

公司研究

携手中核集团打造零碳产业园，持续加码氢能产业链布局

——东华能源（002221.SZ）公告点评

要点

事件：公司发布《关于与中国核工业集团有限公司签署“战略合作协议”》的公告，公司与中国核工业集团有限公司（以下简称“中核集团”）本着“优势互补、深度合作、互利共赢、协同发展”原则，深化全面战略合作伙伴关系，于2022年9月6日签署《战略合作协议》。协议有效期为10年，到期后经双方协商，可延期或另行签订新的合作协议。

点评：

投资千亿携手中核集团打造零碳产业园，加码氢能产业链布局：公司与中核集团签署《战略合作协议》，对公司发展而言具有重大战略意义：1) 中核集团或其成员单位有望成为公司的战略投资者，持股比例5%-15%，中核集团将直接参与公司董事会管理，打造“央企+民企”混合所有制改革的典范。2) 预计未来五年投资超千亿，共同推进高温气冷堆项目，打造零碳产业园，保障公司能源供应，进一步降低公司生产成本。通过对高温蒸汽的梯次利用，可以保障“东华茂名轻烃产业园”蒸汽、电力、制冷乃至氢能的清洁化供应。此外，中核集团将按照“保量优价优先”的原则，向公司（宁波工厂、张家港工厂）提供经济、零碳的电力供应，同时对公司后续投资建设产业园的省份采取同样原则的市场电双边合作，有助于公司持续降低能源成本。3) 联合成立氢能联盟，进一步深化公司氢能产业链布局。公司与中核集团将联合设立氢能研究院、中试装置，主攻绿氢制备环节中热化学制氢技术路线，并研发氢气的固态储存材料和装备。此外公司将立足广东氢能产业，适时推广至国内其他沿海省份，持续深化氢能产业链布局。

茂名项目进展顺利，现有氢能业务稳步发展：公司茂名一期各项工作稳步推进，整体建设进度符合预期：在建一套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进展顺利，预计于22年内投产，届时公司将形成240万吨PDH、200万吨PP、20万吨合成氨产能，PDH龙头地位进一步稳固。氢能方面，公司宁波基地现有8000m³/h氢气充装站，规模国内第一；张家港基地现有1000kg/12h加氢站。22H1，公司氢气销量1.22万吨，收入1.66亿元，与去年同期相比增长102%。公司宁波氢能基地已与林德气体、万华化学、中海油大榭石化等企业建立稳定的氢气供应关系，同时规划与宁波市政府、氢能相关企业积极推进物流集卡氢能运营生态圈，进一步加强公司在氢产业链的布局。

盈利预测、估值与评级：考虑到此次《战略合作协议》处于规划阶段，对公司经营短期不造成重大影响，因此我们暂不考虑业绩贡献，维持公司22-24年盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润分别为5.15/22.78/30.89亿元，折合EPS分别为0.31/1.38/1.87元，维持“买入”评级。

风险提示：项目投产进度不达预期，产品价格大幅下跌风险，原材料价格波动风险，战略合作协议终止风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	29,082	26,367	29,899	35,705	42,469
营业收入增长率	-37.04%	-9.33%	13.39%	19.42%	18.94%
净利润（百万元）	1,210	1,140	515	2,278	3,089
净利润增长率	9.63%	-5.82%	-54.80%	342.02%	35.60%
EPS（元）	0.73	0.69	0.31	1.38	1.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.88%	10.51%	4.68%	17.38%	19.93%
P/E	13	14	31	7	5
P/B	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-09-06

买入（维持）

当前价：9.55元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.49
总市值(亿元)	157.48
一年最低/最高(元)	6.72/15.77
近3月换手率：	68.07%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	19.20	16.42	-6.58
绝对	16.89	16.40	-22.65

资料来源：Wind

相关研报

PDH 价差收窄 Q2 业绩下滑，茂名项目稳步推进——东华能源（002221.SZ）2022 年半年报点评（2022-08-24）
布局可持续航空燃料项目，打造绿色化工产业集群——东华能源（002221.SZ）公告点评（2022-02-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	29,082	26,367	29,899	35,705	42,469
营业成本	26,573	23,716	27,880	31,200	36,649
折旧和摊销	627	627	1,018	1,146	1,304
税金及附加	47	75	85	102	121
销售费用	105	112	127	152	180
管理费用	349	281	319	381	453
研发费用	95	116	132	158	188
财务费用	528	505	641	738	854
投资收益	82	43	43	43	43
营业利润	1,506	1,553	743	3,029	4,082
利润总额	1,554	1,568	757	3,044	4,096
所得税	342	359	174	698	939
净利润	1,212	1,208	583	2,346	3,157
少数股东损益	2	68	68	68	68
归属母公司净利润	1,210	1,140	515	2,278	3,089
EPS(元)	0.73	0.69	0.31	1.38	1.87

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	885	1,178	1,004	3,034	3,882
净利润	1,210	1,140	515	2,278	3,089
折旧摊销	627	627	1,018	1,146	1,304
净营运资金增加	-3,989	417	2,230	2,847	3,362
其他	3,037	-1,006	-2,759	-3,237	-3,873
投资活动产生现金流	-1,054	-2,852	-3,202	-4,192	-4,168
净资本支出	-1,691	-3,069	-3,200	-4,200	-4,200
长期投资变化	12	10	0	-1	-1
其他资产变化	625	207	-2	8	33
融资活动现金流	-1,027	3,826	1,399	2,901	2,315
股本变化	-1	0	0	0	0
债务净变化	-103	3,433	2,362	3,754	3,797
无息负债变化	-722	2,052	128	556	832
净现金流	-1,268	2,108	-800	1,742	2,029

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	8.6%	10.1%	6.8%	12.6%	13.7%
EBITDA 率	9.1%	10.4%	8.0%	13.7%	14.6%
EBIT 率	6.8%	8.0%	4.6%	10.5%	11.6%
税前净利润率	5.3%	5.9%	2.5%	8.5%	9.6%
归母净利润率	4.2%	4.3%	1.7%	6.4%	7.3%
ROA	4.3%	3.4%	1.5%	5.2%	6.0%
ROE (摊薄)	11.9%	10.5%	4.7%	17.4%	19.9%
经营性 ROIC	6.2%	5.8%	3.3%	7.5%	8.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	64%	65%	67%	67%	67%
流动比率	1.19	1.16	1.12	1.14	1.17
速动比率	1.02	0.99	0.93	0.95	0.97
归母权益/有息债务	0.72	0.62	0.55	0.55	0.56
有形资产/有息债务	1.90	1.94	1.84	1.81	1.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	28,124	35,947	38,664	45,146	52,237
货币资金	7,662	9,769	8,970	10,711	12,741
交易性金融资产	191	36	36	36	36
应收账款	1,787	2,452	2,752	3,287	3,909
应收票据	611	1,067	1,210	1,445	1,719
其他应收款 (合计)	1,159	1,319	1,496	1,787	2,125
存货	2,226	2,877	3,382	3,785	4,446
其他流动资产	1,064	840	875	934	1,001
流动资产合计	15,564	18,963	19,426	22,771	26,898
其他权益工具	2	3	3	3	3
长期股权投资	12	10	10	11	12
固定资产	7,138	10,909	11,570	12,744	14,092
在建工程	4,010	2,082	3,136	4,452	5,439
无形资产	973	1,546	1,713	1,877	2,037
商誉	196	196	196	196	196
其他非流动资产	114	120	155	155	155
非流动资产合计	12,560	16,985	19,237	22,375	25,339
总负债	17,916	23,401	25,892	30,201	34,830
短期借款	8,822	11,607	12,469	14,722	17,020
应付账款	1,339	1,553	1,826	2,043	2,400
应付票据	1,493	1,148	1,350	1,511	1,775
预收账款	11	3	3	4	5
其他流动负债	16	52	87	145	213
流动负债合计	13,026	16,315	17,270	20,021	23,083
长期借款	4,315	4,478	5,978	7,478	8,978
应付债券	0	301	301	301	301
其他非流动负债	31	1,615	1,651	1,709	1,776
非流动负债合计	4,890	7,086	8,622	10,180	11,747
股东权益	10,208	12,546	12,772	14,945	17,406
股本	1,649	1,649	1,649	1,649	1,649
公积金	4,106	4,122	4,174	4,402	4,710
未分配利润	4,898	5,641	5,747	7,624	9,709
归属母公司权益	10,188	10,842	10,999	13,104	15,498
少数股东权益	19	1,704	1,772	1,840	1,909

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.36%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
管理费用率	1.20%	1.07%	1.07%	1.07%	1.07%
财务费用率	1.82%	1.91%	2.14%	2.07%	2.01%
研发费用率	0.33%	0.44%	0.44%	0.44%	0.44%
所得税率	22%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.23	0.22	0.10	0.42	0.57
每股经营现金流	0.54	0.71	0.61	1.84	2.35
每股净资产	6.18	6.57	6.67	7.95	9.40
每股销售收入	17.64	15.99	18.13	21.65	25.75

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	13	14	31	7	5
PB	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.8	12.7	16.3	8.8	7.6
股息率	2.4%	2.3%	1.1%	4.4%	5.9%

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、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE