

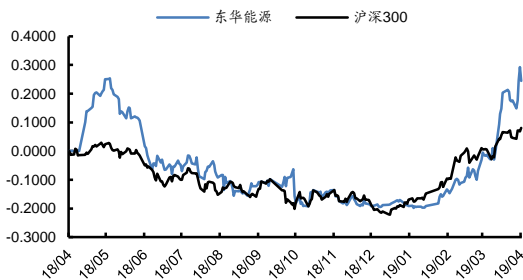
研究所

证券分析师：
021-68591581
证券分析师：
010-88576983

代鹏举 S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn
陈博 S0350518010001
chenb05@ghzq.com.cn

立足 LPG 贸易、储运、销售、深加工，保持业绩稳步增长，氢能利用渐入佳境 ——东华能源（002221）年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
东华能源	28.5	53.9	24.5
沪深 300	7.5	30.1	8.1

市场数据	2019-04-19
当前价格（元）	12.36
52 周价格区间（元）	0.00 - 13.28
总市值（百万）	20391.32
流通市值（百万）	18757.62
总股本（万股）	164978.28
流通股（万股）	151760.68
日均成交额（百万）	108.76
近一月换手（%）	41.97

相关报告

《东华能源（002221）动态点评：一季报同比环比大增，全年业绩预计稳步增长》——2019-04-01

《东华能源（002221）动态点评：中美停止贸易战，或将扩大进口美国丙烷，PDH 产业受益》——2018-05-21

《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

事件：

公司发布 2018 年报，实现营业收入 489.43 亿元，同比增长 49.77%；归母净利润 10.78 亿元，同比增长 1.45%；基本每股收益 0.66 元/股。2018Q4 实现营业收入 144.52 亿元，同比增长 54.71%，环比增长 8.96%；归母净利润 1.76 亿元，同比下降 29.05%，环比下降 15.93%。

公司发布 2019 年 Q1 业绩预告，预计实现归母净利润 3.42~5.13 亿元，同比增长 0%-50%，环比增长 94.37%~191.56%。

投资要点：

- 公司立足液化石油气（LPG）贸易、储运和销售，向 PDH 和聚丙烯（PP）延伸，主业全面提升。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。2018 年公司 LPG 贸易量约 1070 万吨，其中进口量约 470 万吨，转口销售约 537 万吨，总量再创新高，行业龙头地位日益巩固。在 LPG 销售方面，受益于国内煤改气、蓝天工程等政策影响，民用燃气需求增强动力强劲，公司继续巩固江浙沪核心市场，积极拓展江西、闽东、河南、西南、山东等新兴市场也增速加快，批发分销业务再上新台阶。目前公司张家港新材料和宁波新材料两个烷烃资源综合利用项目合计 PDH 产能 126 万吨/年、PP 产能 80 万吨/年，装置运行良好，实现满负荷运行。此外，公司利用旗下“聚丙烯堂”电商平台，大力拓展聚丙烯和 LPG 市场，优化交易系统，为在线平台用户提供供应链金融服务，形成完善的“贸易+金融+储运+销售+深加工”模式。2018 年公司 LPG 销售实现营收 365.67 亿元，同比增长 54.59%，毛利率 2.84%；化工品销售实现营收 118.37 亿元，同比增长 37.79%，毛利率 12.33%。
- 中美贸易战释放缓和信号，进口 LPG、轻烃资源或迎来转机。从全球来看，LPG 北美和中东过剩，亚太供不应求。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。我国 LPG 对外依存度超 30%，工业用途占比提升。2018 年我国 LPG 产量、进口量和表观消费量分别达 3800 万吨、1841 万吨和 5528 万吨，2011~2018 年年均复合增长率为分别为 8.26%、27.25%和 12.63%，对外依存度从 2011 年的 9.31%

的 LPG 综合运营商, PDH+PP 助力业绩再提升》——2018-03-26

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%。

上升到 2018 年的 31.25%，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%，有望进一步拉动 LPG 消费。公司作为国内 LPG 贸易龙头，有望持续受益。

- **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，公司 PDH 和 PP 项目持续带来业绩增量。**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，北美页岩油气兴起使得乙烷、丙烷供需偏宽松，轻烃路线具有较好的经济效益，轻烃制烯烃占比提升。此外，国际原油价格自 2018 年底触底反弹到中等油价区间，PDH 盈利良好，较传统石脑油裂解路线竞争优势有望不断增强。公司除现已经投产的 126 万吨 PDH 和 80 万吨 PP 外，宁波二期项目（66 万吨/年丙烯）建设正按计划有序推进，预计 2019 年基本达到机械竣工，2020Q1 试生产。宁波三期项目（80 万吨/年 PP）预计 2019 年计划完成桩基施工、土建工程和大部分设备安装工作，计划于 2020 年 3 月底前完成机械竣工，Q2 实现试生产。公司的 PDH 和 PP 产能规模不断提升，盈利能力增强。
- **公司氢气综合利用已有成果，将充分受益国家氢能利用政策。**今年 3 月 15 日，十三届全国人大二次会议审议后的《政府工作报告》（修订版）补充了“推动充电、加氢等设施建设”等内容。为了加速氢能的发展进程，中国近年来相继出台了《节能与新能源汽车技术路线图》、《中国氢能产业基础设施发展蓝皮书（2016）》等发展规划，提出了 2020 年建成 100 座加氢站、2030 年建成 1000 座加氢站的规划。4 月 15 日浙江省发布《浙江省培育氢能产业发展的若干意见（征求意见稿）》，提出到 2022 年氢能产业总产值规模超百亿元；建成加氢站（含加氢功能的综合供能站）30 座以上。**公司目前已经建成江苏省首个加氢站商业化加氢站并成功试运行。**东华港城加氢站已为港城公交集团 15 辆氢能料公交车提供加氢服务，标志着氢能综合利用取得实质性进展。公司两个 PDH 项目装置副产氢气 6 万吨/年，是公司氢能产业持续发展的源动力，将充分利用高纯度氢气资源及渠道优势，布局加氢站，打通氢能运输通道，完善氢能供应链，打造新的战略增长点。
- **盈利预测和投资评级：**公司作为 LPG 贸易龙头公司，充分发挥贸易、储运优势，延伸产业链，现有扬子江石化项目和宁波福基项目情况运行稳定，宁波新项目建成投产后公司 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。此外，公司在氢能综合利用方面已经具有实质性成果，增长潜力大。我们预计 2019~2021 年归属母公司净利润分

别为 17.10/22.02/28.66 亿元，每股收益分别为 1.04/1.33/1.74 元，维持买入评级。

- **风险提示：**新项目建设不及预期、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、中美贸易战不确定风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	48943	56588	65006	79742
增长率(%)	49.8%	15.6%	14.9%	22.7%
净利润（百万元）	1078	1710	2202	2866
增长率(%)	1%	59%	29%	30%
摊薄每股收益（元）	0.65	1.04	1.33	1.74
ROE(%)	12.81%	17.15%	18.48%	19.84%

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:	12.36	投资评级:	买入		日期:	2019/4/19
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E		
盈利能力					每股指标						
ROE	13%	17%	18%	20%	EPS	0.65	1.04	1.33	1.74		
毛利率	5%	7%	7%	7%	BVPS	5.08	6.02	7.19	8.72		
期间费率	2%	3%	3%	2%	估值						
销售净利率	2%	3%	3%	4%	P/E	18.91	11.93	9.26	7.12		
成长能力					P/B	2.43	2.05	1.72	1.42		
收入增长率	50%	16%	15%	23%	P/S	0.42	0.36	0.31	0.26		
利润增长率	1%	59%	29%	30%							
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		
总资产周转率	1.83	2.03	2.10	2.27	营业收入	48943	56588	65006	79742		
应收账款周转率	17.98	16.01	13.37	14.43	营业成本	46513	52822	60468	74103		
存货周转率	22.31	21.02	16.32	15.62	营业税金及附加	73	59	68	83		
偿债能力					销售费用	260	396	520	638		
资产负债率	69%	64%	62%	59%	管理费用	324	396	455	638		
流动比	1.21	1.35	1.50	1.61	财务费用	553	733	687	616		
速动比	1.06	1.16	1.24	1.30	其他费用/(-收入)	(17)	(1)	3	3		
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	1251	2180	2811	3667		
现金及现金等价物	8496	7327	6987	7242	营业外净收支	130	23	20	22		
应收款项	2722	3535	4862	5527	利润总额	1381	2203	2831	3689		
存货净额	2085	2515	3709	4748	所得税费用	301	485	623	812		
其他流动资产	3326	4411	5847	7332	净利润	1080	1718	2208	2877		
流动资产合计	16629	17786	21403	24847	少数股东损益	1	9	7	12		
固定资产	8099	8174	8143	7764	归属于母公司净利润	1078	1710	2202	2866		
在建工程	621	521	71	1071	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		
无形资产及其他	821	841	819	855	经营活动现金流	2403	559	889	3164		
长期股权投资	10	10	10	10	净利润	1080	1718	2208	2877		
资产总计	26787	27838	30967	35204	少数股东权益	1	9	7	12		
短期借款	7920	6920	6120	4620	折旧摊销	607	757	765	760		
应付款项	2817	3492	4164	5001	公允价值变动	(43)	0	0	0		
预收帐款	214	93	284	567	营运资金变动	757	(1925)	(2091)	(486)		
其他流动负债	2802	2651	3653	5236	投资活动现金流	415	(631)	(300)	(1517)		
流动负债合计	13752	13156	14221	15425	资本支出	(186)	(732)	(284)	(1382)		
长期借款及应付债券	3927	4027	4147	4647	长期投资	(0)	0	0	0		
其他长期负债	686	686	686	686	其他	601	101	(16)	(135)		
长期负债合计	4613	4713	4833	5333	筹资活动现金流	316	(1071)	(944)	(1344)		
负债合计	18365	17869	19054	20758	债务融资	893	(900)	(680)	(1000)		
股本	1650	1650	1650	1650	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	8422	9969	11913	14446	其它	(577)	(171)	(264)	(344)		
负债和股东权益总计	26787	27838	30967	35204	现金净增加额	3133	(1143)	(355)	302		

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硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，3年券商行研经验。

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，2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、展示或以其他任何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。