

增发向全球化烷烃综合运营商进军

东华能源 (002221.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师: 王强 电话: (8621) 20252621 邮箱: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511080002

分析师: 裘孝锋 电话: (8621) 20252676 邮箱: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511050001

1. 事件

(1) 公司拟非公开增发不超过 1.98 亿股、募集资金不超过 61.776 亿元, 发行价格不低于 31.1 元/股, 将用于宁波丙烷资源综合利用项目(二期)(21 亿)、收购扬子江石化 44% 股权(5 亿)、扬子江石化丙烷脱氢制丙烯项目(二期)(18 亿)和补充流动资金(17.776 亿元); 其中实际控制人夫妇合伙发起成立的祥毅投资承诺认购金额不低于 3 亿元且不超过 15 亿。

(2) 公司全资子公司宁波百地年液化石油气有限公司拟建两个丙烷地下洞库, 一个约 120 万立方米, 一个约 80 万立方米。建成后, 设计年丙烷周转量 316 万吨/年; 拟建的洞库地址位于宁波大榭岛东北部, 建设期 3 年, 总投资约 20 亿元。

(3) 公司将以非公开增发募集资金 5 亿元收购江苏华昌化工股份有限公司和江苏飞翔化工股份有限公司合计持有的公司控股子公司张家港扬子江石化 44% 的股权。扬子江石化 120 万吨/年丙烷脱氢制丙烯(一期)项目 60 万吨主要装置已于前期投料试车, 并于近日打通全部生产流程, 并生产出合格的丙烯及氢气等产品, 进入试生产阶段。

2. 我们的分析与判断

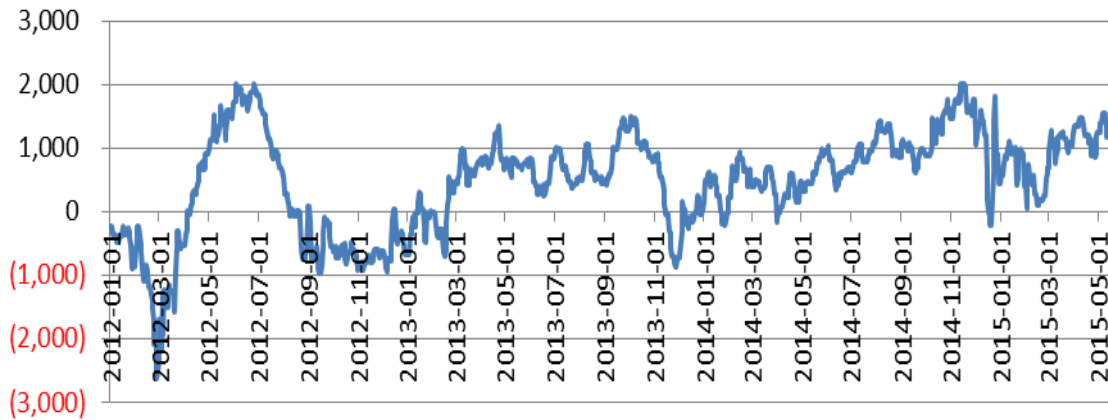
(一)、PDH 首期项目投产, 剑指国内最主要的丙烷脱氢制丙烯供应商

丙烯是仅次于乙烯的一种重要石油化工基本原料, 我国是目前全球最大的丙烯和丙烯衍生物进口国, 长期以来丙烯和聚丙烯不能自给自足, 进口依存度较高。2014 年我国丙烯进口总量达 304.78 万吨, 同比增长达 15.4%; 聚丙烯总进口量为 363.25 万吨。近年来, 随着页岩气革命的持续深入发展, 丙烷脱氢制丙烯(PDH)以其良好的环境和成本优势, 正在北美等地区获得快速推广; 公司是华东地区最大的进口 LPG 供应商, 积极开拓 LPG 下游应用领域, 大力发展乙烷、丙烷、丁烷的深加工产业, 致力于成为以油气资源为核心的清洁能源综合运营商, 实现公司的战略转型和升级。

公司在张家港通过扬子江石化实施 2 套丙烷脱氢制丙烯项目, 年产 120 万吨丙烯、40 万吨聚丙烯; 在宁波大榭经济开发区通过福基石化的丙烷资源综合利用项目实施 2 套丙烷脱氢制丙烯项目, 年产 132 万吨丙烯、40 万吨聚丙烯。其中扬子江一期 60 万吨丙烷脱氢制丙烯已处于试生产阶段, 宁波一期 66 万吨丙烯、40 万吨聚丙烯预计 2016 年上半年投产; 张家港扬子江石化二期和宁波福基石化二期则利用此次募投资金建设, 预计 2017 年投产。此次收购扬子江石化其余的 44% 股权之后, 以上 4 套 PDH 装置和 2 套聚丙烯的扬子江石化和福基石化都成为公司的全资子公司; 未来 2 年, 公司将建成 252 万吨丙烯 80 万吨聚丙烯, 将成为国内最主要的丙烷脱氢制丙烯供应商, 也将是石油石化体系之外的最大的丙烯供应商之一。

丙烷价格冬天过后有所回落, 3 月以来中东装船丙烷价格为 450 美元/吨左右, 华东到岸价格在 500 美元/吨左右, 而丙烯价格则一直维持在 7000 元/吨以上的相对高价, 丙烷脱氢单位毛利可观, 不考虑氢气的收益的情况下, 单位毛利都能维持在 1200 元/吨左右, 按目前盈利情况来看, 全年平均达到 800 元/吨净利的可能性较大。

图 1：丙烷脱氢单位毛利指标



资料来源：wind，中国银河证券研究部

(二)、新扩建仓储库存，搭建供应链金融平台，致力于成为全球化的烷烃运营商

公司目前在张家港、太仓和宁波的三大生产仓储基地具备 62.8 万立方米的 LPG 仓储能力，年周转能力超过 300 万吨；配套拥有 5 万吨级码头三座，2 万吨级码头一座、5 千吨级码头二座；为配合张家港项目的建设，又配套扩建了 16 万立方的冷冻罐。但是，随着公司国际贸易量的大幅增长，深加工项目的陆续投入运营，目前的仓储能力依然无法满足业务发展的要求；公司的宁波基地濒临国际深水航道，具备“第一港”整船装卸码头条件，公司此次计划投资新建 200 立方米的地下洞库，建成后的设计年丙烷周转量 316 万吨/年。

建成后，公司的烷烃资源仓储能力将大幅度提升，总体仓储能力将跨入行业全球领先的地位，有利于公司资产综合优势的充分发挥，公司将从源头整合丙烷、丁烷的国际采购、物流、仓储和第一港优势，掌握国际资源，在保证丙烷原料的稳定供应的基础上，进一步提升国际贸易和国内销售的市场竞争力；以丙烷到丙烯、聚丙烯及下游产业等基础石化产品为核心，形成比较完善的丙烷和丁烷综合利用产业链。

作为烷烃资源的综合运营商，公司长期从事 LPG 的国际贸易和进口分销业务，建立了一支专业化的国际业务团队；公司已经掌握了大量北美资源的长约，还在积极寻求签署中东等其他生产商的长约；通过与中东、北美、西非、澳大利亚等主要生产国的生产商、贸易商长期合作的良好信用和交易记录，积累了非常优良的国际信用。

2015 年公司将以新加坡公司为核心平台，香港公司为辅助，与上海自贸区公司形成境内外联动的格局；以国际贸易为龙头，整合资源、物流、仓储、生产、金融等要素，通过进口、转口、复出口，囤货、期货、换货、价格锁定及供应链金融等业务，充分发挥公司的综合运营优势，逐步增强对丙烷、丁烷资源定价的话语权。公司通过积极的“囤货采购”及“现期货结合”策略，建立现期货相结合的国际业务体系，为公司成为全球化的烷烃资源综合运营商奠定基础。

(三)、致力于发展乙烷、丙烷、丁烷下游深加工新材料，规划曹妃甸产业园区

公司一直致力于利用国际油气资源，为国内经济发展服务，通过生产与贸易、贸易与物流等方面的相互结合，积极开拓 LPG 下游应用领域，以新材料产业为导向，大力发展乙烷、丙烷、丁烷的深加工产业，促进新能源和新材料产业的结合，成为以油气资源为核心的清洁能源综合运营商，实现公司的战略转型和升级。

为确保公司烷烃资源综合利用产业发展的战略顺利实施，公司在充分发挥现有优势的同时，高度重视项目的技术

研发能力建设，为此，公司正在积极筹建产业研发中心，依托国际一流的大型石化研发机构的技术能力，包括：美国 UOP、陶氏化学（DOW CHEMICAL COMPANY）、英力士科技有限公司（INEOS TECHNOLOGY CO.LTD）、霍尼韦尔国际（HONEYWELL INTERNATIONAL）等，通过技术引进、合作，以及下游新材料产品的共同研发和投资等，专注于 LPG 深加工产业及相关产品方面的技术研发，为公司战略目标的实施及产业的持续发展形成技术优势。

公司致力于成为以高纯度液化石油气（LPG）为核心原料的清洁环保能源综合运营商，并不断构建 LPG 一体化应用的完整产业链条。除了目前已经开始实施的张家港扬子江石化 2 套 PDH 和宁波福基石化 2 套 PDH 项目之外，公司拟在曹妃甸工业区建设“东华能源页岩气新材料产业园”，园区总规划面积约为 20000 亩，分期实施，项目规划建设投资乙烯、丙烯、丁烯等基础石化原料，并向下游新材料产业延伸；目前拟规划项目主要有 2 套 66 万吨/年丙烷脱氢及下游聚丙烯、环氧丙烷等项目，2 套 100 万吨/年乙烷裂解制乙烯及下游聚乙烯等项目，包括配套建设 2 个 5 万吨级企业自备码头等，力争在 2020 年前完成东华产业园全部规划项目。

3. 投资建议

随着张家港首期丙烷脱氢 60 万吨的投产，LPG 深加工产业链将逐步业绩兑现，公司未来几年业绩有望实现高速增长。按增发完成后 8.9 亿股摊薄，假设扬子江石化剩余股权今年底完成交割，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.41 元、1.55 元和 2.29 元；维持“谨慎推荐”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、王强，石化和化工行业证券分析师。 2 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010- 66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010- 83571359 liusiyao@chinastock.com.cn