

湘财证券研究所

石油和化工研究小组

王 强

Tel: 021-68634518-8221

Email: wq2835@xcsc.com

高 为

Tel: 021-68634518-8608

Email: gw2603@xcsc.com

相关研究报告：

《年度策略报告_石化行业_油价 80 美元，中石化 or 中石油？》
(2010.01.08)

《年度策略报告_2010 年原油价格-国际油价温和上涨 N 形，均价 80 美元，高点上 90》(2010.01.08)

《年度策略报告_天然气专题-低碳推动“天然气时代”，战略投资天然气产业》(2010.01.08)

《国 III 汽油提升炼油毛利 0.3 美元桶，中石化最受益》(2009.12.25)

《成品油定价机制“满周岁”始“化妆”》(2009.12.24)

《中国石化 (600028.SH) 大消费中的估值洼地，行权到期临近、资产注入预期催化大涨》
(2009.12.15)

《天然气价格改革专题四：天然气管网建设大高潮中起舞的管材、阀门等配套设施》(2009.12.14)

《天然气价格改革专题三：上下游联动，下游城市燃气业在夹缝中的期待》(2009.12.03)

《天然气价格改革专题一：进口气价倒逼 VS 社会承受能力，“综合价格”改革方案将胜出？》
(2009.11.17)

□ 进口 LPG 业务：收购苏州 BP + 租赁宁波百地年 => 问鼎华东区域龙头

公司主营业务为高纯度液化石油气，进口液化气数量连续多年位居全国前7、华东最大，收购苏州BP液化气业务使公司液化气库容能力翻一番，除了主要供应工业园区、并不构成直接竞争的上海金地石化之外，在华东地区基本没有竞争对手，问鼎华东区域龙头，使区域市场转为卖方市场。公司租赁母公司的宁波百地年设施后，LPG业务立足江苏、上海、安徽、山东等省市的同时，进入浙江、江西、福建等省的市场，市场空间获得较大的拓展，销售量预计将获得质的提升。

□ LPG库容扩容近10倍，备货能力将提升毛利率，未来资产注入具想象空间

公司租赁的母公司资产宁波百地年设施拥有国内最大的LPG库容，存储能力达25万吨，相当于目前公司几乎一整年的LPG销量，大大拓展了LPG库容，显著提升了备货能力，增强了公司进出货时间间隔的弹性，低买高卖空间的扩大将提升毛利率1-2个百分点。考虑到关联交易和同业竞争的影响，公司租用的百地年设施这部分资产存在从大股东注入到上市公司的可能，未来资产注入具有想象空间。

□ 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，天然气主要供应民用燃气、化肥和电厂等工业用，进口LPG主要供应高品质的工业燃气。由于LPG与天然气具有替代关系，天然气价格改革在2010年上半年的推出，公司是最直接的受益者。

□ 汽车能源得看政府推动，化工原料的“潜在爆发”尚需等待

进口LPG是未来发展的主要燃气汽车类型，但加气站投资大、审批慢，目前进展缓慢，未来发展得看政府推动，开拓还需2-3年；进口LPG作为化工原料制乙烯尚需等待，国内石化企业一旦上马，将给公司也将带来爆发式增长。

□ 被撞码头修复、新建码头投产，仓储业务恢复贡献利润，毛利将大幅提升

公司09年7月5.4万吨的码头被撞后，化工仓储业务处于停滞状态。预计码头将于下半年修复、另外新建的2万吨码头也将于3季度投产，化工仓储业务随着码头修复而恢复贡献稳定利润。2009年公司仓储业务由于刚运营折扣大、利用率低、周转量小、运行品种差异等原因，毛利水平不到15%，远低于约15%的行业平均水平。公司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，随着公司仓储业务未来正常运营并进入达产，毛利提升空间相当大，预计在3年内能接近70%。

□ 码头被撞已获得5000多万元的赔偿，未来赔偿金额对业绩贡献大

□ 风险提示：LPG市场拓展低于预期，LPG价格大幅波动带来的备货风险

□ 投资建议：我们不考虑码头被撞的后续赔偿，预计公司09-11年EPS分别为0.10、0.50和0.63元，首次给予“买入”评级，目标价14元（目前股价10.41元）。

上市公司	EPS				PE				评级
	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
东华能源 (002221)	0.15	0.10	0.50	0.63	69.4	104.1	20.8	16.5	买入

目 录

一、收购苏州 BP、租赁宁波百地年，问鼎华东 LPG 龙头	4
1.1 占据江苏 LPG 相对垄断，区域市场或转为卖方市场	4
1.2 LPG 新空间——浙江 LPG 市场容量与江苏相当，业绩弹性大	4
1.3 进口 LPG 在工业燃料领域优势明显，将和天然气呈现差异化	6
1.4 LPG 库容飙涨一个数量级，备货能力显著提升	8
1.5 备货能力提升、市场地位提高，推动毛利率提高	9
1.6 天然气价改的最直接受益者，提升 LPG 业务盈利能力	9
二、化工仓储业务——2010 年“新元年”	10
2.1 张家港仓储业发达	10
2.2 受损码头修复、新建码头投产均在下半年	10
2.3 码头资源的稀缺性，将推动仓储业务量的大幅提升	11
2.4 试运营期间毛利严重偏低，未来毛利大幅提升空间大	11
2.5 码头被撞所获赔偿，对业绩的影响不容小觑	12
三、未来看点——汽车能源得看政府推动，化工原料还需等待	12
3.1 LPG 汽车是未来主要燃气汽车，发展得看政府推动	12
3.2 化工原料用 LPG 的“潜在爆发”尚需等待	13
四、其他业务	15
五、盈利预测与投资建议	15
5.1 盈利预测假设	15
5.2 分业务预测和利润表预测	16
5.3 投资建议	17

图目录

图 1: 公司 LPG 业务的市场空间拓展明显	5
图 2: 江苏、浙江和广东等省的 LPG 供量比较 (2008)	5
图 3: 公司 LPG 销售量将快速增长 (万吨)	6
图 4: 人工煤气、LPG 和天然气的城市燃气用气人数比较及增长情况	7
图 5: 城市燃气中人工煤气、LPG 和天然气的用气人数结构	7
图 6: 公司 LPG 库容量飙涨	8
图 7: 公司 LPG 业务毛利率将获得提升	9
图 8: 公司 LPG 实现均价将增长 30% 左右 (元/吨)	10
图 9: 保税科技 (600794) 的仓储运输业务近几年来毛利率	11
图 10: 公司的化工仓储业务毛利率 (%)	12
图 11: 公司 LPG 销售领域未来拓展看点	13
图 12: LPG 作为化工原料的产业链	14

表目录

表 1: 全国前 10 大液化气进口商的情况 (2008)	4
表 2: 国产 LPG 和进口 LPG 的特点比较	6
表 3: 国产 LPG、进口 LPG 和天然气的使用领域比较	8
表 4: 公司 LPG 加气站分布	12
表 5: LPG、LNG 和汽油等汽车燃料比较	13
表 6: 盈利预测主要假设	15
表 7: 分业务预测	16
表 8: 利润表预测	16

一、收购苏州 BP、租赁宁波百地年，问鼎华东 LPG 龙头

1.1 占据江苏 LPG 相对垄断，区域市场或转为卖方市场

进口 LPG 业务为公司的主营业务，公司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、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。

公司为华东地区最大的高品质工业用燃气供应商，进口液化气数量连续多年位居全国前 7，占据中国进口液化气市场近 7% 的份额，拥有收购苏州 BP 液化气业务使公司液化气库容能力翻一番，在华东地区减少了重要的竞争对手，竞争对手只剩下上海金地和靖江华电两家；而上海金地石化主要供应上海金山石化作为化工原料、并不构成直接竞争；这样，公司在江苏地区甚至处于相对垄断的地位，使区域市场转为卖方市场。

公司通过改变募投项目资金收购苏州 BP，是机缘巧合，一方面苏州 BP 有意退出此块业务，另一方面对于公司无疑是雪中送炭。公司收购苏州 BP 后，首先是改变了由于 2009 年 7 月码头被撞导致现有气库无法正常使用的窘境，撑起了四季度旺季的 LPG 销售；第二是能部分接受苏州 BP 的原有客户，其市场份额和销售量必将获得显著提升。

表 1：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（千美元）	市场份额
1	新海能源（珠海）	656,116	25.23%
2	深圳华安液化石油气	351,627	13.52%
3	广州华凯石油燃气	284,790	10.95%
4	潮州市欧华能源	262,807	10.11%
5	广西天盛港务	201,408	7.75%
6	珠海 BP 液化石油气	182,955	7.04%
7	张家港东华能源	177,755	6.84%
8	上海金地石化	119,063	4.58%
9	苏州 BP 液化石油气	77,383	2.98%
10	巴斯夫化工	75,189	2.89%

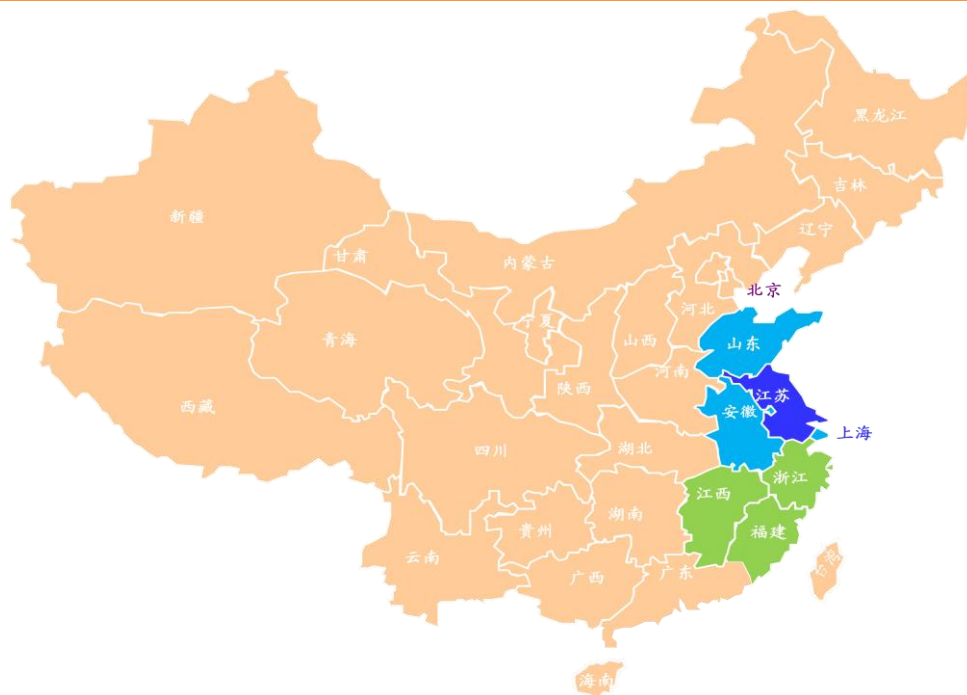
资料来源：广东油气商会，湘财证券研究所

1.2 LPG 新空间——浙江 LPG 市场容量与江苏相当，业绩弹性大

公司租赁母公司的宁波百地年设施后，LPG 业务立足江苏、上海、安徽、山东等省市的同时，进入浙江、江西、福建等省的市场，市场空间获得较大的拓展。依据公司与宁波百地年公司签署的《业务合作协议书》，宁波百地年公司将其全部 LPG 业务交由本公司统一管理、经营，这样公司的母公司实际上推出了原来经营的浙江市场 LPG 业务。特别是浙江省经济发达，其市场容量与江苏省相当，公司

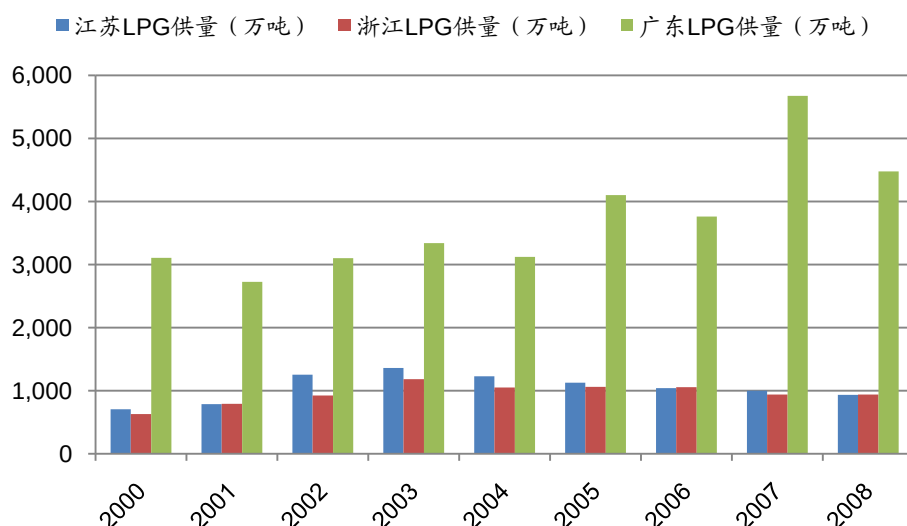
2010年的业绩很大程度上取决于浙江LPG市场的经营和开拓。总体来看，江浙两省的LPG容量与广东省相比，尚有上升的空间，因此公司LPG业务的市场覆盖区域的大幅扩展将使销售额得到质的提高。

图 1：公司 LPG 业务的市场空间拓展明显



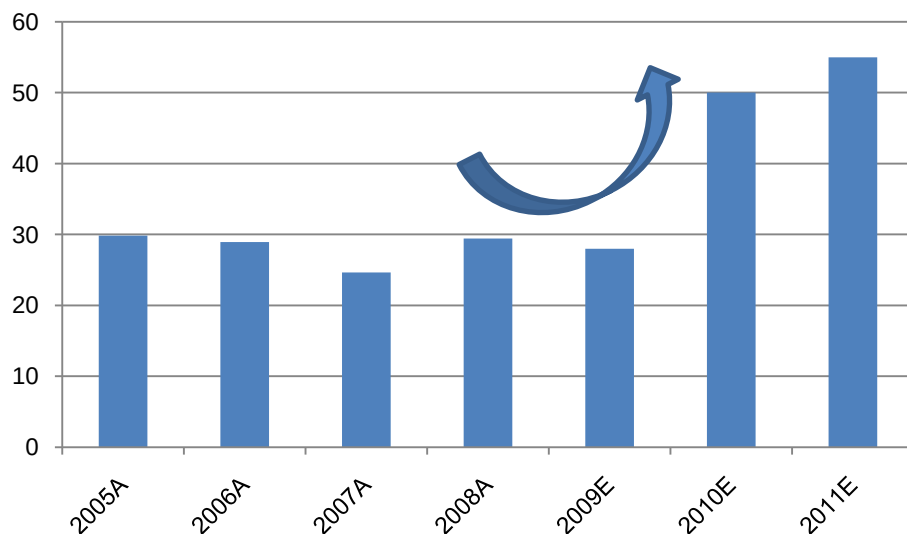
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2：江苏、浙江和广东等省的 LPG 供量比较（2008）



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 3：公司 LPG 销售量将快速增长（万吨）



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

1.3 进口 LPG 在工业燃料领域优势明显，将和天然气呈现差异化

液化石油气按照来源不同，可以分为油田伴生气和炼油厂石油气。炼厂石油气是在石油炼制和加工过程中所产生的副产气体，其数量取决于炼油厂的生产方式和加工深度，但是其含杂质较多、质量较差，基本上只能作为普通燃料使用；而油田伴生气主要成为丙烷和丁烷，纯度高且含硫量低，除了作为普通燃料外，还能作为汽车燃料和化工生产原料。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。

表 2：国产 LPG 和进口 LPG 的特点比较

排名	进口 LPG	国产 LPG
来源	油田伴生气	炼制气
主要成分	丙烷、丁烷	丙烷、丙烯、丁烷、丁烯，少量戊烷、戊烯等
特点	纯度高、热值高、杂质少	杂质含量高、热值较低
适用领域	民用燃气、工业燃气、汽车燃料、化工原料	民用燃气

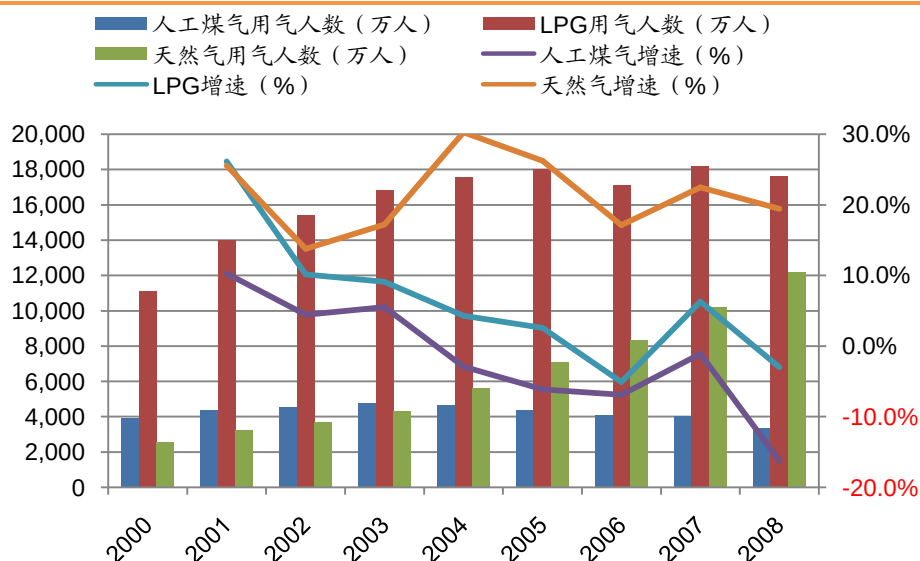
资料来源：湘财证券研究所

进口 LPG 优良的燃烧品质决定了其不仅能够满足民用燃气需求，而且还能够用于其他对于燃烧温度、燃烧环境有更高要求的工业燃气领域和汽车燃料领域，还可以作为工业原料使用，而国产 LPG 基本只能作为民用燃料。

近年来，天然气作为城市燃气的气源，由于与人工煤气和 LPG 相比具有安全、节能和环保等综合优势，消费量快速增长。但在工业应用领域，天然气对于进口

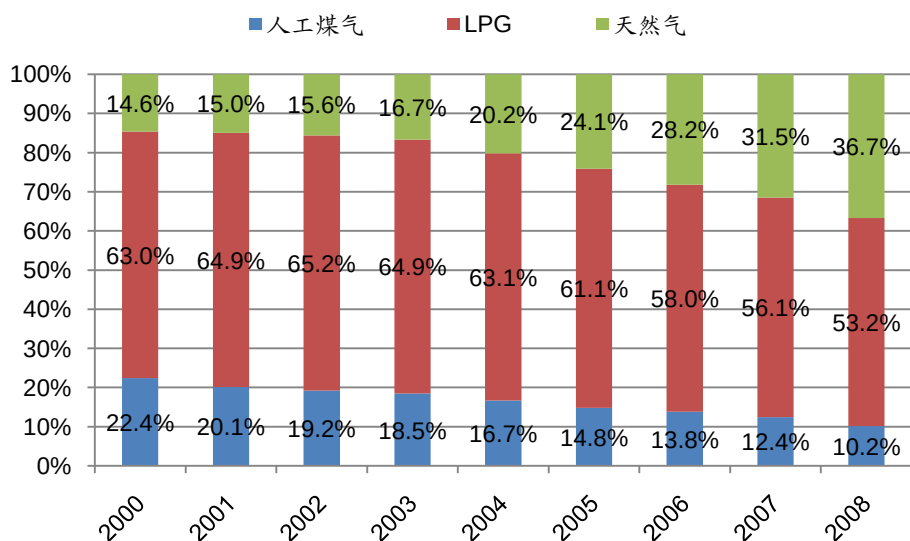
液化气的竞争优势正逐渐丧失，高品质工业燃气市场最终将由进口液化气主导。

图 4：人工煤气、LPG 和天然气的城市燃气用气人数比较及增长情况



资料来源：住房和城乡建设部城市建设统计公报，湘财证券研究所

图 5：城市燃气中人工煤气、LPG 和天然气的用气人数结构



资料来源：住房和城乡建设部城市建设统计公报，湘财证券研究所

根据我国 2007 年 8 月颁布的天然气利用政策，民用城市燃气是最优先。我们认为，天然气、国产 LPG 和进口 LPG 将在我国未来的燃气市场格局呈现差异化：天然气主要供应民用燃气、以及化肥等化工用和一些电厂；国产 LPG 主要向天然气管道无法覆盖的广大农村地区的民用燃气转移；而高品质工业燃气及汽车燃料将主要由进口 LPG 占据。

表 3：国产 LPG、进口 LPG 和天然气的使用领域比较

排名	进口 LPG	国产 LPG	天然气
民用燃气	一般	一般	优
工业燃料	优	一般	良
汽车燃料	良		一般
化工原料	优		一般

资料来源：湘财证券研究所

进口 LPG 作为高品质工业用燃气，广泛运用于有色金属冶炼、金属切割、窑炉焙烧、造纸、玻璃、陶瓷制造等工业领域，与天然气相比，具有一定优势：

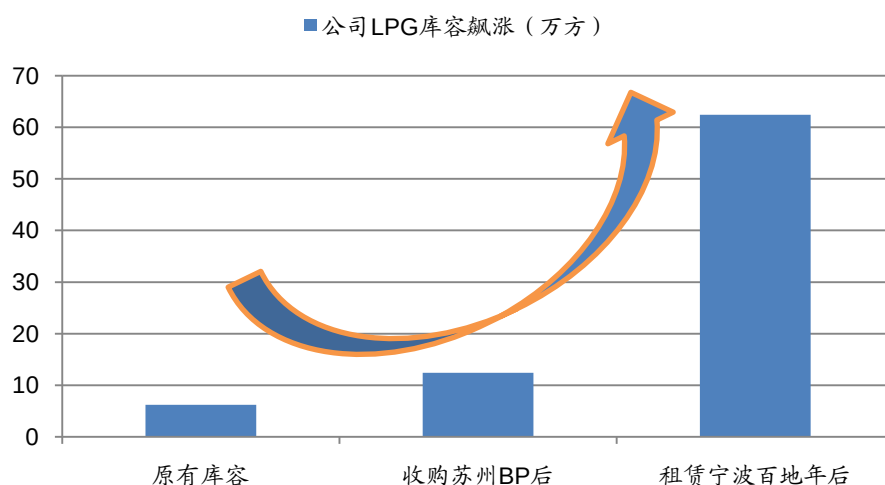
（1）天然气的主要成分为甲烷和少量乙烷，尽管也可以作为高品质工业燃气使用，但其单位热值低于进口 LPG，而且其含硫量高于进口 LPG，无法满足某些特殊行业的工业客户要求，部分对燃烧品质要求极高的高端客户必须选择使用进口 LPG。

（2）天然气的运送基本必须通过管道，除了部分液化天然气（LNG），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的高端工业用气客户来说，是进口 LPG 和 LNG 的竞争。

（3）随着天然气价格改革在上半年的推出，工业用天然气价格将在未来几年处于持续上升的状态，天然气价格的上涨将使其低成本优势逐渐丧失。

1.4 LPG 库容飙涨一个数量级，备货能力显著提升

图 6：公司 LPG 库容量飙涨



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

公司租赁母公司的宁波百地年设施拥有国内最大的 LPG 库容，存储能力达 25 万吨，相当于目前公司几乎一整年的 LPG 销量，大大拓展了 LPG 库容。我们认为母公司以几乎“零成本”租赁给公司的行为至少是中期行为，如果考虑到关联交

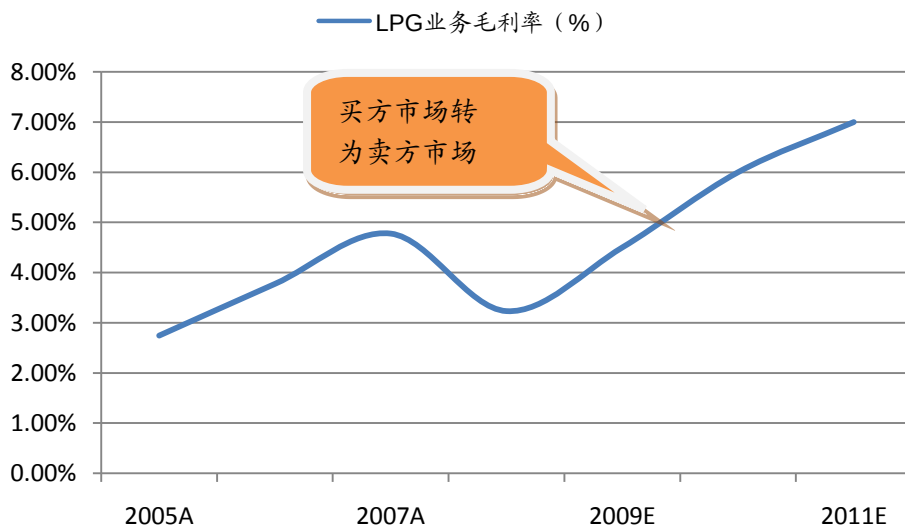
易和同业竞争的影响，公司租用的百地年设施这部分资产存在从大股东注入到上市公司的可能，未来资产注入具有想象空间。

1.5 备货能力提升、市场地位提高，推动毛利率提高

公司LPG业务的流程是先向沙特阿拉伯、阿联酋、科威特等中东国家的代理商采购世界液化气行业最高标准的高品质液化气入库，然后再转卖给国内工业企业，这之间存在时间差，以往大致在1个月左右。因此，在液化石油气单边上涨时，利于公司低位接货，高位卖出，可以享受较高的盈利水平。

公司租赁的母公司资产宁波百地年设施拥有国内最大的LPG库容，存储能力达25万吨，相当于目前公司几乎一整年的LPG销量，大大拓展了LPG库容，显著提升了备货能力，增强了公司进出货时间间隔的弹性，低买高卖空间的扩大将提升毛利率1-2个百分点，而且公司在华东地区相对垄断地位的确立也在一定程度上有助于稳定并提升公司LPG业务的毛利率。

图 7：公司 LPG 业务毛利率将获得提升



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

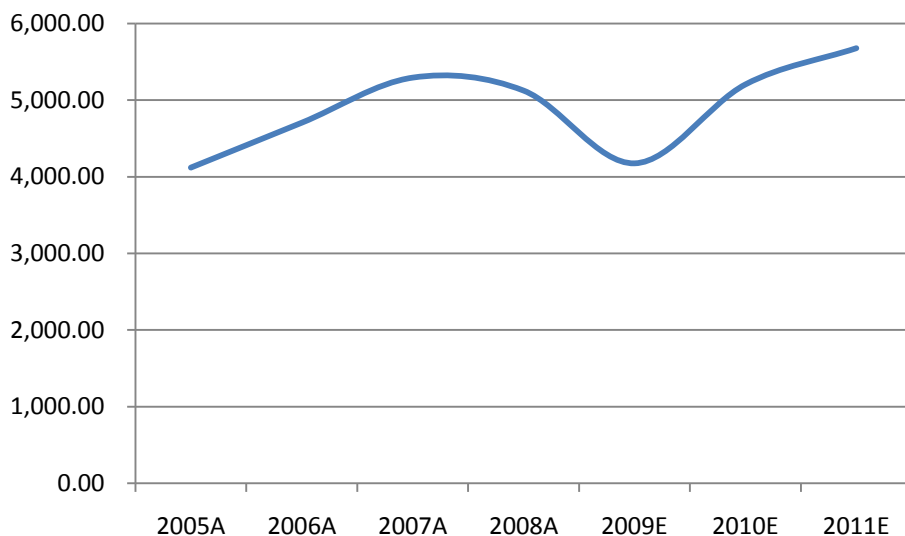
1.6 天然气价改的最直接受益者，提升 LPG 业务盈利能力

天然气价格改革已经提上日程，预计2010年上半年出台的可能性很大，我们预计天然气价格将总体上涨0.2-0.3元/立方米。LPG作为天然气的替代品，天然气价格的上涨一方面将推动LPG价格的上涨，另一方面将使部分天然气用户转而使用LPG从而推动LPG销量的增加。

进口LPG的采购价格主要受国际丙烷和丁烷的国际合同挂牌价格（CP价格）的直接影响，而国际丙烷和丁烷的CP价格与国际原油价格正相关。我们认为2010年国际原油价格温和上涨，均价在80美元/桶，同比2009年的62美元/桶增长约30%，

因此公司的LPG实现均价也将上涨30%左右。

图 8：公司 LPG 实现均价将增长 30%左右（元/吨）



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

二、化工仓储业务——2010 年“新元年”

2.1 张家港仓储业发达

物流产业振兴规划重点突出了对物流园布局的规划，全国共划分为七大物流区，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。

张家港保税物流园区位于长三角地区、处于长江黄金水道下游，是我国第3家正式封关运作的保税物流园区，也是我国唯一的呈U形的“区港一体”保税物流园区。而且张家港是我国最大的液体化工品集散地，长三角地区发达的经济具有巨大的物流市场潜力，这给张家港保税区物流业的发展提供了非常广阔的发展空间。

2.2 受损码头修复、新建码头投产均在下半年

公司码头在2009年7月9日被中海工业“安民号”撞击后，LPG业务受到了一定的影响，收购苏州BP后基本消除了对LPG业务的影响；而化工仓储业务，则完全停滞了。

由于码头修复是在航道边水上作业，作业时间受到一定的限制，因此修复进度相对较慢，预计要到2010年下半年才能恢复。而公司另外新建的2万吨码头预计在3季度可以投入使用。因此，从3季度开始，化工仓储业务将开始恢复贡献业绩。

2.3 码头资源的稀缺性，将推动仓储业务量的大幅提升

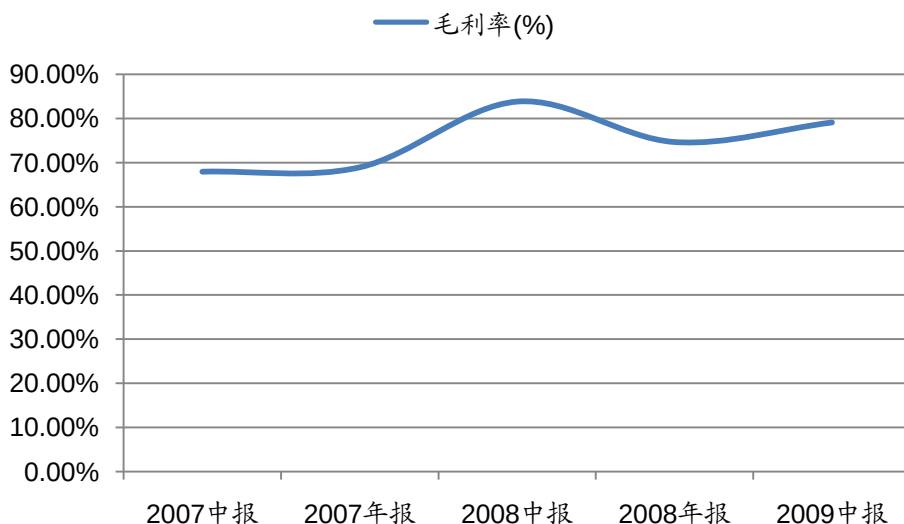
我国目前内陆河道的码头岸线资源非常紧张，危险品码头的新建审批非常严格并且受到控制，而能面向长三角这样发达经济圈的消费市场的码头更是具有稀缺性。

公司正在修复的5.4万吨级船舶的长江码头是长江沿岸最大的液化气专用码头，年中转量可达120万吨，条件非常优越，水深达到14米以上，超过目前世界上最大的液化气运输船的吃水深度；再加上新建的2万吨级码头，公司码头吞吐能力已经完全达到能适应未来业务增加的要求。

2.4 试运营期间毛利严重偏低，未来毛利大幅提升空间大

保税科技（600794）的仓储业务大部分都在张家港保税区，因此与公司仓储业务相比，具有较大的参考意义；保税科技的仓储运输业务近年来的毛利率平均在75%左右；而公司在码头被撞之前，09年上半年的仓储业务毛利率不到15%。

图 9：保税科技（600794）的仓储运输业务近年来的毛利率

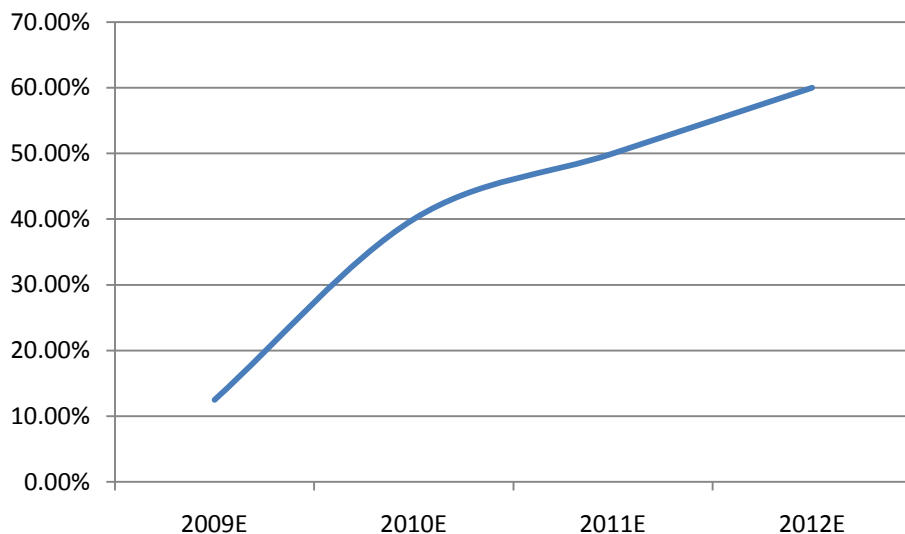


资料来源：公司公告，湘财证券研究所

公司在仓储业务的毛利率严重偏低，除了刚开始运营期间的折扣比较高之外，原因是多方面的：（1）液化化工仓储的运行品种不同，成本也不同；（2）运营模式不同，也会对毛利率产生差异；（3）刚运营期间的库存和码头可利用率相对不高、周转量相对较小。

公司仓储的中转费用，根据不同的品种，20-80元/吨不等，平均预计在50元/吨左右，与保税科技的平均中转费用基本相当，因此公司仓储业务未来正常运营进入达产后，毛利提升空间相当大，预计在3年内能接近70%。

图 10：公司的化工仓储业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2.5 码头被撞所获赔偿，对业绩的影响不容小觑

公司码头被撞后，截至2009年底，公司已经收到5000多万的赔偿，已计入09年3季度报约1000万元，我们2009年4季度-2010年3季度将分别各计入约1000万元，符合码头修复的整个周期；未来公司至少还将收到一次赔偿，我们预计至少在5000万元以上，除去修复码头的费用后带来的营业外净收入对公司业绩的影响不容小觑。

三、未来看点——汽车能源得看政府推动，化工原料还需等待

3.1 LPG 汽车是未来主要燃气汽车，发展得看政府推动

公司为拓展LPG销售领域，很早涉足LPG汽车能源（加气）业务，目前拥有6个加气站，并在积极筹划广州、武汉等城市。

表 4：公司 LPG 加气站分布

城市	上海	张家港	南通
数量	4 个	1 个	1 个

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

以高纯度的进口液化气作为汽车燃料，在国际上运用更加成熟，在世界上运用范围更加广泛，LPG汽车有助于城市“节能减排”，符合目前的低碳趋势，具有安全性、经济性等特点，而且使用LPG作为汽车燃料比LNG更具实际操作性。

LNG的钢瓶压力过大，为LPG钢瓶的13倍，危险发生可能性及破坏性较大；续航时间过短导致对加气站数量、分布覆盖面要求高；LNG加气站投资更大，约

为LPG加气站的5倍。因此，我们认为LPG汽车将是我国未来发展的主要燃气汽车类型，而汽车燃料用的LPG新增需求将主要采用进口LPG。

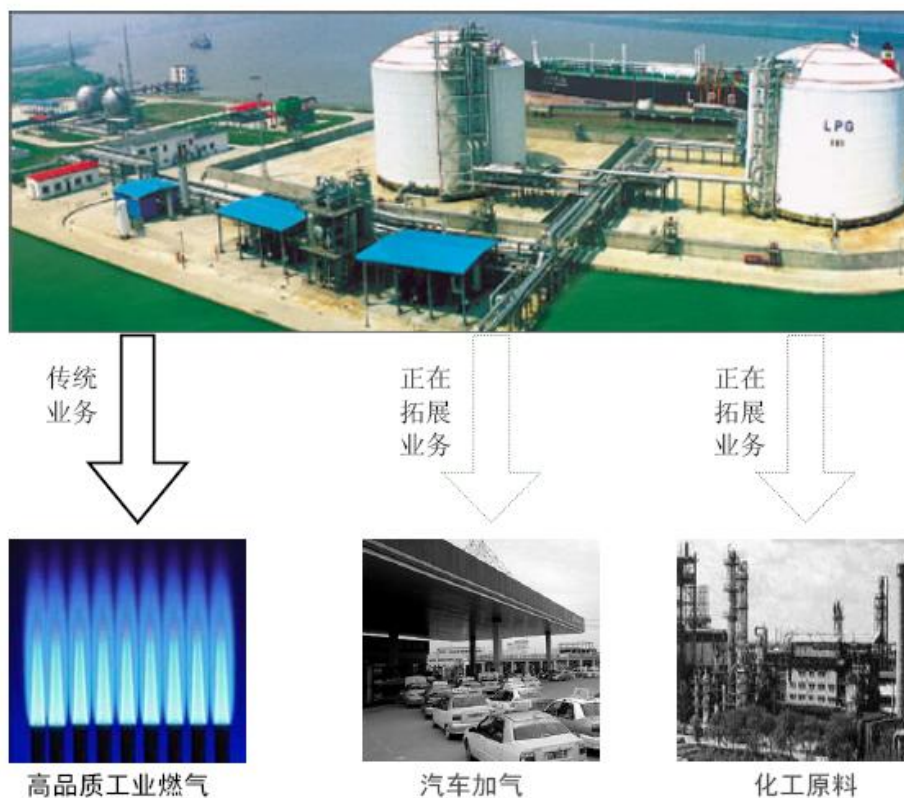
表 5：LPG、LNG 和汽油等汽车燃料比较

排名	液化石油气（LPG）	液化天然气（LNG）	汽油
价格	便宜，比 LNG 略高	便宜	最贵
续程能力	中等	最短	最长

资料来源：湘财证券研究所

公司的加气站单站盈利较高，但是由于加气站投资相对较大，行政审批过程缓慢，目前发展仍然较慢，未来发展还得看政府推动。

图 11：公司 LPG 销售领域未来拓展看点

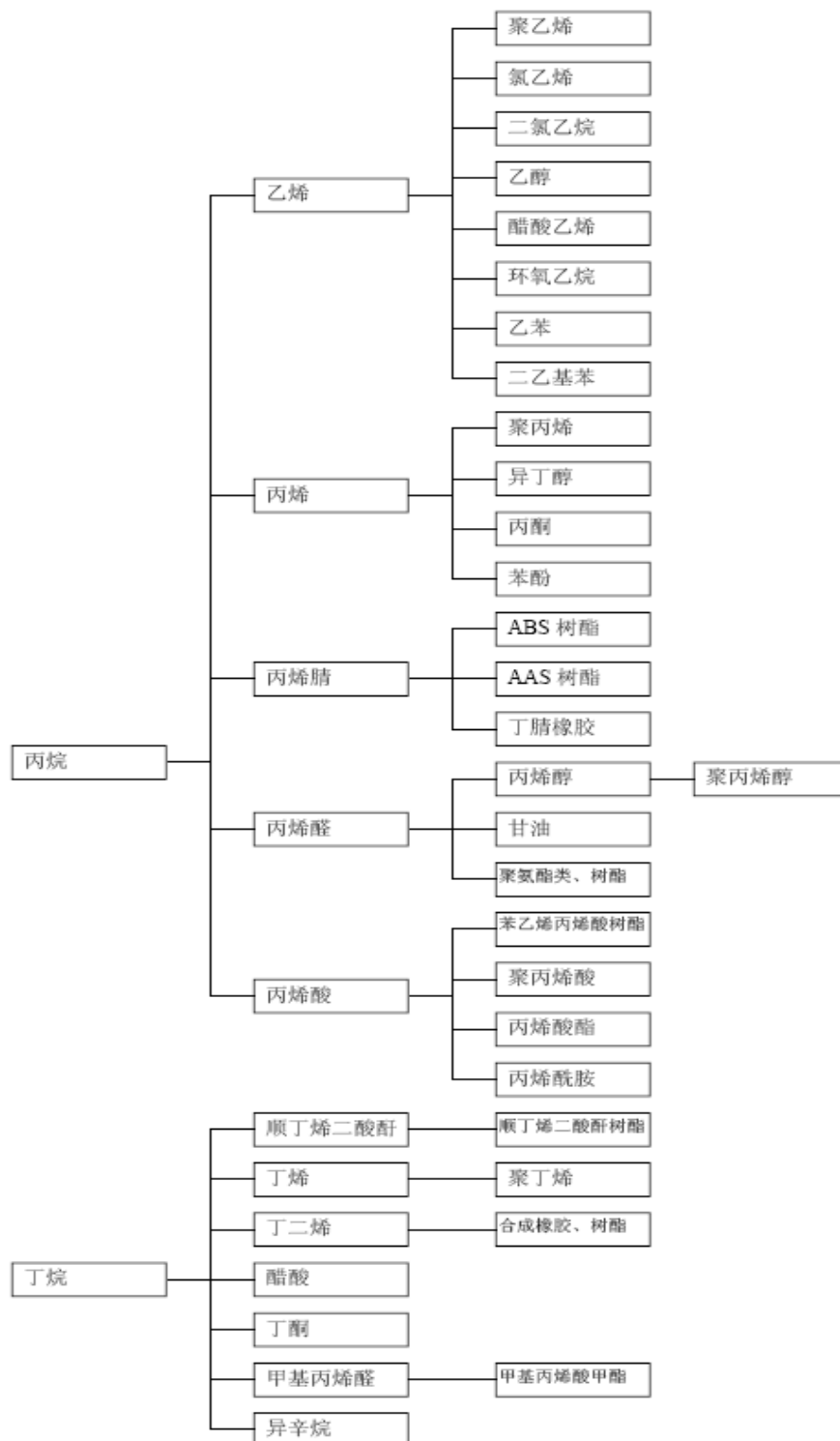


资料来源：公司公告，湘财证券研究所

3.2 化工原料用 LPG 的“潜在爆发”尚需等待

LPG作为化工原料经过加工（裂解），可生产乙烯、丙烯、丁烯、丁二烯等数十个化工产品，用来生产塑料、合成橡胶、合成纤维及生产医药、炸药、染料等产品的上游中间产品。随着国际石脑油供应日趋紧张，LPG作为石脑油的有益补充生产乙烯、丙烯等化工产品，不但技术上成熟，经济上也具有可行性，被各国广泛采用。

图 12: LPG 作为化工原料的产业链



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

在LPG作为化工原料的应用中，近几年最为迅速发展的是高纯度液化气制乙

烯等烯烃类化工基础产品。据美国化学品制造商协会CMAI统计，美国等发达国家使用高纯度液化气作为乙烯原材料已超过乙烯生产原料的20%。

在国内，目前LPG占乙烯生产原料比例尚不足1%，未来的市场增长空间很大。

由于生产习惯及装置改造的时滞，国内尚未大规模利用液化气作为石脑油的补充进行烯烃生产。但可以预计，随着时间的推移和能源价格的趋势，越来越多的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液化气进行乙烯生产。目前扬子石化、扬子-巴斯夫等多家大型石化企业已计划或开始进行生产工艺改造，以利用液化石油气作为石脑油的补充生产烯烃，数量更多的石化生产企业正在开展使用液化石油气生产乙烯的前期工作，高纯度的进口液化气在未来几年内将获得较大的一个新兴市场。

未来一旦有石化企业开始启用LPG生产烯烃，那公司的LPG销售量将迎来爆发式增长；因为石化企业的使用量将是几十万吨数量级，一个石化企业用量就相当于公司目前一年的LPG销量。

四、其他业务

废钢的可再生资源业务的利润主要来自于返税，比较稳定。钢材销售业务，由于钢厂报价慢于市场价跌，处于亏损边缘，近期业绩主要取决于钢厂的返利机制；预计2010年的情况会比2009年有所好转，实现微利。公司运输业务主要为公司其他业务的客户提供辅助服务，体现公司“好气质，好服务”的原则，为广大LPG消费客户提供优质的配套服务。

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设

表 6：盈利预测主要假设

	2008A	2009E	2010E	2011E
LPG 总销量（万吨）	29.43	28	50	55
LPG 平均售价（元/吨）	5123	4173	5203	5676
LPG 毛利率（%）	3.23%	4.5%	6%	7%
化工仓储收入（万元）	-	1,253	4,000	8,000
化工仓储毛利率（%）	-	12.5%	40%	50%
钢材销售增长率（%）	-	176%	10%	10%
钢材销售毛利率（%）	8.1%	2.0%	2.5%	2.5%
再生资源增长率（%）	-	-	5%	5%
再生资源毛利率（%）	-	2.9%	2.9%	2.9%

资料来源：湘财证券研究所

5.2 分业务预测和利润表预测

表 7：分业务预测

主营业务	(万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
LPG	营业收入	150,766	116,850	260,172	312,206
	营业成本	145,893	111,591	243,261	290,352
化工仓储	营业收入	-	1,253	4,000	4,000
	营业成本	-	1,096	2,400	4,000
钢材销售	营业收入	14,200	39,237	43,161	47,477
	营业成本	13,049	38,453	42,082	46,290
可再生能源	营业收入		50,008	52,508	55,134
	营业成本		48,558	50,986	53,535
汽车能源	营业收入		1,982	2,378	2,854
	营业成本		1,754	2,093	2,511
运输收入	营业收入	165	429	471	509
	营业成本	48	342	377	407
其他	营业收入	171	154	155	160
	营业成本	162	150	150	155
总收入		165,301	209,912	362,846	426,340

资料来源：湘财证券研究所

表 8：利润表预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	165,301	209,912	362,846	426,340
营业成本	159,000	201,799	341,203	397,101
营业税金及附加	48	1,784	2,903	3,411
销售费用	804	1,553	2,302	2,654
管理费用	1,716	2,939	4,354	4,690
财务费用	185	1,259	1,451	1,279
营业利润	3,678	578	10,632	17,206
营业外收入	237	2,207	3,156	250
营业外支出	28	136	171	30
利润总额	3,887	2,648	13,617	17,426
所得税	514	530	2,724	3,485
净利润	3,373	2,119	10,894	13,940
少数股东权益	108	-120	200	300
归属于母公司净利润	3,265	2,239	10,694	13,640
EPS (元)	0.15	0.10	0.50	0.63

资料来源：湘财证券研究所

5.3 投资建议

我们不考虑码头被撞的后续赔偿，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.10、0.50 和 0.63 元，首次给予“买入”评级，目标价 14 元（目前股价 10.41 元）。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。