

# 股价调整创造买入良机

## 买入维持

目标价格：15 元

### 投资要点：

- 📖 丙烷脱氢项目的经济性无需担心
- 📖 发展丙烷脱氢是公司的必由之路
- 📖 股价变化提供观测公司良机

### 报告摘要：

- **丙烷脱氢项目的经济性无需担心。**相比于石脑油乙烯裂解装置副产丙烯，丙烷脱氢无论是原料成本还是制造成本都有明显的优势；通过调节项目投产时间，可以较好规避丙烷脱氢对公司现金流造成的影响；进军船务，带动丙烷全球定价是解决丙烷脱氢项目经济性的终极对策。
- **发展丙烷脱氢是公司的必由之路，无法变更。**丙烷产出不断增加和丙烷传统市场不断萎缩是丙烷产业迫切需要解决的问题。进军船务可以解决丙烷脱氢项目的盈利问题，但是这种优势壁垒较低，谈不上是公司的核心优势，我们认为，百地联气库是公司的核心利益所在，如果不进军石化产业，宁波气库的核心利益能够维持很成问题。公司进军船运市场不应过度解读，更多的可能在于维系浮仓、转口贸易以及充作库存。
- **股价变化提供观测公司良机。**从目前看来，公司的基本面没有变化，进军石化产业的决心没有动摇，国内第一个达产的地位难以撼动。如果结合去年冬季股东大幅度下调，公司以及相关股东仍然没有修正定增价格，可以认为，当前价位非常安全，股价回调恰恰提供了有一个买入良机。
- **维持“买入”评级。**公司 12~14 年的每股收益分别为 0.46 元，0.34 元以及 4.55 元（未摊薄）。考虑到公司巨大的成性以及成长的确定性，维持“买入”评级，目标价位 15 元。

单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2260.24	3480.44	3747.00	3732.00	20692.57
增长率	-5.02%	53.99%	7.66%	-0.40%	454.46%
净利润	40.61	78.93	103.60	75.44	1023.40
增长率	5.71%	94.34%	31.26%	-27.19%	1256.64%
每股收益	0.181	0.351	0.461	0.335	4.550

### 石油化工研究组

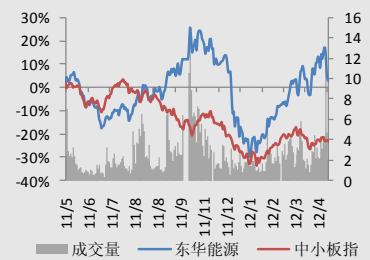
#### 分析师

柴沁虎 (S1180512040001)

电话: 010-88085958

[chaiqinhu@hysec.com](mailto: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
20120331	11996	
20111231	11731	
20110930	10432	

数据来源：港澳资讯

### 相关研究

- 1 《宏源证券 \* 深度报告 \* 东华能源：股价回调不改公司投资价值 \* 002221 \* 石化行业 \* 柴沁虎》，2012.1
- 2 《宏源证券 \* 动态报告 \* 东华能源：碳四航母正式起航 \* 002221 \* 石化行业 \* 柴沁虎》，2011.10
- 3 《宏源证券 \* 动态报告 \* 东华能源：短看量化宽松，长看化工仓储 \* 002221 \* 石化行业 \* 柴沁虎》，2011.9

## 目录

一、市场的担心主要集中在公司转型的决心以及项目经济性.....	4
(一) 丙烷脱氢项目的经济性无需担心 .....	5
1、战略层次看, 丙烷脱氢项目的经济性无需担心 .....	5
2、战术层次看, 丙烷脱氢项目的风险可控制 .....	6
(1) 占据天时, 项目投产之时恰逢全球经济周期向上阶段 .....	6
(2) 未雨绸缪, 试车时间动态权衡 .....	7
(3) 大道至简, 着力推动丙烷全球定价化解相关风险 .....	7
二、继续发展 LPG 深加工是公司的必由之路 .....	8
(一) LPG 贸易和 LPG 深加工是相辅相成的关系 .....	8
(二) 发展 LPG 深加工是巩固公司优势的关键 .....	10
(三) 发展 LPG 深加工不至于造成国内丙烯供需失控 .....	10
三、丙烷脱氢产业的选股逻辑 .....	10
四、每一次调整都提供了一个公司的新窗口 .....	12
五、财务预测和财务分析 .....	13
(一) 盈利预测明细 .....	13
1、丙烷脱氢板块 .....	13
2、化工仓储板块 .....	13
2、LPG 贸易板块 .....	14
(二) 预测结果讨论与不确定因素分析 .....	16

## 插图

图 1: 丙烯出厂价受宏观经济影响较多 (元/t) .....	4
图 2: LPG 价格存在季节性波动 (元/t) .....	4
图 3: 历史上丙烷脱氢项目的经济性也有走熊的时候.....	5
图 4: 丙烷脱氢目前大约占全球丙烯产能的 3~5% .....	5
图 5: 页岩气崛起已经导致北美地区裂解原料轻质化.....	6
图 6: 全球石化产业具有明显的周期性.....	7
图 7: 丙烷目前仍是区域定价产品, 北美和中东存在较大价差.....	8
图 8: 全球 LPG 供给增加和主要应用市场不断萎缩是该产业的突出矛盾 .....	9
图 9: 印度这些新兴经济体对 LPG 的需求在快速增加 (百万吨) .....	9
图 10: 国内的 LPG 仓储设施以及拟建丙烷脱氢项目 .....	11

2012年4月24日，东华能源（002221）发布公司2011年年报以及2012年1季报。根据年报中信息披露，东华能源希望在2012年10月份前完成主要长周期、专利设备的商务谈判，市场据此认为东华能源不可能在13年底完成设备安装，保守估计可能要到14年夏天才能试车；此外，一季报每股收益0.02元，虽然同比增长31%，但是也低于市场预期。同时公司一季报预测中报收益增长幅度大约-10~20%，严重低于市场预期。

受此影响，公司股价于24日出现大幅下挫，盘中一度跌停，尾盘小幅拉升，最后跌7.25%，成交1.37亿元。

我们认为，股价大幅度的变动本质上提供了观察公司的又一个窗口。从目前看来，公司的基本面没有变化，进军石化产业的决心没有动摇，国内第一个达产的地位难以撼动。如果结合去年冬季股东大幅度下调，公司以及相关股东仍然没有修正定增价格，可以认为，当前价位非常安全，每一轮价格调整都意味着一次买入良机。

## 一、市场的担心主要集中在公司转型的决心以及项目经济性

公司是一个市值只有20几亿，主营收入只有30几亿的以LPG贸易为主要业务的公司。考虑到全球（国内也是如此）LPG供给不断增加以及生活用LPG这一LPG最重要的市场不断萎缩，公司着力于进行产业转型。按照计划，公司要在“十二五”期间完成产业转型，进军石油化工领域，从事LPG深加工。按照计划，“十二五”末，公司的丙烷脱氢项目产能达到150万吨，转型后公司的营业收入会接近200亿，净利润会达到15亿以上。

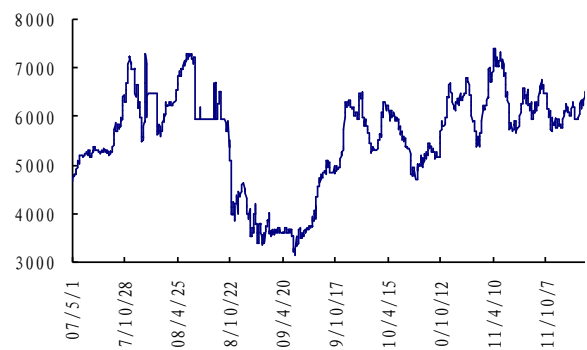
目前市场比较关注的问题集中在如下三个方面。首先，丙烷和丙烯的价格波动周期不同步，如果恰逢丙烷价格高企并且丙烯价格低迷，可能会存在丙烷-丙烯价差为负的情况，这对于一个家底并不殷实、现金流本来就比较紧张的公司可能会出现难以为继的情况；其次，目前国内丙烷脱氢风生水起，计划上马该项目的企业接近10家，LPG贸易似乎可能会再度辉煌，公司拥有华东地区唯一的地下储气库，继续从事贸易似乎比产业转型风险更小，如何看到公司进军化工的决心和信心；最后，贸易是公司的传统业务，公司的管理层中相当比例都是贸易类的人士，如何看待公司能否顺利实现产业转型，需要一套较好的衡量的依据。

图 1：丙烯出厂价受宏观经济影响较多（元/t）



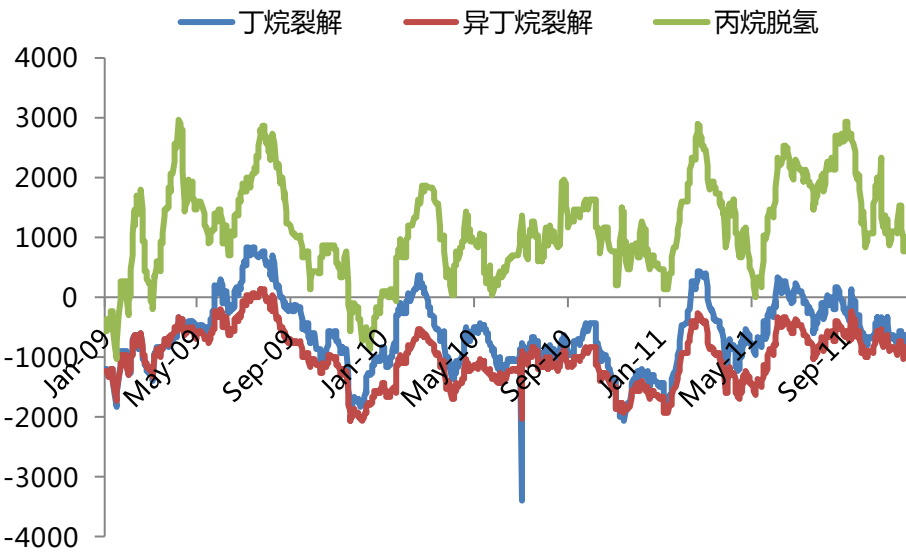
资料来源：宏源证券

图 2：LPG 价格存在季节性波动（元/t）



资料来源：宏源证券

图 3: 历史上丙烷脱氢项目的经济性也有走熊的时候



资料来源: 宏源证券

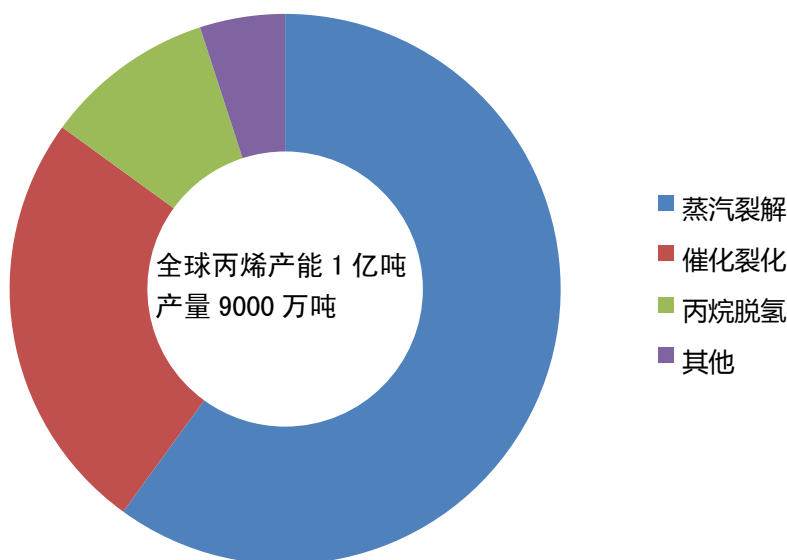
## (一) 丙烷脱氢项目的经济性无需担心

### 1、战略层次看，丙烷脱氢项目的经济性无需担心

丙烷脱氢制丙烯项目的经济性可以从如下几个角度判断

目前全球丙烯年需求量大约 9000 万吨，其中大约 60%来自蒸汽裂解制乙烯的联产，30%来自炼厂气体（主要是催化裂化装置）。此外，还有 5%来自丙烷脱氢，约 5%来自其他工艺。从这个角度看，蒸汽裂解当是是丙烷脱氢项目的参照系。

图 4: 丙烷脱氢目前大约占全球丙烯产能的 3~5%



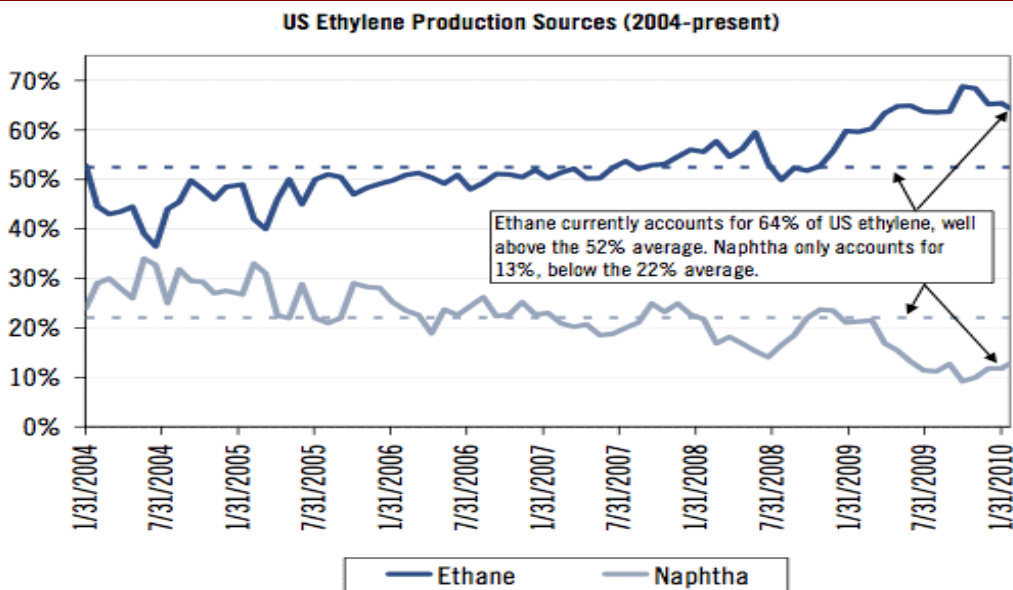
资料来源: 宏源证券

丙烷脱氢和乙烯裂解的比投资基本相当，但是从原料的角度看，丙烷的定价机制基本

是参考石脑油打一个折扣，比如，韩国化工用 LPG 价格一般就是采取石脑油到岸价的 90% 作为定价基准；从工艺的角度看，丙烷脱氢会副产 5~7% 左右的干气，石脑油裂解的干气产出比例高达 15~20%，显然，丙烷脱氢的原料成本以及加工成本要低于石脑油裂解。换言之，大约有 5000 万吨的乙烯裂解副产丙烯对于 PDH 而言，毫无招架之力。

从更长的周期看，随着页岩气的崛起，页岩气副产丙烷可能会导致丙烷供给增加，丙烷和石脑油可能会出现脱钩的倾向。另一方面，如果考虑到乙烯裂解装置现在因为页岩气的崛起正在向原料轻质化方面发展，乙烯价格走软是一个大概率时间，乙烯裂解副产丙烯的竞争性就更加堪忧。这些都从不同层次推高丙烷脱氢项目的经济性并降低石脑油蒸汽裂解装置的经济性。

图 5：页岩气崛起已经导致北美地区裂解原料轻质化



Source: Citi Investment Research and Analysis, CMAI

资料来源：宏源证券

## 2、战术层次看，丙烷脱氢项目的风险可控制

丙烷和丙烯的价格波动周期不一致，作为最重要的大宗石化产品，丙烯的价格波动受全球经济周期影响，基本上是 7~10 年一个轮回；丙烷的价格存在季节性波动，基本半年的尺度变动。按照一般的规律，LPG 采暖季的需求大约比非采暖季要高出 30%，采暖季丙烷的消耗量要比非采暖季高出 40%。

从这个角度看，如果全球经济低迷，并且在采暖季，很有可能出现丙烷-丙烯没有价差收窄，甚至为负的情况。但是对于公司而言，情况并不那么糟糕

### (1) 占据天时，项目投产之时恰逢全球经济周期向上阶段

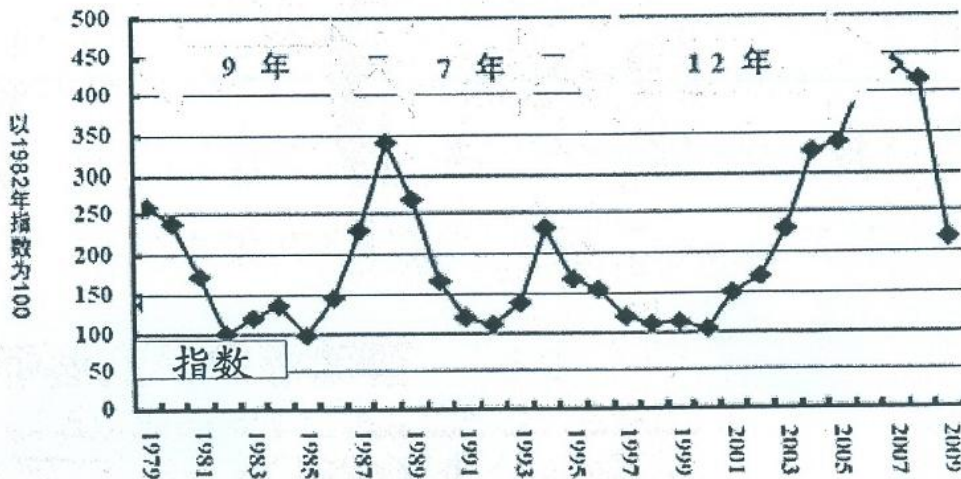
受供应、需求、毛利等因素影响，世界石化产业呈现出明显的周期性，在景气周期，通常具有世界经济增长率高，装置开工率高，产品价格高以及毛利高的特点。

最近一个上行段出现在 00~07 年，全球经济出现全面快速增长的黄金期，全球石化产品供不应求。08 年之后全球石化行业结束上行阶段，逐渐进入下行通道。算上 12 年，已经有 4 年的盘整时间。

从目前的态势看，美国经济复苏势头确立，因为欧债危机，欧洲经济复苏仍有可能有

一定的反复，形势相对复杂。但是我们认为，全球石化产业底部盘整的时间应该在 13 年结束，14 年掉头向上的概念非常之高。

图 6: 全球石化产业具有明显的周期性



资料来源: 宏源证券

## (2) 未雨绸缪，试车时间动态权衡

东华能源从事的业务转型资金要求多，技术难度大，对公司的现金流平衡有着非常严格的要求。从项目的进度看，乐观估计 13 年 9 月份具备试车条件，保守估计 13 年底具备试车条件。

但是考虑到丙烷价格的季节性波动，我们认为，14 年 1 季度试车，二季度达产是一个更加简单的能够充分规避丙烷价格风险的手段。

目前，公司公告大约 14 年 1 季度试车，但是我们更加倾向认为，公司的项目倒排节点控制仍维持在 13 年 10 月份，但是具体试车时点则取决于当时的产业大环境，相机而定。

## (3) 大道至简，着力推动丙烷全球定价化解相关风险

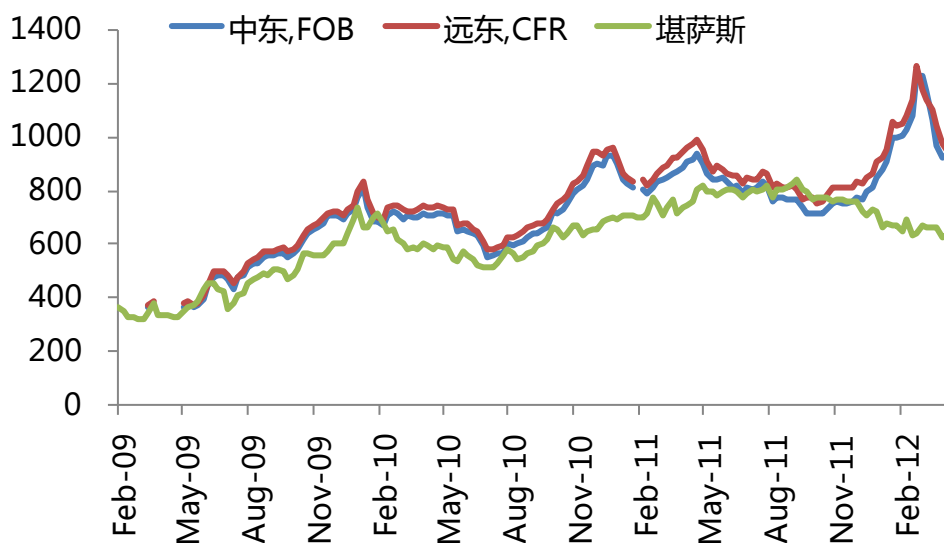
调整投产时间只能“术”，而不是“道”。

我们知道，丙烯目前基本上是全球定价的大宗石化产品，而丙烷则是一个典型的区域定价的产品。中东地区的丙烷价格因为越南、印度等新兴经济体需求激增，价格高企；北美因为页岩气的崛起，副产丙烷数量大幅度增加，下游丙烷的传统应用领域受到页岩气的冲击明显萎缩，价格低迷；非洲地区则因为市场培育滞后，和中东相比，丙烷价格也有一定的价差。

北美地区是传统的 LPG 进口地区，目前只有湾区有一座 LPG 码头可以向外输送 LPG，但是目前的挑战是大型 LPG 冷冻船无法穿越巴拿马运河。幸运的是，随着巴拿马运河改扩建工作年底结束，大型 LPG 冷冻船将可以直接将湾区的 LPG 运到亚太地区。湾区到东北亚的运费大约在 100 美元/吨左右，扣掉运费仍然有不菲的价差。LPG 本身属于副产品，其产出取决于轻油、页岩气等等，从这个角度看，美国国内没有理由制约 LPG 的出口。

无论是采取措施从北美向东北亚运输 LPG，还是从西非运输 LPG，都可以有效促进丙烷的全球定价，只要丙烷和丙烯都是全球定价，丙烷脱氢的经济性自然有保障。

图 7: 丙烷目前仍是区域定价产品, 北美和中东存在较大价差



资料来源: 宏源证券, 公司公告

## 二、继续发展 LPG 深加工是公司的必由之路

### (一) LPG 贸易和 LPG 深加工是相辅相成的关系

如果能够推动丙烷价格全球化定价, 那么丙烷-丙烯的价差将不再困扰投资者, 公司年报中披露有意进军船务市场, 整合全球 LPG 资源。但是这很容易走向另一个极端。如果继续从事贸易业务, 似乎盈利更为稳定, 风险更加可控, 那么公司进军石化产业意义何在?

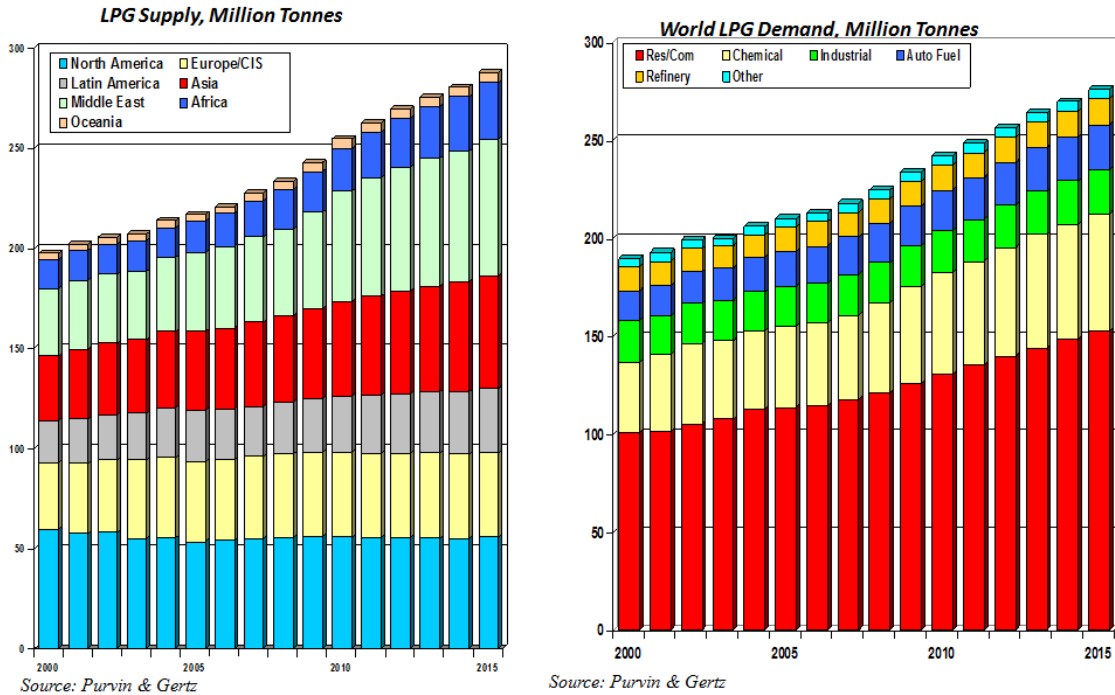
我们知道, 由于占 LPG 消费量 60%的生活用能领域受到天然气的冲击正在逐步萎缩, 如果不能开拓出新的有效市场, 则不能从根本上解决 LPG 市场逐渐萎缩的问题, 推动 LPG 定价全球化就会成为一句空话。

贸易是公司的主营业务, 但并不是公司的核心竞争优势所在。拥有华东地区唯一的, 全球为数不多的大型地下储气库, 是中东 LPG 俱乐部的会员, 长期浸淫 LPG 贸易, 对 LPG 贸易格局, 演化态势有着充分的理解和认识, 这些都是公司的竞争力所在, 但是归根到底, 拥有华东地区唯一的大型地下储气库, 这才是公司的优势所在, 脱离了百地联气库, 其它所谓的优势都是无源之水, 无本之木。

相比于马士基等, 公司在船运方面并不具有突出优势, 其他企业也都看到了丙烷区域定价带来的潜在商机, 部分国内企业也有制定相关进军船运的计划。换言之, 这种模式对于解决丙烷脱氢的经济性有意义, 但是不可持续。如果考虑到国内有 4-5 座码头有能力接卸整船船货, 如果不专注于石化产业, 公司的这一优势很有可能是水中花, 公司必须自己进军石化业务, 以此增强和其他企业的议价能力。



图 8: 全球 LPG 供给增加和主要应用市场不断萎缩是该产业的突出矛盾

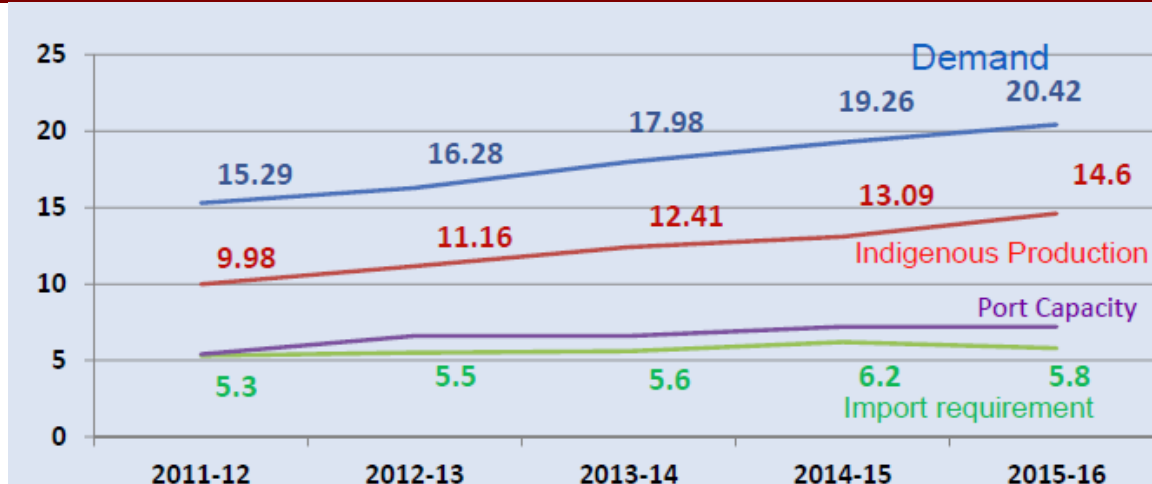


资料来源: 宏源证券、公司公告

实际上, 我们认为, 公司年报中披露有意进军船务市场可能是别有考虑。首先, 公司的化工项目需要充足的 LPG 原料库存, 以张家港为例, 如果远期规模达到 150 万吨, 那么需要继续扩建原料仓储设施, 从目前的情况看, 建设大型气库的投资和造船的投资规模相当, 显然, 建库不如造船, 相比气库, 船更加灵活, 既可以作为公司的浮仓, 也可以用于整合全球丙烷资源, 促成全球丙烷价格的一体化定价, 还可以满足越南、印度等新兴经济体对 LPG 的需求, 一举多得。

不过考虑到当前船运市场极度低迷的情形, 我们认为公司似乎应该通过租船, 而不是建船来实施这一战略。

图 9: 印度这些新兴经济体对 LPG 的需求在快速增加 (百万吨)



资料来源: 宏源证券、公司公告

## （二）发展 LPG 深加工是巩固公司优势的关键

如我们所述，无论是全球范围，还是国内，LPG 供给不断增加，以及生活用能这个 LPG 最重要的应用领域不断萎缩是 LPG 产业需要解决的主要矛盾和焦点问题。近年来，虽然公司不断在开辟国内新市场，但是国内不断流失的老市场的规模和新开辟的市场的规模基本相当。

目前丙烷还没有实现全球定价，区域之间价差较大，但是倘若不能打开一个全新的能够弥补民用 LPG 萎缩份额的市场，运进来的丙烷会面临没有销路的问题。显然，只有丙烷这个全球拥有近亿吨市场容量的产品能够弥补生活用能萎缩的市场份额。同时，船运的壁垒并不很高，考虑到国内有 4-5 座码头有能力接卸整船船货，如果公司自己没有下游产业，船运优势不可延续，公司的盈利能力持续性就有问题。

再者，我们知道，宁波百地联气库是华东地区唯一的能够接卸中东整船 LPG 船货的仓储设施，这也是公司的最核心的竞争力所在。宁波是中国最大的丙烯集散地，周边拟建丙烷脱氢项目的企业有 4-5 家，倘若公司自己不涉足期间，只是专注于物流贸易，且不说在和其他丙烷脱氢企业价格机制如何锁定非常困难（毕竟国内具备第一港条件的基地也有 4-5 处，虽然华东只有一处），大榭政府断不能容忍这一行为。

张家港基地的情形亦是如此，由于宁波气库是压力库，张家港是冷冻库，并且张家港气库由于吴淞口的原因，无法停靠整船远洋船货，如果宁波气库无法稳固，张家港基地也无法稳固。

从这个角度看，宁波气库是公司的最核心的利益所在，要想维持住这一优势，最为简洁的选择应该是立足宁波，先在宁波建设宁波的丙烷脱氢项目，继而等待时机发展张家港气库。从公司的公告看，公司首先发展张家港丙烷脱氢项目，进而公告启动宁波项目。从公司的角度看，某种程度上，这么做有点授人以柄，但是倘若公司对于这一转型志在必得，就另当别论了。

## （三）发展 LPG 深加工不至于造成国内丙烯供需失控

目前我国的丙烯表观消费量大约 1400 万吨，但是当量需求量接近 2000 万吨，年均增速大约 10% 左右，和 GDP 基本同步。根据丙烯下游衍生物的增长情况看，我国 2015 年的丙烯当量需求量大约会维持在 2600 万吨左右，“十二五”期间，年均增速大约 6%。

供给方面，2010 年我国丙烯产出大约 1200 万吨，有一定的缺口，预计到 2015 年，我国的丙烯产出能够达到 2000 万吨，主要的构成大体是乙烯蒸汽裂解 900 万吨，炼厂副产丙烯大约 800 万吨，甲醇制烯烃产能大约维持在 300 万吨，如此看来，还有 600 万吨的缺口。

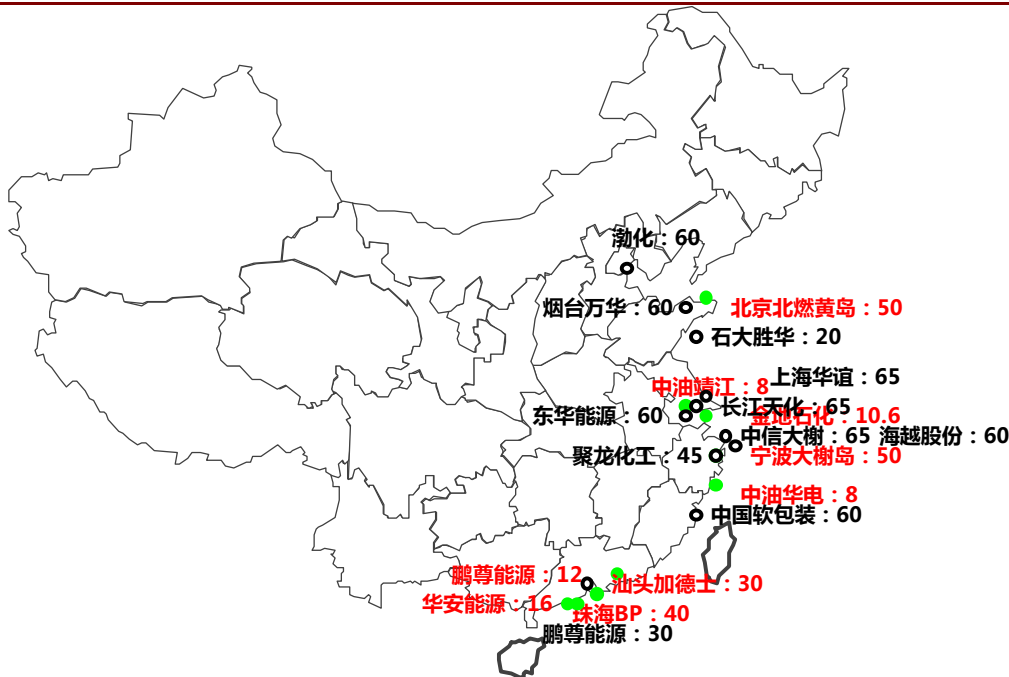
即使目前的拟建丙烷脱氢制丙烯项目全部达产，也不过基本平衡，实际上这一目标实现的可能非常小。

## 三、丙烷脱氢产业的选股逻辑

近年来，国内企业对丙烷脱氢开始关注，拟建、在建项目数量众多。上市公司中，海

越股份、东华能源、烟台万华以及卫星石化也涉足其间，如何选股就很费思量。

图 10: 国内的 LPG 仓储设施以及拟建丙烷脱氢项目



资料来源: 宏源证券, 公司公告

从这几家上市公司的技术路线看，有选择 uop 的技术路线的，也有选择 Lummus 的技术路线的。我们认为，技术路线并不存在孰优孰劣的问题，如果立足利用进口气，那么 UOP 似乎更加合适，如果立足国内气，那么 Lummus 似乎略胜一筹。但是无论如何，这写差别都是些许差异，不足以影响到公司的投资价值。

表 1: UOP 和 Lummus 的工艺比较

专利厂商	UOP	Lummus
工艺	Oleflex	Catofin
催化剂	Pt/Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Cr <sub>2</sub> O <sub>3</sub> /Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub>
操作压力, Mpa	0.136	0-0.05MPa
操作温度, °C	600-700	540-700
选择性	84%	90%
单程转化率	35-40%	55-60%
分压控制	氢循环	负压
供热方式	加热炉再热	周期性烧焦
再生方式	连续	周期性
反应方式	移动床, 连续	固定床, 间歇
催化剂	Pt 催化剂, 寿命 2-2.5a	Cr 催化剂, 寿命 2a

资料来源: 宏源证券

我们认为，公司发展丙烷脱氢的核心优势在于气库，气库的施工周期长，投资大，对于缓解 PDH 项目的季节性波动具有重要意义。LPG 的消费存在明显的季节性，合理的丙烷脱氢项目必须有足够大的仓储设施化解 LPG 这种需求的季节性波动对丙烷价格造成的冲击。丙烷脱氢项目的规模大多在 50 万吨左右，如果按照 15 天的原料库存，需要 2.5<sup>-3</sup>

万吨的库容，国际上能够有能力建设大型冷冻库的企业不在乎少数几家外资企业（比如，德国的 TGE 美国的 CBI 和日本的 IHI 等等），施工周期长达 2 年。其次，从生产经营的角度看，国内的企业可以半船货，但是国际 LPG 贸易需要通过大型冷冻船运输，单船装载能力 4 万吨。进口的 LPG 如果不具备整船接卸能力，那么在议价上将会处于不利地位。国内目前沿海地区大约有十几个 LPG 接卸码头，但是这些码头中能够有条件整船接卸丙烷的气库只有汕头、珠海、宁波以及黄岛四处。这四处储气库都是压力库，目前沿海地区已经没有条件继续新建压力库。

目前丙烷脱氢项目大多集中在华东地区，这一地区是中国最重要的丙烯及其下游衍生物消费区，但是如此多的项目集中投产，极有可能使得丙烯市场从蓝海变成红海，从这个角度看，先投产的企业，锁定下游用户的企业将会拥有更多的优势。公司的发展战略是先锁定下游用户的需求，进而据此确定项目的规模以及进度。从这一点看，也比其他企业高明。

**表 2：PDH 相关上市公司及其基本情况**

企业	一期产能	长期产能	权益	股本(亿)	每万股产能	预期投产	技术来源
东华能源	150	300	56%, 100%	2.25	52 吨	2013 年底	UOP
华昌化工	75	300	22%	2.62	6.29 吨	2013 年底	UOP
卫星石化	60	60	51%	3.86	7.9 吨	2013 年底	UOP
海越股份	45	120	100%	2	22.5 吨	2014 年中	Lummus
烟台万华	60	60	100%	21.62	2.8 吨	2014 年后	UOP

资料来源：公司公告

## 四、每一次调整都提供了一个公司的新窗口

2011 年 10 月 17 日公司公告非公开发行股票预案，拟向周一峰、施建刚、江苏华昌化工股份有限公司、顾玉兔非公开发行 8000 万股，发行价格为 10 元/股，募集资金总额为 8 亿元。募集资金主要用于投资丙烷脱氢制丙烯（一期）项目和收购宁波百地年液化石油气有限公司的股权。

同年 11 月公司公告，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。

2012 年 2 月 6 日公司公告，拟以计划收购对象——关联公司宁波百地年的名义，申请在宁波大榭开发区投资 150 万吨丙烷脱氢制丙烯项目，其中第一期产能 75 万吨。

从公司公告进军石化产业以来，公司的股价经历了几轮调整，我们认为每一轮调整都给投资者提供了较好的观察公司的窗口。

2011 年 11 月到 2012 年 1 月，一方面由于大盘调整，一方面由于进入采暖季，丙烷-丙烯价差收窄以及投资者担心公司石化项目能否顺利实施，公司股价出现较大幅度波动，

回调约 40%，2012 年 1 月份的股价大约只有鼎增加的 70%。市场普遍担心公司会借机向下修正定增价格，但是由于高度看好项目的投资回报，公司不仅没有向下修正定增价格，反而于 2012 年 2 月公告启动宁波 150 万吨丙烷脱氢项目（换言之，张家港项目的规模也相应上调到 150 万吨）。

2012 年 4 月 25 日，公司公告的一季报和投资者的预期有很大的差距，使得投资者担忧公司对资本市场的热情下降以及是否会继续推进石化项目，盘中股价一度跌停。但是，相关项目的“天时、地利、人和”，使得公司的股价得意尾盘拉升，并且基本稳定在定增价附近。

我们认为，从这两次波动可以观察到，公司对于丙烷脱氢项目的信心和决心，只要公司立足气库，化工为纲，贸易为目，其投资价值就不会变化。

## 五、财务预测和财务分析

### （一）盈利预测明细

公司的业务大致可以分为三块，LPG 贸易、化工仓储以及丙烷脱氢项目。

#### 1、丙烷脱氢板块

按照公司公告，丙烷脱氢项目主要在张家港和宁波大榭两地实施，张家港规模为一期 60 万吨，远期 120 万吨，宁波的规模为远期 150 万吨，一期 75 万吨。实际上，由于两地气库的原因以及统筹备品备件管理，两地项目单套装置规模应当相当。从这个角度看，我们认为公司的一期项目应该是张家港和宁波均为 75 万吨。

公司方面认为张家港丙烷脱氢项目能够在 2013 年中达产，基于谨慎的考虑，我们将该项目的投产日期调整到 2013 年底。

公司控股 56%的张家港基地 60 万吨丙烷脱氢项目，如果按照丙烯吨产品毛利 1000 元，副产氢气按照 1.5 元/方，仓储部分的业绩按照 200 元/吨匡算，大约摊薄后的每股收益为 1.2 元。

- $EPS_{\text{丙烯}} = 75 \times 0.05 \times 0.56 \times 0.75 / (2.249 + 0.8) = 0.52$  元
- $EPS_{\text{仓储}} = 75 \times 0.02 / (2.249 + 0.8) = 0.49$  元
- $EPS_{\text{氢气}} = 75 \times 1/44 \times 0.56 \times 1.5 \times 0.75 / (2.249 + 0.8) = 0.35$  元
- $EPS_{\text{全部}} = 0.52 + 0.49 + 0.35 = 1.36$

同理，宁波基地的摊薄后的 EPS 大约为 2 元。

需要强调说明，这部分的测算是一个偏保守的匡算，没有考虑公司参股下游丙烯下游衍生物可能的收益。从公司的角度看，参股下游可能带来决策冗长的问题，但是从规避风险以及平衡收益的角度看，我们认为公司应当适度参股下游产业。

#### 2、化工仓储板块

2012 年张家港化工仓储业务达产，由于化工储罐属于保税罐，加之，张家港属于化

工地区最重要的化工集散地，认为公司的储罐基本满负荷运行。

随着张家港化工码头的修复、投产，20万吨化工仓储有望2012年贡献业绩。公司的20万吨化工储罐大多为常规液体化工产品，吨产品的收入大体在50元/(吨·月)，毛利率66%，对应的净利润大约4000万左右，摊薄后的EPS大约为0.13元。

## 2、LPG 贸易板块

目前工业、生活用LPG市场受到挤压，但是公司也在推进车用LPG业务，整体看，国内市场基本是维持在30万吨左右的体量，吨气净利大约150~200元。

同时，利用保税库的优势，从事LPG转口业务，一方面，由于越南、印度等地需求增加，另一方面，由于日本地震导致亚太地区的LNG价格高涨，LPG的需求趋缓的态势有所延迟，整体看，转口贸易量大约每年可以维持在40万吨左右，吨气净利大约50~100元。

表 3：盈利预测关键假设明细

		2012E	2013E	2014E
传统 LPG 业务	周转量, 万吨	60	60	200
	吨产品价格, 元/吨	6125	6100	6100
	主营收入, 万元	367,500	366,000	1,220,000
	毛利率, %	5,700	5,700	5,700
化工仓储业务	年周转量, 万吨	10	15	15
	吨产品收入, 元/(吨·月)	60	60	60
	主营收入, 万元	7200	7200	7200
	毛利率, %	55.00%	66.00%	66.00%
张家港 PDH 业务, 56%股权	丙烯产量, 万吨			75
	主营收入, 万元			358977
	毛利率, %			15%
宁波 PDH 业务, 100%股权	丙烯产量, 万吨			75
	主营收入, 万元			544876
	毛利率, %			15%

资料来源: Wind、宏源证券

表 4: 利润表 (百万元)

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3480.44	3747.00	3732.00	20692.57	货币资金	1351.05	85.46	37.32	206.93
增长率	53.99%	7.66%	-0.40%	454.46%	应收和预付款项	354.55	335.04	352.45	3438.39
归属母公司股东净利润	78.93	103.60	75.44	1023.40	存货	1329.98	-411.03	1331.13	3618.26
增长率	94.34%	31.26%	-27.19%	1256.64%	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益 (EPS)	0.351	0.461	0.335	4.550	长期股权投资	14.31	14.31	14.31	14.31
每股股利 (DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.825	7.508	-5.716	-10.806	固定资产和在建工程	654.46	993.16	1731.86	1843.90
销售毛利率	6.63%	7.86%	7.38%	10.14%	无形资产和开发支出	125.62	125.62	125.62	125.62
销售净利率	2.25%	2.76%	2.02%	4.95%	其他非流动资产	0.66	0.33	0.00	0.00
净资产收益率 (ROE)	10.95%	12.57%	8.38%	53.22%	<b>资产总计</b>	<b>3830.64</b>	<b>1142.90</b>	<b>3592.70</b>	<b>9247.41</b>
投入资本回报率 (ROIC)	6.63%	6.42%	12.14%	36.54%	短期借款	2511.84	0.00	2094.59	5085.23
市盈率 (P/E)	32.28	24.60	33.78	2.49	应付和预收款项	379.98	100.48	380.25	2020.92
市净率 (P/B)	3.54	3.09	2.83	1.32	长期借款	51.53	51.53	51.53	51.53
					其他负债	19.81	19.81	19.81	19.81
<b>利润表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>负债合计</b>	<b>2963.15</b>	<b>171.81</b>	<b>2546.18</b>	<b>7177.49</b>
营业收入	3480.44	3747.00	3732.00	20692.57	股本	224.90	224.90	224.90	224.90
减: 营业成本	3249.55	3452.40	3456.72	18594.20	资本公积	259.75	259.75	259.75	259.75
营业税金及附加	1.64	6.48	6.46	35.79	留存收益	236.04	339.64	415.07	1438.47
营业费用	31.96	34.41	34.27	190.02	归属母公司股东权益	720.68	824.29	899.72	1923.12
管理费用	34.31	38.50	38.34	212.60	少数股东权益	146.80	146.80	146.80	146.80
财务费用	73.95	90.97	94.52	294.31	<b>股东权益合计</b>	<b>867.49</b>	<b>971.09</b>	<b>1046.52</b>	<b>2069.92</b>
资产减值损失	1.11	1.11	1.11	1.11	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3830.64</b>	<b>1142.90</b>	<b>3592.70</b>	<b>9247.41</b>
加: 投资收益	-5.59	0.00	0.00	0.00					
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
<b>营业利润</b>	<b>82.34</b>	<b>123.14</b>	<b>100.58</b>	<b>1364.53</b>					
加: 其他非经营损益	24.74	15.00	0.00	0.00					
利润总额	107.08	138.14	100.58	1364.53					
减: 所得税	28.62	34.53	25.15	341.13					
<b>净利润</b>	<b>78.46</b>	<b>103.60</b>	<b>75.44</b>	<b>1023.40</b>	<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
减: 少数股东损益	-0.46	0.00	0.00	0.00	经营性现金净流量	-185.54	1688.50	-1285.53	-2430.19
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>78.93</b>	<b>103.60</b>	<b>75.44</b>	<b>1023.40</b>	投资性现金净流量	-258.02	-388.75	-800.00	-200.00
					筹资性现金净流量	1251.08	-2565.33	2037.39	2799.80
					现金流量净额	790.57	-1265.58	-48.14	169.61

资料来源: 宏源证券研究所

## (二) 预测结果讨论与不确定因素分析

公司 11、12 以及 13 年的每股收益分别为 0.46、0.34 以及 4.55 元。

如果公司的丙烷脱氢项目能够在 13 年底如期投产，每股收益的增量在 4 元（未考虑摊薄）。按照正常项目经验推断，13 年底宁波项目和张家港项目应该会试车，14 年一季度达产，维持“买入”评级。

潜在风险：

公司起步于商贸零售领域，虽然目前已经引进了中国石化、BP 公司等优秀的高管人员，但是从团队的角度看，仍需进一步补强；

公司目前仍投入较多精力于 LPG 汽车，从油品升级，以及柴油的定价体系看，LPG 汽车面临的挑战多过机遇。



**柴沁虎:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

**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, 4年证券行业从业经验。

**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

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺 (保险)
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 <a href="mailto:xixi@hysec.com">xixi@hysec.com</a>
华南区域	贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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。