

公司研究 | 点评报告 | 东华能源 (002221.SZ)

# PDH 景气度底部盘整，布局新材料领域

## 报告要点

公司公布 2025 年第一季度报告, 2025 年第一季度实现营业收入 79.80 亿元, 同比增长 12.18%, 环比增长 10.75%; 归母净利润 0.53 亿元, 同比下降 5.68%, 环比下降 83.18%; 扣非归母净利润 0.31 亿元, 同比增长 23.16%, 环比增长 3113.61%。

## 分析师及联系人



魏凯

SAC: S0490520080009

SFC: BUT964



侯彦飞

SAC: S0490521050002

SFC: BVN517

东华能源 (002221.SZ)

2025-05-07

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## PDH 景气度底部盘整，布局新材料领域

### 事件描述

公司公布 2025 年第一季度报告,2025 年第一季度实现营业收入 79.80 亿元,同比增长 12.18%,环比增长 10.75%;归母净利润 0.53 亿元,同比下降 5.68%,环比下降 83.18%;扣非归母净利润 0.31 亿元,同比增长 23.16%,环比增长 3113.61%。

### 事件评论

- **PDH 景气度保持低迷,公司氢气资源未来发展空间广阔。**PDH 目前景气度处于历史底部。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。宁波基地:现有 2 套产能为 60 万吨/年的 PDH 装置、3 套产能为 40 万吨/年的 PP 装置、1 座 8000m<sup>3</sup>/h 能力的氢气充装站,2024 年宁波基地生产丙烯 121.56 万吨,计划完成率 105.7%,生产聚丙烯 132.75 万吨,计划完成率 108.6%;张家港基地:现有 1 套产能为 60 万吨/年的 PDH 装置、1 套产能为 40 万吨/年的 PP 装置、1 座 1000Kg/12h 能力的加氢站;茂名基地:1 套产能为 60 万吨/年的 PDH 装置、1 套产能为 40 万吨/年的 PP 装置、1 套产能为 20 万吨/年的合成氨装置以及配套设施。2024 年氢气实现销售约 3.46 万吨,同比增长 22.39%,氢气销售增长有效缓解了 PDH-PP 价差收窄对业绩的承压。
- **发展以碳纤维为核心的复合材料和氢能产业链。**以 C3 产业链为基础,通过碳氢分离,发展以碳纤维为核心的复合材料和氢能产业链,公司聚焦以碳纤维为核心的新质生产力,积极推动以碳纤维为核心、聚烯烃为基材的下游应用产品的研发,涵盖航空航天及军工、低空飞行、汽车和轨道交通轻量化、新型建材等四大产业。公司与山东大学朱波教授团队共建研究院,攻关碳纤维低成本制造及碳纤维多领域创新应用研究,打造 PDH→AN→PAN 聚合→原丝→碳纤维→复材制品全产业链闭环布局,实现全链条自主可控,原料成本可显著降低。碳纤维的原材料和大化工是联动关系,东华能源茂名基地的产业体系能为碳纤维生产提供原料保障,东华能源万吨级 T1000 碳纤维项目已经于 2024 年 5 月 21 日开工建设。
- **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。茂名基地现有 1 套产能为 60 万吨/年的 PDH 装置、1 套产能为 40 万吨/年的 PP 装置、1 套产能为 20 万吨/年的合成氨装置以及配套设施。经过近 30 年的业务深耕,公司已成为全球领先的 LPG 交易商和 PDH 生产商。
- 假设股本没有变化,预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.3 亿元、3.8 亿元和 5.8 亿元,对应 2025 年 5 月 6 日收盘价 PE 分别为 56.3X、34.2X、22.2X,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;3、终端需求增长不及预期。

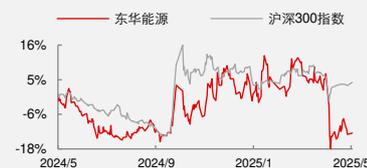
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	8.22
总股本(万股)	157,613
流通A股/B股(万股)	146,089/0
每股净资产(元)	7.06
近12月最高/最低价(元)	10.79/7.34

注:股价为 2025 年 5 月 6 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

### 相关研究

- 《PDH 景气度保持低迷,未来布局碳纤维》2025-04-23
- 《PDH 景气度保持低迷,三季度业绩承压》2024-10-28
- 《PDH 景气度低迷,未来氢能发展空间广阔》2024-08-29



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、丙烷价格长期处于高位导致 PDH 景气度较差：公司以丙烷为原料，如果丙烷价格持续处于高位将导致 PDH 盈利持续处于较差状态。
- 2、项目投产进度不及预期：如果公司规划项目进度不及预期将导致投产延期，影响产能放量。
- 3、终端需求增长不及预期：终端需求不及预期将导致产品供需结构有所恶化，价差大幅下滑，公司业绩显著承压。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>30938</b>	<b>25873</b>	<b>23801</b>	<b>24499</b>	货币资金	7623	8972	10819	10876
营业成本	29613	24736	22416	22791	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>1325</b>	<b>1136</b>	<b>1385</b>	<b>1708</b>	应收账款	5040	4215	3878	3991
%营业收入	4%	4%	6%	7%	存货	2970	2481	2248	2285
营业税金及附加	115	129	119	122	预付账款	732	612	554	563
%营业收入	0%	1%	1%	1%	其他流动资产	4347	3767	3530	3610
销售费用	83	103	95	98	<b>流动资产合计</b>	<b>20712</b>	<b>20046</b>	<b>21028</b>	<b>21326</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	2026	2266	2506	2745
管理费用	134	135	138	142	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0%	1%	1%	1%	固定资产合计	11032	10248	9471	8699
研发费用	10	8	8	8	无形资产	1055	761	466	172
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	852	826	856	897	递延所得税资产	158	158	158	158
%营业收入	3%	3%	4%	4%	其他非流动资产	7564	7673	7783	7892
加: 资产减值损失	-15	4	4	4	<b>资产总计</b>	<b>42547</b>	<b>41153</b>	<b>41412</b>	<b>40993</b>
信用减值损失	-6	0	0	0	短期贷款	11492	9409	8030	5732
公允价值变动收益	6	0	0	0	应付款项	1609	1344	1218	1238
投资收益	-120	-101	-93	-95	预收账款	2	2	1	1
<b>营业利润</b>	<b>567</b>	<b>315</b>	<b>519</b>	<b>801</b>	应付职工薪酬	24	20	18	18
%营业收入	2%	1%	2%	3%	应交税费	122	102	94	97
营业外收支	-17	0	0	0	其他流动负债	6523	5999	5749	5790
<b>利润总额</b>	<b>550</b>	<b>315</b>	<b>519</b>	<b>801</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>19772</b>	<b>16876</b>	<b>15110</b>	<b>12876</b>
%营业收入	2%	1%	2%	3%	长期借款	6682	7938	9558	10748
所得税费用	75	69	114	176	应付债券	300	300	300	300
净利润	475	246	405	625	递延所得税负债	22	22	22	22
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>444</b>	<b>230</b>	<b>378</b>	<b>584</b>	其他非流动负债	2718	2718	2718	2718
少数股东损益	31	16	26	41	<b>负债合计</b>	<b>29494</b>	<b>27853</b>	<b>27708</b>	<b>26664</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.28</b>	<b>0.15</b>	<b>0.24</b>	<b>0.37</b>	归属于母公司所有者权益	11096	11326	11705	12289
					少数股东权益	1957	1973	1999	2040
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>13053</b>	<b>13299</b>	<b>13704</b>	<b>14329</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>42547</b>	<b>41153</b>	<b>41412</b>	<b>40993</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>522</b>	<b>2154</b>	<b>1570</b>	<b>1069</b>					
取得投资收益收回现金	2	-101	-93	-95	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	-240	-240	-240	-240		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-57	1329	1294	1305	每股收益	0.28	0.15	0.24	0.37
其他	436	0	0	0	每股经营现金流	0.33	1.37	1.00	0.68
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>142</b>	<b>988</b>	<b>961</b>	<b>970</b>	市盈率	29.19	56.33	34.23	22.18
债券融资	-2	0	0	0	市净率	1.17	1.14	1.11	1.05
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	14.28	30.06	21.52	15.98
银行贷款增加(减少)	-85	-827	240	-1108	总资产收益率	1.0%	0.6%	0.9%	1.4%
筹资成本	-1174	-966	-924	-874	净资产收益率	4.0%	2.0%	3.2%	4.8%
其他	1472	0	0	0	净利率	1.4%	0.9%	1.6%	2.4%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>211</b>	<b>-1793</b>	<b>-684</b>	<b>-1982</b>	资产负债率	69.3%	67.7%	66.9%	65.0%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>874</b>	<b>1349</b>	<b>1847</b>	<b>57</b>	总资产周转率	0.73	0.63	0.57	0.60

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 /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 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

本报告署名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。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。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。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，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。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。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。

本公司保留一切权利。