

## 引入股权投资，助推宁波 PDH 项目

东华能源 (002221.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司拟与嘉兴硅谷天堂金宏投资合伙企业、国投瑞银资本管理有限公司共同投资设立宁波梅山保税港区东华硅谷股权投资合伙企业。东华硅谷由嘉兴金宏为普通合伙人、执行事务合伙人，合伙企业总规模为 15 亿元；公司作为劣后级有限合伙人，以自有资金认缴出资 4.95 亿元，国投瑞银作为优先级有限合伙人，认缴出资人民币 10 亿元，嘉兴金宏作为普通合伙人，认缴出资人民币 500 万元。东华硅谷的投资用途只限于对宁波福基项目的投资，成立后拟与宁波福基以及其控股股东南京东华能源燃气有限公司、太仓东华能源燃气有限公司在宁波福基石化有限公司的二期项目开展合作，对宁波福基石化有限公司进行增资。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) PDH 丙烷脱氢，扬子江石化进入业绩释放期，

##### 宁波福基石化有望下半年投产

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。公司是国内最大的进口 LPG 供应商、东亚最大的 LPG 贸易商之一，公司积极开拓 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；利用上游资源掌握、中游强大物流体系支撑、下游聚丙烯装置配套，打造了独特的丙烷-丙烯-聚丙烯全产业链。

公司在张家港建设了 3 年多的扬子江石化首套年产 66 万吨丙烷脱氢制丙烯、40 万吨聚丙烯项目均一次性投料开车成功，自 2015 年 8 月底开始保持 85% 以上的负荷稳定、并于 2016 年 2 月底转固，开始成为公司新的利润主要增长点；扬子江石化一期的成功投产为公司向烷烃资源综合运营商战略转型的下一步产业规模化发展奠定基础。

公司宁波福基石化的 2 套 66 万吨丙烷脱氢制丙烯和 40 万吨聚丙烯项目正在有序推进，一期 66 万吨 PHD 有望于今年年中投料试车、并于下半年投产；二期的 66 万吨 PHD 项目我们预计将于 2017 年底投产；此次公司引入优先级股权投资将助推宁波福基石化二期项目的建设发展。因此，公司未来 3 年将进入较为高速的业绩增长期。

##### (二) 扬子江石化二季度检修后已恢复投产，三季

#### 分析师

王强

☎: (8621) 20252621

✉: [wangqiang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:wangqiang_yj@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130511080002

袁孝锋

☎: (8621) 20252676

✉: [qiuxiaofeng@chinastock.com.cn](mailto:qiuxiaofeng@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130511050001

#### 相关研究

- 《洲际油气 (600759): 布局“一带一路”，战略抄底海外油气》 2016.04
- 《桐昆股份 (601233): 供需改善，涤纶长丝将迎景气周期》 2016.02
- 《石化化工国企改革之中国化工集团篇——暨中国化工集团收购先正达》 2016.02
- 《PTA 行业有望迎来拐点》 2016.02
- 《供给侧改革联合专题报告：不破不立，浴火重生》 2016.01
- 《惠博普 (002554): 油气装备海外 EPC 保增长，环保及管道业务促成长》 2016.01
- 《石化行业 2016 年度策略：关注国企改革、天然气和 PTA》 2015.12
- 《长百集团 (600856): 天然气全产业链布局的最佳投资标的》 2015.06
- 《中国石化 (600028): 主业反转，互联网+插上翅膀》 2015.04
- 《司尔特 (002538): 磷肥景气、项目逐步释放，公司经营迎拐点》 2014.11
- 《中化国际 (600500): 贸易巨头转型成精细化工龙头》 2013.09
- 《行业深度报告——石油化工行业：全球石化化工行业再平衡》 2012.10

## 度业绩将完全释放

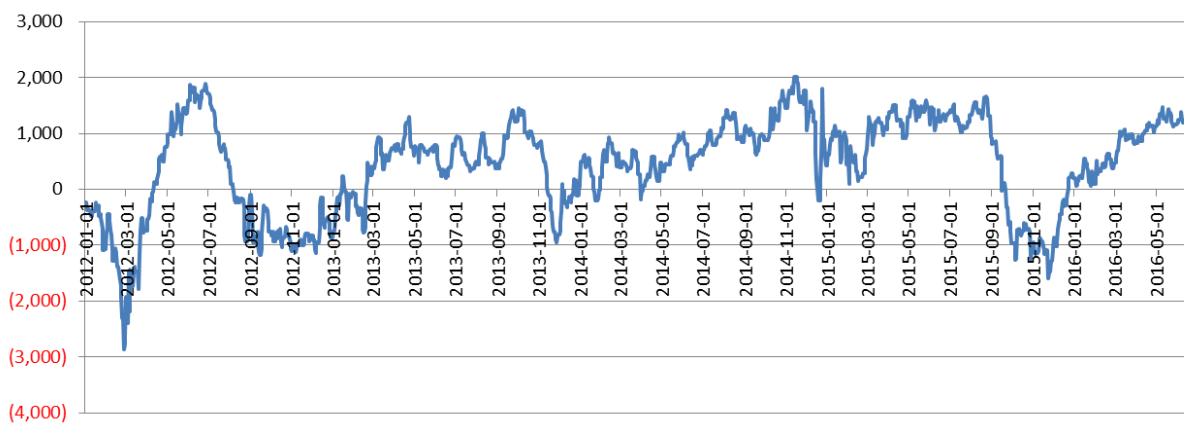
公司扬子江石化 PDH 在今年 4-5 月进行了投产近 1 年来的常规检修,已于 5 月下旬复产、并于近期重新回到接近满负荷状态;扬子江石化一季度由于转固时间而贡献业绩时间只有 1 个多月,二季度由于检修而贡献业绩只有一半时间左右;随着 6 月份氢气能全部消化和负荷提升,三季度业绩将完全释放。

宁波福基石化一期的业绩预计四季度开始释放,明年福基石化一期将贡献全年业绩。

### (三)、PDH 丙烷脱氢盈利仍处于景气

今年开春以来,由于大石化烯烃链的行业景气,再加上油价相对低位带来原料丙烷比较便宜,丙烷脱氢的单位毛利显著扩大;在不考虑氢气的收益的情况下,单位毛利从 3 月一直处于 1000-1200 元/吨;今年 6 月开始氢气完全利用将进一步提高项目的经济效益,年化有望增加约 3 亿收益;再加上聚丙烯的利润,我们预计扬子江石化在氢气完全利用后的年化净利润有望接近 10 亿,单位净利有望达到 1200-1500 元/吨,仍处于近 5 年来较为景气的阶段。

图 1: 丙烷脱氢单位毛利指标 (元/吨) (不包括氢气)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

### (四)、LPG 销量增长超预期,国内受益炼厂外供减少、国际贸易加快发展

公司连续三年 LPG 进口量排名蝉联全国第一,2015 年总销售量约 481 万吨,同比增长约 86%,其中转口贸易约 248 万吨,国内销售约 232 万吨;这是继 2013 年增长约 60%、2014 年增长接近翻番之后的连续第 3 年实现高速增长,LPG 销量增长超市场预期。

公司国内销量从 2014 年的接近 100 万吨增长到 2015 年的 232 万吨,增长超过 130%,主要是得益于国内炼厂对 LPG 的自用量增加而外供减少。国内液化气市场总需求量依然保持增长,一是由于节能环保政策加强,重污染的能源消耗比例下降,液化气等清洁能源需求呈现增长;二是由于国内液化气深加工不断发展导致对液化石油气的需求总量持续增长,尤其是对高纯度进口液化气的需求量加大幅度增长,对外依存度出现上升趋势;三是国内炼厂的自用量

增加而国内新能源产业综合利用项目需求增长，目前大量的芳构化、异构化、MTBE 及丁二烯等脱氢装置的投产和在建，导致国内炼厂液化气外供数量减少。

公司充分利用在华东地区库容规模和码头岸线等硬件资源，以江浙沪市场为基础，积极向长江上游和华南沿岸进行业务扩张，太仓和张家港库区辐射的江苏、上海和安徽局部地区增速明显；宁波库区全年库区液化气吞吐量为 228 万吨，比 2014 年增加 101 万吨；在新市场领域和客户开发方面，全年新增客户上百家，广西钦州地区是 2015 年重点开拓的区域市场。今年公司国内 LPG 销量有望达到 280-300 万吨。

LPG 国际贸易方面，公司围绕国际优质烷烃资源，通过开展进口、转口、货物互换、货船调剂等贸易方式，加快国际贸易业务发展；主要以亚太区域的日本、韩国、马来西亚、越南、印度等国家为基础，同时利用北美货源逐渐辐射南美和欧洲市场，成为东亚地区最主要的液化石油气贸易商之一。公司通过换货、长约与现货调剂、国际贸易转出等方式实现国际、国内均衡供货，实现公司库容和物流平台资源最大化利用；战略定位新加坡公司国际贸易中心、物流管理中心、国际资金平台地位和通道作用，利用中东与北美地区市场价格空间和套利机制，实现原料来源的多元化和贸易收益。

### （五）、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

公司扬子江石化首期 60 万吨 PDH 进入业绩释放期，宁波福基石化二期各 66 万吨 PDH 项

目将分别于今年下半年和明年底投产，公司未来3年年业绩有望实现高速增长。按预计增发后8.9亿股本全面摊薄测算，我们维持预测公司2016-2018年EPS分别为1.17元、1.96元和2.36元；对应PE分别只有19.5倍、11.6倍和19.7倍，维持推荐评级。

## 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。

**王强、裘孝锋，石化和化工行业证券分析师。**本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

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719

海外机构：李笑裕 010-83571359

北京地区：王婷 010-66568908

海外机构：刘思瑶 010-83571359

上海地区：何婷婷 021-20252612

[zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

[lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

[wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

[liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

[hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)