

东华能源 (002221)：贸易资产剥离提升公司资产质量

2020年03月02日

强烈推荐/维持

东华能源 公司报告

- **事件：**公司发布 2019 年业绩快报，报告期内公司实现营业收入 488 亿元，同比下降 0.30%；归属于上市公司股东的净利润 11.19 亿元，同比增长 3.77%。
- **丙烷成本上升叠加宁波装置检修致业绩增长不及预期。**2019 年中美贸易冲突持续影响公司 LPG 贸易业务，受宏观经济影响石化产业链价格持续下行。分业务看，化工方面丙烯价格自一季后呈现震荡下行趋势，由年初 8250 元/吨连续下降至年末 6400 元/吨。加之第四季度宁波项目装置计划内停产检修，部分化工产品的产销量减少，影响公司营收。LPG 贸易方面公司主动缩减转口贸易规模，LPG 销售量略有下降。且四季度国际丙烷价格季节性上升，略微压缩聚丙烯毛利空间，导致公司 2019 年归母净利润上涨幅度不及预期，同比增长 3.77%。但全年大部分时间内丙烷裂解净利润保持在 1000-1500 元/吨之间，保持着对石脑油路线和煤制烯烃路线的成本优势。2020 年宁波二期 66 万吨/年 PDH 和 2 套 40 万吨/年聚丙烯装置计划于 2020 年二三季度分别投产，公司业绩将迎来较大增长。
- **增产医用无纺布支援抗击新冠疫情前线。**公司主要产品聚丙烯为医用防护材料主要原料，受新冠疫情影响较小。公司作为国内最大的医疗无纺布专用料生产企业，满负荷排产医用无纺布专用料 Y381H 和 S2040，用于供应下游企业生产口罩内外层无纺布。同时加班加点完成聚丙烯熔喷专用料 Y1500H 的研发，用于保障口罩内层过滤布——熔喷无纺布的生产。张家港基地 2 月超负荷生产聚丙烯 3.5 万吨，宁波基地计划生产医用聚丙烯专用料 2 万吨。随着随着新冠疫情在全球多个国家的出现，短期内口罩仍将供不应求，对应原材料需求将居高不下。长期看疫情将唤醒公众卫生防护意识，地方医院建设和公众卫生需求将会促进防护用品需求的持续增长。公司有望在疫情影响下实现营收和盈利的双重增长。
- **茂名项目开工在即，氢能源新材料双轮驱动。**2019 年 9 月公司与茂名市政府签订协议，计划在茂名滨海新区打造世界级绿色化工园区和大湾区氢能源产业链。茂名项目一期包含 2 套 100 万吨/年 PDH 装置和 4 套 50 万吨/年 PP 装置，并配套建设公用工程和辅助设施，包含库区和码头。项目建设期三年，总投资达到 166 亿元。采用 2015-2019 年 5 年均价体系计算，项目实施后年均净利润达到 22 亿元，全投资税后财务内部收益率 16.66%。PDH 项目经济效益良好，优势显著，且 2020 年起国内丙烯产能将迎来大幅增长，公司多套 PDH 新装置投产将加速淘汰落后产能。公司丰富的贸易经验将保障丙烷原料供应，拥有的“丙烷-丙烯-聚丙烯”全产业链优势构建稳固护城河。目前项目即将开工，公司将朝着丙烯行业霸主的目标迈出有力一步。

公司简介：

公司是全球一流的 LPG 综合运营商，业务范围涵盖烷烃资源国际国内贸易、化工仓储、终端零售及基础石化等四大板块。大力发展清洁能源、新材料产业，PDH 产能全国领先。

未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-03-26 披露 2019 年年报

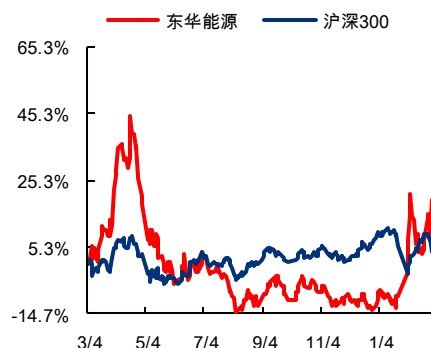
发债及交叉持股介绍：

2016-09-02 发行 12 亿元 5 年期公司债

交易数据

52 周股价区间 (元)	10.56-8.77
总市值 (亿元)	174.22
流通市值 (亿元)	160.26
总股本/流通 A 股 (万股)	164978/151759
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.23

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	32,678.2	48,942.8	48,714.3	48,565.7	46,678.2
增长率 (%)	63.60%	49.77%	-0.47%	-0.31%	-3.89%
归母净利润 (百万)	1,062.98	1,078.44	1,158.81	1,546.89	2,019.90
增长率 (%)	130.15%	-0.30%	9.16%	32.50%	30.60%
净资产收益率 (%)	13.94%	12.86%	11.76%	13.72%	15.40%
每股收益 (元)	0.66	0.66	0.70	0.94	1.22
PE	16.09	15.90	15.03	11.26	8.63
PB	2.29	2.08	1.77	1.55	1.33

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

研究助理：徐昆仑

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

研究助理：薛阳

010-66554090

xueyang@dxzq.net.cn

盈利预测与投资评级：受到新冠疫情影响，部分项目建设进度或略有推迟。我们小幅下调公司盈利预期，预计公司2019年-2021年的营业收入分别为487亿元、486亿元和467亿元，归属于上市公司股东净利润分别为11.59亿元、15.47亿元和20.20亿元，每股收益分别为0.70元、0.94元和1.22元，对应动态PE分别为15倍、11倍和9倍。我们看好公司未来发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：新项目投产不及预期；下游产品需求不及预期，丙烷价格大幅波动。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	东华能源（002221）：成本优势铸丙烯霸主 氢能源新材料双轮驱动	2020-1-22
行业	烯烃原料轻质化系列报告之一：烷烃裂解助烯烃实现全面国产化	2020-1-16
公司	卫星石化（002648.SZ）深度报告：近看C3产能翻倍 远看C2业务腾飞	2019-12-04

资料来源：东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产合计	12637	16629	15517	15591	15294	营业收入	32678	48943	48714	48566	46678							
货币资金	4352	8496	7472	7449	7160	营业成本	30550	46513	46164	45571	43046							
应收账款	890	1200	1261	1257	1208	营业税金及附加	31	73	73	72	70							
其他应收款	822	947	942	939	903	营业费用	256	260	321	320	307							
预付款项	482	484	627	768	901	管理费用	150	324	322	321	309							
存货	1375	2085	2074	2047	1934	财务费用	495	553	454	451	503							
其他流动资产	4675	2776	2785	2790	2860	研发费用	0	13	14	16	17							
非流动资产合计	9757	10158	9947	11838	14757	资产减值损失	7.06	78.89	33.70	39.88	50.82							
长期股权投资	9	10	10	10	10	公允价值变动收益	0.00	-42.55	0.00	0.00	0.00							
固定资产	8362	8099	7738	8806	10703	投资净收益	143.25	104.69	85.50	111.14	100.44							
无形资产	718	821	892	938	962	加:其他收益	38.36	59.28	32.55	43.40	45.08							
其他非流动资产	362	246	0	0	0	营业利润	1370	1251	1451	1929	2521							
资产总计	22394	26787	25464	27429	30051	营业外收入	11.33	130.64	56.67	66.21	84.51							
流动负债合计	8681	13752	11617	11295	11065	营业外支出	0.69	0.82	2.57	1.36	1.58							
短期借款	5370	7920	7211	6655	6667	利润总额	1381	1381	1505	1994	2604							
应付账款	316	804	629	621	587	所得税	298	301	326	432	564							
预收款项	297	214	326	437	545	净利润	1083	1080	1179	1562	2040							
一年内到期的非流	765	1028	1439	1582	1345	少数股东损益	20	1	20	15	20							
非流动负债合计	6057	4613	3843	4694	5686	归属母公司净利润	1063	1078	1159	1547	2020							
长期借款	2645	2209	1961	3161	4361													
应付债券	2940	1718	1289	967	725	主要财务比率												
负债合计	14738	18365	15460	15989	16751		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E							
少数股东权益	33	33	53	68	88	成长能力												
实收资本(或股本)	1650	1650	1650	1650	1650	营业收入增长	63.60%	49.77%	-0.47%	-0.31%	-3.89%							
资本公积	3947	4000	4000	4000	4000	营业利润增长	133.51%	-8.68%	15.97%	32.97%	30.70%							
未分配利润	2054	3049	4068	5429	7206	归属于母公司净利	126.22%	1.45%	7.45%	33.49%	30.58%							
归属母公司股东权	7624	8389	9854	11275	13115	获利能力												
负债和所有者权益	22394	26787	25464	27429	30051	毛利率(%)	6.51%	4.96%	5.24%	6.17%	7.78%							
						净利率(%)	3.31%	2.21%	2.42%	3.22%	4.37%							
现金流量表						总资产净利润(%)	4.75%	4.03%	4.55%	5.64%	6.72%							
						ROE(%)	13.94%	12.86%	11.76%	13.72%	15.40%							
经营活动现金流	2140	2403	597	2741	3503	偿债能力												
净利润	1083	1080	1179	1562	2040	资产负债率(%)	66%	69%	61%	58%	56%							
折旧摊销	520.19	621.33	715.48	804.29	992.75	流动比率	1.46	1.21	1.34	1.38	1.38							
财务费用	495	553	454	451	503	速动比率	1.30	1.06	1.16	1.20	1.21							
应付帐款的变化	-283	-310	-60	4	49	营运能力												
预收帐款的变化	206	-83	112	111	107	总资产周转率	1.53	1.99	1.86	1.84	1.62							
投资活动现金流	-1912	415	-397	-2573	-3823	应收账款周转率	44	47	40	39	38							
公允价值变动收益	0	-43	0	0	0	应付账款周转率	167.82	87.40	67.98	77.71	77.32							
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)												
投资收益	143	105	85	111	100	每股收益(最新摊	0.66	0.66	0.70	0.94	1.22							
筹资活动现金流	1144	316	-1224	-190	31	每股净现金流(最新	0.83	1.90	-0.62	-0.01	-0.18							
应付债券增加	600	-1221	-430	-322	-242	每股净资产(最新摊	4.62	5.08	5.97	6.83	7.95							
长期借款增加	-167	-436	-248	1200	1200	估值比率												
普通股增加	30	0	0	0	0	P/E	16.09	15.90	15.03	11.26	8.63							
资本公积增加	187	53	0	0	0	P/B	2.29	2.08	1.77	1.55	1.33							
现金净增加额	1373	3133	-1024	-23	-290	EV/EBITDA	10.41	9.04	8.36	7.03	5.83							

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

薛阳

清华大学化学系硕士，在 Chemical Science 等期刊发表论文两篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。