

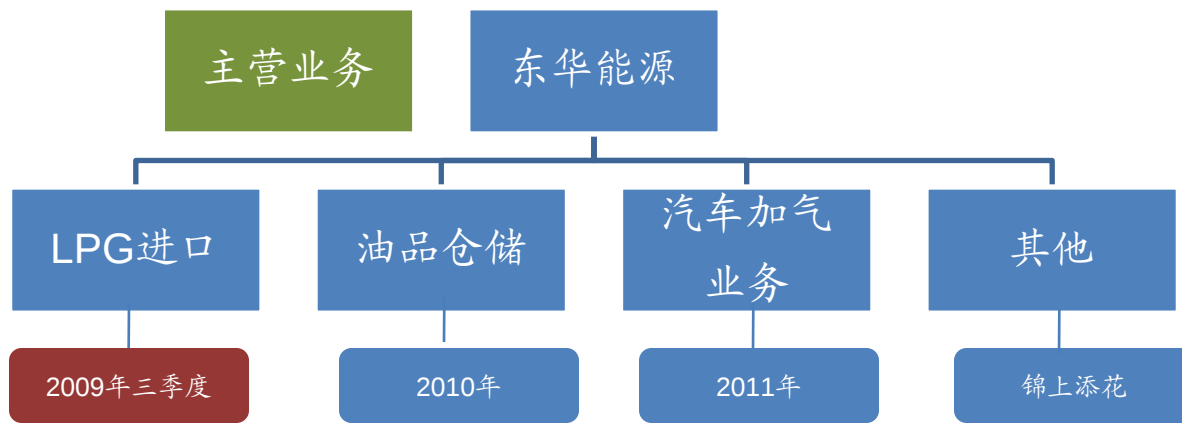
重新认识东华能源投资机会

---东华能源深度价值分析报告

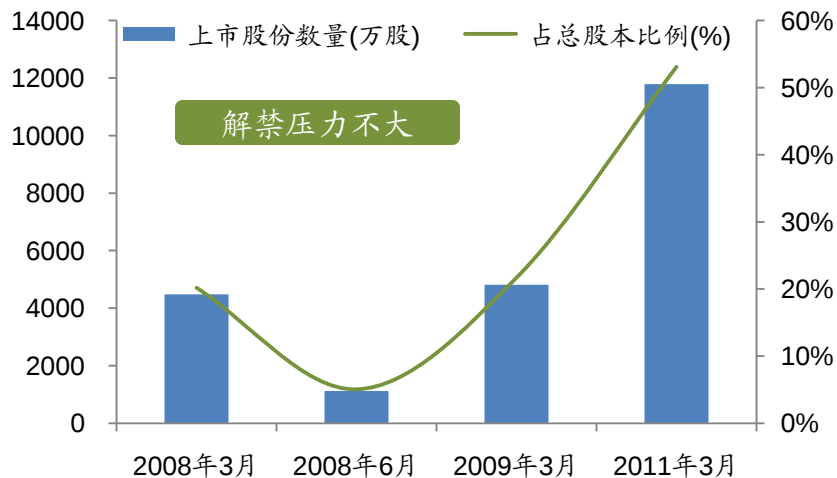
石化行业研究员
张延明

-  公司概况
-  LPG行业投资机会来临
-  公司投资亮点
-  投资建议

公司概况



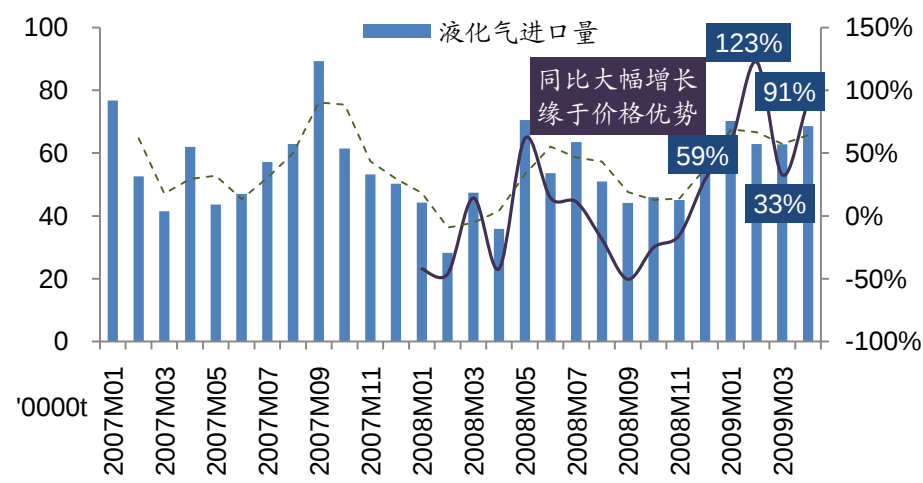
公司性质：
民营



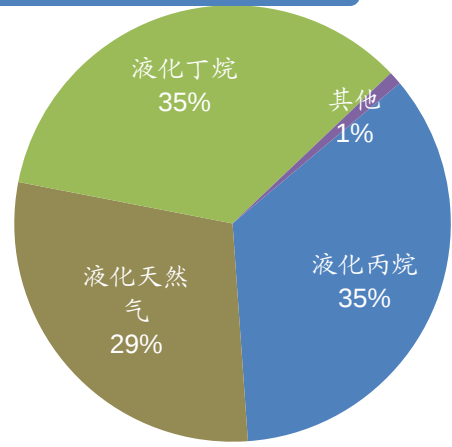
流通股本：
10414万股

地理位置(与后面报价关联)：
江苏张家港

LPG行业机会来临



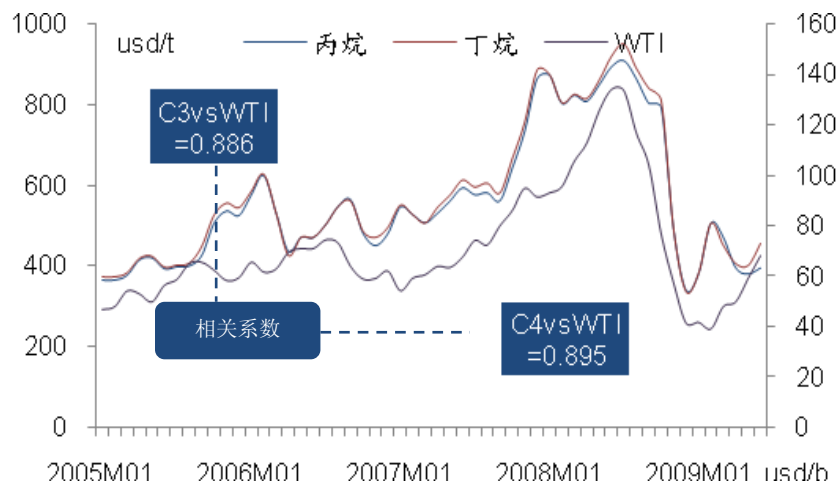
4月份国内液化气进口量明细



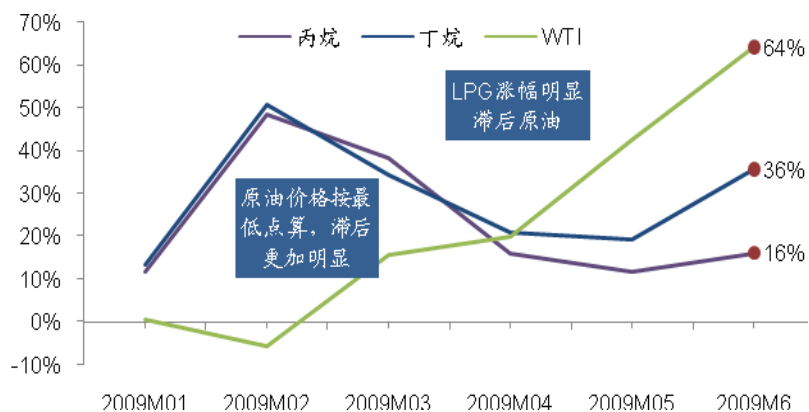
4月份明细	万吨	万美元	价格	C4: C3	4月份CP
液化丙烷	24.00	9817	409		395
液化天然气	20.01	4091	204		
液化丁烷	23.91	9905	414	1.01	405
其他	0.67	365	541		

2009年1-4月，国内液化气进口量大幅增加，主要是由于进口气相对低廉

LPG行业机会来临



进口液化石油气价格与原油相关性很高，从1995年以来的LPG的CP价格与月度WTI收盘价对比分析来看，丙烷与原油价格的相关系数为0.8860，丁烷和原油价格的相关系数为0.8950



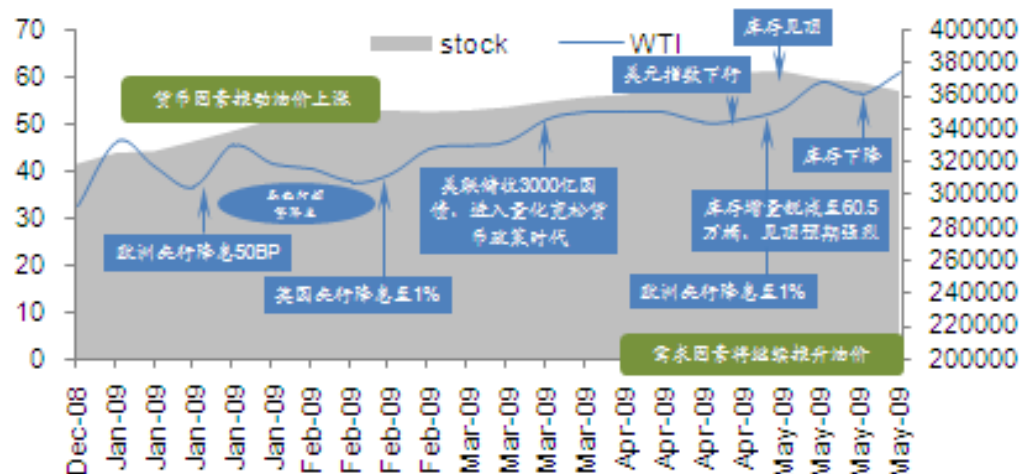
如果按月度平均价格计算，从2008年12月商品价格触底开始至目前，WTI原油价格上涨了64%，丙烷和丁烷的CP价格分别上涨了16%和36%，明显滞后于原油价格上涨。如果原油按最低点计算，截至目前已上涨逾100%，丙烷、丁烷的CP价格滞后更加明显。

LPG行业机会来临

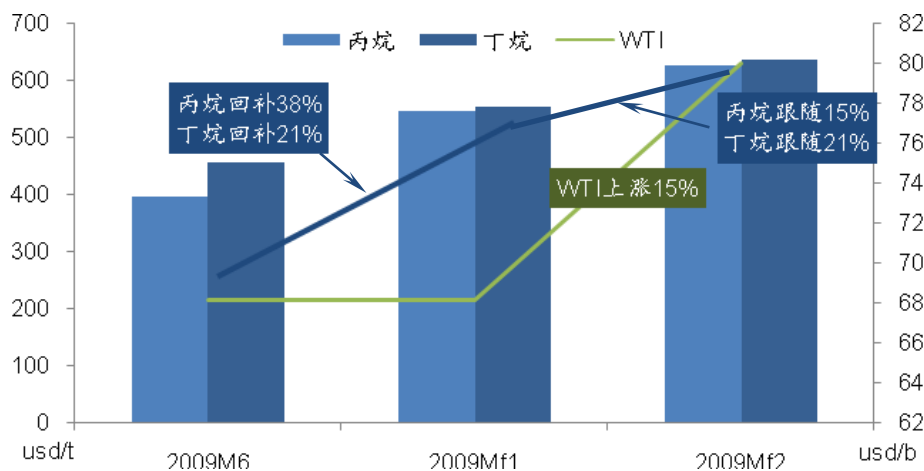
地区	区域	类别	2月总量	3月总量	4月总量	5月总量
华东市场	江苏地区	冷冻货	27700	40000	54000	32000
		压力货				
	上海地区	冷冻货		32000	22000	
		压力货				22000
	浙江地区	冷冻货		57000	54000	22000
		压力货				
华南市场	深圳地区	冷冻货	20000	35000	66000	82000
		压力货	10400	12800	11200	13600
	广州地区	冷冻货	42000	20000	62000	42000
		压力货				
	珠海地区	冷冻货	62000	58000	82000	108000
		压力货	9000	8000	8000	7000
	潮汕地区	冷冻货		20000	72000	59000
		压力货	20800	22400	20800	27200
	粤西地区	冷冻货				
		压力货	8750	10000	10000	8750
总计			200650	315200	462000	423550

从进口气码头船期报告看，五月份依然延续了今年进口量增长的情况

LPG行来机会来临



原油价格挺上80美元/桶是大概率事件
 ※四季度CPI数据刺激
 ※供需为主因



一方面，LPG随原油补涨是明确的，另一方面随原油上涨也是确定的

LPG行业机会来临

	2009-6-10	2009-6-11	2009-6-12	2009-6-15	备注
上海地区(进口气)	3800	3800	3950	3950	3750-3950
上海地区(国产气)	3180	3180	3180	3300	3220-3300
江苏地区(进口气)	3700	3750	3900	3900	3750-3900
江苏地区(国产气)	3110	3110	3230	3320	3310-3320
浙江宁波地区(进口气)	3800	3800	3800	3800	3700-3800
浙江宁波地区(国产气)	3350	3350	3520	3520	3420-3520
福建地区(进口气)	3500	3500	3800	3800	3700-3800
福建地区(国产气)	3300	3300	3350	3450	3400-3450
深圳周边地区(3:7)	4100	4200	4300	4300	3900-4300
珠海周边地区(进口气)	3750	3850	3950	3950	3900-3950

目前,江苏地区进口LPG码头气库报价均价在3800元/吨

近日现状(6月15日):

粤东: 欧华能源继续对外暂停出货, 仅内部少量供应合同用户

珠三角: 抑制不住码头报涨的激动心情, 深圳华安今日继续领涨进口气挂牌, 午后12点起对外报高100元/吨至4400元/吨

进口气码头到船情况: 冷冻货到船间隙各单位抓紧推市, 华南成交集体普涨

假设:

- 1、公司销售量前低后高，上半年占40%，下半年占60%
理由：上半年处于恢复期，工业开工率低，下半年后工业开工率明显回升
- 2、公司销售中70%为按合同，30%按机动
理由：公司运营模式，70%保证公司的正常利润，30%可赚取价差
- 3、公司合同价按CP价执行，机动部分按现货价(成本为库存)
理由：公司实际定价模式
- 4、LPG价格补涨，并随原油价格波动
理由：LPG与原油价格相关关系为0.90左右
- 5、除价格以外的成本保持不变
理由：2009年处于通缩，该假设合理

公司投资亮点

2009Q3: LPG加工与销售

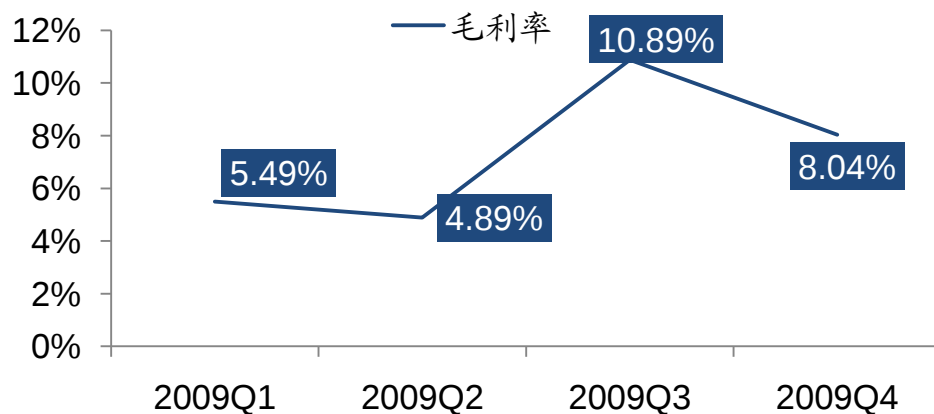
假设结果:

'0000t	2007	2008	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
LPG-丙烷	18.07	20.23	4.05	4.05	6.07	6.07
LPG-丁烷	8.40	9.20	1.84	1.84	2.76	2.76
机动量					2.65	2.65
合同量					6.18	6.18

Usd/t	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
LPG-丙烷	452.00	390.00	522.60	575.00
LPG-丁烷	445.00	420.00	533.00	595.00

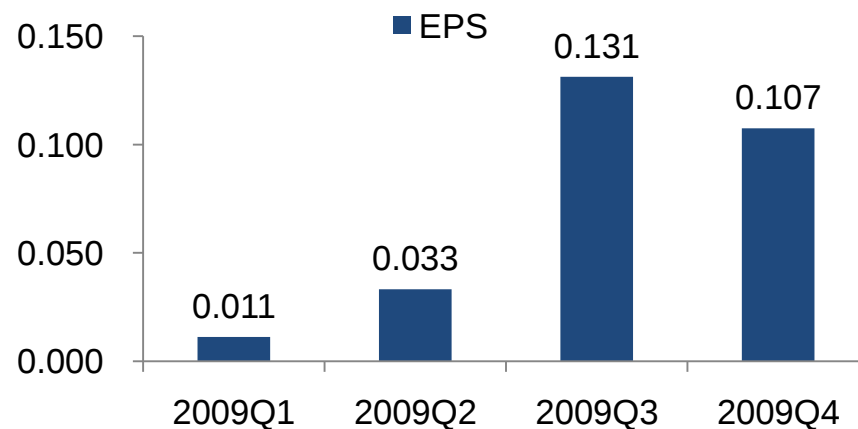
	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
单位丙烷(元/吨)	3251	2797	3569	3927
单位丁烷(元/吨)	3201	3008	3635	4058
单位能耗(元/吨)	26	26	26	26
单位人工成本(元/吨)	17	17	17	17
单位制造费用(元/吨)	191	191	191	191
单位成本合计(元/吨)	3470	3097	3824	4202
Price丙烷/丁烷	2.37	2.37	2.37	2.37

结论：三、四季度毛利率走高，提升公司业绩



30%机动部分尽享价格上涨的盛宴

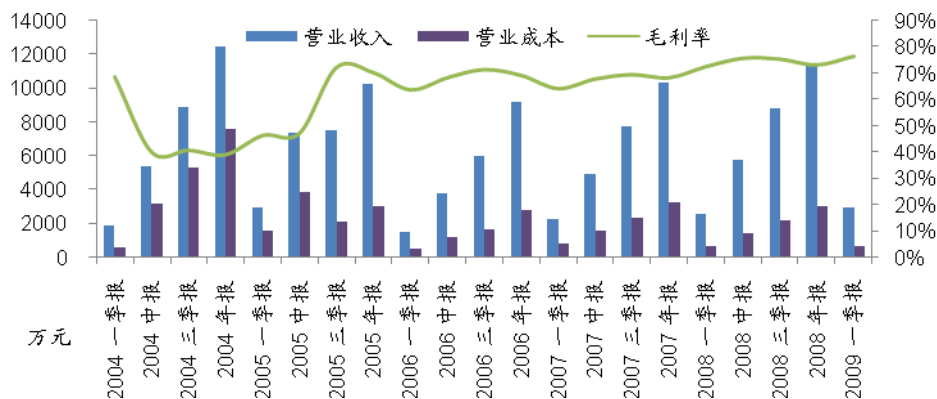
全年EPS为0.28元/股
(包括3000万仓储收入)
(如果剔除, EPS为0.215元/股)



公司投资亮点

2010：仓储业务值得期待

公司仓储业务与保税科技相同：高毛利



创造的利润相当于又一个东华能源

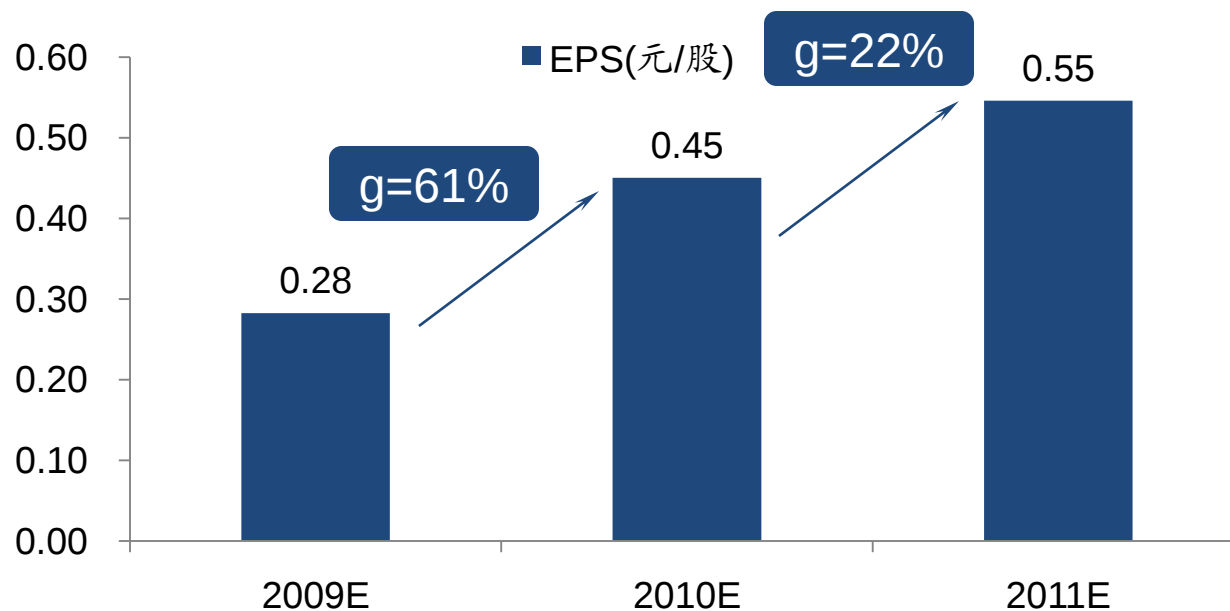
	容积(m ³)	投资总额 (万元)	存储品种	年仓储中转 总量(吨)	中转费 (元/吨)	年营业收入 (万元)	年毛利润 (万元)	毛利率(%)
保税科技	89000	8473	甲B类	900000	50	4500	3375	75%
东华能源	200000	16589	甲B类	2000000	50	10000	7000	70%

	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

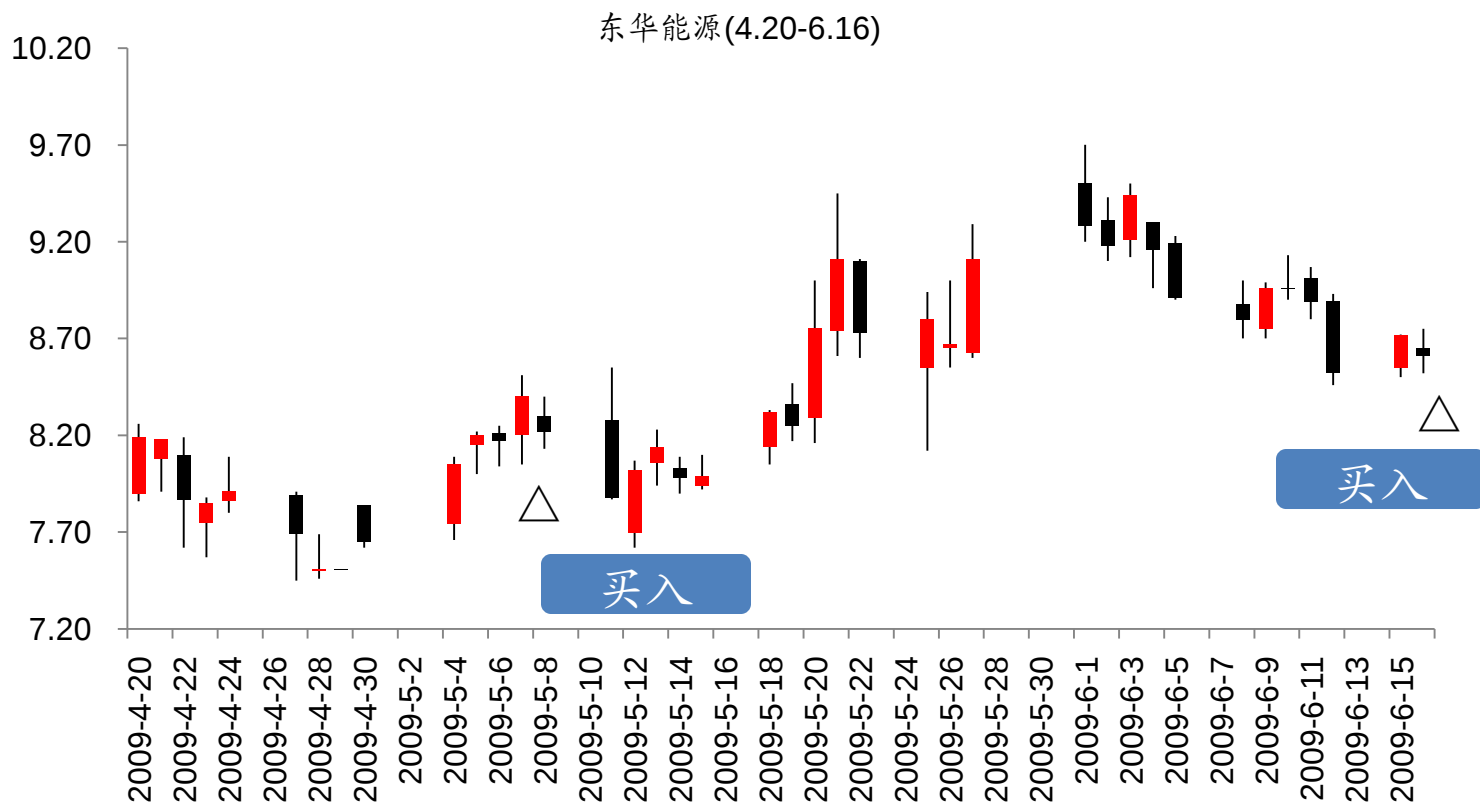
汽车加气业务有望在2011年有实质性进展

	2009E	2010E	2011E
加气站(座)	5	10	50
出租车(辆)	1250	2500	12500
单耗(吨/辆/年)	6.49	6.49	6.49
总耗费量(万吨)	0.81	1.62	8.11
毛利率(%)	3%	4%	5%
营业收入(万元)	2967	7476	43736
营业成本(万元)	2878	7177	41549

目前处于业绩快速增长的前期：年均复合增长率40%



投资建议：买入



END