

Q1 归母净利大幅增长，业务转型造就 PDH 龙头

核心观点：

- **事件** 公司发布 2021 年一季度报告，实现营业收入 72.9 亿元，同比减少 21.9%；归母净利润 3.7 亿元，同比增长 39.2%。
- **丙烷库存转化收益叠加下游产品价差扩大，致公司 21Q1 利润同比大幅增长** 营业收入同比下降主要系剥离 LPG 贸易业务所致。而化工板块盈利增加，对公司整体利润贡献度大幅上升。21Q1 丙烷均价环比上涨 26.2%、同比上涨 41.5%，带来丙烷库存转化收益，去年同期则表现为库存转化损失。同时国内经济形势持续向好，下游市场对丙烯和聚丙烯需求旺盛；叠加国际疫情及北美极寒天气的影响，美国多套化工装置非计划停车，海外化工原料供应出现持续短缺，国际市场塑料原料需求激增，21Q1 公司聚丙烯产品出口量已超过 6 万吨（2020 年全年出口 1.04 万吨），迎来出口盈利窗口。具体来看，丙烯、聚丙烯 21Q1 均价环比上涨 11.9%、4.8%，同比上涨 33.3%、26.8%；主导产品聚丙烯价差（丙烷）同比上涨 20.5%。原料库存转化收益叠加下游产品价差扩大使得 21Q1 公司利润同比大幅增长。
- **2021 年有望完成 LPG 贸易业务剥离，降低公司资产负债率** 公司自 2020 年初正式启动贸易资产剥离，目前相关剥离工作正在有序推进，有望在 2021 年基本退出主动性 LPG 国际贸易和国内分销市场。由于 LPG 贸易需要占用巨额现金和信用证保证金，大量的现金需求导致公司大量借款和银行授信，剥离贸易业务有利于减轻财务负担。公司的资产负债率已从 2019 年的 66.7% 降至 2021Q1 的 63.6%，从而提高整体盈利能力。
- **持续扩张 PDH 产能，有望拉动公司持续成长** 宁波二期 60 万吨/年 PDH 装置已于 2021 年 2 月投产，宁波三期 2*40 万吨/年 PP 装置已于 2021 年 4 月投料试生产，目前公司 PDH、PP 产能达到 180 万吨/年、160 万吨/年，成为国内最大 PDH 产能、国内民营企业 PP 产能第一的公司。茂名一期（I）项目（60 万吨/年 PDH、40 万吨/年 PP）计划于 2022 年年底投产，一期（II）项目（60 万吨/年 PDH、2*40 万吨/年 PP）预计将于 2023 年投产。二期等项目仍在规划中。看好公司 PDH 产能持续扩张带来的高成长性。
- **投资建议** 我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 253、179、223 亿元，同比变化-13.0%、-29.1%、24.3%；归母净利润分别为 19.1、21.2、28.8 亿元，同比变化 57.6%、11.0%、35.9%；每股收益（EPS）分别为 1.16、1.28、1.75 元，对应 PE 分别为 9.7、8.8、6.5 倍。看好公司未来成长属性，首次评级，给予“推荐”评级。

东华能源(002221.SZ)

推荐(首次评级)

分析师

任文坡

☎: 8610-80927675

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

林相宜

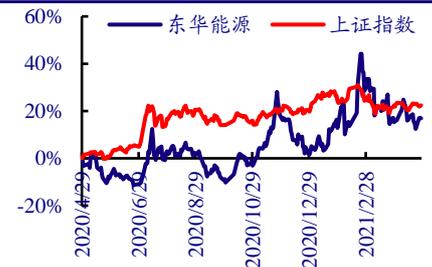
☎: 8610-80927677

✉: linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050007

市场表现

2021.04.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

● **主要财务指标**

| 指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 29081.75 | 25294.36 | 17945.89 | 22308.65 |
| 增长率(%) | -37.04% | -13.02% | -29.05% | 24.31% |
| 归母净利润(百万元) | 1210.33 | 1907.99 | 2117.88 | 2878.89 |
| 增长率(%) | 9.63% | 57.64% | 11.00% | 35.93% |
| EPS(元) | 0.73 | 1.16 | 1.28 | 1.75 |
| PE | 15.35 | 9.74 | 8.78 | 6.46 |

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究院

- **风险提示** 丙烷价格大幅波动的风险, 主营产品价格/价差下降的风险, 新建项目进展不及预期的风险等。

分析师简介及承诺

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

分析师：林相宜，南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师。曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事纺织服装行业和化工行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn