

东华能源(002221.SH)

横向收购与重组铸就区域龙头地位

—— 东华能源投资价值报告

张延明
86-22-2845 1653
zhangym@bhq.com

核心观点:

- 横向收购与重组铸就区域龙头地位
- 业绩高增长更加确定, 给予买入评级

投资要点:

● LPG 进口业务: 横向收购与重组铸就区域龙头地位

目前公司已横向收购完苏州 BP 经营进口 LPG 资产, 公司在该区域处于相对垄断的地位, 行业结构发生了重大变化, 市场逐渐从买方市场向卖方市场过渡, 公司的盈利能力随之发生巨大变化。另外, 由于同业竞争的存在, 公司母公司未来将有可能将其全资子公司的 50 万方 LPG 储罐注入上市公司, 必将夯实公司区域龙头的地位。

● 替代品价格处于上行通道, 长期利好

LPG 的替代品 LNG, 将随国内需求量的增加而逐步提价, 逐步与市场接轨, 总体而言, LPG 替代品的价格走高将在目前的情况下更加有利于提高 LPG 的竞争优势, 对公司而言是长期利好。

● 仓储业务: 公司业绩的稳定剂

该项目目前已验收完毕, 预计 2010 年开始贡献业绩, 由于公司将采用加速折旧的办法, 所以预计 2010 年的毛利率约为 40% 左右, 但随着时间的推移, 化工仓储项目将成为公司稳定的收入来源。

● 业绩高增长似更加明确, 业绩拐点突显

基于上述公司所处行业及公司的变化, 我们认为公司在未来几年业绩高增长将更加明确, 业绩拐点突显。

● 投资建议

公司目前处于业绩高增长的前期, 估值具有优势, 给予买入评级。我们预测 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.24、0.57、0.72 元/股。目前股价为 10.96 元/股, 对应 2010、2011 年的 PE 水平分别为 19X 和 15X。如果按 2010 年 EPS 的 25X-30X 水平估值, 公司的合理股价为 14.25-17.10 元/股。

评级: 买入

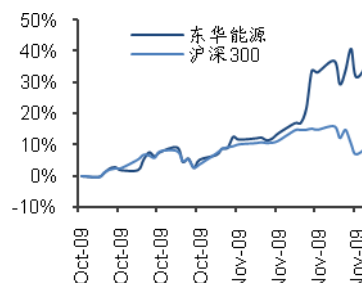
上次评级:

目标价格: ¥ 14-17

上次预测:

当前价格: ¥ 10.96

2009.12.1



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。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	1310.17	1653.01	1533.31	3163.94	3767.71
(+/-)%	-4%	26%	-7%	106%	19%
经营利润 (EBIT)	4331.59	3732.61	4711.27	15360.41	20734.88
(+/-)%	17%	-14%	26%	226%	35%
净利润	4295.35	3373.33	5478.37	13048.71	16600.86
(+/-)%	27%	-21%	62%	138%	27%
每股净收益 (元)	0.26	0.15	0.24	0.57	0.72
利润率和估值指标					
销售毛利率 (%)	4.89%	3.81%	4.63%	6.41%	7.06%
ROE (%)	19.61%	5.92%	8.80%	17.32%	18.28%
ROIC (%)	10.77%	4.93%	5.23%	10.23%	11.63%
PE	42.23	74.52	45.92	19.37	15.22
PB	8.28	4.41	4.04	3.35	2.78
EV/EBITDA	25.64	33.13	21.64	8.81	6.41

相关报告

- 2009.5.7 《从 1 到 1+1=2 再到 2+1=3 的飞跃之路》
- 2009.6.17 《重新认识东华能源的投资价值》
- 2009.7.7 《从预减 30% 到预增 5%-10% 的猜想》
- 2009.7.10 《静待鉴定结果, 中性看待为宜》
- 2009.11.17 《横向资产收购与整合有利于公司发展》

资产负债表（百万元）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	176.9	235.7	498.7	462.5	954.5	1136.6	营业收入	1362.6	1310.2	1653.0	1533.3	3163.9	3767.7
应收票据	15.9	39.6	45.9	42.6	87.9	104.6	营业成本	1310.6	1246.1	1590.0	1462.4	2961.2	3501.8
应收账款	139.3	113.9	56.6	52.5	108.3	129.0	营业税金及附加	0.1	0.4	0.5	0.4	0.9	1.1
预付款项	16.8	10.3	51.0	88.5	164.4	254.1	销售费用	2.7	4.9	8.0	7.5	15.4	18.3
其他应收款	11.1	0.9	10.6	9.8	20.2	24.1	管理费用	12.2	15.4	17.2	15.9	32.9	39.1
存货	57.3	107.5	136.2	125.2	253.6	299.9	财务费用	2.3	-2.2	1.9	4.4	11.4	17.8
其他流动资产	0.8	0.7	1.0	0.9	2.1	2.6	资产减值损失	1.1	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
长期股权投资	0.0	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	0.0
固定资产	176.7	157.1	148.5	288.0	402.0	498.7	投资收益	0.0	0.0	0.3	1.0	1.0	1.0
在建工程	0.1	54.7	212.3	181.1	165.6	157.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	33.8	46.6	36.8	44.7	144.3	191.6
无形资产	25.9	54.4	53.0	42.3	31.5	20.8	营业外收支净额	0.2	0.0	2.1	19.7	29.7	29.7
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	34.0	46.6	38.9	64.5	174.0	221.3
资产总计	620.7	775.2	1227.7	1307.0	2203.6	2641.7	减：所得税	0.0	3.7	5.1	9.7	43.5	55.3
短期借款	89.0	90.9	65.0	63.3	280.2	373.0	净利润	33.9	43.0	33.7	54.8	130.5	166.0
应付票据	202.0	165.0	85.0	78.2	158.3	187.2	归属于母公司的净利润	33.9	43.1	32.7	53.0	125.6	159.8
应付账款	117.0	229.4	448.1	406.5	823.1	973.4	少数股东损益	0.0	-0.1	1.1	1.8	4.8	6.2
预收款项	9.3	3.6	24.3	43.5	83.1	130.2	基本每股收益	0.20	0.26	0.15	0.24	0.57	0.72
应付职工薪酬	1.6	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7	稀释每股收益	0.20	0.26	0.15	0.24	0.57	0.72
应交税费	-6.1	0.7	2.1	2.1	2.1	2.1	财务指标	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	2.1	2.2	8.0	8.0	8.0	8.0	成长性						
其他流动负债	39.3	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7	营收增长率	10.9%	-3.9%	26.2%	-7.2%	106.3%	19.1%
长期借款	0.0	60.0	20.0	80.0	100.0	70.0	EBIT 增长率	94.1%	16.5%	-13.8%	26.2%	226.0%	35.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	57.2%	26.9%	-24.2%	62.3%	137.1%	27.2%
负债合计	454.3	555.4	675.9	704.9	1478.2	1767.4	盈利性						
股东权益合计	166.4	219.8	551.8	602.1	725.4	874.3	销售毛利率	3.8%	4.9%	3.8%	4.6%	6.4%	7.1%
现金流量表（百万元）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	2.5%	3.3%	2.0%	3.5%	4.0%	4.2%
净利润	34	43	34	55	130	166	ROE	20.4%	19.6%	5.9%	8.8%	17.3%	18.3%
折旧与摊销	24	25	25	52	62	72	ROIC	14.54%	10.77%	4.93%	5.23%	10.23%	11.63%
经营活动现金流	141	176	133	63	423	303	估值倍数						
投资活动现金流	-4	-96	-229	-149	-149	-149	PE	53.6	42.2	74.5	45.9	19.4	15.2
融资活动现金流	-133	20	281	49	218	28	P/S	1.3	1.4	1.5	1.6	0.8	0.6
现金净变动	4	100	185	-36	492	182	P/B	10.9	8.3	4.4	4.0	3.4	2.8
期初现金余额	126	177	236	499	463	954	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.7%
期末现金余额	130	277	421	463	954	1137	EV/EBITDA	28.4	25.6	33.1	21.6	8.8	6.4

投资建议

1. 投资要点

LPG 进口业务：横向收购与重组铸就区域龙头地位

公司所在的进口 LPG 行业具有较强的区域特征，300-400km 是其活动的经济半径，在公司所处的张家港的活动经济半径中，对东华能源形成竞争的公司主要有苏州 BP、上海金地石化，其中上海金地石化主要面向产业园区，对公司并不形成负面影响，其主要竞争对手是苏州 BP，所以在此之前，公司的毛利率水平在 3%-4% 的水平，主要依靠销量来取得业绩。

目前公司已横向收购完苏州 BP 经营进口 LPG 资产，公司在该区域处于相对垄断的地位，行业结构发生了重大变化，市场逐渐从买方市场向卖方市场过渡，公司的盈利能力随之发生巨大变化。另外，由于同业竞争的存在，公司母公司未来将有可能将其全资子公司的 50 万方 LPG 储罐注入上市公司，必将夯实公司区域龙头的地位。

伴随这种巨大变化的是，LPG 的替代品 LNG，将随国内需求量的增加而逐步提价，逐步与市场接轨，总体而言，LPG 替代品的价格走高将在目前的情况下更加有利于提高 LPG 的竞争优势。

仓储业务：公司业绩的稳定剂

根据保税科技扩建 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，按 70% 的毛利率估计，预计贡献毛利润将达到 7000 万元。

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

该项目目前已验收完毕，预计 2010 年开始贡献业绩，由于公司将采用加速折旧的办法，所以预计 2010 年的毛利率约为 40% 左右，但随着时间的推移，化工仓储项目将成为公司稳定的收入来源。

业绩高增长似更加明确，业绩拐点突显

基于上述公司所处行业及公司的变化，我们认为公司在未来几年业绩高增长将更加明确，业绩拐点突显。我们预计 2010-2011 年的增长率分别为 137.5%和 26%，业绩面临拐点(由于未来重组等不确定性的影响，我们认为对 2011 年的增长率估计偏保守)。

2.投资建议

公司目前处于业绩高增长的前期，估值具有优势，给予买入评级。我们预测 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.24、0.57、0.72 元/股。目前股价为 10.96 元/股，对应 2010、2011 年的 PE 水平分别为 19X 和 15X。如果按 2010 年 EPS 的 25X-30X 水平估值，公司的合理股价为 14.25-17.10 元/股。

目 录

投资建议.....	3
1.投资要点.....	3
LPG 进口业务：横向并购与重组铸就区域龙头地位.....	3
仓储业务：公司业绩的保障.....	3
多元化经营方略开始进入收获期.....	错误！未定义书签。
2.投资建议.....	4
1.公司基本情况.....	7
1.1 主营是 LPG 进口和化工仓储.....	7
1.2 股权结构.....	7
2.公司盈利路线.....	8
2.1 盈利模式.....	8
2.2LPG 进口、加工与销售：格局面临根本性改变.....	9
2.3 仓储业务：业绩保障的稳定剂.....	10
2.4 汽车运输业务：锦上添花.....	11
3.行业分析.....	11
3.1 张家港区域性仓储业务.....	11
3.2 燃气行业.....	12
4.盈利预测.....	13
4.1 盈利预测假设.....	13
4.2 盈利预测表.....	14
5.估值与投资建议.....	14
5.1 估值.....	14
5.2 投资建议.....	15

图目录

图 1: 公司股权结构图.....	8
图 2: 公司 LPG 销量	9
图 3: 公司 LPG 板块毛利率	9
图 4: 保税科技(600794)历年毛利率走势	10
图 5: 燃气行业分类	12
图 6: 中小企业板平均市盈率水平	14

表目录

表 1: 公司股权结构	7
表 2: 公司仓储业务盈利预测.....	10
表 3: 仓储业务收入对公司盈利的影响	10
表 4: 公司汽车运输业务主要子公司	11
表 5: 国内进口 LPG 公司	13
表 6: 盈利预测假设	13
表 7: 盈利预测表	14

1. 公司基本情况

1.1 主营是 LPG 进口和化工仓储

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。公司收购完苏州 BP 公司,公司在江苏地区成为最大的 LPG 进口商,甚至处于相对垄断的地位。

另外,公司 20 万方的化工仓储业务也将为公司业绩的增长提供有力保障。

1.2 股权结构

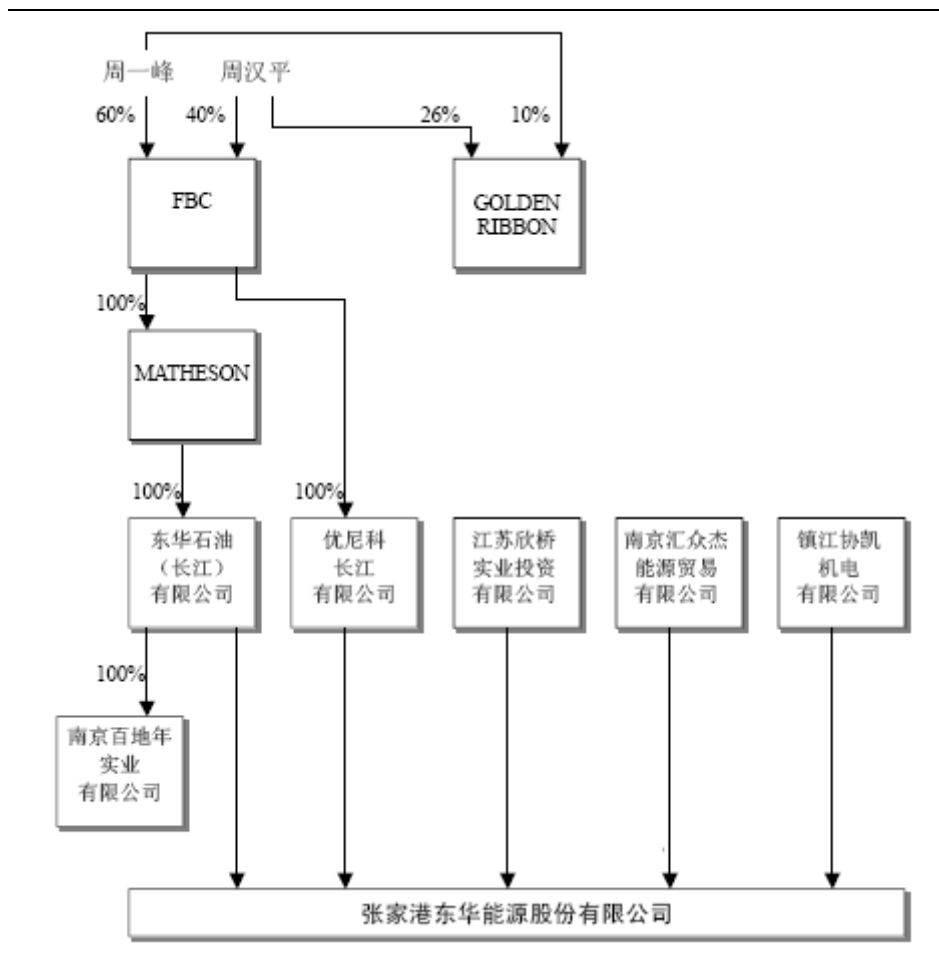
公司的控股股东为东华石油(长江)有限公司,实际控制人是周一峰女士、周汉平先生,二人系父女关系,共同通过 FBC 持有本公司控股股东东华石油、第二大股东优尼科长江的全部已发行股份,从而间接控制股份公司 53.09%的股份。

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	8134	36.64%
优尼科长江有限公司	3652	16.45%
江苏欣桥实业投资有限公司	2120	9.55%
南京汇众杰能源贸易有限公司	385	1.73%
镇江协凯机电有限公司	107	0.48%
其他	7802	35.15%
合计(万股)	22200	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

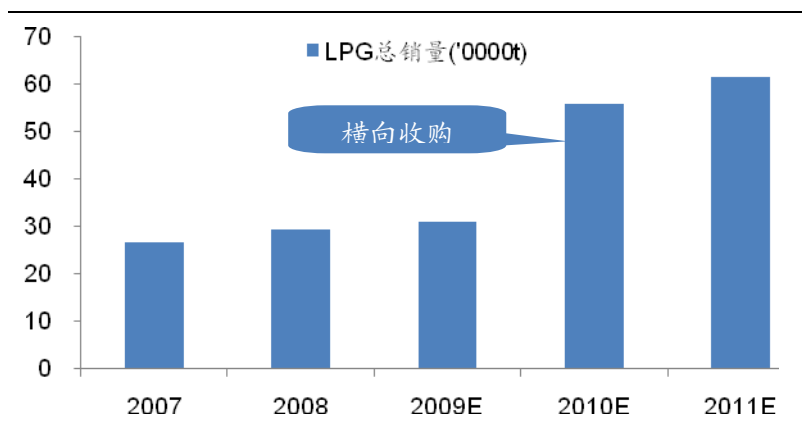
公司的产业链相对较短，主要进口 LPG，然后根据客户需求，将丙烷和丁烷按一定比例进行加工，与此同时，公司还涉足仓储业务。

我们认为公司未来的盈利模式将随行业结构的变化而发生本质的变化，这种变化主要来自于公司横向并购后的市场格局变化。在公司未收购苏州 BP 之前，在华东及周边地区，主要 LPG 进口商有东华能源、苏州 BP、和上海金地石化，而上海金地石化主要供给产业园区的生产，对产业园区以外的市场并无影响，公司与苏州 BP 的竞争导致公司的毛利率水平保持在 3%-5% 之间，主要依靠销量来取胜，而收购苏州 BP 之后，公司处于相对垄断的地位，在替代品天然气价格上涨的情况下，公司的销售毛利率将得到提高，公司的盈利模式在潜移默化中得到根本性改变。

2.2LPG 进口、加工与销售：格局面临根本性改变

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。根据公司目前的情况，公司年销售 LPG 约 30 万吨，而在公司收购完苏州 BP 的 2×31,000 立方米的液化气冷冻库及制冷机组之后，公司的储能横向成倍扩张，对市场的供求结构并不构成影响的情况下，也就意味着公司的销售量有望成倍增长。

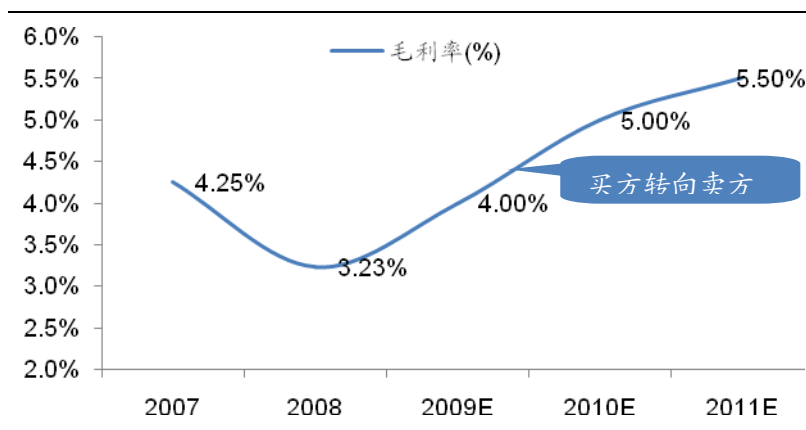
图 2：公司 LPG 销量



资料来源：公司历年年报，渤海证券研究所

与此同时，随着市场 LPG 供应结构显著改变，市场由卖方市场逐渐转向买方市场，我们认为公司的平均毛利率水平将会有所增加，预计 2010 年以后，公司的平均销售毛利率水平将会上升。与此同时，公司目前租用母公司的 50 万方 LPG 仓储，增强了公司的竞争能力，同时也将增加公司的盈利能力。由于存在同业竞争，母公司的 50 万方 LPG 仓储有望注入上市公司。

图 3：公司 LPG 板块毛利率



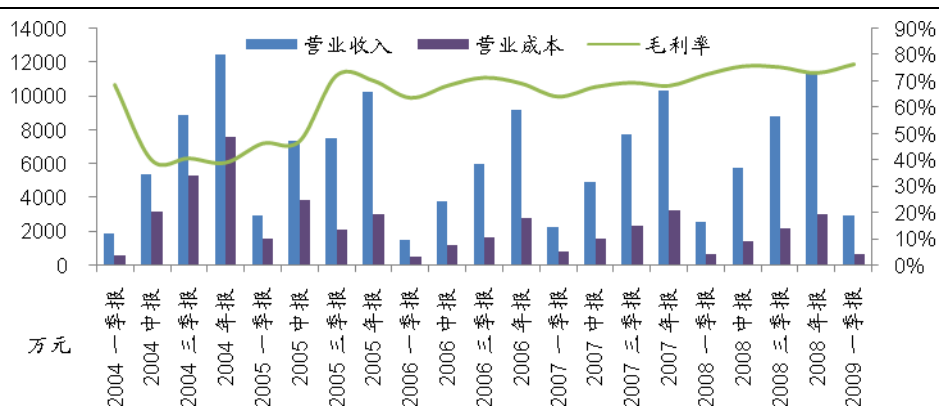
资料来源：公司历年年报，渤海证券研究所

2.3 仓储业务：业绩保障的稳定剂

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，目前已经验收、竣工完毕，然后计入成本，预计明年开始贡献利润。

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。但对于初期，由于公司采用加速折旧，预计毛利率水平在 40% 左右，而未来将逐渐达到 70%-80% 的毛利率水平。

2.4 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 4：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

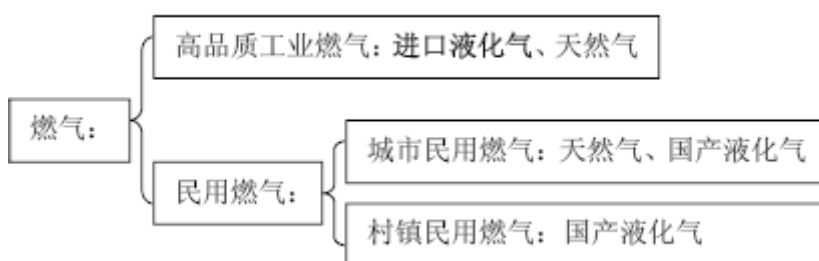
物流产业振兴规划重点突出对物流园布局的规划，全国共划分七大物流区，分别是以北京、天津为中心的华北物流区，以沈阳、大连为中心的东北区，以青岛为中心的山东半岛区，长三角区，珠三角区，以厦门为中心的东南沿海区和以武汉、郑州为中心的中部物流区。对地处上述区域的物流企业来说，这是一个难逢的发展机遇。张家港保税物流园区位于长三角经济圈、长

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。

另外，LPG 进口行业具有明显的地域特点，其运输范围在 300-400km 范围内最为经济。在华东及周边地区，主要竞争有三家，分别是东华能源、苏州 BP 和上海金地石化。上海金地石化主要面向工业园区，对工业园区以外的市场并不形成影响，所以公司在收购完苏州 BP 资产之后，处于相对垄断的地位。

表 5：国内进口 LPG 公司

进口公司	进口量(万吨)	份额
深圳华安液化石油气有限公司	124.8	26.71%
浙江中油华电能源有限公司	83.95	17.96%
潮州华丰集团股份有限公司	59.12	12.65%
加德士海洋燃气能源有限公司	43.05	9.21%
新海能源(珠海)有限公司	37.65	8.06%
上海金地石化有限公司	35.04	7.50%
张家港东华优尼科能源有限公司	25.96	5.56%
苏州 BP 液化石油气有限公司	20.41	4.37%
海洋石油阳江实业有限公司	18.77	4.02%
福建华星石化有限公司	18.57	3.97%

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	56.00	61.60
平均售价(CNY/t)	4930	5123	4444	5128	5641
毛利率(%)	4.25%	3.23%	4.00%	5.00%	5.50%
钢材销售收入('0000CNY)	-----	14200	15620	18743	18743
钢材销售毛利率(%)	-----	8.10%	8.20%	8.10%	8.10%
运输服务收入('0000CNY)	-----	336	386	482	555
运输服务毛利率(%)	-----	82.89%	82.89%	82.89%	82.89%
仓储业务收入('0000CNY)	-----	-----	-----	10000	10000
毛利率(%)	-----	-----	-----	40%	55%

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)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1362.6	1310.2	1653.0	1533.3	3163.9	3767.7
营业成本	1310.6	1246.1	1590.0	1462.4	2961.2	3501.8
营业税金及附加	0.1	0.4	0.5	0.4	0.9	1.1
销售费用	2.7	4.9	8.0	7.5	15.4	18.3
管理费用	12.2	15.4	17.2	15.9	32.9	39.1
财务费用	2.3	-2.2	1.9	4.4	11.4	17.8
资产减值损失	1.1	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
营业利润	33.8	46.6	36.8	44.7	144.3	191.6
营业外收支净额	0.2	0.0	2.1	19.7	29.7	29.7
税前利润	34.0	46.6	38.9	64.5	174.0	221.3
减: 所得税	0.0	3.7	5.1	9.7	43.5	55.3
净利润	33.9	43.0	33.7	54.8	130.5	166.0
归属于母公司的净利润	33.9	43.1	32.7	53.0	125.6	159.8
少数股东损益	0.0	-0.1	1.1	1.8	4.8	6.2
基本每股收益	0.20	0.26	0.15	0.24	0.57	0.72

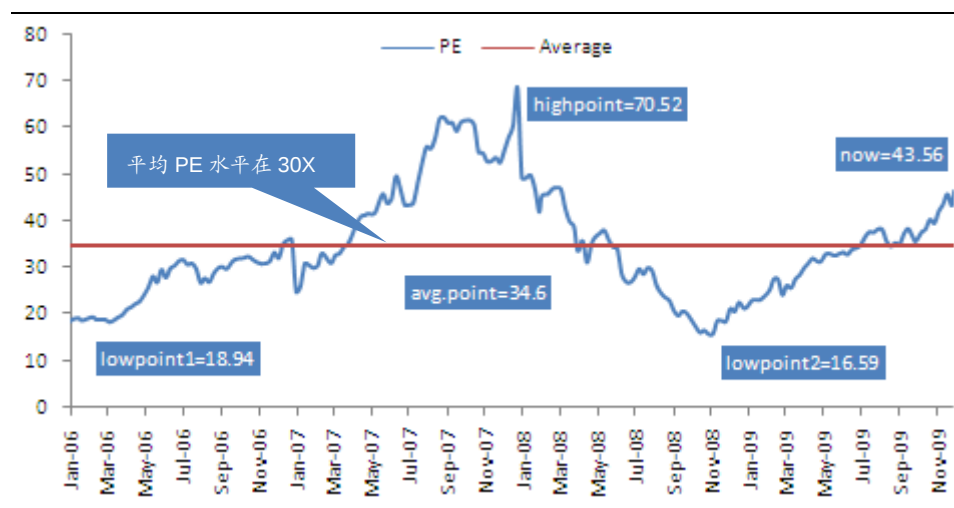
资料来源: 渤海证券研究所

5.估值与投资建议

5.1 估值

公司所处的行业中相似的同类公司很少, 所以我们采用中小板 PE 估值。分析 2006 至今的数据可以发现, 中小企业板的平均最高市盈率水平达到 70X, 最低在 17X 左右, 目前是 44X, 平均水平是 35X 左右。我们认为, 对成长性明确的中小企业, 采用 30X 的估值水平是合适的。

图 6: 中小企业板平均市盈率水平



资料来源: Wind

我们预测 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.24、0.57、0.72 元/股。目前股价为 10.96 元/股，对应 2010、2011 年的 PE 水平分别为 19X 和 15X。如果按 2010 年 EPS 的 25X-30X 水平估值，公司的合理股价为 14.25-17.10 元/股。

5.2 投资建议

公司所在的进口 LPG 行业具有较强的区域特征，300-400km 是其活动的经济半径，在公司所处的张家港的活动经济半径中，对东华能源形成竞争的公司主要有苏州 BP、上海金地石化，其中上海金地石化主要面向产业园区，对公司并不形成负面影响，其主要竞争对手是苏州 BP，所以在此之前，公司的毛利率水平在 3%-4%的水平，主要依靠销量来取得业绩，而目前公司已收购完苏州 BP 资产，公司处于相对垄断的地位，行业结构发生了重大变化，市场逐渐从买方市场向卖方市场过渡，公司的盈利能力随之发生巨大变化。

伴随这种巨大变化的是，LPG 的替代品 LNG，将随国内需求量的增加而逐步提价，逐步与市场接轨，总体而言，LPG 替代品的价格走高将在目前的情况下更加有利于提高 LPG 的竞争优势。

我们认为随着上述变化，公司的业绩的增长更加确定，增长幅度将更高，我们预计 2010-2011 年的增长率分别为 137.5%和 26%，业绩面临拐点(对 2011 年的增长率估计偏保守)，目前的估值具有竞争优势，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

有色行业研究

靳海明

+86 10 5836 2778

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

食品饮料行业研究

闫亚磊

+86 22 2845 1975

机场/航空/铁路行业研究

齐艳莉

+86 22 2845 1132

航运/港口/公路行业研究

马哲峰

+86 10 5836 2779

银行行业研究

张继袖

+86 22 2845 1849

非银行金融行业研究

江艳

+86 10 5836 2783

化工行业研究

张延明

+86 22 2845 1653

煤炭行业研究

张顺

+86 10 5836 2782

钢铁行业研究

刘勇

+86 10 5836 2789

机械行业研究

李强

+86 10 5836 2766

房地产行业研究

周户

+86 10 5836 2768

电子信息行业研究

张晓亮

+86 10 5836 2790

汽车行业研究

张立平

+86 10 5836 2780

电力设备行业研究

李新渠

+86 10 5836 2760

建筑建材行业研究

唐笑

+86 10 5836 2787

中药/制剂/药商业行业研究

马霏霏

+86 22 2845 1945

原料药/生物药/医疗器械行业研究

吴洋

+86 10 5836 2785

金融工程与权证研究

何翔

+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究

徐莉莉

+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究

章辉

+86 22 2845 1977

债券研究

徐华

+86 22 2845 1137

宏观策略研究

黄锋

+86 22 2845 1131

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

宏观产业研究

张雷

+86 22 2845 1705

营销主管

郭靖

+86 22 2845 1879

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