

2018年05月21日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

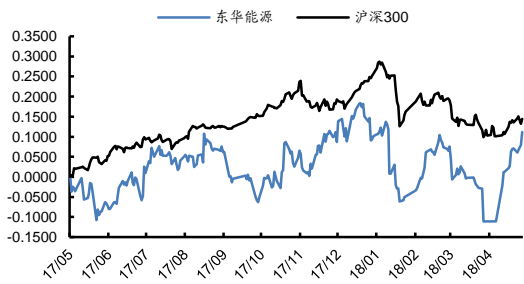
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
证券分析师：陈博 S0350518010001
010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn
联系人：谷航 S0350117040024
010-88576933 guh@ghzq.com.cn
联系人：卢昊
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

中美停止贸易战，或将扩大进口美国丙烷，PDH

产业受益

——东华能源（002221）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
东华能源	25.1	16.9	9.3
沪深 300	3.8	-1.6	14.7

市场数据 2018-05-18

当前价格（元）	12.47
52 周价格区间（元）	9.90 - 13.57
总市值（百万）	20572.79
流通市值（百万）	18750.61
总股本（万股）	164978.28
流通股（万股）	150365.74
日均成交额（百万）	142.58
近一月换手（%）	15.63

相关报告

《东华能源（002221）业绩预告点评：一季报业绩同比增长 50%~80%，PDH-PP 提升盈利能力》——2018-04-02

《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

事件：

4月4日作为对美国政府针对中国输美商品加收关税的回应，经国务院批准，中国将原产美国的对包括液化丙烷在内的多种商品加征 25% 的关税。但中美两国 5月19日在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明，其中双方同意有意义地增加美国农产品和能源出口，美方将派团赴华讨论具体事项。我们从本次中美联合声明中基本可以推测：中国将解除此前进口美国丙烷加征关税的事宜，因此，在布伦特国际原油价格持续上升到当前 80 美元/桶的关口，我国丙烷脱氢制丙烯（PDH）将受双重利好支撑。

4月26日，公司与美国丙烷供应商 Mabanft 就丙烷购销合同纠纷一案达成和解。双方同意终止原协议，撤销原 5.3 亿美元的判决。同时，双方重新签订为期六年的丙烷购销合同。因此，公司原料丙烷将获得有力保障。

投资要点：

- 立足液化石油气（LPG）贸易、储运和销售，向 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。未来几年公司将继续做大做强 PDH 和 PP，预计再建设 5 套 PDH 及 PP 装置
- 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。

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%。

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 2018~2020 年营业收入分别为 431.10 /548.85/669.56 亿元，归属母公司净利润分别为 15.28/20.57/29.21 亿元，每股收益分别为 0.93/1.25/1.77 元，对应 5 月 18 日收盘价 PE 分别为 13.47/10.00/7.04 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、LPG 贸易风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	32678	43110	54885	66956
增长率 (%)	63.6%	31.9%	27.3%	22.0%
净利润 (百万元)	1063	1528	2057	2921
增长率 (%)	126%	44%	35%	42%
摊薄每股收益 (元)	0.64	0.93	1.25	1.77
ROE (%)	13.88%	16.92%	18.97%	21.78%

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:	12.47	投资评级:	买入		日期:	2018/5/18
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
盈利能力					每股指标						
ROE	14%	17%	19%	22%	EPS	0.64	0.93	1.25	1.77		
毛利率	7%	8%	8%	9%	BVPS	4.62	5.45	6.55	8.11		
期间费率	3%	4%	4%	3%	估值						
销售净利率	3%	4%	4%	4%	P/E	19.35	13.47	10.00	7.04		
成长能力					P/B	2.70	2.29	1.90	1.54		
收入增长率	64%	32%	27%	22%	P/S	0.63	0.48	0.37	0.31		
利润增长率	126%	44%	35%	42%							
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	1.46	1.65	1.75	1.90	营业收入	32678	43110	54885	66956		
应收账款周转率	18.64	16.91	17.73	17.73	营业成本	30550	39533	50291	61023		
存货周转率	22.22	20.94	20.94	20.94	营业税金及附加	31	32	41	51		
偿债能力					销售费用	256	345	439	532		
资产负债率	66%	66%	65%	62%	管理费用	150	410	549	703		
流动比	1.46	1.50	1.35	1.45	财务费用	495	865	1004	1003		
速动比	1.30	1.33	1.19	1.26	其他费用/(-收入)	136	(1)	3	3		
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	1370	1925	2564	3647		
现金及现金等价物	4352	4579	5023	5419	营业外净收支	11	19	20	22		
应收款项	1753	2549	3095	3776	利润总额	1381	1944	2584	3669		
存货净额	1375	1889	2403	2916	所得税费用	298	416	527	749		
其他流动资产	5157	7450	8936	10567	净利润	1083	1528	2057	2921		
流动资产合计	12637	16468	19458	22678	少数股东损益	20	0	0	0		
固定资产	8362	8125	7748	10703	归属于母公司净利润	1063	1528	2057	2921		
在建工程	171	361	2961	461	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
无形资产及其他	718	738	726	772	经营活动现金流	2140	(590)	1648	2076		
长期股权投资	9	9	9	9	净利润	1083	1528	2057	2921		
资产总计	22394	26186	31388	35234	少数股东权益	20	0	0	0		
短期借款	5370	6970	8970	8980	折旧摊销	516	769	751	718		
应付款项	1022	1323	1821	2126	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	297	274	499	793	营运资金变动	521	(2886)	(1160)	(1563)		
其他流动负债	1993	2431	3095	3757	投资活动现金流	(1912)	(710)	(2975)	(1298)		
流动负债合计	8681	10998	14385	15656	资本支出	103	(722)	(2974)	(1173)		
长期借款及应付债券	5584	5684	5689	5694	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	473	473	473	473	其他	(2015)	12	(1)	(125)		
长期负债合计	6057	6157	6162	6167	筹资活动现金流	1144	1547	1758	(336)		
负债合计	14738	17155	20547	21823	债务融资	2436	1700	2005	15		
股本	1650	1650	1650	1650	权益融资	164	0	0	0		
股东权益	7656	9031	10841	13411	其它	(1456)	(153)	(247)	(351)		
负债和股东权益总计	22394	26186	31388	35234	现金净增加额	1373	248	431	442		

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年半券商行研经验。

谷航，北大化学系本科，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。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

【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。