

公司研究

宁波二期顺利投产，迈向全球烯烃行业巨头

——东华能源（002221.SZ）宁波烷烃资源综合利用（二期）项目投产点评

要点

事件：公司于2021年2月21日公告，宁波烷烃资源综合利用（二期）项目，包括产能60万吨/年的PDH装置及配套库区，已于2021年2月21日打通全流程，生产出丙烯产品，装置运行平稳。同时，这也是公司投产的第三套产能60万吨/年的PDH装置。

点评：

宁波二期60万吨PDH顺利投产，公司有望成为全球烯烃行业巨头。公司是国内PDH+PP龙头企业，现有张家港和宁波共计180万吨PDH+90万吨PP，PDH产能全国第一，PP产能民企第一。目前，公司在建项目进展顺利，逐步进入产能投放阶段：1) 宁波二期60万吨PDH于21年2月投产；2) 宁波三期80万吨PP(2*40)预计于21年3月开车投料；3) 茂名一期起步项目60万吨PDH、40万吨PP、20万吨合成氨预计2022年年中实现中交，2022年年内投产。茂名基地总投资超过400亿元，公司共规划了450万吨丙烯，350-400万吨聚丙烯，100万吨乙烯，50万吨聚乙烯，10万吨丁二烯和20万吨氢气，随着茂名项目的稳步推进，未来几年，公司的PDH和PP产能将逐步翻番，远期将会在茂名打造全球最大、成本最低、附加值最高的聚丙烯生产基地，公司有望成为全球烯烃行业巨头。

贸易业务剥离逐步实现转型，富集利用PDH副产氢气大力开展氢能业务。公司于2020年1月公告剥离贸易类资产。剥离贸易业务，聚焦主业，将有效降低贸易业务给公司带来的业绩波动，并且产生净现金流用于茂名一期的建设，降低财务负担。公司3套60万吨PDH装置，每年副产9万吨高纯度低成本氢气。公司积极参与长三角、珠三角地区氢能源产业链的建设，与氢能产业链研究单位与企业广泛开展合作，积极探索氢能产业运营模式。此外，公司在张家港、宁波的氢气销售均已经实现突破，未来氢能价格提升将显著增厚公司业绩。

盈利预测、估值与评级：当前PDH盈利能力良好，我们维持公司2020-2022年盈利预测，预计EPS分别为0.95、1.11和1.37元，最新收盘价对应PE分别为14倍、12倍和10倍，维持“买入”评级。

风险提示：贸易业务剥离不及预期；项目投产进度不达预期；油价大幅下跌。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	48,942.86	46,187.62	28,399.77	25,404.79	25,406.79
营业收入增长率	49.77%	-5.63%	-38.51%	-10.55%	0.01%
净利润(百万元)	1,078.44	1,104.00	1,575.17	1,834.57	2,261.86
净利润增长率	1.45%	2.37%	42.68%	16.47%	23.29%
EPS(元)	0.65	0.67	0.95	1.11	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.86%	11.84%	14.92%	15.40%	16.60%
P/E	20	20	14	12	10
P/B	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-24

买入（维持）

当前价：13.21元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

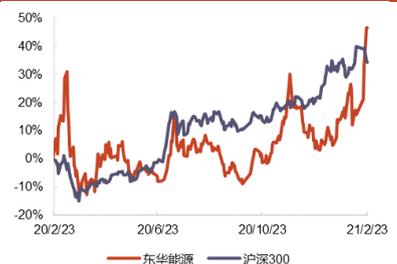
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.49
总市值(亿元)	217.84
一年最低/最高(元)	8.29/13.9
近3月换手率	101.40%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	28.53	4.64	12.16
绝对	28.70	16.12	46.62

资料来源：wind

相关研报

轻烃裂解龙头业绩稳步提升，新产能达产在即——东华能源（002221.SZ）2020年中报点评（2020-08-20）

聚丙烯产能持续扩张，贸易资产剥离聚焦化工新材料——东华能源（002221.SZ）2019年年报和2020年一季报点评（2020-05-08）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	48,943	46,188	28,400	25,405	25,407
营业成本	46,513	43,737	25,902	22,655	22,087
折旧和摊销	607	623	724	854	1,014
税金及附加	73	78	48	43	43
销售费用	260	195	120	107	107
管理费用	324	298	183	164	164
研发费用	553	680	322	242	256
财务费用	13	4	2	2	2
投资收益	105	60	60	60	60
营业利润	1,251	1,377	1,990	2,328	2,884
利润总额	1,381	1,440	2,053	2,391	2,947
所得税	301	333	475	553	682
净利润	1,080	1,107	1,578	1,838	2,265
少数股东损益	1	3	3	3	3
归属母公司净利润	1,078	1,104	1,575	1,835	2,262
EPS(按最新股本计)	0.65	0.67	0.95	1.11	1.37

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,403	1,178	3,123	2,984	3,471
净利润	1,078	1,104	1,575	1,835	2,262
折旧摊销	607	623	724	854	1,014
净营运资金增加	815	-617	-4,106	-699	15
其他	-98	68	4,929	994	181
投资活动产生现金流	415	344	-3,151	-4,176	-4,152
净资本支出	-918	-1,610	-3,200	-4,200	-4,200
长期投资变化	10	11	0	-1	-1
其他资产变化	1,323	1,943	49	24	49
融资活动现金流	316	-872	-2,818	593	681
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,155	1,361	-2,148	1,309	1,488
无息负债变化	2,472	-985	-1,763	-309	-50
净现金流	3,291	610	-2,846	-599	0

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	5.0%	5.3%	8.8%	10.8%	13.1%
EBITDA 率	4.8%	5.7%	10.4%	13.2%	16.1%
EBIT 率	3.6%	4.3%	7.8%	9.8%	12.1%
税前净利润率	2.8%	3.1%	7.2%	9.4%	11.6%
归母净利润率	2.2%	2.4%	5.5%	7.2%	8.9%
ROA	4.0%	3.9%	6.2%	6.6%	7.3%
ROE (摊薄)	12.9%	11.8%	14.9%	15.4%	16.6%
经营性 ROIC	6.0%	6.5%	7.8%	7.8%	8.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	69%	67%	58%	57%	56%
流动比率	1.21	1.04	0.88	0.84	0.84
速动比率	1.06	0.91	0.79	0.75	0.75
归母权益/有息债务	0.65	0.66	0.87	0.89	0.92
有形资产/有息债务	1.99	1.88	1.98	1.95	1.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	26,787	28,081	25,400	27,764	30,915
货币资金	8,496	8,526	5,680	5,081	5,081
交易性金融资产	2	724	724	724	724
应收帐款	1,200	1,530	955	855	855
应收票据	575	325	200	179	179
其他应收款 (合计)	986	1,248	768	687	687
存货	2,085	2,069	1,225	1,072	1,045
其他流动资产	2,776	1,673	1,673	1,673	1,673
流动资产合计	16,629	16,834	11,677	10,669	10,634
其他权益工具	0	2	2	2	2
长期股权投资	10	11	11	12	13
固定资产	8,099	7,600	8,575	10,054	11,700
在建工程	621	2,210	3,233	4,524	5,493
无形资产	821	992	1,170	1,344	1,516
商誉	196	196	196	196	196
其他非流动资产	246	109	109	109	109
非流动资产合计	10,158	11,248	13,723	17,095	20,282
总负债	18,365	18,741	14,830	15,829	17,267
短期借款	7,920	9,564	8,416	8,224	8,213
应付账款	804	724	429	375	366
应付票据	2,013	3,080	1,824	1,595	1,555
预收账款	214	186	114	102	102
其他流动负债	1,200	0	0	0	0
流动负债合计	13,752	16,187	13,276	12,776	12,713
长期借款	2,209	1,735	735	2,235	3,735
应付债券	1,718	628	628	628	628
其他非流动负债	36	34	34	34	34
非流动负债合计	4,613	2,554	1,554	3,054	4,554
股东权益	8,422	9,340	10,570	11,934	13,648
股本	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650
公积金	4,046	4,075	4,233	4,416	4,643
未分配利润	3,049	4,054	5,123	6,301	7,785
归属母公司权益	8,389	9,327	10,554	11,915	13,626
少数股东权益	33	14	16	19	22

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1%	0%	0%	0%	0%
管理费用率	1%	1%	1%	1%	1%
财务费用率	1%	1%	1%	1%	1%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	22%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.04	0.21	0.29	0.33	0.41
每股经营现金流	1.46	0.71	1.89	1.81	2.10
每股净资产	5.08	5.65	6.40	7.22	8.26
每股销售收入	29.67	28.00	17.21	15.40	15.40

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	20	20	14	12	10
PB	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	15	14	11	10	9
股息率	0%	2%	2%	3%	3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，也不将与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------