

2019年04月23日

公司研究

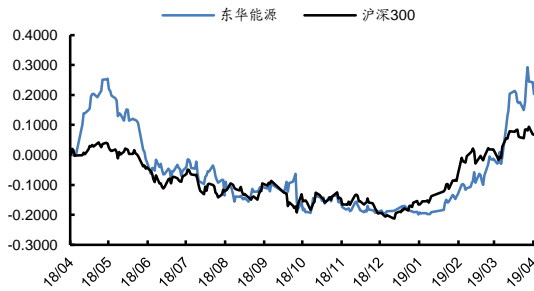
评级：买入（维持）

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
010-88576983 chenb05@ghzq.com.cn
联系人：卢昊 S0350118050025
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

一季报业绩符合预期，宁波项目稳步推进 ——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	21.8	50.0	20.3
沪深300	4.8	28.0	6.7

市场数据	2019-04-23
当前价格（元）	11.94
52周价格区间（元）	0.00 - 13.28
总市值（百万）	19698.41
流通市值（百万）	18120.23
总股本（万股）	164978.28
流通股（万股）	151760.68
日均成交额（百万）	111.84
近一月换手（%）	44.26

相关报告

- 《东华能源（002221）年报点评：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》——2019-04-19
- 《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

事件：

公司发布2019年一季度报告，Q1实现营业收入138.74亿元，同比增长52.03%，环比减少3.99%；归母净利润3.51亿元，同比增长2.56%，环比增长99.43%；扣非归母净利润3.08亿元，同比减少0.48%，环比增加187.85%；基本每股收益0.2213元/股，同比增长4.88%。

公司2019年Q1归母净利润同比增长而扣非归母净利润减少的原因在于营业外收入同比增长361.48%，是本期的政府奖励增加所致；报告期内其它情况，在建工程较期初增加3.62亿元，同比增长58.28%，主要是由于宁波新材料二期、三期项目持续投入；财务费用同比增长57.34%，主要是本期贸易规模扩大而使短期融资增加及汇率变动导致的汇兑收益减少。

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%上升到2018年的31.25%，主要进口依赖阿联酋、美国和卡塔尔。PDH

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

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%。

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。**2018年国内乙烯总产能达1543.3万吨/年，同比增长0.72%；2018年乙烯国内表观需求量达到2098万吨/年，同比增长3.03%。预计全球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%。2017年全球丙烯产能约1.34亿吨/年，需求量约1.043亿吨，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:	11.94	投资评级:	买入		日期:	2019/4/23
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	18.27	11.52	8.95	6.87		
成长能力					P/B	2.35	1.98	1.66	1.37		
收入增长率	50%	16%	15%	23%	P/S	0.40	0.35	0.30	0.25		
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。