

2010-02-26

石油与天然气的炼制和销售

东华能源 002221.SZ

首次

买入

当前价格	11.26 元
目标价格	15.90 元
目标期限	6 个月

分析师:

程磊 张力扬 高峰

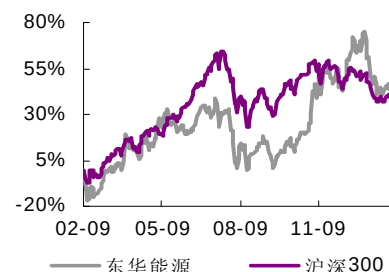
22169157

chenglei@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	222
总市值(百万元)	2,500
流通比例(%)	46.91%
12 个月最高/最低(元)	12.60/5.75
近 3 月日均成交量(百万股)	4.28
主要股东	东华石油 (长江)有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.90	19.97	15.61
绝对收益	4.82	10.68	58.49

相关报告:

走向区域垄断的 LPG 运营商

- ◇ 调研地点: 南京
- ◇ 拜访对象: 东华能源高管

◆公司是走向区域垄断的优质 LPG 运营商:

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液化气市场 4.85% 以上的份额, 进口液化气数量连续多年位居全国前七名。公司经营的 LPG 目前 96.8% 作为燃气使用, 其中工业燃气用途约占 90%。

随着公司的并购和租赁, 公司 LPG 库的年有效运营产能已经在过去的基础上翻了 10 倍 (从 30 万吨扩张到约 300 万吨), 未来的成长空间巨大。同时公司将在江苏、安徽、湖北、浙江、福建北部形成区域垄断的格局, 从而有利于公司 LPG 运营的毛利率稳定并逐步提高。

◆公司码头仓储业务具有资源稀缺性:

公司的自有码头在保税区内属于不可多得的优质资源, 即使在长江流域, 只有下游地区才有 5 万吨级码头, 并且现在已经开发殆尽。

公司码头仓储业务模式等同于保税科技的模式, 考虑到保税科技的小储罐较多, 其毛利率要高于行业平均毛利率, 我们预计公司能获得超过 50% 的毛利率。

对比具有同样仓储容量的保税科技, 目前保税科技的市值约 20 亿, 而东华能源的市值仅 25 亿, 我们认为公司具有较大的市值膨胀空间。

◆盈利预测与投资评级:

公司经营具有较大的季节波动性, 一般而言, 4 季度的业绩超过全年的 50%。10 年业绩增长主要依托的是宁波 LPG 库周转率的提升, 我们预计如果宁波库能有 40 万吨的销量, 将增厚业绩 0.2 元, 同时仓储业务将从 10 年下半年开始恢复利润贡献。

我们预计公司 10、11 年的业绩分别为 0.53、0.81 元, 考虑到公司的 LPG 业务具有区域垄断性, 码头仓储业务具有资源稀缺性, 同时公司也具有较大的业绩弹性, 我们首次给予公司“买入”的投资评级, 给予目标价 15.90 元。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,310	1,653	2,409	4,377	7,093
营业收入增长率	-3.85%	26.17%	45.76%	81.65%	62.06%
净利润(百万元)	43	33	40	117	180
净利润增长率	26.94%	-24.21%	23.04%	190.98%	53.72%
EPS(元)	0.19	0.15	0.18	0.53	0.81
ROE	19.61%	5.92%	6.83%	16.76%	20.74%
P/E	58	77	62	21	14
P/B	11	9	5	4	4
EV/EBITDA	35	32	24	8	4

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

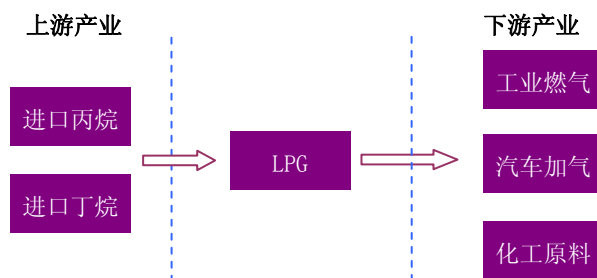
敬请参阅最后一页之重要声明。

一、走向区域垄断的优质 LPG 运营商

1、进口 LPG 对天然气的比较优势逐渐显现，该业务大有可为

进口液化气是原油开采过程中的伴生气体丙烷、丁烷，经过加压、降温、液化、配比加工后得到的产品，是一种高热效、低污染或无污染的优质燃料，也是一种重要化工原料。

图表1：进口 LPG 产业链



资料来源：光大证券研究所

进口 LPG 主要用途有三大领域：高品质工业燃气、汽车燃气、化工原料。进口液化气用作高品质工业燃气，是其传统用途；汽车加气在发达国家已大规模应用，在我国随着国家“节能减排”政策的落实、原油和成品油价格的国际接轨、燃油税的开征等一系列措施的实施，正面临新一轮的快速发展的机遇，并将逐渐形成一个与现有工业燃气市场规模相当的较大新兴市场；化工原料用途随着能源价格尤其是石脑油价格的国际接轨，已成为进口 LPG 潜在的、未来将产生较大需求量的应用领域。

用作高品质工业燃气时，天然气和 LPG 通常情况下互为替代能源，但天然气的单位热值较进口液化气低，不能用于某些对热值有特殊要求的工业客户。在工业燃气市场，天然气对液化气市场的影响局部较明显，但长期影响将保持在较小幅度内且逐渐减弱，二者将保持较长时间的有限竞争和共存的关系，天然气价格市场化改革后，进口 LPG 的其他优势将逐渐显现。

2、公司是有效产能扩张 10 倍的华东最大 LPG 运营商

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液化气市场 4.85% 以上的份额，进口液化气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%。

图表2：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	2×3.1	约 10 次	目前无法用，等待码头恢复后重启
太仓	2×3.1	约 8 次	原苏州 BP，暂时替代张家港 LPG 库
宁波	2×28		通过关联交易租赁大股东资产

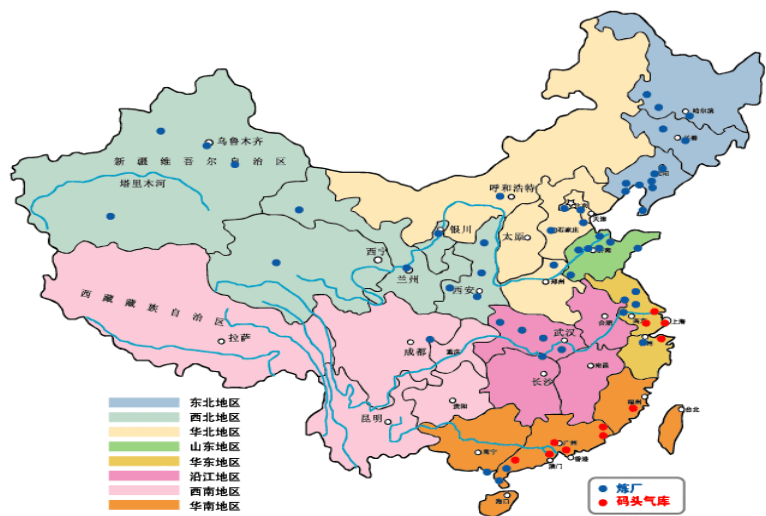
资料来源：光大证券研究所

随着公司的并购和租赁，公司 LPG 库的年有效运营产能已经在过去的基础上翻了 10 倍（从 30 万吨扩张到约 300 万吨），未来的成长空间巨大。

3、通过并购和租赁，公司区域垄断优势形成

进口 LPG 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 LPG 产量较小，其消费主要依赖于进口。由于运输成本和运输条件的限制，LPG 在一定范围的地域性经营为特征（辐射半径约 500 公里），华南地区的进口 LPG 与华东地区不构成竞争。公司进口量在长江沿岸及以北地区位居第一，是该地域内最大的进口 LPG 供应商。

图表3： 国内 LPG 库及 LPG 炼厂布局情况



资料来源：光大证券研究所

图表4： 2006 年中国液化石油气分经营单位进口量

排名	进口公司	进口量(万吨)	份额	备注
1	深圳华安液化石油气有限公司	124.80	23.30%	广东
2	浙江中油华电能源有限公司	83.95	15.67%	浙江
3	潮州华丰集团股份有限公司	59.12	11.04%	广东
4	加德士海洋燃气能源有限公司	43.05	8.04%	广东
5	新海能源(珠海)有限公司	37.65	7.03%	广东
6	上海金地石化有限公司	35.04	6.54%	上海
7	张家港东华能源有限公司	25.96	4.85%	江苏
8	苏州 BP 液化石油气有限公司	20.41	3.81%	江苏，已被东华能源收购
9	海洋石油阳江实业有限公司	18.77	3.50%	广东
10	福建华星石化有限公司	18.57	3.47%	福建
	进口量合计	535.64	87.25%	

资料来源：广东油气商会，光大证券研究所

通过收购苏州 BP 和租赁原宁波 BP, 在长三角地区目前仅 3 家进口 LPG 供应商。公司成为了江苏省唯一的 LPG 供应商, 浙江省两家 LPG 供应商之一。公司将在江苏、安徽、湖北, 浙江、福建北部形成区域垄断的格局, 从而有利于公司 LPG 运营的毛利率稳定并逐步提高。

4、公司战略从燃料型转向原料型, 未来存在爆发式增长机遇

一般而言, 燃料业务的增长较平稳, 而原料业务在国内基本还是空白, 而原料业务一旦开拓, 对 LPG 的需求量存在爆发式增长的可能。依托宁波的 2×28 万方 LPG 库, 公司有了发展原料型业务的必要条件。公司将在继续发展燃气业务的基础上, 抓住国内外能源价格即将接轨, LPG 将被大规模用作化工原料的良好机遇, 加快发展 LPG 化工原料业务, 使 LPG 化工原料业务成为公司 LPG 业务的重要组成部分。

我们预计一旦转型成功, 公司的周转率将大幅提升, 从而带来业绩的爆发式增长。

二、码头仓储业务其实是资源稀缺型业务

1、公司仓储码头业务具有较大的区位优势

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%。

根据预测, 张家港地区液体化工品物流量 2010 年将达到 2870 万吨, 2020 年将达到 4675 万吨。仅以进口量估测, 张家港地区液体化工品仓储能力 2010 年必须达 120 万方才能满足市场要求。

截止 2006 年, 张家港地区各种化工仓储公司有 10 多家, 仓储容量共计 79 万方左右。未来大概有 45 万方的储能在建。新增储能建成投产后基本能够满足张家港及长三角区域对化工仓储的需求。

2、公司的自有码头是不可多得的稀缺资源

自有码头是“液体化工码头——仓储——化工企业”这条化工物流产业链中的稀缺资源。拥有码头岸线的企业可以节省大量卸货费用, 避免出现受制于人的情况。无自有码头的化工仓储企业只能在码头后方建造罐组, 并支付码头租用费, 同时卸货时间也要接受码头出租人的统一调度, 货船可能因此会花上更多的时间等待靠泊。据中国化工报的统计, 52% 的仓储企业拥有码头岸线资源, 而它们的利润率要高于无自有码头企业。

公司的自有码头在保税区内属于不可多得的优质资源, 即使在长江流域, 只有下游地区才有 5 万吨级码头, 并且现在已经开发殆尽。因此, 公司可以充分利用公司现有码头、岸线资源的优势, 正常运营后将具有较强的竞争能力。

3、码头仓储业务毛利率极高, 公司市值具有较大的膨胀空间

公司码头仓储业务模式等同于保税科技的模式, 考虑到保税科技的小储罐较多, 其毛利率要高于行业平均毛利率, 我们预计公司能获得超过 50 % 的毛利率。

图表5： 公司仓储业务情况

地点	储容 (万方)	正常年周转量 (万吨)	备注
张家港	20	200	因码头受损，目前无法开展接货业务，预计于 10 年下半年恢复。正常情况下吨仓储费用约 50 元/次。

资料来源：光大证券研究所

图表6： 保税科技仓储业务情况

地点	储容 (万方)	年收入 (亿)	毛利率	备注
张家港	18.9	1.1	79%	保税科技目前市值约 20 亿

资料来源：光大证券研究所

图表7： 公司码头业务情况

地点	吨级(万方)	备注
张家港	5.4+2	公司 5.4 万吨年装卸能力 180 万吨，为张家港乃至长江中下游为数不多的大型深水码头。2 万吨码头预计于 10 年上半年投产，5 万吨码头预计于 10 年修复
宁波	5+0.5	0.5 万吨是深水码头，目前这两个码头均从大股东处租用

资料来源：光大证券研究所

对比具有同样仓储容量的保税科技，目前保税科技的市值约 20 亿，而东华能源的市值仅 25 亿，我们认为公司具有较大的市值膨胀空间。

三、盈利预测及投资建议

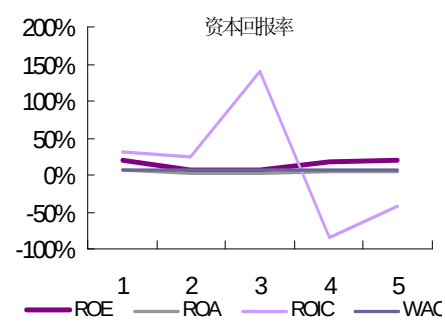
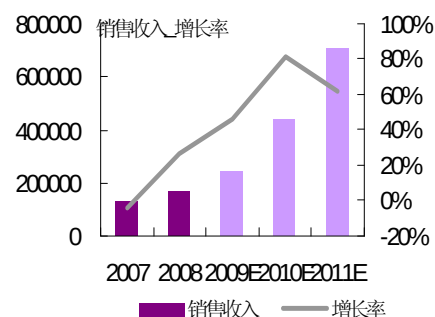
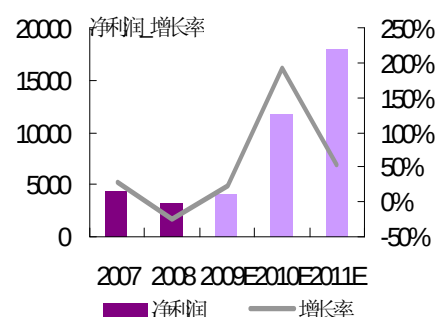
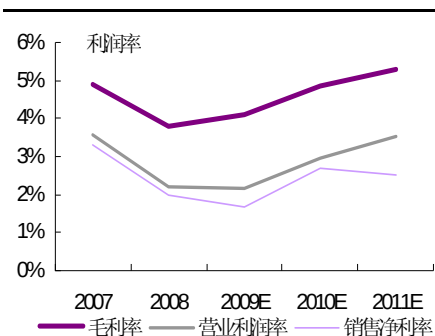
公司经营具有较大的季节波动性，一般而言，4 季度的业绩超过全年的 50%。10 年业绩增长主要依托的是宁波 LPG 库周转率的提升，我们预计如果宁波库能有 40 万吨的销量，将增厚业绩 0.2 元，同时仓储业务将从 10 年下半年开始恢复利润贡献。

我们预计公司 10、11 年的业绩分别为 0.53、0.81 元，考虑到公司的 LPG 业务具有区域垄断性，码头仓储业务具有资源稀缺性，同时公司也具有较大的业绩弹性，我们首次给予公司“买入”的投资评级，给予目标价 15.90 元。

四、风险分析

- 1、公司 5.4 万吨码头修复投产或者 2 万吨新码头投产时间晚于预期。
- 2、宁波 LPG 库运营情况低于预期

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,310	1,653	2,409	4,377	7,093
营业成本	1,246	1,590	2,311	4,165	6,718
EBITDA	69	66	81	209	309
折旧和摊销	25	25	26	34	43
销售费用	5	8	12	22	35
管理费用	15	17	24	44	71
财务费用	-2	2	10	15	17
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	2	2
营业利润	47	37	53	130	249
利润总额	47	39	45	160	249
少数股东损益	10	18	18	22	29
归属母公司净利润	43.08	32.65	40.17	116.90	179.70

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	775	1,228	1,960	2,675	4,109
流动资产	509	800	1,523	2,107	3,411
货币资金	236	499	1,084	1,313	2,128
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	116	58	86	156	253
应收票据	40	46	67	123	199
其他应收款	1	11	17	31	50
存货	107	136	196	354	570
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	11	12	14	16
固定资产	212	361	370	501	630
无形资产	54	53	52	50	49
总负债	555	676	1,372	1,978	3,243
无息负债	405	571	829	1,506	2,429
有息负债	151	105	543	472	814
股东权益	220	552	588	698	866
股本	166	222	222	222	222
公积金	0	240	240	240	240
未分配利润	39	57	85	167	293
少数股东权益	10	18	18	22	29

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	176	133	186	475	662
净利润	43	33	40	117	180
折旧摊销	25	25	26	34	43
净营运资金增加	49	131	7	-22	39
其他	58	-55	112	346	401
投资活动产生现金流	-96	-229	-34	-164	-171
净资本支出	89	201	60	180	177
长期投资变化	0	11	1	2	2
其他资产变化	-185	-441	-95	-346	-350
融资活动现金流	20	281	434	-83	323
股本变化	0	56	0	0	0
债务净变化	-3	-9	-12	-21	-34
其它长期负债变化	39	166	258	677	924
净现金流	100	187	586	229	815

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	-3.85%	26.17%	45.76%	81.65%	62.06%
净利润增长率	26.94%	-24.21%	23.04%	190.98%	53.72%
EBITDA 增长率	15.06%	-5.22%	24.01%	157.80%	47.64%
EBIT 增长率	22.36%	-8.23%	34.94%	218.74%	51.82%
估值指标					
PE	58	77	62	21	14
PB	11	9	5	4	4
EV/EBITDA	35	32	24	8	4
EV/EBIT	54	52	36	9	4
EV/NAPLAT	59	60	40	12	6
EV/Sales	2	1	1	0	0
EV/IC	18	14	57	-11	-3
盈利能力 (%)					
毛利率	4.89%	3.81%	4.08%	4.85%	5.29%
EBITDA 率	5.27%	3.96%	3.37%	4.78%	4.36%
EBIT 率	3.39%	2.46%	2.28%	4.00%	3.75%
税前净利润率	3.56%	2.35%	1.88%	3.65%	3.51%
税后净利润率	3.29%	1.98%	1.67%	2.67%	2.53%
ROA	5.56%	2.66%	2.05%	4.37%	4.37%
ROE	19.61%	5.92%	6.83%	16.76%	20.74%
ROIC	30.32%	23.99%	140.83%	-84.59%	-42.97%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.39	-0.71	-0.92	-1.21	-1.52
资产负债率	71.65%	55.06%	70.01%	73.93%	78.92%
流动比率	1.03	1.22	1.11	1.07	1.05
速动比率	0.81	1.01	0.97	0.89	0.88
每股指标					
EPS	0.19	0.15	0.18	0.53	0.81
每股红利	0.02	0.02	0.02	0.05	0.08
每股经营现金流	1.06	0.60	0.84	2.14	2.98
每股净资产	1.26	2.41	2.57	3.04	3.77
每股销售收入	590.17	744.60	1085.34	1971.51	3195.06
每股 EBITDA	0.31	0.30	0.37	0.94	1.39

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

程磊，南京工业大学化学工程学士，南京大学管理学硕士。09年6月加盟光大证券研究所。2009年团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第2名。

张力扬，石油大学化学工程学士，南开大学金融学硕士。6年石油化工工作经验，06年6月开始在长江证券研究所从事石化化工行业证券分析，07年7月加入光大证券研究所。2009年团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第2名。

高崢，华东师范大学金融学硕士，Johns Hopkins University-南京大学中美中心硕士交流生，华东理工大学化学工程学士、英语专业学士。05年7月开始在德勤华永会计师事务所从事审计工作，07年7月加入光大证券销售交易部，09年3月开始在光大证券研究所从事化工行业研究。2009年团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第2名。

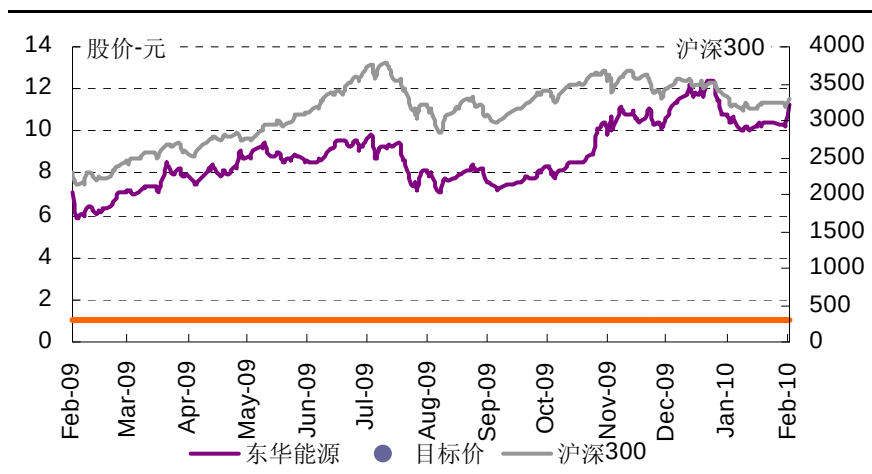
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

东华能源（002221）

分析师：程磊



日期	股价	目标	评级
2008-02-21	17.66	10.00	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；

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。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。