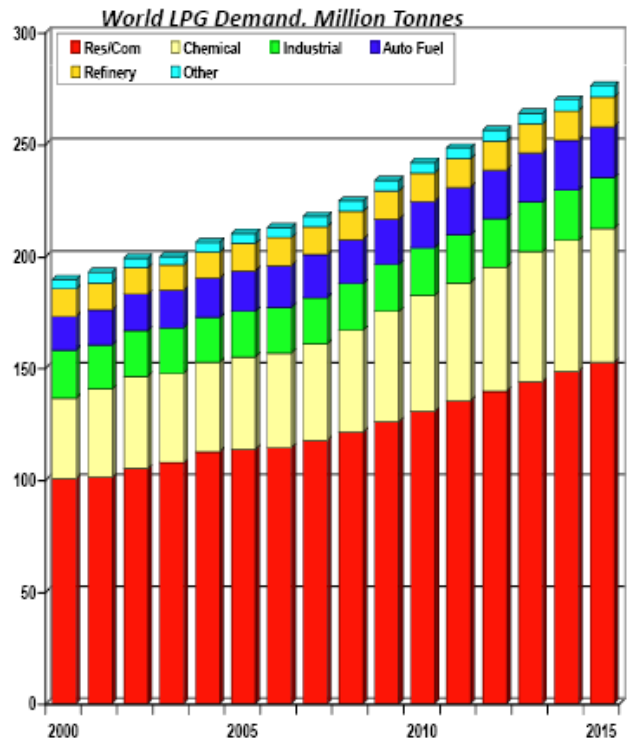
全球天然气市场的这一变动直接冲击 LPG 的消费格局, 导致 LPG 的需求增速明显慢于供给增速, LPG 供大于求的压力加大, 传统消费格局将会被打破。

图 5: 全球 LPG 供给仍将快速增长



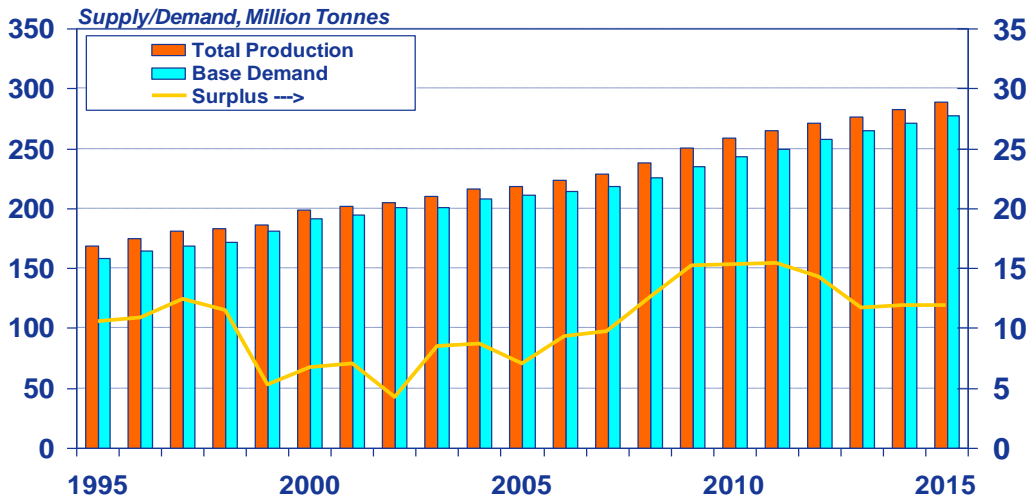
资料来源: 宏源证券

图 6: 全球 LPG 传统领域消费增速趋缓



资料来源: 宏源证券

图 7: 全球 LPG 供求关系出现转折, 发展 LPG 化工深加工势在必行

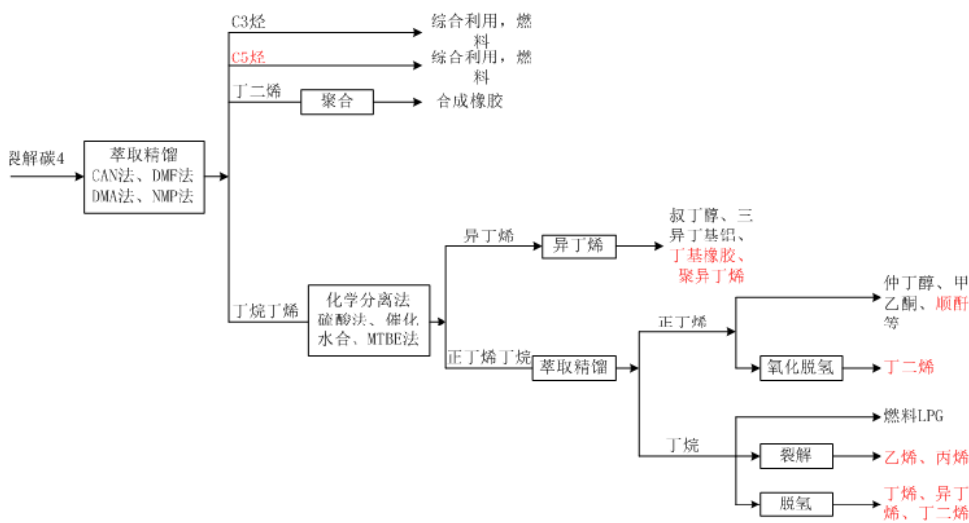


资料来源: 宏源证券

(二) 碳四深加工的方向中, 以丙烷脱氢、丁烷脱氢制取丁二烯最具投资价值

碳四深加工的方向较多, 芳构、异构、MTBE、甲乙酮等均属于传统领域, 国内有相当一批企业涉足其间, 随着丁烷品质的提高, 利用丁烷进行裂解也是大企业关注的领域。此外, 利用丁烷制取顺酐, 丁烷脱氢, 丙烷脱氢也是如火如荼。

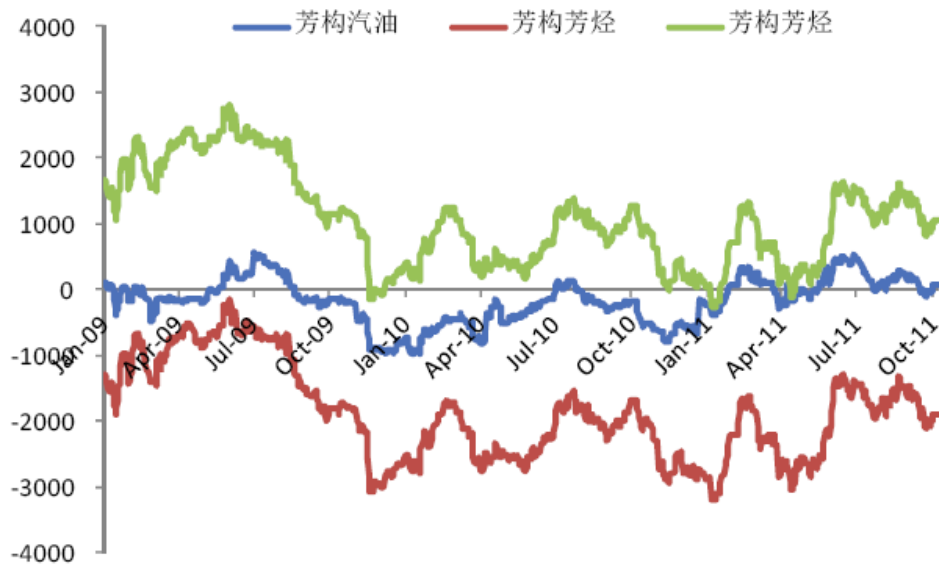
图 8: LPG 深加工产业链示意图



资料来源: 宏源证券

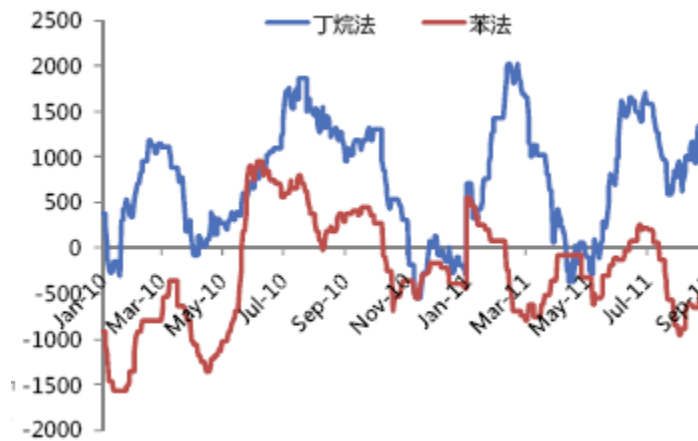
我们的分析表明, 丁烷脱氢制取丁二烯最具投资价值, 丙烷脱氢制取丙烯也值得投资者关注。

图 9: LPG 芳构异构经济性一般，取决于副产利用水平



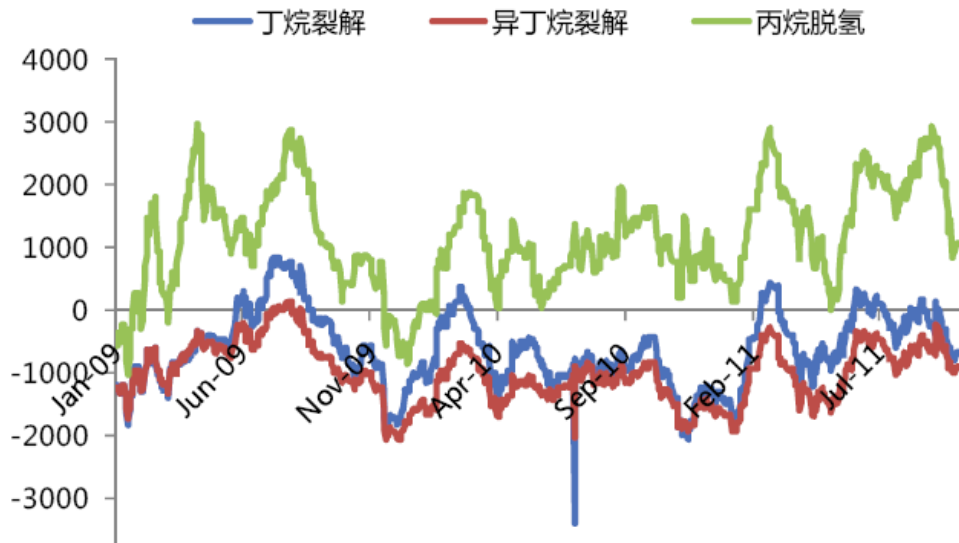
资料来源：宏源证券

图 10: LPG 制取顺酐取决于酸洗苯的淘汰进程



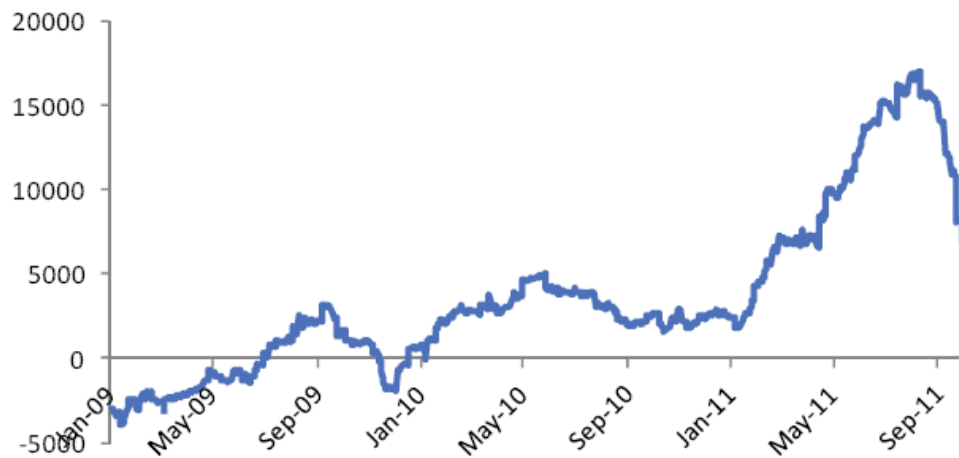
资料来源：IEA、宏源证券

图 11: 丙烷脱氢的经济型明显好于碳四裂解



资料来源: IEA、宏源证券

图 12: 丁烷脱氢最具投资价值



资料来源: IEA、宏源证券

（三）此次增发标志着公司成功向碳四深加工企业转型，企业成长空间因此打开

公司此次定向增发并且扩大扬子江石化的参股比例，标志着公司在碳四深加工方面迈开重要的一步，公司从传统贸易型企业正式向石化企业转型。

相比其他企业，公司浸淫中东碳四市场长达十余年，对碳四产业发展的理解，资源的掌控明显强于国内其他企业。

定增对象更是精挑细算，兼顾产业链的延伸，资源的循环整合，能够充分发挥规模化、一体化的优势。

（四）公司的估值合理，维持买入评级和目标价位不变

（一）公司短期看点如下

日本地震导致该地区电力供应紧张，虽然 LNG 价格更为低廉，但是考虑到日本的 LNG 大部分均为长协气，码头没有余力接受多余的 LNG。LPG 则相对容易，公司的转口贸易量会大幅度增加。

公司的化工仓储业务已经具备投产条件，预计年底前会正式投产。该快的业务和保税科技的业务具有一定的可比性。目前公司的化工仓储业务由 7 万吨码头，20 万吨的储罐。按照一个月周转一次，一次 50 元/吨，毛利 60%，保守估计，每股收益接近 0.3 元。

（二）中长期看，公司的看点如下

公司的丙烷脱氢制丙烯，丙烷成本 6000，丙烯 12000，脱氢后的成本大约是 9000 左右，这样 1 吨产品毛利 3000，保守估计一吨净赚 1500 元左右。

目前国内已经有接近 10 余家企业试图涉足碳四深加工，这些企业的气源大多需从中东解决，公司是中东最重要的 LPG 贸易商，也是华东地区最重要的 LPG 供应商，随着碳四深加工产业的崛起，公司的宁波、江苏基地将会彻底盘活。

（三）整体判断

目前全球乙烯原料的轻质化导致丙烯、丁二烯等资源日显紧张，但是丙烷、丁烷的供给却会随着中印炼油量的增加以及全球非常规油气伴生资源的增加而增加。公司的产品成本无虞，市场广阔。

（四）盈利预测以及潜在风险

根据我们的测算，公司未来的 2011-2013 的 EPS 分别为 0.28 元，0.49 元，0.96 元。

当前股价 11.22 元，考虑到公司巨大的成长性以及发展战略的正确定，维持“买入”评级和目标价位不变，三个月内目标价位 13 元。

公司非常看重 LPG 汽车，我们认为该业务虽然具有一定的盈利情景，但是市场拓展进度较慢，阻力较大，且易受到天然气汽车的冲击，和石化业务的空间相比不具备优势。

表 2: 利润表 (百万元)

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2379.75	2260.24	2176.20	2571.00	2828.10
减: 营业成本	2274.84	2135.80	2011.86	2337.06	2453.91
营业税金及附加	9.29	1.84	3.64	4.29	4.72
营业费用	27.07	21.06	20.28	23.96	26.35
管理费用	24.22	24.38	22.74	26.87	29.55
财务费用	15.07	26.76	30.62	30.55	30.26
资产减值损失	0.96	5.20	5.20	5.20	5.20
加: 投资收益	-2.65	0.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	25.65	45.85	81.86	143.07	278.10
加: 其他非经营损益	15.32	7.88	0.00	0.00	0.00
利润总额	40.97	53.73	81.86	143.07	278.10
减: 所得税	5.85	13.44	18.01	31.48	61.18
净利润	35.12	40.29	63.85	111.60	216.92
减: 少数股东损益	-3.30	-0.33	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	38.42	40.61	63.85	111.60	216.92
每股收益 (EPS)	0.171	0.181	0.284	0.496	0.965

分析师简介:

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。主要研究覆盖行业: 石化、煤化工等。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3 年化工行业工作经验, 3 年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

行业从业经验。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。