

百地连气库股权交割完成

买入维持

目标价格：13 元

投资要点：

- 📖 百地连气库股权交割已经完成，股价最大风险得以消弭
- 📖 宁波项目有可能后发先至，“能评”是关键因素
- 📖 张家港基地进展正常

报告摘要：

- **百地连气库股权交割完成，股价最大的不确定得以消弭。**公司的非公开发行申请 5 月份过会，因为未能拿到书面核准文件，导致增发工作未能实施。此次公告，表明宁波百地年气库的股权交割和变更手续已经完成，公司股价中最大的不确定风险得以消弭。
- **宁波项目有可能后发先至，“能评”是关键因素。**宁波项目目前尚未获得核准许可，但是鉴于浙江已有多个类似项目获批，核准难度不大。宁波项目的设计方、施工方以及设备招标工作可能会和张家港同步推进。由于宁波基地基础设施条件较好，存在后发先至的可能，乐观预计，两个项目同步完工。
- **张家港基地进展正常，部分瓶颈已消弭。**目前张家港项目已经进入桩基阶段，设备招标工作近期完工，变电站等瓶颈已打通。从两个基地的协调互动看，我们认为张家港基地的项目规模可能会上调到 75 万吨/年，13 年底具备试车条件。
- **维持“买入”评级。**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，公司 12、13 以及 14 年的每股收益分别为 0.46、0.34 以及 4.55 元，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；

石化研究组

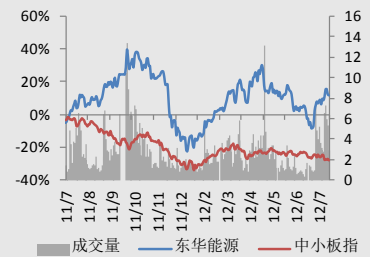
分析师：

柴沁虎 (S1180512040001)

电话：010-88013563

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

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

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：股价调整创造买入良机 * 002221 * 石化行业 * 柴沁虎》，2012.5
- 2 《宏源证券 * 年报简评 * 东华能源：业绩靓丽，期待更上层楼 * 002241 * 石化行业 * 柴沁虎》，2012.4

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

目录

一、事件描述	4
(一) 张家港丙烷脱氢制丙烯项目进展情况	4
(二) 宁波丙烷脱氢制丙烯项目进展情况	4
二、事件评论	4
(一) 百地连气库股权变更手续完成，股价最大不确定因素消除	4
(二) 宁波丙烷脱氢项目可能后发先至	5
三、财务预测和投资建议	5
(一) 盈利预测明细	5
1、丙烷脱氢板块	5
2、化工仓储板块	6
2、LPG贸易板块	6
(二) 预测结果讨论与不确定因素分析	8

表格

表 1：盈利预测关键假设明细.....	6
表 2：利润表（百万元）.....	7

一、事件描述

2012年7月21日，东华能源（002221）发布公告，公告丙烷脱氢项目进展。

（一）张家港丙烷脱氢制丙烯项目进展情况

由公司控股子公司张家港扬子江石化有限公司（以下简称“扬子江石化”）负责投资建设的60万吨（一期）丙烷脱氢制丙烯项目正处于项目建设期。现将截止本公告日的有关进展情况公告如下：

- 1、扬子江石化已完成丙烷脱氢制丙烯项目土地的交易，已经取得国有土地使用权证。
- 2、项目由华陆工程科技有限责任公司负责总体方案设计，双方已签署正式的设计合同，工艺流程设计已审查通过。
- 3、项目的基础土建部分已经开始施工。
- 4、项目主要长周期设备的技术和商务谈判事项已基本完成。

（二）宁波丙烷脱氢制丙烯项目进展情况

以宁波百地年液化石油气有限公司为主体计划投资的75万吨（一期）丙烷脱氢制丙烯项目已经开始前期筹建工作，现将截止本公告日的有关进展情况公告如下：

- 1、项目已经获得宁波市发展与改革委员会的项目登记，但尚未获得核准批文。
- 2、已经编制完成项目申请报告，项目的环评、安评和能评工作均已经展开；项目所需土地已经基本落实，有关转让事项正在洽谈之中。
- 3、因项目审批的需要及保障公司的投资权益，依据公司股东大会和董事会已经审议通过的定向增发方案及签署的《股权转让协议》和《丙烷、丁烷综合利用项目投资协议书》等，已完成了宁波百地年液化石油气有限公司的股权交割和变更手续。

二、事件评论

（一）百地连气库股权变更手续完成，股价最大不确定因素消除

2011年10月18日，公司公告拟非公开发行股票数量为8,000万股，募集资金总额为80,000万元，募集资金将用于投资建设丙烷脱氢制丙烯（一期）项目和收购宁波百地年100%股权。2012年5月25日，非公开发行申请获得中国证券监督管理委员会发行审核委员会通过。但是由于种种原因，经过两个月的时间，公司仍未能完成非公开发行。公司的解释是公司至今未能收到中国证券监督管理委员会书面核准文件，但是，丙烷脱氢项目投资环境的多变使得部分投资者担心增发工作是否存在变数。

此次公告，公司表示“依据公司股东大会和董事会已经审议通过的定向增发方案及签署的《股权转让协议》和《丙烷、丁烷综合利用项目投资协议书》等，已完成了宁波百地年液化石油气有限公司的股权交割和变更手续。”，据此有理由推测，公司的增发工作已经实质完成。公司股价中最大的不确定风险得以消弭。

（二）宁波丙烷脱氢项目可能后发先至

公司计划依托宁波和张家港基地发展丙烷脱氢项目，两地的装置规模、技术来源完全相同，有理由认为，总体方案设计、工程总包也应该由相同的单位负责，设备招标采购工作也应该是“1*2”的模式。

公司公告表示“项目由华陆工程科技有限责任公司负责总体方案设计，双方已签署正式的设计合同，工艺流程设计已审查通过；主要长周期设备的技术和商务谈判事项已基本完成。”。

据此，我们有理由认为，张家港的丙烷脱氢项目的装置规模可能会上调到 75 万吨/年。

虽然没有取得项目核准批文，但是宁波项目的设备招标工作应该是和张家港项目同步推进。

我们认为，由于已经有卫星石化、三圆石化以及海越股份等项目的先例，宁波项目取得核准批文障碍不大。由于浙江省属于能源资源匮乏的省份，“三评”工作中，能评是最关键的因素。

从项目节奏看，张家港项目在先，但是大榭的基础设施相对更加完善，施工难度较小，存在后发先至的可能。最大的可能是两个项目同步完工（相差不超过一个季度）。

三、财务预测和投资建议

（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。

- $EPS_{\text{丙烯}} = 75 * 0.05 * 0.56 * 0.75 / (2.249 + 0.8) = 0.52$ 元
- $EPS_{\text{仓储}} = 75 * 0.02 / (2.249 + 0.8) = 0.49$ 元
- $EPS_{\text{氢气}} = 75 * 1/44 * 0.56 * 1.5 * 0.75 / (2.249 + 0.8) = 0.35$ 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 1：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 2：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%	资产总计	3830.64	1142.90	3592.70	9247.41
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
					负债合计	2963.15	171.81	2546.18	7177.49
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	股本	224.90	224.90	224.90	224.90
营业收入	3480.44	3747.00	3732.00	20692.57	资本公积	259.75	259.75	259.75	259.75
减：营业成本	3249.55	3452.40	3456.72	18594.20	留存收益	236.04	339.64	415.07	1438.47
营业税金及附加	1.64	6.48	6.46	35.79	归属母公司股东权益	720.68	824.29	899.72	1923.12
营业费用	31.96	34.41	34.27	190.02	少数股东权益	146.80	146.80	146.80	146.80
管理费用	34.31	38.50	38.34	212.60	股东权益合计	867.49	971.09	1046.52	2069.92
财务费用	73.95	90.97	94.52	294.31	负债和股东权益合计	3830.64	1142.90	3592.70	9247.41
资产减值损失	1.11	1.11	1.11	1.11					
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					
营业利润	82.34	123.14	100.58	1364.53					
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					
净利润	78.46	103.60	75.44	1023.40					
减：少数股东损益	-0.46	0.00	0.00	0.00					
归属母公司股东净利润	78.93	103.60	75.44	1023.40					

	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	-185.54	1688.50	-1285.53	-2430.19	投资性现金净流量	-258.02	-388.75	-800.00	-200.00
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
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
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 12、13 以及 14 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。

分析师简介:

柴沁虎: 宏源证券研究所石化行业研究员, 清华大学管理学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	章汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@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。