

2010年4月19日

东华能源 (002221)

走向区域垄断，迎来业绩拐点

评级：增持（首次）

投资要点：

■ 公司是华东地区最大的高品质工业用燃气供应商。公司的主营业务为高纯度液化石油气的生产加工与销售。公司向国际市场采购油田伴生的丙烷、丁烷，分别冷冻储存、配比加工成液化石油气并向市场销售。高纯度液化石油气可作为高品质工业燃气、汽车燃料和化工原料。

■ 收购苏州 BP，租用宁波百地年设施，LPG 仓储和加工能力大幅增长，助推 LPG 业务毛利率提升。通过资产租赁和收购等措施，公司的 LPG 仓储、生产能力实现了跨越式的发展，LPG 的总库容量达到 64.8 万立方米，年生产能力超过 300 万吨，空前的备货能力大大提升了大批量采购囤货的能力，其对毛利率提升的作用开始显现，2009 年 LPG 毛利率大幅提升至 7.5%，预计未来将提升至 8% 以上。公司 LPG 业务立足江苏等省市的同时，进入浙江、福建、广东市场，市场空间获拓展，销售量预计将获翻番的提升。

■ 化工仓储业务空间巨大。被撞的 5 万吨码头修复和新建的 2 万吨码头预计将于 4 季度全面投产，凭借稀缺的优质码头岸线资源和长三角地区化工仓储需求的巨大空间，以及公司在试运营期间建立的良好客户关系和市场信誉，码头达产后仓储业务的毛利率有望保持在 60% 以上的高水平。

■ 汽车燃料和化工原料业务值得期待。公司未来的业务拓展方向为车用 LPG 和化工原料业务。车用 LPG 业务受国家政策影响，有很大的不确定性；化工原料业务何时取得突破很难判断。对此我们保持较为谨慎的态度，对未来该领域的发展还会持续关注。

■ 进口 LPG 和天然气将呈现差异化，公司将受益于天然气价格改革。未来我国燃气市场供应格局将呈现差异化，进口 LPG 主要供应高品质的工业燃气。由于 LPG 与天然气互为替代能源，公司将受益于天然气价格改革。

■ 盈利预测与评级 预计 2010 和 2011 年 EPS 为 0.48 元和 0.72 元，对应其动态 PE 为 27.10 倍和 18.07 倍。短期看公司估值优势一般，长期看天然气价格的上涨和大股东旗下宁波百地年资产的注入对公司而言是存在的两大潜在利好。如果股价调整至 12 元以下，将存在一定的投资机会，给予“增持（首次）”评级。

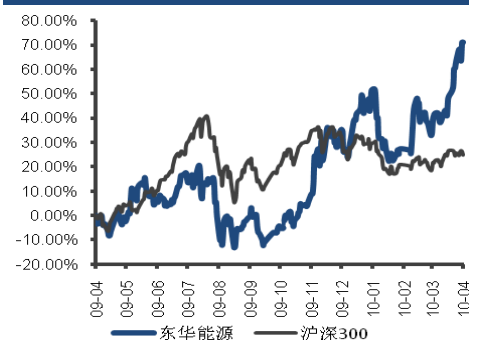
薛辉蓉

执业证书编号 S0600200010060

021-63122950

xuehr@gsjq.com.cn

东华能源与沪深 300 指数走势比较图



市场数据 2010年4月19日

总股本（万股）	22200
流通 A 股（万股）	22200
收盘价（元）	13.01
6 个月换手率（%）	572.02

财务数据 2009 年年报

主营收入（亿元）	23.79
净利润（亿元）	0.38
摊薄每股收益（元）	0.17
每股净资产（元）	2.58

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1653.01	2379.75	3841.63	4222.17
同比 (%)	26	44	61	10
净利润(百万元)	33.73	35.12	105.15	158.89
同比 (%)	-21.47	4.10	199.45	51.10
毛利率 (%)	3.81	4.41	6.27	7.98
每股收益 (元)	0.15	0.17	0.48	0.72
P/E	87	75	27	18
P/B	5.41	5.04	4.63	4.19

1. 公司概况

东华能源股份有限公司（以下简称“公司”或“东华能源”）是经《商务部关于同意张家港东华优尼科能源有限公司变更为外商投资股份有限公司的批复》批准，由张家港东华优尼科能源有限公司于2007年3月22日整体变更设立的外商投资股份有限公司。公司所发行A股于2008年3月上市交易。

公司实际控制人为周一峰女士、周汉平先生，二人系父女关系，共同通过 FBC Investment Limited 持有公司第一大股东东华石油、第二大股东优尼科长江的全部已发行股份，从而间接控制公司 53.09% 的股份。

公司主营业务为高纯度液化石油气（以下简称“LPG”）的生产加工与销售，产品作为燃料广泛应用于对燃烧品质要求较高的工业领域。公司拥有设计年生产加工能力 50 万吨、占地面积 22 万平方米的低温液化石油气生产中转基地。内有可停靠 5.4 万吨级船舶的长江码头、2×31,000 立方米的液化气冷冻库及制冷机组、2×1,000 立方米常温压力球罐等生产设施，以及与国际水平同步的安全监控系统。

公司是华东地区最大的高品质工业用燃气供应商，公司连续多年占据中国进口 LPG 市场 5% 以上的份额，进口 LPG 数量连续多年位居全国前七名。公司经营的液化气目前 96.8% 作为燃气使用，其中工业燃气用途约占 90%。

2. 行业分析

2.1. 液化石油气和天然气将成为燃气行业市场发展的主流

我国燃气主要包括进口液化气、国产液化气、天然气和人工煤气。我国的燃气市场按应用领域可细分工业燃气与民用燃气两个市场。民用燃气主要由天然气、国产液化气和人工煤气供应，工业燃气市场则主要由进口液化气和天然气供应。人工煤气由于生产成本低、生产过程中污染排放严重，受到天然气、国产液化气替代，正逐渐淡出燃气市场。

表格 1 天然气与液化气特点比较

类型	来源	主要成分	特点	主用应用领域
天然气	油田和气田气	甲烷和少量乙烷等	纯度高、热值低、价格高	民用燃气、工业燃气
国产液化气	炼厂气	丙烷、丙烯、丁烷、丁烯等混合气体	杂质含量高、热值低、价格低	民用燃气

进口液化气	油田伴生气	丙烷和丁烷	纯度高、热值稳定、价格高	工业燃气、化工原料、汽车燃料
-------	-------	-------	--------------	----------------

资料来源：东吴证券研究所

我国基本不生产油田伴生气，国产液化气的来源主要是炼厂气，而进口液化气则来自于中东原油产地，通过丙烷和丁烷分离的方式进口，因而国产液化气和进口液化气的主要差别在于炼厂气和油田伴生气的差别，品质上则相距甚远。一般冬季时，民用国产气不易打火，需要购买进口气混合使用。2009 年我国液化气的表观消费量中，进口 LPG 约 400 多万吨，国产液化气约 1900 万吨。

2.2. 高品质工业燃气是目前进口 LPG 最主要的市场

进口 LPG 用作高品质工业燃气是其传统用途，广泛应用于有色金属冶炼、金属切割、窑炉焙烧、造纸、玻璃、陶瓷制造等工业领域。高品质工业燃气市场最终将由进口 LPG 主导，有以下几个方面的主要原因：

1) 天然气的主要成分为甲烷和少量乙烷，尽管也可以作为高品质工业燃气使用，但天然气的单位热值低于进口液化气，其含硫量高于天然气，无法满足某些特殊行业的工业客户要求，部分对燃烧品质要求极高的高端客户必须选择使用进口液化气外。

2) 天然气的运送必须通过管道，依赖于管网设施的投建。而液化气可以选择槽车、槽船等多种灵活方便的运输方式。在天然气管道未通达地区高端工业用气必须依赖进口液化气的供应。

3) 工业燃气设备投资普遍较大，工业客户在燃气选择时更倾向于选择供应和价格相对稳定的进口液化气而不是不确定性较大的天然气，且一旦投资建设之后就会在一段时间之内维持产品需求的稳定。

4) 工业用天然气价格将在未来几年处于持续上升的状态，并且上涨幅度远远大于民用天然气价格，天然气在工业领域的相对成本优势将逐渐丧失。

国内天然气生产不能完全满足市场需求，供需矛盾突出，天然气在工业燃气领域并非优先。因此，在天然气利用政策以及天然气价格逐步与国际市场接轨后，天然气明显向民用和支农产业倾斜，LPG 尤其是进口 LPG 在工业燃气方面依然具有较强的竞争优势。

2.3. 汽车燃料和化工原料用 LPG 前景可观

虽然目前国内 LPG 的应用主要集中在民用和工业用燃气方面，但

LPG 作为汽车燃料和化工原料用途的发展前景不可小视，这其中的主要原因就是国际原油价格的高企和环保压力的增加，油价的上涨给了替代能源巨大的空间。

2.3.1. LPG 汽车的发展依赖政府推动和能源定价改革

LPG 燃气汽车与普通燃油汽车在节能减排方面相比具有明显的优势。西方国家由于环保的压力，LPG 汽车以政府行为大为推广，已经相当普遍。我国 LPG 汽车的运用尚处于起步阶段，其发展主要取决于两大因素，政府相关政策的制订和推广以及 LPG 作为替代能源的经济性。我国在《能源十一五规划》中提出，要做好石油的节约和替代工作，实施清洁汽车行动计划，发展混合动力出台了相关的具体政策，例如在《上海市节约能源“十一五”规划》中就明确提出扩大清洁燃料的应用，到 2010 年，单一液化石油气出租车占出租车总量的 50%。液化石油气/汽油两用燃料出租车达 100%。各地方政府也陆续在城市公交车、出租车等行业推广燃气汽车。江苏、浙江、安徽等省的部分城市也已经制定了推广 LPG 汽车的规划。一旦汽车燃料 LPG 市场启动，将产生一个相当大的新增需求。

与 LPG 加气站争夺市场的主要是 LNG 加气站和成品油加油站。与国外加气站行业的暴利特征不同，目前国内加气站的毛利率并不高。主要原因是进口 LPG 价格已经市场化，完全与国际市场接轨，而国内石油天然气类能源产品却长期实行低于国际价格水平的计划价格，造成资源配置扭曲，对国内廉价能源产生了过度需求，使引进国际市场液化气类能源产品的市场空间、价格和盈利空间受到很大挤压。

2.3.2. 化工原料用 LPG 具有较好的经济优势

高纯度 LPG 的主要成分是丙烷、丁烷，可以代替石脑油作为石化裂解的原材料用来制作乙烯和其他石化产品，尤其是在油价高企的时代，价格相对低廉的 LPG 非常有吸引力。全球用作化工原料的 LPG 已占 LPG 总消费量的 25%，而且呈增长的态势。而国内由于生产习惯和装置改造等问题，并没有大规模利用 LPG 作为石脑油的补充进行烯烃生产。我国 LPG 用作化工原料的比例处于一个很低的水平，连同化工原料在内的其他用途合计还不到 8%，高纯度 LPG 用作化工原料有着较大的发展空间。随着国际油价的持续上涨，LPG 作为烯烃生产原料的经济性越来越突出，

国内的一些大型石化企业如扬子石化和扬子—巴斯夫等已经计划进行工艺改造。随着时间的推移和能源价格的接轨，越来越多的国内厂商将意识到高纯度液化气生产烯烃的经济性与节能性而改用 LPG 进行乙烯生产。LPG 作为化工原料的市场发展空间是比较可观的。

2.4. 进口液化气行业集中度高、进入壁垒显著，形成区域垄断经营格局

近几年来，我国每年消耗 2700 万吨左右的 LPG，其中有 600~700 万吨需要进口，主要来自澳大利亚和中东地区。进口液化气行业的集中度比较高，2008 年，前十位的总进口量占整个进口液化气市场份额的 90% 以上。进口液化气市场排名靠前的公司基本位于华南地区珠江三角洲一带，由于这一地域国产液化气产量较小，其消费主要依赖于进口，因此，这一地区集中了较多的进口液化气经销商。由于运输成本和运输条件的限制，液化气在一定范围的地域性经营为特征，华南地区的进口液化气与华东地区基本不构成竞争。

表格2 全国前10大液化气进口商的情况 (2008)

排名	公司名称	进口金额(万美元)	市场份额
1	新海能源(珠海)	65612	25.23%
2	深圳华安液化石油气	35163	13.52%
3	广州华凯石油燃气	28479	10.95%
4	潮州市欧华能源	26281	10.11%
5	广西天盛港务	20141	7.75%
6	珠海 BP 液化石油气	18296	7.04%
7	张家港东华能源	17776	6.84%
8	上海金地石化	11906	4.58%
9	苏州 BP 液化石油气	7738	2.98%
10	巴斯夫化工	7519	2.89%

资料来源：东吴证券研究所

进口液化气行业有别于一般的化工原料进出口，尽管完全市场化，但液化气产品采购量大、危险性高等特点，形成较为显著的行业进入壁垒，行业壁垒包括国内液化气交易壁垒、码头条件壁垒、安全生产管理壁垒、投资建设审批壁垒、资金与建设周期壁垒等。这一行业中的上游企业的实际进入壁垒很高，潜在的经营者难以随意进入，该行业分地域垄断经营的格局在可预见的较长时期内不会改变。

3. 公司主营业务分析

目前,公司的主营业务为:(1) LPG 的进口、生产加工与销售业务。该项业务主要由公司和全资子公司南京东华燃气有限公司经营。(2) 钢材销售业务,主要是为客户提供建材配送综合贸易。主要由控股子公司上海攀宁物资贸易有限公司经营。(3) 再生资源业务:主要是废钢的回收和贸易。主要由全资子公司江苏东华再生资源有限公司经营。(4) 化工仓储业务,主要依托公司 20 万立方液体化工仓储基地,为客户提供液体进口、仓储服务。2009 年主营业务情况见下表:

表格3 主营业务分行业情况

单位:万元

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	营业利润率比上年增减 (%)
液化石油气销售	87,936.63	81,339.41	7.50%	-41.67%	-44.53%	4.27%
钢材贸易	49,011.32	48,489.79	1.06%	245.16%	271.59%	-7.04%
运输收入	312.11	249.15	20.17%	89.56%	418.07%	-50.62%
化工仓储服务	1,819.48	563.89	69.01%	*	*	*
再生资源贸易	98,515.89	96,736.90	1.81%	*	*	*
汽车燃气设备改装	122.69	98.48	19.73%	*	*	*

资料来源:公司公告,东吴证券研究所

业务收入和利润比重较小的其他业务,包括:(1) 汽车加气业务:主要为出租车提供液化气加气业务。由江苏东华汽车能源有限公司和其管理、投资的各地项目公司负责运营,目前,已经运营的有位于上海的四个站点(控股子公司)和以租赁方式经营的张家港、南通两个站点;已经获得审批的拟建项目有海安公司和句容公司。(2) 运输和改装等业务,主要为 LPG 运输业务和汽车改装等业务。

3.1. LPG 销售业务——华东区域龙头,未来稳定增长

3.1.1. 公司处于大宗快速消费商品贸易行业,华东区域相对垄断

公司进口的 LPG 属于低硫、高纯度、高热值的清洁环保能源,用于高品质工业燃气、或加工成车用液化气用于汽车燃气、还可以直接使用丙烷或丁烷作为化工原料。公司 LPG 业务流程是先向国外代理商购买石

油液化气入库，然后再转卖给国内工业企业。公司产品加工工艺简单，周转速度较快，原材料采购及产品销售金额较大，决定了公司处于大宗快速消费商品贸易行业。

公司经营区域主要集中的江、浙、沪地区，主要竞争对手是苏州港华燃气有限公司、南京港华燃气有限公司和上海金地石化。上海金地主要是供应金山石化作为化工原料使用，少量用于上海地区销售，且其码头属于外海码头，运输还需要换装小型运输船。由于国内天然气相当紧缺，港华燃气目前对公司的影响不大，2009 年底公司甚至有部分客户回流。公司在华东地区工业燃气领域市场竞争优势显著。

公司是液化气一级库经销商，销售分为以批发销售和终端销售，其中批发销售约占总销售量的 65%，终端销售占 35%，而终端销售工业燃料用客户占 90%以上，主要是造纸、有色金属、玻纤和陶瓷等行业，民用燃料占比不超过 10%。公司批发销售主要面对液化气二级库、三级库经销商，通过二级库和三级库众多的销售网络，公司的产品占领了华东地区特别是江苏地区较大的市场份额，建立一个涵盖多层次销售渠道的销售网络。

3.1.2. 多种定价方式结合，降低成本风险，锁定价差

公司的主要原材料丙烷、丁烷为油田伴生气，主要产自沙特、阿联酋、伊朗、科威特、阿根廷、澳大利亚等国家，其中来自中东的占全部进口的 80%以上。丙烷、丁烷的国际贸易业务由世界知名的十多家跨国贸易公司所垄断，如嘉能可国际公司、Ferrell 国际公司、维多公司等。国际液化石油气的采购价有一定波动性，沙特阿美石油公司在每月底根据当月丙烷、丁烷的成交情况公布下一月度的丙烷、丁烷的 CP 价（合同价格），CP 价是远东国际液化气原料供货市场的价格风向标。由于基础产品原油价格的拉动作用，丙烷和丁烷的国际价格过去几年来也处于持续上涨状态。

公司的销售定价策略中分为三类，一是年度期货定价，分为“CP+贴水”和“公司进货成本+操作运营费”二种方式；这种方式风险较低，同时也锁定了公司差价利润；二是月度定价，是指以“当日销售指导价格”为基础经双方磋商确定的价格作为当月月度价格的定价方式；三是现货定价：是指以当日公司挂牌价为基础经与客户协商确定销售价格的

定价模式。今后，公司将逐步根据客户情况增加联合采购定价、到货成本定价两种定价方式。公司根据市场特点，采取灵活的定价机制，获得长期客户并保持稳定的合作关系。采用年度定价和月度定价的客户约占公司销售份额的三分之二，保障了公司经营稳定性。

2009 年公司实际销售液化气 22.1 万吨，其中进口液化气 20.3 万吨，国产气 1.8 万吨。实现液化气销售收入 8.79 亿元，占公司营业总收入的 36.95%，比上年同期下降 41.67%。2009 年进口液化石油气的全年行情走势基本随国际原油价格盘整上行。公司密切关注市场变化情况，及时调整采购和销售策略，较好的把握住了市场节奏，虽然 LPG 销售数量下降，毛利率却上升到 7.5%。

3.1.3. 收购苏州 BP，租赁宁波百地年，产能大幅增长

2009 年 7 月 9 日，中海工业（江苏）有限公司所属在建货轮“安民山”号在试航过程中主机失控，撞毁公司 5 万吨级液化气、化工综合码头，相关生产设施毁损严重，导致公司 LPG 进货和化工仓储业务运营停顿，对公司的正常运营和发展构成重大影响。事故发生后，控股股东东华石油（长江）有限公司给予公司全力支持，东华石油（长江）有限公司在 2009 年 9 月快速完成了对“BP 华东液化石油气有限公司”（收购后改名为“宁波百地年液化石油气有限公司”）的股权收购，并以低于市场平均价格的标准向公司提供仓储服务，为公司后续进口 LPG 的仓储、生产提供了保证，确保 LPG 长期客户的稳定；公司积极启动与 BP 就收购 BP 太仓液化石油气有限公司的经营性资产的商务谈判，于 2009 年 11 月 16 日与苏州 BP 达成收购协议，并在 12 月底前完成交割（之前先以租赁方式使用）。

公司通过收购苏州 BP 减少了华东地区竞争对手，提高公司市场占有率。收购完苏州 BP 后，公司部分接受苏州 BP 原有客户，市场份额和销售量必将获得提升。

宁波百地年公司拥有 5 万吨和 5000 吨码头各一座，50 万方仓储及年 120 万吨以上的 LPG 中转能力。宁波百地年将以代理方式为公司 LPG 转口贸易等业务提供服务，并按照货值 1.5%~2%收取代理费用（约 100 元/吨的租赁费用）。宁波百地年拥有非常优越的码头条件和仓储、生产能力，原来是作为镇海炼化的备用储备库使用，现在与公司长期积累的 LPG

国际采购和贸易渠道相结合，其资产、码头和区位优势将可以得到充分发挥。这意味着公司的业务范围将扩大到浙江、福建和江西等目标市场，甚至包括华南部分地区（汕头、珠海和厦门），公司的市场覆盖区域明显增加。具体还有待于公司对下游市场的开拓。同时，公司可背靠其大规模的仓储能力，大力发展国际贸易业务，尤其是日本、韩国、越南、马来西亚等东南亚地区的转口贸易业务，将可以得到突破性发展。

通过一系列资产租赁、收购等措施的实施，公司不仅稳定了 LPG 市场份额，而且通过资本运营，使公司的 LPG 仓储、生产能力实现了跨越式的发展，LPG 的总库容量达到 64.8 万立方米，年生产能力超过 300 万吨，成为国内生产能力最大的进口液化石油气综合运营商。库容量的增加将提高公司的获利空间。一般情况下冬季用气高峰期，LPG 价格成明显上涨趋势。如果企业能在此之前低位备货，高价卖出将获得较高毛利。而备货量则与库存紧密相关，公司在收购苏州 BP 和租用宁波百地年后，仓储量大幅增长，使得公司低价位备货能力大幅增强，大大提高公司盈利能力。

表格 4 公司主要运营 LPG 储罐容量及周转情况

地点	储容 (万方)	年周转率	备注
张家港	2 × 3.2	约 10 次	目前无法使用，等码头修复
太仓	2 × 3.1	约 8 次	原苏州 BP，暂时替代张家港 LPG 库
宁波	50		租赁大股东资产

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.4. 码头事故对公司带来明显的负面影响

码头事故对公司经营和效益造成的不利影响依然非常明显，对 LPG 业务的主要影响表现在：一是公司码头受撞后，由于对后续仓储能力无法有确定性的保证，迫使公司调整了原有的采购计划，采取了相对保守的采购策略，取消了原有的期货采购计划，因此，在 7~9 月国际市场相对价格较低的区间内，未能及时进行大批量采购，错过了大批量采购屯货的市场机会；10 月份以后，国际市场价格上扬，公司为保证长期客户的稳定，采取了控制销售的策略，导致 11 月、12 月销售量同比下降 5.27 万吨，使得公司在 2009 年四季度旺季的销售和收益水平同比下降，同时，还将对 2010 年的上半年产生持续的不利影响；二是通过租赁、收购等方式，虽然解决了仓储和市场保供等问题，但是，导致了经营成本的

较大幅度上升,表现为销售和管理费增长明显;如:2009 年租赁费用比上年增长 827.66 万;三是由于太仓库和宁波库目前还均不是保税库,因此,需要在进货的同时全额预缴纳增值税、关税,不仅影响到公司的现金流,也增加了实际资金占用成本。

3.1.5. 受益于天然气提价,销售规模扩大,LPG 业务稳步增长

公司收购苏州 BP 后,竞争对手减少,公司在华东地区话语权提升,也有利于 LPG 业务毛利率的提升。另一方面,国家天然气价格上提已成定局。LPG 作为天然气的替代品,将是直接受益者。

2010 年公司计划筹建独立的 LPG 国际贸易公司,积极参与国际市场竞争,充分发挥公司的库容能力,逐步建立 FOB 采购模式,延伸产业链,保证货源的稳定,降低成本。同时,在巩固华东地区原有市场份额的基础上,大力拓展东南沿海地区和内地市场,重点是浙江、福建和广东市场,进一步扩大国内市场销售规模。另外,公司将积极加强与下游化工企业之间的沟通,把握 LPG 作为化工原料的发展趋势,力争在化工原料业务方面取得突破。

公司收购的太仓库区和租赁仓储的宁波百地年运营状况良好。目前公司进口 LPG 售价在 6300~6400 元/吨(含税价,关税 18.65%),预计 2010 年和 2011 年公司 LPG 销售量分别为 50 万吨和 60 万吨,全年平均毛利率水平预计在 8%左右。预计随着公司产能的扩张和天然气工业用气价格的增长和天然气利用政策的倾斜,LPG 业务将有望重回稳健增长的轨道。

3.2. 化工仓储业务——毛利率较高,2011 年起贡献利润

3.2.1. 张家港保税区成为国内重要的化工品进出口集散地

随着长三角地区经济的快速发展,特别是上海、南京、张家港、宁波等地的化学工业区的建立,大宗石化产品的生产和物流储运将形成一个很大的市场。张家港保税区已建有全国唯一的以化工品为主的张家港保税物流园区和相配套的全国最大规模的化工品交易市场,成为国内重要的化工品进出口集散地。据江苏海关统计,2003 年起张家港保税区液体化工品的散化进口总量跃居全国第一,约占江苏省年液体化学品吞吐量的 48%。预计 2010 年张家港的液体化工品物流量将达到 2870 万吨。

仅以进口量估测，张家港地区液体化工品仓储能力 2010 年须达 120 万立方米才能满足市场要求。而目前张家港地区的化工仓储公司约有 10 多家，仓储容量 79 万立方米左右，远不能满足市场需求。这就使得公司的化工仓储业务有了非常好的区位优势。

3.2.2. 公司化工仓储业务试运营情况良好

2009 年 2 月 8 日公司化工仓储业务投入试运营，公司的 18.66 万立方米液体化工产品储罐项目，主要仓储对象为市场中需求量较大的基础液体化工品种，如乙二醇、甲醇、苯乙烯、甲苯、二甲苯等，也可用于储存成品油、石脑油等产品。2009 年是化工仓储行情相对兴旺的一年，其主要原因是始于 2008 年的金融危机影响。金融危机爆发后，市场与信心受到极大的打击，造成原油急速下跌，从而带动各种化工品的价格也大幅度下跌，有的品种价格下跌的幅度甚至超过 70%。因此，世界各国的化工品纷纷进入中国市场，身处经济率先复苏的中国贸易商们纷纷开始进货、屯货，化工品价格行情也从 2009 年的三月开始一路上扬，化工品进口火爆，带动了仓储需求的旺盛，加之公司由于地处中国最大的液体化工集散中心张家港保税区，公司仓储业务运营后快速增长。截止码头事故导致进货业务停顿，2009 年化工仓储业务实际运营时间仅 5 个月，累计周转量 18.8 万吨，涉及甲醇、乙二醇等六大品种，实现销售收入 1,819.48 万元，营业利润 1,255.6 万元，毛利率 69%。

公司经过 5 个多月的试运营，已经逐步建立了良好的客户关系，并在业内树立了良好的市场信誉。但 7 月 9 日码头事故导致 LPG 进货和化工仓储业务停顿，只有各项维持费用支出，加大了公司的成本负担。

3.2.3. 2011 年起公司仓储业务的毛利率有望保持 60%以上的水平

目前，公司正在积极加快 2 万吨码头新建和 5 万吨码头修复工程，预计新建码头 2010 年 9 月基本建成，在第四季度有望投入运营；原有码头的修复预计在 2010 年底完工，正式投入使用大概在 2011 年。届时，化工仓储业务得到全面恢复，张家港库区的资产运营和盈利能力将逐步得到发挥。

预计公司今年达到 18 万吨的年中转量，2011 年起年中转量在 200 万吨左右，具体跟大宗商品市场价格波动有关。价格上，不同化学品的仓储价格，根据所提供的服务和条件而不同。其中，高端的化学仓储品

如苯乙烯等，仓储价格为 60 元/吨，低端的化学品如甲醇等，仓储价格为 40 元/吨。按照平均 50 元/吨的水平来计算，预计公司仓储业务达产后将带来 1 亿元左右的销售收入。从区位和仓储能力上比较，公司的化工仓储业务可参考同处张家港保税区的保税科技，但由于公司没有码头使用费这部分净收入，且公司新建项目折旧费用较大，因此毛利水平将无法达到保税科技的水平，我们按 65% 计算，仓储业务未来能给公司带来的毛利贡献有 6500 万元，将大幅提高公司业绩。

3.3. 汽车加气业务——进展缓慢，潜在利润增长点

公司一直在积极推进汽车加气项目的建设，但由于该项目审批手续和环节比较多，项目实施地点又比较分散，因此，实际进展比较慢。2009 年实际运营的共计六个站点，其中：上海华液等四座站点为公司控股子公司，运营规模均较小；租赁经营的张家港、南通站点运营状况良好，尤其是南通站点，运营后业务快速增长，迅速达到改装近 400 辆出租车的饱和状态。为了加快加气站点的建设进度，公司 2009 年对加气业务的发展模式进行了适当调整，一是对一些条件不成熟的地区果断退出，如安徽巢湖地区；二是通过与当地公司合作以及连锁加盟等方式，加快项目的推广，如将浙江优洁能公司股权转让；三是集中精力做好已经获得批准的站点建设工作，尽快建成一批示范站点，目前，正在加快海安和句容站点建设。2009 年加气站有关项目公司合计实现销售收入 1,114.7 万元，净利润-86.67 万元。

公司汽车加气站盈利相对稳定，目前上海加气站平均售气价为 4.5 元/升，张家港、南通站点平均售气价为 4 元/升，毛利率水平略高于批发和工业用气业务。LPG 能源与汽油相比，价格非常低廉，而与液化天然气相比虽然价格略高，但是其续航能力要明显强于对方。从世界上汽车能源使用的已有经验看，未来 LPG 与天然气都是重要的汽车清洁能源，前景非常广阔。

表格 5 LPG 作为汽车能源的优势对比

类型	价格	续航能力
汽油	最贵，高近一倍	最长
LPG	便宜，但比 LNG 略高	中等
LNG	便宜	最短

资料来源：东吴证券研究所

由于目前土地成本较高，建一个加气站的投资回收期大约在 5 年左右。2010 年公司将继续积极推进汽车加气业务的发展，力争再获得 1~2 个项目的审批；同时，公司希望通过收购、加盟、联营等多种方式，进一步扩大实际管理、运营的站点数量。预计该项业务在近两年对公司利润贡献较小，但未来有望成为公司业务的重要组成部分和公司盈利的重要来源。

3.4. 钢材销售配送和再生资源业务——逐步转型退出

2009 年公司实现钢材销售量 12.6 万吨，实现总收入 49,011.32 万元，净利润-999.2 万元。2009 年上半年我国的钢材产能过剩的矛盾进一步激化，部分大型钢厂为保护自身利益，对已经签署年度协议的销售商采取了价格倒挂政策，整体出厂订货价格一直高于市场销售价格，最高的 2、8、9 月，钢厂出厂价格与当期市场价格倒挂 500~1000 元/吨，导致公司该项业务经营业绩出现了亏损。2009 年公司废钢业务实现销售量 50.4 万吨，销售收入 98,515.89 万元，净利润 593.7 万元。该项业务 2009 年 4 月才开始正式运营，公司通过优选客户、严格控制应收款等措施，取得了良好的经营业绩。

整体而言，两项业务营业收入大、毛利率低，资金周转占用量大，为此，从稳定公司业务结构，做强做大公司主业的战略出发，2010 年公司将以上两项业务重新整合，压缩贸易业务规模，在适当时期逐步退出的方式实现钢材业务的逐步转型，将公司的主要资源集中于 LPG 和化工仓储等主营业务。

3.5. 汽车运输和改装等其他业务

张家港东华汽车运输公司为公司子公司，主要是为液化石油气和化工仓储业务提供配套运输服务，2009 年全年实现营业收入 957.43 万元，净利润 14.34 万元。张家港东华汽车燃气设备公司主要为汽车加气站项目提供改装和技术服务，全年实现营业收入 122.69 万元，净利润-23.7 万元。

2010 年公司将通过长期协作等方式，与江、海航运公司建立长期合作关系，在健全陆路物流服务的基础上，为客户提供水路物流服务，为国际贸易和向福建、浙江以及沿江内陆区域的市场拓展提供物流支持。总体来说，该业务定位于服务于 LPG 和化工仓储主业的辅助性业务，对

公司业绩影响较小。

4. 公司核心竞争力分析

4.1. 国际采购资信优势

在液化气国际交易中形成一种类似于“俱乐部交易”的格局。只有具有良好资信和交易记录的经销商才能成为“俱乐部交易”成员。公司多年参与国际液化气采购，积累了长期的国际交易优良信用记录，成为液化石油气国际交易市场上具有良好资信的“俱乐部交易”成员。国际采购资信优势一方面可以使公司在国际采购环节上享受多种便利，有效降低采购成本；另一方面使得潜在竞争者难以在上游环节与公司竞争。因此，公司国际采购资信优势相对于其它大部分液化石油气经销商具有巨大的竞争优势，公司可以保证稳定的供气，对下游企业尤为重要。

4.2. 码头优势和长江岸线的优势是发展仓储业务的关键

自有码头是“液体化工码头—仓储—化工企业”物流产业链中的稀缺资源。公司拥有位于张家港可停靠 5.4 万吨级船舶的长江码头一座，是长江沿岸最大的液化气专用码头。公司同时拥有与之配套的码头设施和占地面积 220,332 平方米的低温液化石油气生产中转基地。公司码头条件非常优越，水深达到 14 米以上，超过目前世界最大液化气运输船的吃水深度。公司新建的 2 万吨级码头，可适应未来业务增加之后对码头吞吐能力的要求。我国目前危险品码头的新建审批非常严格，而直接面对长三角的长江下游码头更是稀缺。因此，相对其他竞争对手，公司自有长江码头和长江岸线的竞争优势将长期存在。

5. 盈利预测与估值

根据公司年报中披露 2010 年的总体计划：做强、做大、做优 LPG 和化工仓储等主营业务；积极参与 LPG 业务的国际市场竞争，采取灵活的采购、销售策略，大力开拓新的市场区域，努力实现 LPG 主营业务的稳定增长；加快 2 万吨码头和 5 万吨码头的建设，尽快恢复化工仓储业务的正常运营；积极推进汽车加气等终端业务的发展，争取形成稳定、规模化的终端销售渠道；重新调整、整合钢材和再生资源业务。

5.1. 盈利预测主要假设

表格 6 盈利预测主要假设

	增长率			毛利率		
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
LPG 销售	-41.67%	200%	20%	7.50%	8%	8%
钢材销售	245.16%	-20%	-20%	1.06%	1.06%	1.06%
再生资源	-	-20%	-20%	1.81%	1.81%	1.81%
化工仓储	-	-5%	500%	69.01%	60%	65%
运输收入	89.56%	50%	50%	20.17%	20.17%	20.17%
改装业务	-	10%	15%	19.73%	19.73%	19.73%

资料来源：东吴证券研究所

5.2. 利润表预测

截止 2009 年末，公司码头事故责任方中海工业（江苏）有限公司已经支付部分赔偿款项，共计 5,248 万元，但双方尚未就赔偿事项达成最后全面协议。2010 年可能存在一次性收益。

2009 年公司所得税优惠期满，2010 年起公司按 25% 的税率缴纳所得税。

按照以上各种的预测假设，对公司业绩预测见下表：

表格 7 利润预测表

利润表 (单位：万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E
一、营业总收入	131,016.82	165,301.24	237,975.07	384,163.29	422,217.77
二、营业总成本	126,357.28	161,650.83	235,144.87	371,592.20	401,982.42
营业成本	124,605.09	159,000.24	227,483.64	360,058.21	388,504.88
营业税金及附加	44.41	48.40	928.81	1,498.24	1,646.65
销售费用	492.80	803.53	2,707.15	4,994.12	6,333.27
管理费用	1,542.93	1,716.47	2,422.27	3,841.63	4,297.62
财务费用	-222.31	185.44	1,507.30	1,200.00	1,200.00
三、其他经营收益					
投资净收益	0.00	27.60	-265.17	0.00	0.00
四、营业利润	4,659.53	3,678.00	2,565.02	12,571.08	20,235.35
加：营业外收入	4.96	237.39	1,607.49	1,500.00	1,000.00
减：营业外支出	4.06	27.98	75.64	50.00	50.00
五、利润总额	4,660.43	3,887.42	4,096.88	14,021.08	21,185.35
减：所得税	365.08	514.09	585.19	3,505.27	5,296.34

六、净利润	4,295.35	3,373.33	3,511.69	10,515.81	15,889.01
减：少数股东损益	-12.95	108.21	-330.42	-100.00	-50.00
归属于母公司所有者的净利润	4,308.31	3,265.12	3,842.12	10,615.81	15,939.01
七、每股收益 (元)	0.26	0.15	0.17	0.48	0.72

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

以公司 4 月 19 日的收盘价 13.01 元计算，对应 2010 年、2011 年每股 0.48 元和 0.72 元的收益，其动态 PE 为 27.10 倍和 18.07 倍。短期看公司估值优势一般，长期看潜在利好有：

1) 天然气价格上调预期。国内天然气价改的强烈预期下，进口 LPG 作为天然气的替代品将从中直接受益；

2) 资产注入预期。收购大股东旗下宁波百地年公司，减少关联交易，降低运营成本，提升盈利水平，加强公司的区域龙头的地位。

如果股价再次大幅调整至 12 元以下，将存在一定的投资机会。谨慎给予“增持（首次）”评级。

6. 风险提示

6.1. 原材料采购价格大幅度波动的风险

(1) 公司的进口 LPG 以国际采购为主，时间周期比较长，原材料（丙烷和丁烷）从确定采购到货物到港销售，一般有 20 天左右的运输时间，如果是远期采购，则周期更长。期间，如果国际、国内市场行情发生重大变化，会对公司的销售业绩产生很大影响。

(2) 原油及其相关产品受到国际各种综合政治、经济因素影响比较大，对行情的把握有很大的难度。

(3) 公司成本与国际油价走势紧密相关，油价过高将导致公司成本上升，从而会减弱公司产品与其它替代能源的竞争优势。

6.2. 市场销售风险

公司主营 LPG 业务的市场需求变化受到国际原材料价格波动、国内天然气价格政策调整、整体经济景气度等多重因素的影响。

2009 年公司 LPG 业务在稳定进口气业务的同时，积极开展国产气和转口贸易业务，当年新增工业客户 12 家。未来两年如何多渠道开拓新业务、拓展新客户满足公司产能扩张的需要，是公司业绩能否达到预期目标的关键。

6.3. 安全生产的风险

公司所经营的液化石油气属易燃易爆品，液化石油气生产、储存、运输过程对安全有极高要求。随着公司业务的发展，目前公司管理的生产规模扩大，包括了张家港、太仓两个生产库区、六个加气站、运输车队，以及租赁仓储服务的宁波库区；在业务内容上，增加了化工仓储，因此，对公司的安全生产提出了更高的要求。一旦发生安全事故将会造成严重的经济损失。

6.4. 人民币汇率风险

公司原材料主要从国外进口，原材料购以美元作为结算货币，而产品销售以人民币结算，从而产生汇率波动影响汇率结算结果的风险。

6.5. 季节性明显

公司 LPG 用作燃气的消费需求受气温的直接影响，销售具有明显的季节性，第三、四季度为销售旺季，销售量及价差均明显上升；第一、二季度为销售淡季，销售价差及盈利较小。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>