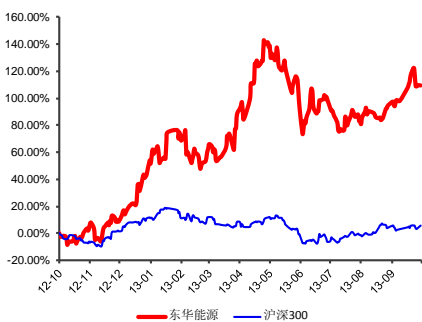


2013年10月22日

评级（首次/维持/下调/上调）

推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《东华能源（002221）半年报点评：  
PDH 项目进展顺利，业绩将快速提  
升》2013/8/27

报告作者：

分析师：赵心

执业证书编号：S0590510120009

联系人：徐留明

电话：0510-8283-2053

Email: xulm@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

## 东华能源（002221.SZ）三季度业绩点评

**事件：**公司公告2013三季报，前三季度实现营业收入51.5亿元，同比增长31.6%，其中第三季度实现营业收入22.7亿元，同比大幅增长97.5%。归属于上市公司股东的净利润3439元，较去年同期增长21.0%，实现基本每股收益0.058元，公司业绩保持了平稳增长，与我们预期一致。预计2013年归属于上市公司股东的净利润的变动区间为9180万至13770万元，同比增长0-50%，对应EPS为0.16-0.23元。

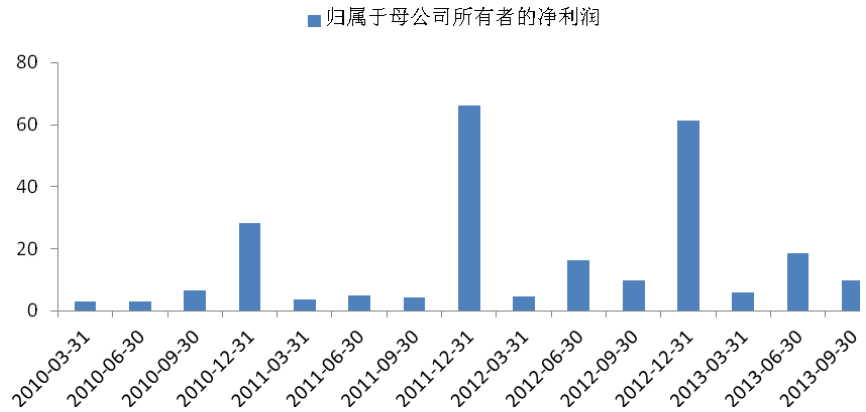
**点评：**

- **报告期内公司主营业务液化石油气(LPG)的销售大幅增加。**前三季度公司实现营业收入51.5亿元，同比增加31.6%，而第三季度营业收入达22.7亿元，同比大幅增长97.5%，主要是由于当期公司业务量大幅增加导致的。我们分析认为业务量大幅增加主要有两个原因：首先是天然气价格的上涨延缓了天然气对液化气的替代，间接导致了液化气旺盛的需求，今年7月10日起非居民天然气价格上涨0.26元/m<sup>3</sup>，从短期来看天然气价格的上升依然将维持一段时间，这是由于过去五年天然气进口价格上涨了50%以上，而同期国内天然气终端售价涨幅仅有24%，国内进口气售价与进口成本倒挂日益严重，在美国对页岩气出口的管制政策尚未完全放开的前提下，天然气价格上涨依然是大概率事件。其次公司针对国内市场加大了销售开拓的力度，尤其是在广东华南地区，上半年新增客户数量大量增加，我们认为第三季度新增客户数将依然维持在较高水准。
- **主营业务毛利率略有下降，期间费用率控制得较好。**今年前三季度东华综合毛利率仅有3.57%，去年同期为4.96%，毛利率有一定幅度的下降。我们认为这是因为今年LPG销售价格略有下降，同时公司为了扩展新客户的需要，采用了以低价打开市场的策略。我们认为这样的毛利率的波动是合理可控的。前三季度公司期间费用为15577万元，期间费用率由去年同期的4.06%下降至3.04%，

期间费用率较去年同期下降 1.02%。期间费用的结构与去年同期相比有一定的不同，期间费用率各项同比均出现了一定的下降，显示出公司良好的管理水平。此外根据第三届董事会决议公告，公司新申请了 15.23 亿元的授信额度，而在当期公司短期借款由去年同期的 17.3 亿快速增加至 34.2 亿的情况下，而财务费用却没有出现相应的增长，有两方面原因：一、当期借款费用符合条件的均已资本化处理；二、新增短期借款还没有结息。

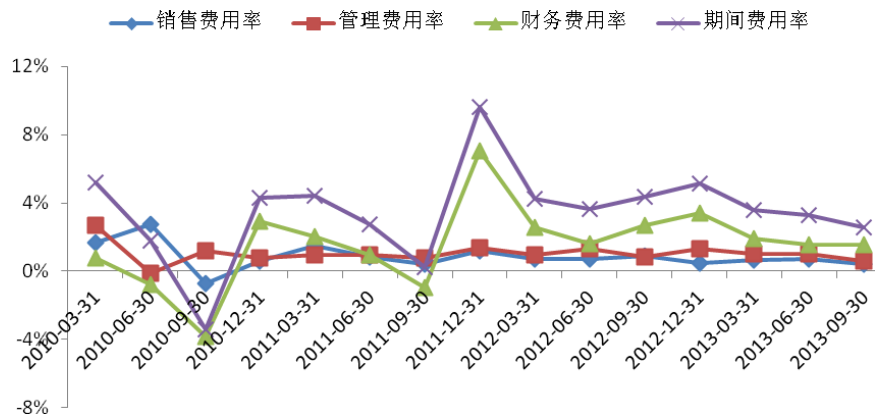
- **LPG 深加工项目建设正在有序展开。**公司继续加大对 LPG 深加工项目建设的投资力度，在建工程余额由今年年初的 1 亿元提高至当前的 9 亿元，在建工程较年初大幅增加 766.9%，主要投资于张家港及宁波项目的建设。目前张家港扬子江石化投资的 PDH 及聚丙烯项目正按照计划有序开展，PDH 项目储罐、桩基及设备基础工程已完成 70% 的工程量，丙烯精馏塔预制工程也已经完成，预计将于 2014 年上半年投产，配套聚丙烯生产线的核心设备的采购正在按照计划进行；同时宁波 PDH 项目的建设也正有序开展，已经与 UOP 公司签署了专利特许及工程设计合同，其他的土建及配套工程也正逐步展开。
- **增加库存应对 LPG 的消费旺季。**LPG 的消费存在很强的季节性，寒冷的第四季度是传统的消费旺季。公司存货随季节的变化非常明显，历史上通常第四季度贡献了超过 50% 的净利润，因此公司需要未雨绸缪，准备好充足的 LPG 以满足第四季度旺盛的需求，预计第四季度公司液化气的销售将会比较顺利，带动公司业绩的提升。
- **维持公司“推荐”的投资评级。**我们的主要推荐逻辑在于增发项目丙烷脱氢投产后，带动公司业绩快速提高，公司业绩的弹性非常大。虽然目前宁波 PDH 装置建设的进度略低于市场预期，但我们认为在经过张家港 PDH 项目的建设后，公司对 PDH 项目的施工运行均获得了一定的经验，这对于宁波 PDH 项目的建设是极为有利的。在假设张家港及宁波 PDH 项目分别约 2014 年下半年 2015 年下半年投产的基础上，及公司业绩具有明显的季节性，我们预测 2013 至 2015 年年每股收益分别为 0.17 元、0.29 元和 0.95 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示。**PDH 项目建设进度低于预期；煤化工丙烯产能大幅提高；丙烷价格迅速提升。

图表 1: 第四季度通常贡献了超过全年一半的净利润



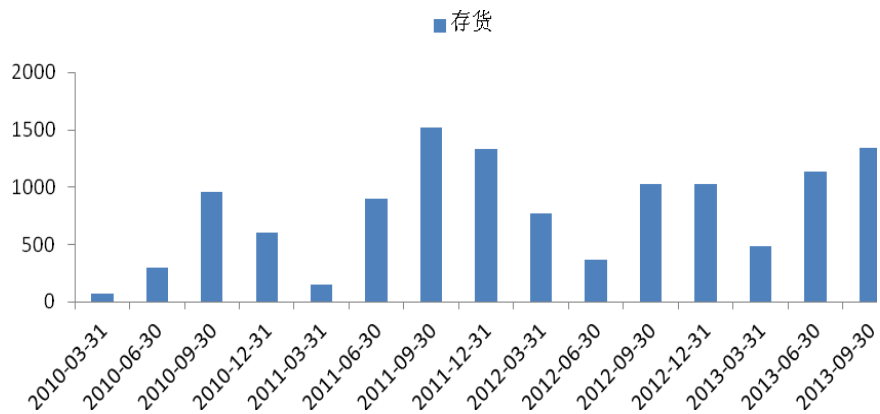
数据来源: wind 国联证券研究所

图表 2: 2013 年期间费用率持续下降



数据来源: wind 国联证券研究所

图表 3: 第三季度存货大幅增加



数据来源: wind 国联证券研究所

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>3,480.44</b>	<b>5,450.72</b>	<b>5,773.03</b>	<b>8,188.06</b>	<b>13,748.99</b>
YOY(%)	54.0%	56.6%	5.9%	41.8%	67.9%
营业成本	3,249.55	5,119.21	5,367.82	7,437.17	12,049.95
营业税金及附加	1.64	6.20	6.57	9.31	15.64
销售费用	31.96	35.84	45.49	59.18	103.85
占营业收入比(%)	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%
管理费用	25.97	50.23	53.20	75.46	126.71
占营业收入比(%)	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>EBIT</b>	<b>167.21</b>	<b>230.90</b>	<b>288.41</b>	<b>595.39</b>	<b>1,441.30</b>
财务费用	73.95	144.33	185.15	283.98	384.79
占营业收入比(%)	2.1%	2.6%	3.2%	3.5%	2.8%
资产减值损失	(1.11)	3.93	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5.59)	8.31	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>82.34</b>	<b>95.60</b>	<b>103.26</b>	<b>311.41</b>	<b>1,056.51</b>
营业外净收入	24.75	22.50	25.00	25.00	25.00
<b>利润总额</b>	<b>107.08</b>	<b>118.10</b>	<b>128.26</b>	<b>336.41</b>	<b>1,081.51</b>
所得税	28.62	27.02	32.06	84.10	270.38
所得税率(%)	26.7%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>78.46</b>	<b>91.08</b>	<b>96.19</b>	<b>252.31</b>	<b>811.13</b>
占营业收入比(%)	2.3%	1.7%	1.7%	3.1%	5.9%
少数股东损益	0.46	0.72	0.78	(51.46)	(154.37)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>78.93</b>	<b>91.80</b>	<b>96.98</b>	<b>200.85</b>	<b>656.76</b>
YOY(%)	94.4%	16.3%	5.6%	107.1%	227.0%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.31</b>	<b>0.17</b>	<b>0.29</b>	<b>0.95</b>

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-8283337

传真: 0510-8283217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责声明:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。