

非公开发行预案简评

买入 维持

目标价格：15.00元

公司近日公告，拟以 11.54 元/股，非公开发行股票不超过 1.06 亿股，用于东华能源福基石化项目以及补充流动资金，简要点评如下：

报告摘要：

- **公司的业务有空间。**只要北美页岩气/煤层气的投资逻辑不变，液化气深加工产业就是大势所趋，东华能源的投资机会就一直存在。
- **公司的业务有壁垒。**丙烷脱氢并无新意，但是公司护城河鲜明：首先，公司占据华东地区唯一的 LPG 转运第一港的地利，可以获得廉价原料；其次，公司在项目推进上首先确定副产氢气的去向，以此决定丙烷脱氢规模；最后，公司始终将上游资源的掌控作为丙烷脱氢项目成败的关键，能够有效通过金融市场锁定收益。我们认为，和其他企业相比较，公司的丙烷脱氢至少有 500 元的吨净利优势。
- **公司的业务风险小。**市场比较纠结张家港项目进度快慢以及张家港项目和宁波项目不同步的风险，实际上张家港项目下游合作方的进度远快于预期，公司也一直在通过努力扩大国际贸易业务化解两地项目投产不同步的风险。
- **公司的领导立意高。**公司 2004 年收购 UNOCAL 张家港基地，进军 LPG 贸易领域，到 09 年收购 BP 宁波气库，到 11 年正式介入深加工业务，思虑周详，谋划详尽。这一时刻也是 2004 年 BP 剥离烯烃及其衍生物领域，若不是对页岩气产业有透彻理解，断然不会进入相关领域，从这个角度看，东华能源背后存在一个和 John Brown 勋爵同等阅历的推手。基于这一点，我们看多相关领域横向拓展的可能。公司也讲到了，要将大榭建成具有国际竞争力的石化产业基地、国家能源中转基地和区域能源化工交易中心。
- **维持“买入”评级。**暂不考虑增发摊薄股本影响，预计公司 13-15 年的每股收益分别为 0.25、0.66 以及 1.40 元，目前股价大约 12 元，考虑到公司 LPG 深加工产业的发展态势以及公司良好的行业掌控力，维持“买入”评级，短期目标价位 15 元。

石化&环保研究组

分析师：

柴沁虎(S1180512040001)

电话：010-88013563

Email: chaiqinhu@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

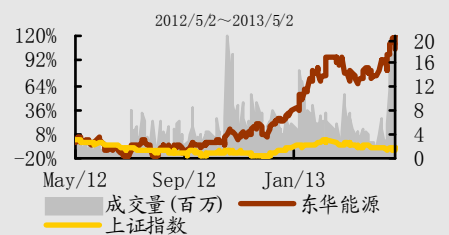
Email: zuguangping@hysec.com

张力扬

电话：010-88013563

Email: zhangliyang@hysec.com

市场表现



相关研究

四川美丰：莫道浮云终蔽日，严冬过尽绽春蕾

2013/4/25

四川美丰：自助者，天助之

2013/4/18

石化行业：原油供需格局存变，水平井仍可关注

2013/4/15

东华能源：股价调整恰是买入良机

2013/2/28

行业报告 * 我们的 PM2.5 观

2013/2/7

黑猫股份：突发利空不改公司投资价值

2013/1/29

黑猫股份：业绩拐点隐现

2013/1/8

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	3480.44	5450.72	4952.00	8325.86	12889.99
增长率(%)	53.99%	56.61%	-9.15%	34.90%	54.82%
归母净利润(百万)	78.93	91.80	146.13	387.86	819.39
增长率(%)	94.34%	16.31%	59.19%	119.32%	111.26%
每股收益	0.135	0.157	0.249	0.661	1.397

表 1：利润表（百万元）

单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5450.72	4952.00	8325.86	12889.99	货币资金	1833.33	49.52	83.26	128.90
增长率	56.61%	-9.15%	34.90%	54.82%	应收和预付款项	415.59	512.30	812.00	1581.36
归属母公司股东净利润	91.80	146.13	387.86	819.39	存货	1026.84	1083.72	1869.36	3393.67
增长率	16.31%	59.19%	119.32%	111.26%	其他流动资产	0.41	0.41	0.41	0.41
每股收益 (EPS)	0.157	0.249	0.661	1.397	长期股权投资	15.33	15.33	15.33	15.33
每股股利 (DPS)	0.015	0.024	0.065	0.137	投资性房地产	17.27	15.41	13.55	11.69
每股经营现金流	0.811	0.804	0.309	-0.818	固定资产和在建工程	1228.94	2110.68	2925.76	3674.17
销售毛利率	6.08%	7.39%	9.23%	11.28%	无形资产和开发支出	292.98	286.37	279.76	273.14
销售净利率	1.67%	2.95%	4.66%	6.36%	其他非流动资产	2.36	1.18	0.00	0.00
净资产收益率 (ROE)	6.56%	9.54%	20.32%	30.95%	资产总计	4833.06	4074.93	5999.43	9078.68
投入资本回报率 (ROIC)	10.27%	8.32%	12.22%	18.08%	短期借款	2815.17	1675.61	3353.00	5185.94
市盈率 (P/E)	77.41	48.63	18.32	8.67	应付和预收款项	78.40	342.74	227.03	748.97
市净率 (P/B)	5.08	4.64	3.72	2.68	长期借款	54.58	54.58	54.58	54.58
					其他负债	251.40	251.40	251.40	251.40
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	负债合计	3199.55	2324.34	3886.01	6240.90
营业收入	5450.72	4952.00	8325.86	12889.99	股本	293.17	293.17	293.17	293.17
减：营业成本	5119.21	4586.25	7557.04	11436.55	资本公积	1025.60	1025.60	1025.60	1025.60
营业税金及附加	6.20	4.00	6.73	10.41	留存收益	80.58	212.39	589.94	1329.04
营业费用	35.84	32.56	54.74	84.75	归属母公司股东权益	1399.35	1531.16	1908.71	2647.81
管理费用	61.78	52.79	88.75	137.41	少数股东权益	234.16	234.16	234.16	234.16
财务费用	144.33	101.19	152.20	227.47	股东权益合计	1633.51	1765.32	2142.87	2881.97
资产减值损失	-3.93	0.00	0.00	0.00	负债和股东权益合计	4833.06	4089.66	6028.88	9122.86
加：投资收益	8.31	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	95.60	175.21	466.41	993.41					
加：其他非经营损益	22.50	0.00	0.00	0.00					
利润总额	118.10	175.21	466.41	993.41	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
减：所得税	27.02	43.80	93.28	188.75	经营性现金净流量	475.81	471.26	181.24	-479.53
净利润	91.08	131.41	373.13	804.66	投资性现金净流量	-539.93	-1000.00	-1000.00	-1000.00
减：少数股东损益	-0.72	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	514.86	-1255.07	840.29	1525.18
归属母公司股东净利润	91.80	146.13	387.86	819.39	现金流量净额	447.41	-1783.81	21.54	45.64

资料来源：宏源证券研究所

作者简介:

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，从事石油化工、煤化工、天然气等能源化工领域的行业研究。加盟宏源证券之前，曾经在扬子石化、石化协会等机构任职。主要覆盖：广汇能源、东华能源、海越股份、齐翔腾达、宝利沥青。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。