

公司研究 | 点评报告 | 东华能源 (002221.SZ)

PDH 景气度持续改善，氢能综合利用稳步推进

报告要点

公司公布 2022 年三季度报告：1-9 月份营业收入 220.09 亿元，同比增长 2.58%；归母净利润 1.59 亿元，同比减少 84.48%。其中单三季度营业收入 68.17 亿元，同比减少 5.27%，环比减少 16.93%；归母净利润 0.13 亿元，同比减少 94.37%，环比减少 67.79%。

分析师及联系人



魏凯

SAC: S0490520080009



侯彦飞

SAC: S0490521050002

东华能源 (002221.SZ)

2022-11-01

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

PDH 景气度持续改善，氢能综合利用稳步推进

事件描述

公司公布 2022 年三季度报告：1-9 月份营业收入 220.09 亿元，同比增长 2.58%；归母净利润 1.59 亿元，同比减少 84.48%。其中单三季度营业收入 68.17 亿元，同比减少 5.27%，环比减少 16.93%；归母净利润 0.13 亿元，同比减少 94.37%，环比减少 67.79%。

事件评论

- **国内丙烯产业龙头企业，氢能能源利用效率提升。**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 8,000m³/h 能力氢气充装站、一座 1,000Kg/12h 能力加氢站。PDH 副产氢能力达到 7.5 万吨/年，2022Q3 氢气实现销售约 0.48 万吨，收入约合 0.68 亿元，销售均价为 14,167 元/吨，环比上半年有所提升。
- **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。**短期来看，丙烷高企导致 PDH 盈利性较差。一般来说，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，不过在丙烷价格异常上涨下，PDH 超额收益会在行业景气度较差时收窄，且季节性或者事件性也容易造成丙烷价格异动，PDH 短期盈利性有所下滑。
- **结合公司自产氢能，和中核集团深度合作，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，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，项目建成后每年将减少 240 万吨温室气体排放。公司同中核集团深度合作：(1) 梯次利用高温蒸汽，全面保障蒸汽、电力、制冷乃至氢能清洁化供应；(2) 联合成立氢能联盟，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；(3) 为有效深化战略合作，双方将积极推动中核集团或其成员单位成为东华能源的战略投资者（占股比例 5%-15%），委派董事参与东华能源董事会的管理。
- **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，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，茂名基地拥有显著的先天优势。茂名基地正在建设 60 万吨/年 PDH、40 万吨/年 PP、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。此外，公司规划 26 万吨/年丙烯腈、60 万吨/年 ABS 项目按计划推进中。
- **假设茂名一期 2*60 万吨 PDH 及配套装置陆续于 2022 年底-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 2.5 亿元、13.4 亿元和 23.1 亿元，对应 2022 年 10 月 31 日收盘价 PE 分别为 50.8X、9.6X 和 5.6X，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)	8.20
总股本(万股)	157,613
流通A股/B股(万股)	145,842/0
资产负债率	69.60%
每股净资产(元)	6.52
市盈率(当前)	38.00
市净率(当前)	1.08
近12月最高/最低价(元)	13.95/6.88

注：股价为 2022 年 10 月 31 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《全面深化战略合作，中核集团助力腾飞》2022-09-07
- 《景气处于历史底部，茂名项目稳步推进》2022-08-25
- 《业绩符合预期，茂名项目稳步推进》2022-04-28


 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	38205	45603	52368	货币资金	9769	8913	10826	11234
营业成本	23716	36430	41606	46132	交易性金融资产	36	36	36	36
毛利	2652	1775	3997	6236	应收账款	2452	3552	4240	4869
%营业收入	10%	5%	9%	12%	存货	2877	4420	5048	5597
营业税金及附加	75	109	130	149	预付账款	583	896	1023	1135
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	3245	4561	5383	6135
销售费用	112	162	194	223	流动资产合计	18963	22378	26557	29006
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	10	9	7	6
管理费用	281	408	486	559	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	169	201	231	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	655	1237	2007	递延所得税资产	100	100	100	100
%营业收入	2%	2%	3%	4%	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	42511	50387	58096
信用减值损失	-28	0	0	0	短期贷款	11607	14805	18870	22264
公允价值变动收益	-10	0	0	0	应付款项	1553	2386	2725	3021
投资收益	43	62	74	85	预收账款	3	4	5	6
营业利润	1553	350	1843	3178	应付职工薪酬	75	115	131	146
%营业收入	6%	1%	4%	6%	应交税费	224	324	387	444
营业外收支	14	0	0	0	其他流动负债	2854	3719	4071	4378
利润总额	1568	350	1843	3178	流动负债合计	16315	21353	26189	30259
%营业收入	6%	1%	4%	6%	长期借款	4478	5734	7354	8544
所得税费用	359	80	423	729	应付债券	301	301	301	301
净利润	1208	270	1421	2449	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	254	1341	2311	其他非流动负债	2273	2273	2273	2273
少数股东损益	68	15	80	138	负债合计	23401	29695	36151	41411
EPS (元)	0.72	0.16	0.85	1.47	归属于母公司所有者权益	10842	11096	12437	14748
					少数股东权益	1704	1719	1799	1938
					股东权益	12546	12816	14236	16686
					负债及股东权益	35947	42511	50387	58096
					基本指标				
						2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1178	637	3396	5323	每股收益	0.72	0.16	0.85	1.47
取得投资收益收回现金	76	62	74	85	每股经营现金流	0.75	0.40	2.15	3.38
长期股权投资	2	2	2	2	市盈率	11.34	50.81	9.64	5.59
资本性支出	-3069	-4120	-4853	-6683	市净率	1.19	1.16	1.04	0.88
其他	140	1	1	1	EV/EBITDA	8.28	14.66	7.61	5.49
投资活动现金流净额	-2852	-4056	-4776	-6596	总资产收益率	3.2%	0.6%	2.7%	4.0%
债券融资	0	0	0	0	净资产收益率	10.5%	2.3%	10.8%	15.7%
股权融资	1600	0	0	0	净利率	4.3%	0.7%	2.9%	4.4%
银行贷款增加(减少)	19165	4454	5685	4583	资产负债率	65.1%	69.9%	71.7%	71.3%
筹资成本	-1005	-1891	-2392	-2903	总资产周转率	0.73	0.90	0.91	0.90
其他	-15934	0	0	0					
筹资活动现金流净额	3826	2563	3293	1681					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2108	-856	1913	408					

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 /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 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曾与、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情形内，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。