

东华能源(002221.SH)

从 1 到 1+1=2 再到 2+1=3 的飞跃之路

—— 东华能源投资价值报告

张延明

86-22-2845 1653

zhangym@bhq.com

核心观点:

- 从1个东华能源向3个东华能源的飞跃之路
- 给予买入评级, 目标价14.06元

投资要点:

● LPG 进口业务: 1 个东华能源

LPG 进口加工与销售业务是公司的传统业务, 现阶段每年丙烷与丁烷进口量总计 30 万吨, 主要应用于高品质工业燃气。该板块毛利水平为 4-5%左右, 是公司盈利的稳定来源。

● 仓储业务: 再造一个东华能源, 1+1=2

从历年公司毛利润情况来看, 仓储项目给公司带来的盈利变化是质的飞跃。2008 年公司 LPG 销售毛利润共计 6301 万元, 而仓储项目将给公司带来的毛利润可达 7000 万元, 公司的毛利润有望翻倍。

● 汽车加气业务: 规模化后又造一个东华能源, 1+2=3

公司目前每年 LPG 销量约为 30 万吨, 那么共需要 4.62 万辆 LPG 汽车即可达到。从毛利率水平来看, LPG 加工与销售环节与加气站营销环节的毛利率水平相当, 基本在 4-5%之间。所以 LPG 汽车有 4.62 万辆即可再造一个东华能源(静态来看)。汽车改装费仅需要一个季度的行驶量即可转回。

● 多元化经营方略开始进入收获期

公司多元化经营方略开始进入收获期, 我们特别看好仓储业务对公司盈利能力的大幅提升, 也看好加气站业务的长远发展。

● 投资建议

目前公司正处于快速增长期的前期, 我们看好公司的快速增长, 与此同时, 我们认为现阶段股价仅部分反映仓储业务对公司盈利能力的提升, 并没有反映仓储业务对公司盈利能力如此幅度的提升, 给予公司买入评级, 目标价 14.06 元/股。

评级:

买入

上次评级:

目标价格:

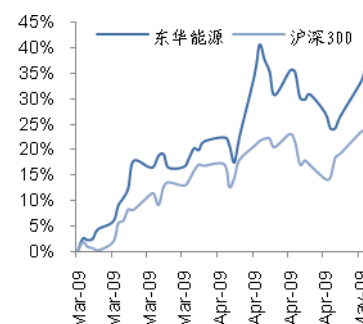
¥ 14.06

上次预测:

当前价格:

¥ 8.40

2009.5.7



公司简介

公司是华东地区最大的高品质工业用燃气供应商, 主营业务为利用油田伴生气分离出来的丙烷、丁烷, 加工成高纯度液化石油气, 用于高品质工业燃气; 加工成车用液化气用于汽车燃气; 直接使用丙烷或丁烷作为化工原料, 主要产品有工业燃气、民用液化气、车用燃料、烯裂解原料等。

公司深度研究

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	1310.17	1653.01	1062.42	1452.75	1819.24
(+/-)%	-4%	26%	-36%	37%	25%
经营利润 (EBIT)	4331.59	3732.61	6422.36	11907.26	13856.14
(+/-)%	17%	-14%	72%	85%	16%
净利润	4295.35	3373.33	5549.73	10031.74	11462.48
(+/-)%	27%	-21%	65%	81%	14%
每股净收益 (元)	0.26	0.15	0.24	0.44	0.50
利润率和估值指标					
销售毛利率 (%)	4.89%	3.81%	7.60%	9.75%	9.17%
ROE (%)	19.61%	5.92%	8.90%	13.94%	13.91%
ROIC (%)	10.77%	4.93%	7.77%	11.64%	11.56%
PE	32.37	57.11	34.74	19.22	16.82
PB	6.35	3.38	3.09	2.68	2.34

相关报告

首次报告

资产负债表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	235.7	498.7	320.8	438.2	548.8	营业收入	1310.2	1653.0	1062.4	1452.7	1819.2
应收票据	39.6	45.9	29.5	40.3	50.5	营业成本	1246.1	1590.0	981.7	1311.1	1652.4
应收账款	113.9	56.6	36.4	49.7	62.3	营业税金及附加	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5
预付款项	10.3	51.0	76.2	109.8	152.1	销售费用	4.9	8.0	5.2	7.1	8.8
其他应收款	0.9	10.6	6.8	9.3	11.6	管理费用	15.4	17.2	11.0	15.1	18.9
存货	107.5	136.2	84.1	112.3	141.5	财务费用	-2.2	1.9	3.1	5.2	7.8
其他流动资产	0.7	1.0	0.5	0.8	1.1	资产减值损失	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
长期股权投资	0.0	10.8	10.8	10.8	10.8	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	157.1	148.5	288.0	402.0	498.7	投资收益	0.0	0.3	1.0	1.0	1.0
在建工程	54.7	212.3	181.1	165.6	157.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	46.6	36.8	63.2	115.9	132.8
无形资产	54.4	53.0	42.3	31.5	20.8	营业外收支净额	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	46.6	38.9	65.3	118.0	134.9
资产总计	775.2	1227.7	1079.3	1373.1	1658.8	减：所得税	3.7	5.1	9.8	17.7	20.2
短期借款	90.9	65.0	0.0	53.5	131.8	净利润	43.0	33.7	55.5	100.3	114.6
应付票据	165.0	85.0	52.5	70.1	88.3	归属于母公司的净利润	43.1	32.7	53.7	97.0	110.9
应付账款	229.4	448.1	272.9	364.5	459.3	少数股东损益	-0.1	1.1	1.8	3.3	3.8
预收款项	3.6	24.3	37.6	55.8	78.5	基本每股收益	0.26	0.15	0.24	0.44	0.50
应付职工薪酬	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7	稀释每股收益	0.26	0.15	0.24	0.44	0.50
应交税费	0.7	2.1	2.1	2.1	2.1	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	2.2	8.0	8.0	8.0	8.0	成长性					
其他流动负债	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7	营收增长率	-3.9%	26.2%	-35.7%	36.7%	25.2%
长期借款	60.0	20.0	80.0	100.0	70.0	EBIT 增长率	16.5%	-13.8%	72.1%	85.4%	16.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	26.9%	-24.2%	64.4%	80.8%	14.3%
负债合计	555.4	675.9	476.4	677.3	861.5	盈利性					
股东权益合计	219.8	551.8	602.8	695.8	797.3	销售毛利率	4.9%	3.8%	7.6%	9.8%	9.2%
现金流量表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	3.3%	2.0%	5.1%	6.7%	6.1%
净利润	43	34	55	100	115	ROE	19.6%	5.9%	8.9%	13.9%	13.9%
折旧与摊销	25	25	52	62	72	ROIC	10.77%	4.93%	7.77%	11.64%	11.56%
经营活动现金流	176	133	-16	205	232	估值倍数					
投资活动现金流	-96	-229	-149	-149	-149	PE	31.6	55.7	33.9	18.7	16.4
融资活动现金流	20	281	-12	61	27	P/S	1.0	1.1	1.7	1.3	1.0
现金净变动	100	185	-178	117	111	P/B	6.2	3.3	3.0	2.6	2.3
期初现金余额	177	236	499	321	438	股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.7%
期末现金余额	277	421	321	438	549	EV/EBITDA	18.9	23.2	13.9	8.7	7.2

3、DCF—WACC 输出

万元	2007A	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	4331.6	3732.6	6422.4	11907.3	13856.1	14474.8	14474.8	14474.8	14474.8	14474.8	14474.8
所得税	339.3	493.6	963.4	1786.1	2078.4	2171.2	2171.2	2171.2	2171.2	2171.2	2171.2
NOPLAT	3714.4	3992.3	3239.0	5459.0	10121.2	11777.7	12303.5	12303.5	12303.5	12303.5	12303.5
营运资金净变动	-1361.4	750.9	13803.4	-12668.6	3855.7	3896.8	-1543.3	-1986.1	-1986.1	-1986.1	-1986.1
资本支出	-3506.7	-14901.6	-15000.0	-15000.0	-15000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0
自由现金流	3709.3	4618.2	-16968.2	5211.7	7856.1	13565.2	13584.0	13964.9	14305.3	14625.5	14935.6

WACC	Ke	4.45%
永续增长率	Kd	15.90%
终值	t	25.00%
企业价值	Rf	2.00%
非核心资产价值	E(Rm)	4.00%
债务价值	Rm - Rf	2.00%
股权价值	D/A	7.17%
股本	E/A	92.83%
每股价值（元）	Beta	1.23

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	7.06%	13.81	14.34	14.97	15.71	16.60
	7.56%	13.00	13.45	13.97	14.57	15.28
	8.06%	12.30	12.68	13.11	13.61	14.19
	8.56%	11.69	12.01	12.37	12.78	13.26
	9.06%	11.14	11.42	11.72	12.07	12.47
	9.56%	10.66	10.89	11.16	11.45	11.79
	10.06%	10.22	10.43	10.65	10.91	11.19

投资建议

1. 投资要点

LPG 进口业务：1 个东华能源

LPG 进口加工与销售业务是公司的传统业务，现阶段每年丙烷与丁烷进口量总计 30 万吨，主要应用于高品质工业燃气。该板块毛利水平为 4-5% 左右，是公司盈利的稳定来源。

仓储业务：再造一个东华能源，1+1=2

项目 5 月 1 日以后开始试运行，约到 6-7 月验收、竣工，然后计入成本，预计下半年开始贡献利润。

该项目的具体盈利能力，我们参考保税科技扩建 8.9 万立方米化工罐区仓储工程项目。按中转费 50 元/吨计算，仓储项目将为公司增加年收入约 1 亿元。

公司仓储业务盈利预测

	容积(m ³)	投资总额(万元)	存储品种	年仓储中转总量(吨)	中转费(元/吨)	年营业收入(万元)	年毛利润(万元)	毛利率(%)
保税科技	89000	8473	甲 B 类	900000	50	4500	3375	75%
东华能源	200000	16589	甲 B 类	2000000	50	10000	7000	70%

资料来源：公司资料，渤海证券研究所

我们认为中转费按 50 元/吨计算是适中的，因为苯乙烯等化学品由于容易聚合，所以需要控制温度，故增加了维护成本，需要 60 元/吨，而甲醇等化学品则不需要较高的维护成本，需 40 元/吨。

仓储业务收入对公司盈利的影响

	2004	2005	2006	2007	2008	仓储项目
营业收入(万元)	95203	122895	136265	131017	165301	10000
营业成本(万元)	92034	119427	131057	124605	159000	3000
毛利润(万元)	3170	3469	5208	6412	6301	7000

资料来源：Wind，渤海证券研究所

从历年公司毛利润情况来看，仓储项目给公司带来的盈利变化是质的飞跃。2008 年公司 LPG 销售毛利润共计 6301 万元，而仓储项目将给公司带来的毛利润可达 7000 万元，公司的毛利润有望翻倍。

汽车加气业务：规模化后又造一个东华能源，1+2=3

公司在加气站建设方面遇到了困难，预计年底加气站数量将达到 6-7 个。但公司改变策略，定位于苏浙皖等县级市，我们认为定位明确，依然看好公司该项业务的发展。

假设在苏浙皖等县级市，一辆出租车以平均每天行驶 400 公里计，耗气量约为 11 升/百公里，每年平均运行 250 天，一年约使用液化气 11000 升(丙烷和丁烷密度分别为 600g/l 和 580g/l)，约合 6.49 吨。公司目前每年 LPG 销量约为 30 万吨，那么共需要 4.62 万辆 LPG 汽车即可达到。从毛利率水平来看，LPG 加工与销售环节与加气站营销环节的毛利率水平相当，基本在 4-5%之间。所以 LPG 汽车有 4.62 万辆即可再造一个东华能源(静态来看)。

据统计，截至 2006 年 12 月，苏浙皖沪三省一市共保有出租车 18.78 万辆，其中 LPG/汽油双燃料车 3.2 万辆，所以市场容量是客观存在的；而一辆出租车改装成 LPG 汽车的费用为 3000-4000 元，这一费用如果完全由出租车司机支付的话，按一升与汽油的价差为 1.5 元/升计算，需要行驶 2.12 万公里即可全部转回，这仅相当于一个季度的行驶量。

多元化经营方略开始进入收获期

公司多元化经营方略开始进入收获期，我们特别看好仓储业务对公司盈利能力的大幅提升，也看好加气站业务的长远发展。

2.投资建议

目前公司正处于快速增长期的前期，我们看好公司的快速增长，与此同时，我们认为现阶段股价仅部分反映仓储业务对公司盈利能力的提升，并没有反映仓储业务对公司盈利能力如此幅度的提升，给予公司买入评级，目标价 14.06 元/股。

目 录

投资建议	4
1.投资要点	4
2.投资建议	5
1.公司基本情况	8
1.1 进口 LPG 为主业，多元化经营稳定盈利	8
1.2 股权结构	8
2.公司盈利路线	9
2.1 盈利模式	9
2.2LPG 进口、加工与销售：一个东华能源	10
2.3 仓储物流业务：再造一个东华能源，1+1=2	10
2.4 汽车加气业务：规模化后再造一个东华能源,1+2=3	12
2.5 汽车运输业务：锦上添花	13
3.行业分析	13
3.1 张家港区域性仓储业务	13
3.2 燃气行业	13
3.3 汽车燃料	14
4.盈利预测	16
4.1 盈利预测假设	16
4.2 盈利预测表	17
5.估值与投资建议	17
5.1 估值	17
5.2 投资建议	18

图目录

图 1: 公司股权结构图	9
图 2: 公司 LPG 销量	10
图 3: 公司 LPG 板块毛利率	10
图 4: 保税科技(600794)历年毛利率走势	11
图 5: 燃气行业分类	14
图 6: 未考虑单耗情况下 LPG 与国内汽油价格对比	15
图 7: 考虑单耗情况下 LPG 与国内汽油价格对比	15
图 8: 韩国 LPG 汽车增长趋势	16
图 9: 中小企业板平均市盈率水平	17

表目录

表 1: 公司股权结构	8
表 2: 公司仓储业务盈利预测	11
表 3: 仓储业务收入对公司盈利的影响	11
表 4: 公司加气站业务子公司一览	12
表 5: 公司汽车运输业务主要子公司	13
表 6: 盈利预测假设	16
表 7: 盈利预测表	17

1. 公司基本情况

1.1 进口 LPG 为主业，多元化经营逐步进入收获期

公司是华东地区最大的高品质工业用燃气供应商,主营业务为利用油田伴生气分离出来的丙烷、丁烷,加工成高纯度液化石油气,用于高品质工业燃气;加工成车用液化气用于汽车燃气;直接使用丙烷或丁烷作为化工原料,主要产品有工业燃气、民用液化气、车用燃料、烯裂解原料等。

除此之外,为稳定公司盈利,公司还逐步涉及仓储、物流配送、废钢收购等业务,仓储业物已开始进入收获期。

1.2 股权结构

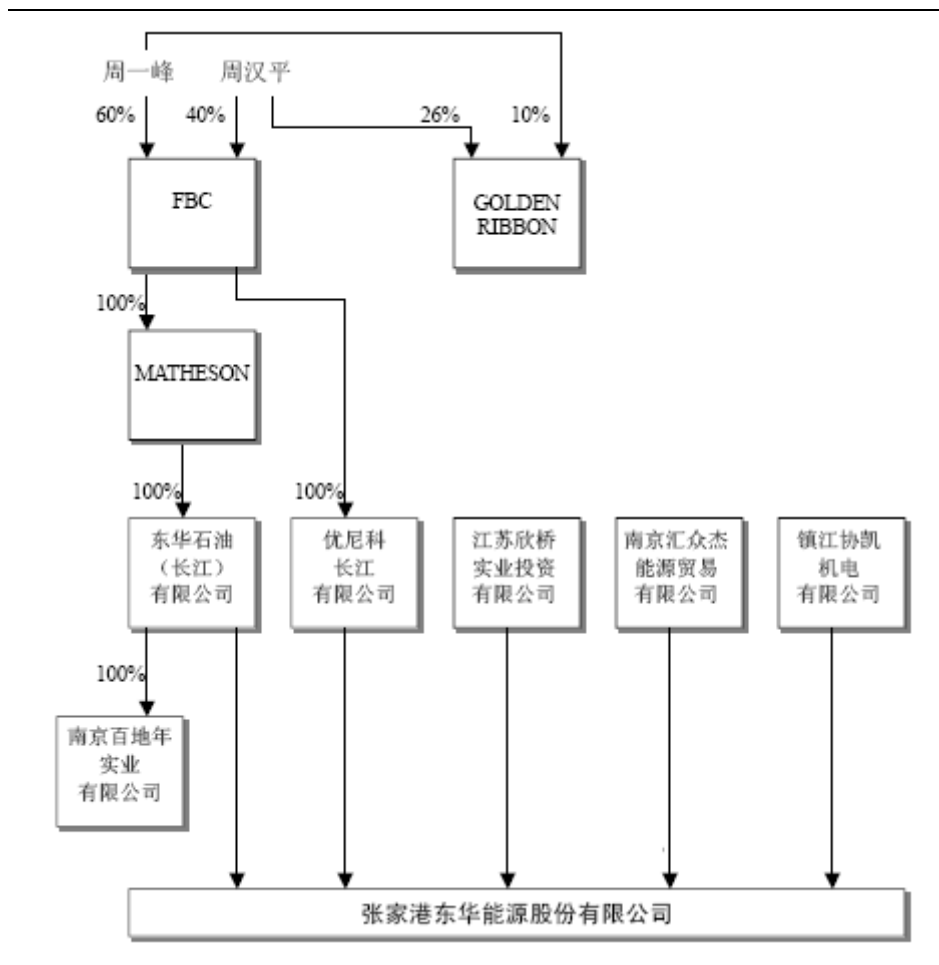
公司的控股股东为东华石油(长江)有限公司,实际控制人是周一峰女士、周汉平先生,二人系父女关系,共同通过 FBC 持有本公司控股股东东华石油、第二大股东优尼科长江的全部已发行股份,从而间接控制股份公司 53.09%的股份。

表 1: 公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
东华石油(长江)有限公司	81,340,000	36.64%
优尼科长江有限公司	36,520,000	16.45%
江苏欣桥实业投资有限公司	33,200,000	14.95%
镇江协凯机电有限公司	7,470,000	3.36%
南京汇众杰能源贸易有限公司	7,470,000	3.36%
其他	56,000,000	25.23%
合计	222,000,000	100.00%

资料来源: Wind

图 1: 公司股权结构图



资料来源: 公司招股说明书

2. 公司盈利路线

2.1 盈利模式

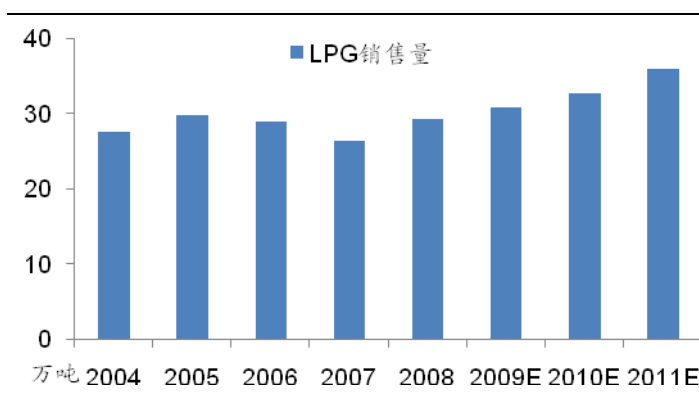
公司的产业链相对较短, 主要进口 LPG, 然后根据客户需求, 将丙烷和丁烷按一定比例进行加工, 与此同时, 公司还建立加气站, 为出租车提供汽车燃料, 扩大 LPG 销售量。为了减少公司单一产品的盈利风险, 公司还将涉足仓储业务、运输业务以及废钢业务。

2.2 LPG 进口、加工与销售：一个东华能源

公司拥有设计年生产加工能力 50 万吨、占地面积 220,332.2 平方米的低温液化石油气生产中转基地，内有 5.4 万吨级的长江码头、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。

公司现有生产设施的设计生产能力为 50 万吨/年，该设计生产能力是按公司所生产的液化气均衡装车，同时丙烷与丁烷的需求量为 5:5 的理想情况设计。由于公司 LPG 非均衡装车、设备检修等原因，因此实际最大产能仅为设计生产能力的 80%左右。

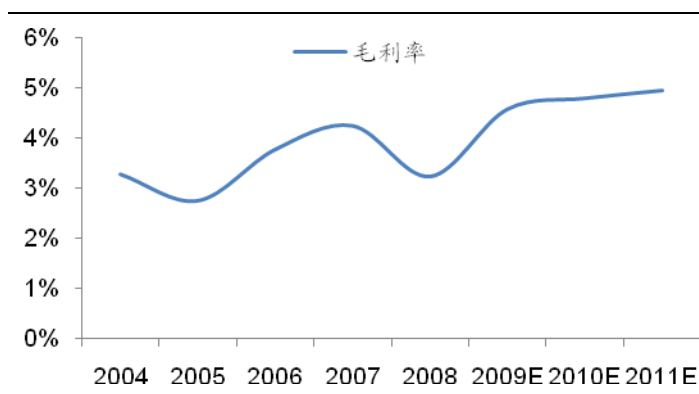
图 2：公司 LPG 销量



资料来源：公司历年年报，渤海证券研究所

目前，公司丙烷和丁烷的销售量共计约 30 万吨，距离公司 50 万吨产能仍有一定差距。由于该业务公司仅做简单的加工，所以其毛利率水平维持在 5%左右，业绩的增长取决于销量的上升。

图 3：公司 LPG 板块毛利率



资料来源：公司历年年报，渤海证券研究所

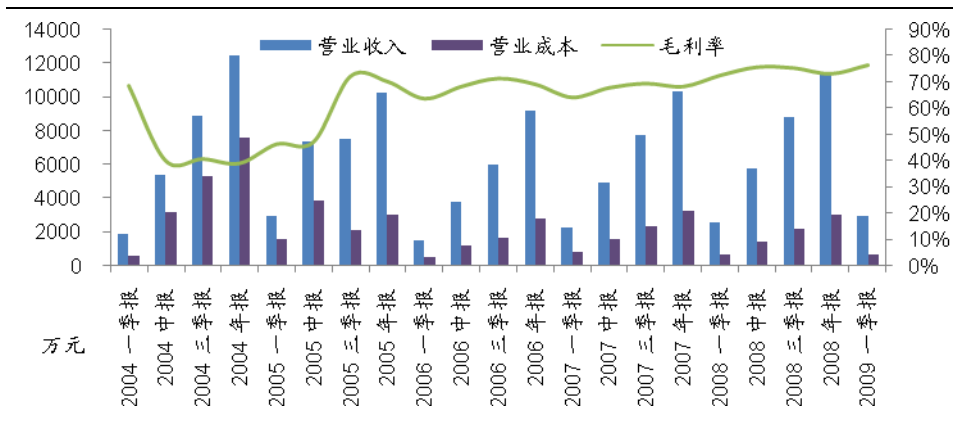
2.3 仓储业务：再造一个东华能源，1+1=2

公司将利用 IPO 募集资金的 16589 万元投资 20 万立方米液体化工储罐建设项目。该项目 5 月

1 日以后开始试运行，约到 6-7 月验收、竣工，然后计入成本，预计下半年开始贡献利润。

保税科技的仓储业务全部集中在张家港保税区，所以对公司的仓储业务有较强的参考意义。从保税科技历年毛利率变动情况来看，仓储业务的毛利率保持在 70%左右的水平，2009 年一季度的毛利率为 76%。

图 4：保税科技(600794)历年毛利率走势



资料来源：Wind

该项目的具体盈利能力，我们参考保税科技扩建 8.9 万立方米化工罐区仓储工程项目。按中转费 50 元/吨计算，仓储项目将为公司增加年收入约 1 亿元。

表 2：公司仓储业务盈利预测

	容积(m ³)	投资总额(万元)	存储品种	年仓储中转总量(吨)	中转费(元/吨)	年营业收入(万元)	年毛利润(万元)	毛利率(%)
保税科技	89000	8473	甲 B 类	900000	50	4500	3375	75%
东华能源	200000	16589	甲 B 类	2000000	50	10000	7000	70%

资料来源：公司资料，渤海证券研究所

我们认为中转费按 50 元/吨计算是适中的，因为苯乙烯等化学品由于容易聚合，所以需要控制温度，故增加了维护成本，需要 60 元/吨，而甲醇等化学品则不需要较高的维护成本，需 40 元/吨。

表 3：仓储业务收入对公司盈利的影响

	2004	2005	2006	2007	2008	仓储项目
营业收入(万元)	95203	122895	136265	131017	165301	10000
营业成本(万元)	92034	119427	131057	124605	159000	3000
毛利润(万元)	3170	3469	5208	6412	6301	7000

资料来源：Wind，渤海证券研究所

从历年公司毛利润情况来看，仓储项目给公司带来的盈利变化是质的飞跃。2008 年公司 LPG 销售毛利润共计 6301 万元，而仓储项目将给公司带来的毛利润可达 7000 万元，公司的毛利润有望翻倍。

张家港市地处北纬 31° 43' 12" ~ 32° 02'，东经 120° 21' 57" ~ 120° 52'，张家港市位于长江下游南岸，江苏省东南部，北滨长江，与南通、如皋、靖江相望；南近太湖，与无锡、苏州相邻；东连常熟、太仓，距上海 98 公里；西接江阴、常州，距南京 200 公里，是沿海和长江两大经济开发带交汇处的新兴港口工业城市。由于优越的地理位置，张家港的化工仓储业务十分发达，已经形成聚集效应，所以对仓储业务的需求会比较旺盛，除此之外，公司内有 5.4 万吨的长江码头，平均一个月靠冷冻船 1-2 次，利用率不足，可以促使仓储业务的增加。

所以，从毛利润来看，仓储业务的开展相当于又一个东华能源的盈利，我们十分看好该项目对公司盈利能力的提高。

2.4 汽车加气业务：规模化后再造一个东华能源,1+2=3

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。2008 年公司对华东地区的上海、江苏、安徽和浙江地区进行了全面考察。

到目前为止，公司在上海地区收购了 2 家加气站，但由于上海地区加气出租车少，所以对公司而言，没有多大意义；公司在张家港有 1 家加气站，供给约 200 辆出租车，平均每辆车每年用量约 10-15 吨，200 辆车一年共可消耗 2000-3000 吨 LPG；公司还收购了南通的 1 个加气站，约有几十辆出租车可供加气，目前仍在整顿。公司计划今年再成立 1-2 个加气站，预计年底加气站数量将达到 6-7 个。

由于在一线城市中，LPG 的续航能力相比汽油要差一些，一罐 LPG 气可行驶约 400km，与此同时，国家在行政审批环节仍然有一定阻力，所以公司定位在苏浙皖等县级市开展业务，我们认为这样的定位符合实际情况。就目前而言，公司加气站的建设尚未形成规模，对公司盈利影响不大，但我们依然看好该板块业务。

目前，公司已成立 3 个子公司，主要负责加气站业务的拓展，主要分布在浙江、张家港、巢湖三地。

表 4：公司加气站业务子公司一览

公司名称	占比	注册资本	主营	2008 净利润
浙江优洁能汽车能源有限公司	51%	2000	加气站	-143.82
江苏东华汽车能源有限公司	98%	5000	LPG 批发、加气站	-60.2
巢湖东华汽车能源有限公司	98%	1000	加气站	-25.7

资料来源：公司年报

假设在苏浙皖县级市，一辆出租车以平均每天行驶 400 公里计，耗气量约为 11 升/百公里，每年平均运行 250 天，一年约使用液化气 11000 升(丙烷和丁烷密度分别为 600g/l 和 580g/l)，约合 6.49 吨。公司目前每年 LPG 销量约为 30 万吨，那么共需要 4.62 万辆 LPG 汽车即可达到。

从毛利率水平来看，LPG 加工与销售环节与加气站营销环节的毛利率水平相当，基本在 4-5% 之间。所以 LPG 汽车有 4.62 万辆即可再造一个东华能源(静态来看)。

据统计，截至 2006 年 12 月，苏浙皖沪三省一市共保有出租车 18.78 万辆，其中 LPG/汽油双燃料车 3.2 万辆，所以市场容量是客观存在的；而一辆出租车改装成 LPG 汽车的费用为 3000-4000 元，这一费用如果完全由出租车司机支付的话，按一升与汽油的价差为 1.5 元/升计算，需要行驶 2.12 万公里即可全部转回，这仅相当于一个季度的行驶量。

2.5 汽车运输业务：锦上添花

公司汽车运输业务主要集中在两家控股子公司和一家参股公司，其中，上海攀宁对公司贡献的利润最大，2008 年净利润达到 603 万元，总体而言，汽车运输业务对公司盈利起到稳定和锦上添花的作用。

从公司目前的规划来看，公司看好再生资源中的废钢业务，将利用其现有的资源开展废钢收购与贸易业务，这一块业务集中在江苏攀宁，届时公司有可能对该公司的股权有一定提升。

表 5：公司汽车运输业务主要子公司

公司名称	占比	注册资本	主营	2008 净利润/投资收益
张家港东华汽车运输公司	99%	2800	LPG 运输	43.3
上海攀宁物资贸易有限公司	70%	1000	贸易	603
江苏攀宁物资贸易有限公司	21%	----	贸易/废钢	27.60

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

3. 行业分析

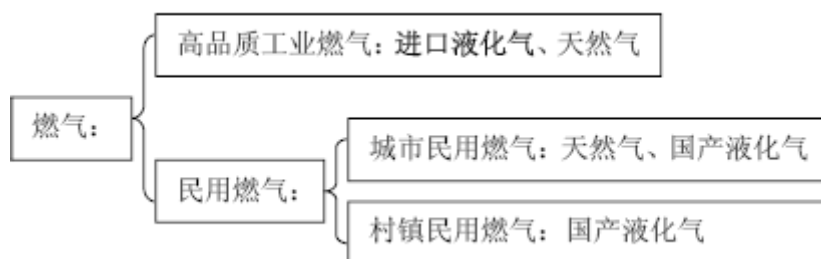
3.1 张家港区域性仓储业务

物流产业振兴规划重点突出对物流园布局的规划，全国共划分七大物流区，分别是以北京、天津为中心的华北物流区，以沈阳、大连为中心的东北区，以青岛为中心的山东半岛区，长三角区，珠三角区，以厦门为中心的东南沿海区和以武汉、郑州为中心的中部物流区。对地处上述区域的物流企业来说，这是一个难逢的发展机遇。张家港保税物流园区位于长三角经济圈、长三角区长江黄金水道的下游，是中国第三家正式封关运作的保税物流园区，也是中国唯一呈“U”型的“区港一体”保税物流园区。张家港作为中国最大的液体化工品集散地，以及日益成熟的纺织品物流地，政府为张家港保税物流园区提供了良好的政策环境和经营基础，加上配套区江苏扬子江国际化工园以及区内发达的物流交通网络，形成了非同一般的物流载体。同时，发达的经济腹地和巨大的物流市场潜力，又给保税区现代物流业带来了广阔的发展空间。

3.2 燃气行业

从应用领域而言，燃气市场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。

图 5：燃气行业分类



资料来源：公司招股说明书

从上图可以看出，在高品质工业燃气领域，主要是进口液化气(LPG)和天然气之间的竞争。但近年来天然气在全国范围供应紧张，民用市场巨大的供需缺口矛盾日益突出，国家发改委于 2007 年 9 月发布《天然气利用政策》，规定了天然气利用的先后顺序，明确要求全国天然气优先确保民用。鉴于天然气供应的全面紧张，未来天然气新增供应量将首先保障民用，在民用燃气市场上替代人工煤气及国产液化气的市场份额，对进口液化气行业的影响将逐渐减弱。

进入进口 LPG 行业有一定的障碍，主要体现在：

- 1) 液化石油气的国际交易，形成了一种类似于“俱乐部交易”的格局，国际供应商往往不愿意与没有交易记录的公司进行类似的大宗交易，对新进入公司设置了较高的进入门槛和限制条件。在资信证明、存储设施、码头条件以及付款时间、方式上均有较高的要求和苛刻的条件。因此，新的投资者一般难以进入这一行业。
- 2) 液化气一级库通常拥有交通便捷、能停泊大型液化石油气冷冻运输船的液化气专用装卸码头。目前我国对内陆河道的码头、尤其是危险品码头的新建审批已经非常严格和受控制了。要建设一个达到相当规模，能够满足经营的需要且与市场结合比较紧密的地处经济发达地区的码头已经非常困难。码头资源的稀缺性形成了进入本行业的一个较难跨越的壁垒。
- 3) 液化石油气作为高危险性的易燃易爆品，不同于普通的液体化工产品，其进口、生产、仓储、运输过程对安全要求极为严格，没有一套完整的安全管理制度所带来的安全隐患将无法估量。

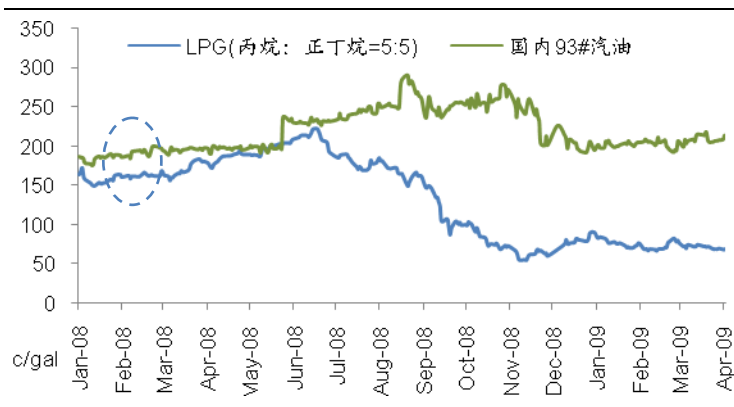
3.3 汽车燃料

在汽车燃料市场的竞争主要体现在汽油、进口 LPG、CNG(压缩天然气)。其中 CNG 钢瓶压力过大，是 LPG 钢瓶的 13X，危险发生可能性及破坏性较大，另外，续航时间过短，因而对加气站数量、分布覆盖面要求高，应用半径受到限制；天然加气站投资较大，约为 LPG 加气站的 4-5 倍，所以 CNG 和进口 LPG 在汽车燃料市场的竞争处于下峰。

进口 LPG 和汽油在汽车燃料市场的竞争，优势主要体现在价格方面，劣势主要体现在加气站数量和充气时间较长，约 10 分钟左右。

不考虑汽车每百公里消耗能源数量，直接从价格方面比较，原油价格长期在 LPG 价格之上。

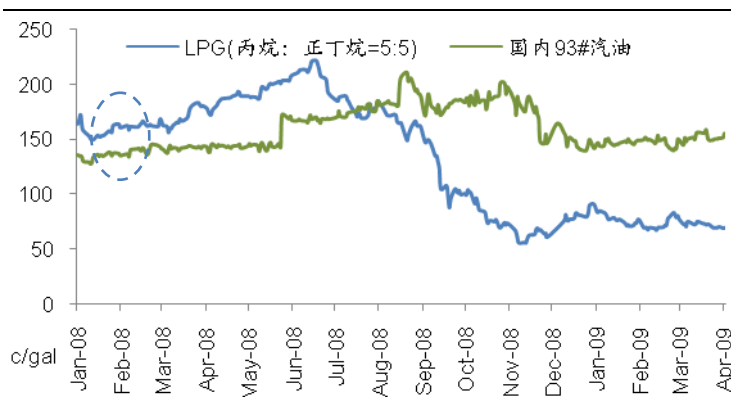
图 6：未考虑单耗情况下 LPG 与国内汽油价格对比



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

如果考虑汽车每百公里消耗情况，对于 1.5 排量的汽车而言，每百公里耗油约 8 升，而耗 LPG 约 11 升，LPG 约为汽油的 1.375X。扣除这一方面的因素，我们可以看到，在 2008 年初的时候，国内汽油价格对 LPG 价格并不存在优势，而目前仍然有相当的优势。

图 7：考虑单耗情况下 LPG 与国内汽油价格对比



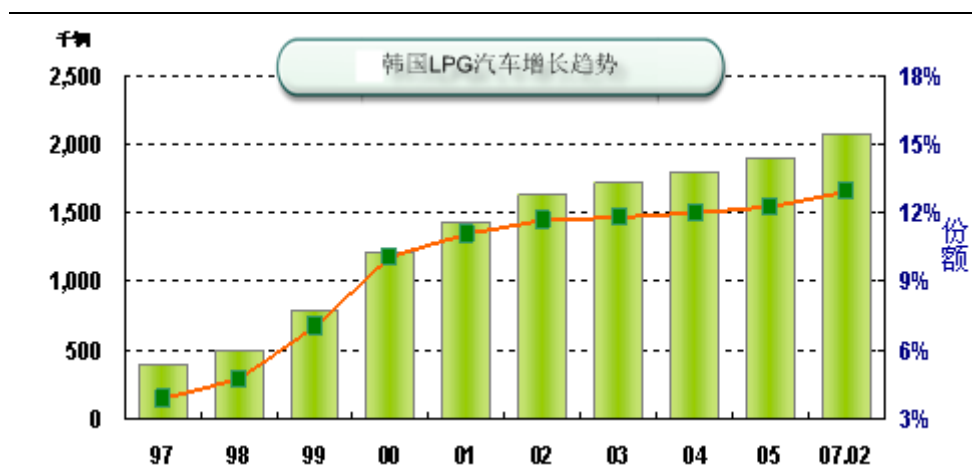
资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

从市场需求看，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，到 2010 年三省新增及改装的 LPG 出租车数量达到现 13.98 万辆保有量的 20%，即 2.8 万辆，每年新增 LPG 需求 16.78 万吨，以此测算，2010 年后苏浙皖沪三省一市将总共每年新增对进口 LPG 的需求 48.46 万吨。一旦汽车燃料 LPG 市场启动，将产生一个相当大的新增需求。目前苏浙皖沪三省一市的进口 LPG 年市场容量约为 80 - 90 万吨，进口 LPG 作为汽车燃料启动后，按上述测算，市场总容量将增长超过 50%。

但短期内，该行业仍然面临在建加气站时审批的问题，加气站的建设并不通畅，特别是在大城市，公司将定位转移至县级市，所以，相比一线城市而言，我们更看好县级市的增长。

从韩国 LPG 汽车增长趋势可以看到，LPG 汽车的份额和车辆逐年增加，我国香港地区和广州，出租车全部为 LPG 汽车。

图 8：韩国 LPG 汽车增长趋势



资料来源：公司招股说明书

4. 盈利预测

4.1 盈利预测假设

表 6：盈利预测假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
LPG 总销量('0000t)	26.47	29.43	30.90	32.76	36.03
平均售价(RMB/t)	4930	5123	2715	3421	4003
毛利率(%)	4.25%	3.23%	4.29%	4.56%	4.72%
钢材销售收入('0000RMB)	-----	14200	15620	16869	16869
钢材销售毛利率(%)	-----	8.10%	8.20%	8.50%	8.50%
运输服务收入('0000RMB)	-----	336	386	463	509
运输服务毛利率(%)	-----	82.89%	82.89%	82.89%	82.89%
仓储业务收入('0000RMB)	-----	-----	4000	10000	10000
毛利率(%)	-----	-----	70%	70%	75%
加气站收入('0000RMB)	-----	-----	2335	5884	10326
毛利率(%)	-----	-----	3%	4%	5%

资料来源：渤海证券研究所

4.2 盈利预测表

表 7: 盈利预测表

利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1310.2	1653.0	1062.4	1452.7	1819.2
营业成本	1246.1	1590.0	981.7	1311.1	1652.4
营业税金及附加	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5
销售费用	4.9	8.0	5.2	7.1	8.8
管理费用	15.4	17.2	11.0	15.1	18.9
财务费用	-2.2	1.9	3.1	5.5	8.8
资产减值损失	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
投资收益	0.0	0.3	1.0	1.0	1.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	46.6	36.8	63.2	115.6	131.8
营业外收支净额	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
税前利润	46.6	38.9	65.3	117.7	133.9
减: 所得税	3.7	5.1	9.8	29.4	33.5
净利润	43.0	33.7	55.5	88.3	100.4
归属于母公司的净利润	43.1	32.7	53.7	85.0	96.7

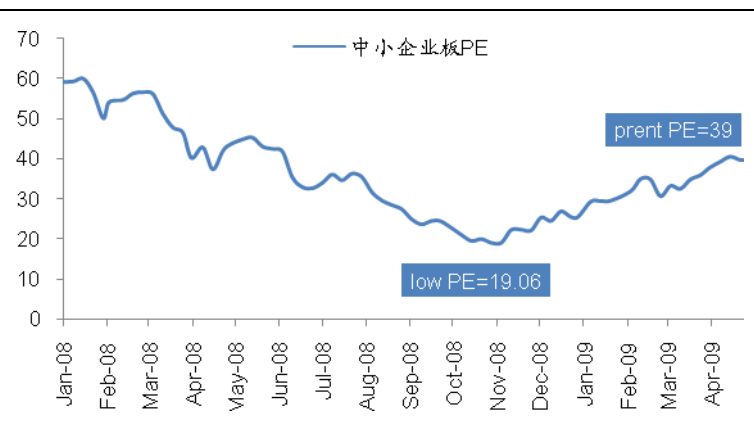
资料来源: 渤海证券研究所

5.估值与投资建议

5.1 估值

由于公司逐步向 LPG 进口业务、油品仓储、汽车运输、汽车燃料等多元化方向发展, 所以很难找到相同的公司进行估值, 所以我们认为应按中小板的估值水平进行估值, 另外, 更应看重公司的成长性, 仓储业务的盈利相当于又造了一个东华能源。

图 9: 中小企业板平均市盈率水平



资料来源: Wind

我们预测 2010 年公司 EPS 为 0.38 元/股，给予公司 37X 估值，公司股价为 14.06 元/股。实际上，如果不考虑所得税从 2009 年的 15%上调为 25%的影响，公司的 EPS 为 0.44 元/股，公司业绩的增长是明确的。

5.2 投资建议

我们认为仓储业务已开始进入收获期，20 万方仓储项目的盈利水平相当于 2008 年东华能源的盈利水平，公司加气站业务主要在苏浙皖等地级市展开，定位明确，将是又一个增长点，公司多元化经营方略将于 2009 年下半年后开始陆续进入收获期。目前公司正处于快速增长期的前期，我们看好公司的快速增长，给予公司买入评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

副所长·行业
吴鹏飞
+86 10 5836 2786

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 22 2845 1625

机械行业研究
李强
+86 22 5836 2766

石油化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

基础化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车、航空制造行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

通信、传媒、家电行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2156

电力、电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

钢铁行业研究
马涛
+86 10 5836 2789

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2159

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与衍生产品研究
房振明
+86 22 8837 0816

股指期货与衍生产品研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

产品设计和可转债研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

金融策略与创新、证券理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

资产证券化研究
刘惠杰博士
+86 22 2845 1632

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn