

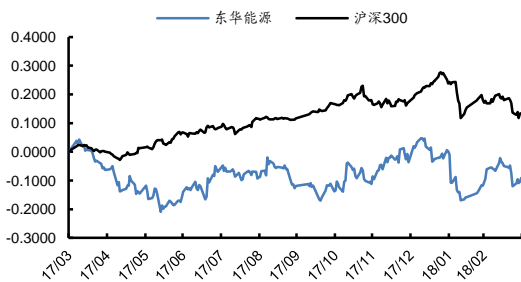
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈博 S0350518010001  
010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn  
联系人：谷航 S0350117040024  
010-88576933 guh@ghzq.com.cn

## 一季报业绩同比增长 50%~80%，PDH-PP 提升 盈利能力

### ——东华能源（002221）业绩预告点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
东华能源	3.0	-5.7	-10.1
沪深 300	-3.1	-3.3	13.4

市场数据 2018-03-30

当前价格（元）	11.51
52 周价格区间（元）	9.95 - 13.57
总市值（百万）	18989.00
流通市值（百万）	17307.10
总股本（万股）	164978.28
流通股（万股）	150365.74
日均成交额（百万）	137.74
近一月换手（%）	15.11

相关报告

《东华能源（002221）深度报告：国内领先的 LPG 综合运营商，PDH+PP 助力业绩再提升》——2018-03-26

《东华能源（002221）半年报点评：液化气贸易及深加工龙头，PDH 将持续发力》——2017-08-21

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司发布 2018 年一季度业绩预增公告，预计 2018 年一季度公司归母净利润 3.24 亿元~3.88 亿元，同比增长 50%~80%。

投资要点：

- **立足液化石油气（LPG）贸易、储运和销售，向丙烷脱氢制丙烯（PDH）和聚丙烯（PP）延伸。**公司专注于 LPG 贸易、销售和深加工，依托张家港、太仓、宁波和钦州四大生产储运基地成为国内最大的 LPG 进口商和分销商，PDH 产能 126 万吨/年居全国首位、PP 产能 80 万吨/年，已形成 LPG “贸易+金融+储运+深加工”模式，公司化工品营收和毛利占比不断提升，综合毛利率不断增长。
- **LPG 北美和中东过剩，亚太供不应求。我国 LPG 对外依存度超 30%，工业用途占比提升。**全球 LPG 供需保持稳定增长，美国、中东两大资源中心是主要的 LPG 出口地，消费是以我国为主的新兴经济体推动。2017 年我国 LPG 产量、进口量和表观消费量分别达 3677 万吨、1845 万吨和 5390 万吨，2011~2017 年年均复合增长率为分别为 9.10%、32.56%和 14.40%，对外依存度从 2011 年的 9.31%上升到 2017 年的 31.78%，主要进口依赖阿联酋、美国和卡塔尔。PDH 的快速发展，拉动了 LPG 在化工领域的消费，预计到 2020 年，我国民用和工业领域 LPG 消费分别占比约 55%和 38%。
- **全球乙烯和丙烯供需稳增，PDH 和乙烷裂解制乙烯具有良好前景。**2016 年世界乙烯总产能约达 1.62 亿吨/年，全球平均开工率为 89.6%，高于上年的 85%，需求量约 1.47 亿吨。预计 2025 年乙烯产能和消费量分别为 2.27 亿吨/年和 1.99 亿吨，2016~2025 年产能和消费量年均复合增长率分别为 3.8%和 3.4%。2015 年全球丙烯产能约 1.23 亿吨/年，消费量约 9606 万吨，预计到 2020 年产能和消费量将达到 1.54 亿吨/年和 1.2 亿吨，2015~2020 年丙烯产能和需求量年均复合增长率分别为 4.6%和 4.5%。从全球乙烯、丙烯路线看，轻烃路线占比均提升。
- **油价中枢上移，PDH 盈利稳定，竞争优势有望不断增强。**我们预计 2018 年原油价格中枢上移至 60~70 美元/桶，而北美页岩油开采使

得丙烷供需偏宽松，其价格处于中低位。当前油价处于中低水平，而煤炭和甲醇价格偏高，CTO 成本优势降低，MTO 亏损，PDH 和石脑油路线具有相对竞争力。同时，石脑油路线成本与乙烷裂解制乙烯的成本差距扩大。根据我们跟踪的价格和价差，2018 年初至今 PP-1.2\*丙烷 (FOB, 中东) 和 PP-1.2\*丙烷 (FOB, MB) 价差均价分别为 5491 元/吨和 6035 元/吨，同比增长 14.86% 和 4.91%，利润空间扩大。

- **盈利预测和投资评级:** 公司扬子江石化项目和宁波福基项目情况运行稳定，2018 年二季度开工率将提升。宁波福基石化二期预计 2019 年建成投产，该项目投产后公司 PDH 装置共 3 套，产能合计 192 万吨/年，PP 装置共 4 套，产能合计 160 万吨/年，届时 PDH 和 PP 装置将实现完全匹配。我们预计 2017~2019 年营业收入分别为 326.79 亿元、397.97 亿元和 504.00 亿元，归属母公司净利润分别为 10.56 亿元、14.27 亿元和 20.30 亿元，每股收益分别为 0.64 元、0.86 元和 1.23 元，对应 3 月 30 日收盘价 PE 分别为 18.0、13.3 和 9.4 倍，维持买入评级。
- **风险提示:** 宁波福基二期项目建设不及预期、北美页岩油气生产不及预期、原料和产品价格大幅波动、中美贸易战升级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	19975	32679	39797	50400
增长率 (%)	16.2%	63.6%	21.8%	26.6%
净利润 (百万元)	470	1056	1427	2030
增长率 (%)	14%	125%	35%	42%
摊薄每股收益 (元)	0.29	0.64	0.86	1.23
ROE (%)	7.08%	13.91%	16.13%	19.10%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 东华能源盈利预测表

证券代码:	002221.sz				股票价格:	11.51	投资评级:	买入		日期:	2018/3/30
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	7%	14%	16%	19%	EPS	0.29	0.64	0.86	1.23		
毛利率	7%	8%	8%	9%	BVPS	4.09	4.59	5.35	6.44		
期间费率	4%	4%	4%	4%	<b>估值</b>						
销售净利率	2%	3%	4%	4%	P/E	39.68	17.99	13.31	9.36		
<b>成长能力</b>					P/B	2.81	2.51	2.15	1.79		
收入增长率	16%	64%	22%	27%	P/S	0.93	0.58	0.48	0.38		
利润增长率	14%	125%	35%	42%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.98	1.33	1.35	1.50	营业收入	19975	32679	39797	50400		
应收账款周转率	12.66	12.16	12.36	12.36	营业成本	18661	30066	36453	46072		
存货周转率	14.41	13.21	13.21	13.21	营业税金及附加	14	17	22	28		
<b>偿债能力</b>					销售费用	167	261	318	410		
资产负债率	67%	69%	70%	68%	管理费用	172	310	398	529		
流动比	1.37	1.34	1.19	1.23	财务费用	368	699	837	836		
速动比	1.21	1.13	1.00	1.03	其他费用/(-收入)	(7)	(1)	3	3		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>587</b>	<b>1324</b>	<b>1772</b>	<b>2528</b>		
现金及现金等价物	3417	3645	4088	4484	营业外净收支	22	19	20	22		
应收款项	1578	2688	3219	4077	<b>利润总额</b>	<b>609</b>	<b>1343</b>	<b>1792</b>	<b>2550</b>		
存货净额	1295	2277	2760	3489	所得税费用	138	287	366	520		
其他流动资产	4434	6110	7242	8919	<b>净利润</b>	<b>471</b>	<b>1056</b>	<b>1427</b>	<b>2030</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>10723</b>	<b>14719</b>	<b>17309</b>	<b>20969</b>	少数股东损益	1	0	0	0		
固定资产	5385	8486	8079	11006	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>470</b>	<b>1056</b>	<b>1427</b>	<b>2030</b>		
在建工程	3252	222	2822	322	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
无形资产及其他	631	651	648	703	<b>经营活动现金流</b>	<b>974</b>	<b>(607)</b>	<b>1648</b>	<b>1915</b>		
长期股权投资	10	10	10	10	净利润	471	1056	1427	2030		
<b>资产总计</b>	<b>20282</b>	<b>24527</b>	<b>29383</b>	<b>33595</b>	少数股东权益	1	0	0	0		
短期借款	3366	4966	6966	6976	折旧摊销	325	512	772	738		
应付款项	1330	1980	2601	3539	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	92	105	237	439	营运资金变动	177	(2174)	(551)	(853)		
其他流动负债	3023	3955	4798	6068	<b>投资活动现金流</b>	<b>(5251)</b>	<b>(740)</b>	<b>(3042)</b>	<b>(1235)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>7812</b>	<b>11006</b>	<b>14602</b>	<b>17022</b>	资本支出	(872)	(583)	(2965)	(1165)		
长期借款及应付债券	5152	5252	5257	5262	长期投资	(3)	0	0	0		
其他长期负债	682	682	682	682	其他	(4376)	(157)	(77)	(70)		
<b>长期负债合计</b>	<b>5834</b>	<b>5934</b>	<b>5939</b>	<b>5944</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3521</b>	<b>1594</b>	<b>1834</b>	<b>(229)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>13645</b>	<b>16940</b>	<b>20540</b>	<b>22966</b>	债务融资	(716)	1700	2005	15		
股本	1620	1650	1650	1650	权益融资	2920	0	0	0		
股东权益	6637	7587	8843	10629	其它	1318	(106)	(171)	(244)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20282</b>	<b>24527</b>	<b>29383</b>	<b>33595</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(756)</b>	<b>248</b>	<b>440</b>	<b>451</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术专业硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年券商行研经验。

谷航，北京大学化学专业本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年研发项目管理经验，化工行业1年研究经验。

## 【分析师承诺】

代鹏举、陈博，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。