

公司研究 | 点评报告 | 东华能源 (002221.SZ)

茂名项目稳步推进，氢气综合利用进展加快

报告要点

公司披露 2021 年年度报告，2021 年实现营业收入 263.67 亿元，同比减少 9.33%；实现归母净利润 11.4 亿元，同比减少 5.82%。其中单四季度公司实现营业收入 49.21 亿元，同比减少 8.07%；单四季度实现归母净利润 1.82 亿元，同比增加 0.39%。

分析师及联系人



魏凯

SAC : S0490520080009



侯彦飞

SAC : S0490521050002

东华能源 (002221.SZ)

2022-04-24

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

茂名项目稳步推进，氢气综合利用进展加快

事件描述

公司披露 2021 年年度报告，2021 年实现营业收入 263.67 亿元，同比减少 9.33%；实现归母净利润 11.4 亿元，同比减少 5.82%。其中单四季度公司实现营业收入 49.21 亿元，同比减少 8.07%；单四季度实现归母净利润 1.82 亿元，同比增加 0.39%。

事件评论

- **国内丙烯产业龙头企业，氢气能源利用效率提升。**公司 PDH 产能及 PP 产能位居国内前列，未来茂名项目建成后将成为全球最大 PP 生产商。公司在运营装置包括三套 60 万吨/年 PDH 装置、四套 40 万吨/年 PP 装置、一座 8000m³/h 能力氢气充装站、一座 1000Kg/12h 能力加氢站。PDH 副产氢能力达到 7.5 万吨/年，2021 年公司氢气实现销售 1.872 万吨，利润 2.14 亿元，同比增长 53.95%。
- **短期受天然气及油价上涨影响，但长期来看，在原料端全球丙烷供给保持相对宽松、丙烯终端需求结构优化下将保持稳步增长，PDH 盈利中枢长期将保持稳定。**拥有高丙烯收率的 PDH 工艺成本优势显著，这确保 PDH 在成本曲线上的优势及较其他工艺存在一定的超额收益。不过由于丙烷价格跟踪油价趋势，PDH 超额收益会在行业景气度较差时收窄，但是仍具有明显底部确定盈利，反而是季节性或者事件性造成丙烷价格异动时会导致 PDH 短期盈利性有所下滑。因此，PDH 长期盈利中枢稳定，超额盈利确定性较强。
- **结合公司自产氢能，实现资源更高价值的利用。**公司引进霍尼韦尔 UOP 公司 Ecofining 工艺技术，利用自产的氢能，实现了资源更高价值的利用，将地沟油等废弃油生产为绿色可持续航空燃料。两套产能共 100 万吨的项目建成后，将是单套全球最大的以厨余油为主的可持续航煤装置，也将是全球最大的以厨余油为主要原料的可持续航煤生产基地，创新地解决了全球可持续航空燃料供应端的巨大缺口，实现可持续航空燃料在中国落地量产。该项目建成后每年将减少 240 万吨温室气体排放，为航空业减排和我国“双碳”目标实现做出贡献。同时，这一项目又避免地沟油重回餐桌，保障人民健康，造福社会。
- **公司 PDH 项目立足园区，绿色化工铸就高壁垒。**公司立足茂名绿色化工和氢能产业园，聚焦碳纤维、3D 打印、氢能产业等发展产业方向，园区的港口、码头资源国内首屈一指，构筑公司成本护城河。从下游消费市场容量及进出口运输成本分析，茂名基地都拥有无以比拟的先天优势，项目竞争力也较国内其他基地大幅提升。茂名基地正在建设一套 60 万吨/年 PDH、一套 40 万吨/年 PP、一套 20 万吨/年合成氨及配套设施，预计 2022 年底建成投产，第二套 60 万吨/年 PDH、两套 40 万吨/年 PP 能评和环评指标已取得。
- 作为国内丙烯产业龙头，将不断通过深度开发茂名基地得以发展。假设茂名一期 2*60 万吨 PDH 及配套装置陆续于 2022 年-2023 年投产，假设股本没有变化，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.2 亿元、26.5 亿元和 36.9 亿元，对应 2022 年 4 月 22 日收盘价 PE 分别为 18.5X、5.1X 和 3.6X，维持“买入”评级

风险提示

- 1、丙烷价格长期处于高位导致 PDH 景气度较差；
- 2、项目投产进度不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.14
总股本(万股)	164,902
流通A股/B股(万股)	153,173/0
资产负债率	65.10%
每股净资产(元)	6.57
市盈率(当前)	11.78
市净率(当前)	1.07
近12月最高/最低价(元)	16.15/7.93

注：股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《进军可持续航空燃料领域，低碳环保发展空间广阔》2022-02-27
- 《茂名项目稳步推进，未来成长空间广阔》2021-10-28
- 《业绩稳步兑现，成长空间广阔》2021-08-27



更多研报请访问
长江研究小程序

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	26367	38902	46382	51655	货币资金	9769	8913	11278	12756
营业成本	23716	36489	40673	43741	交易性金融资产	36	36	36	36
毛利	2652	2413	5709	7914	应收账款	2452	3617	4313	4803
%营业收入	10%	6%	12%	15%	存货	2877	4427	4934	5307
营业税金及附加	75	111	132	147	预付账款	583	897	1000	1076
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	3245	4639	5470	6056
销售费用	112	165	197	220	流动资产合计	18963	22529	27032	30034
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	10	9	7	6
管理费用	281	415	495	551	投资性房地产	9	-2	-12	-23
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	10909	11687	13736	17130
研发费用	116	172	205	228	无形资产	1546	2119	2693	3266
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	196	196	196	196
财务费用	505	633	1138	1803	递延所得税资产	100	100	100	100
%营业收入	2%	2%	2%	3%	其他非流动资产	4214	6022	7111	8415
加：资产减值损失	-34	-14	-14	-14	资产总计	35947	42662	50862	59124
信用减值损失	-28	0	0	0	短期贷款	11607	14444	17584	20281
公允价值变动收益	-10	0	0	0	应付款项	1553	2390	2664	2865
投资收益	43	63	75	84	预收账款	3	4	5	6
营业利润	1553	996	3639	5075	应付职工薪酬	75	115	128	138
%营业收入	6%	3%	8%	10%	应交税费	224	330	393	438
营业外收支	14	0	0	0	其他流动负债	2854	3723	4007	4216
利润总额	1568	996	3639	5075	流动负债合计	16315	21006	24782	27943
%营业收入	6%	3%	8%	10%	长期借款	4478	5734	7354	8544
所得税费用	359	228	834	1164	应付债券	301	301	301	301
净利润	1208	767	2805	3911	递延所得税负债	34	34	34	34
归属于母公司所有者的净利润	1140	724	2646	3690	其他非流动负债	2273	2273	2273	2273
少数股东损益	68	43	158	221	负债合计	23401	29348	34744	39095
EPS (元)	0.72	0.44	1.60	2.24	归属于母公司所有者权益	10842	11566	14213	17903
					少数股东权益	1704	1747	1906	2126
现金流量表 (百万元)					股东权益	12546	13314	16118	20029
	2021A	2022E	2023E	2024E	负债及股东权益	35947	42662	50862	59124
经营活动现金流净额	1178	975	4673	6895					
取得投资收益收回现金	76	63	75	84	基本指标				
长期股权投资	2	2	2	2		2021A	2022E	2023E	2024E
资本性支出	-3069	-4120	-4853	-6683	每股收益	0.72	0.44	1.60	2.24
其他	140	1	1	1	每股经营现金流	0.71	0.59	2.83	4.18
投资活动现金流净额	-2852	-4055	-4775	-6597	市盈率	11.25	18.54	5.07	3.64
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.24	1.16	0.94	0.75
股权融资	1600	0	0	0	EV/EBITDA	8.46	11.07	5.18	3.98
银行贷款增加(减少)	19165	4094	4760	3886	总资产收益率	3.2%	1.7%	5.2%	6.2%
筹资成本	-1005	-1870	-2293	-2707	净资产收益率	10.5%	6.3%	18.6%	20.6%
其他	-15934	0	0	0	净利率	4.3%	1.9%	5.7%	7.1%
筹资活动现金流净额	3826	2224	2467	1180	资产负债率	65.1%	68.8%	68.3%	66.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2108	-856	2365	1478	总资产周转率	0.73	0.91	0.91	0.87

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。