

东华能源—华东地区 LPG 进口龙头企业

研究结论

- 公司是一家拥有大型液化石油气冷冻储运批发基地的合资企业,主营业务为油田伴生资源的开发利用,即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。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 5% 以上的份额,进口液化气数量连续多年位居全国前七名。公司主要产品有工业燃气、民用液化气、车用燃料、烯烃裂解原料等,其中工业燃气为主要用途,约占 90%。
- LPG 作为一种清洁能源,具有纯度高、热值稳定的特点,故广泛应用于有色金属冶炼、金属切割、窑炉焙烧、造纸、玻璃、陶瓷制造等工业领域。受益于我国经济的高速发展,液化燃气的消费量在上述应用领域还将维持高速增长。并且随着人们对清洁能源的重视,LPG 也有望在交通运输、化工原料及电力等领域得到更广泛的应用。
- LPG 在市场上的主要竞争者为天然气和 LNG,未来随着西气东输二期工程的开工和 LNG 进口量的增长,LPG 会面临持续的竞争压力。但我们也应该看到,目前我国人均液化气的消费量只有 15 公斤,为国际人均标准的一半,并且未来随着碳减排标准的不断提高,我国液化气的消费缺口还将长期存在,LPG 作为天然气补充能源的地位,也将在很长一段时间内保持下去。
- 公司未来的发展思路便是集中精力发展液化气业务,剥离与主业不相关的钢材贸易及再生资源等业务。加强在南京和张家港为中心的江苏地区的区域竞争力,并以宁波的仓库为根据地不断拓展浙江和福建市场。09 年通过收购苏州 BP 液化气业务和租赁母公司百地年资产,实现了公司液化气库容量的跨越式发展。目前公司的 LPG 总库存量达到 64.8 万吨,年生产能力 300 万吨,均居华东区首位。并且 BP 的收购也减少了公司在该区域的竞争对手,使得公司的议价能力得到进一步的提升,从而有利于公司 LPG 运营毛利率的稳定及提升。
- 未来公司还将依托现有的化工仓储能力,为客户提供液体进口、仓储服务。2011 年后,随着张家港修复项目和新建项目完全投产,公司在长三角地区将拥有 60 万方以上的存储能力,有望在该业务板块实现盈利大幅提升。
- 结合对公司经营情况的分析,我们估计公司 2010、2011 年的 LPG 销售量分别为 43 万吨和 47 万吨,介于公司历史的净利率水平比较稳定,我们预测 2010 年及 2011 年 EPS 分别为 0.4 元、0.5 元。考虑到公司在未来两年在主营业务上通过对 BP 的兼并整合所带来的增长潜力及张家港与新建仓库投入生产给公司带来的业绩增厚,我们给予增持评级,目标价为 12 元。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888×6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010013

赵辰

石油与化工行业助理分析师

8621-63325888×5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860110040042

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2010年6月28日) 9.7元

目标价格 12元

总股本/A股(亿股) 2.2

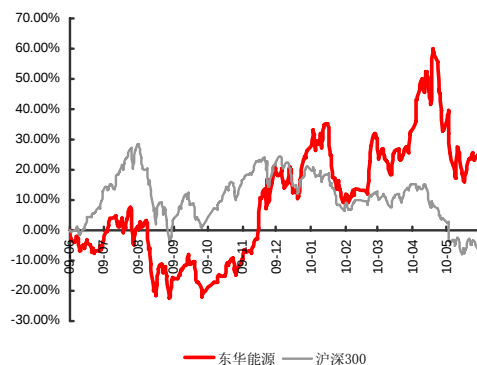
A股市值(亿元) 23.71

国家/地区 中国

行业 化工

报告日期 2010年6月28日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	-11.66%	-6.89%	25.47%
相对表现(%)	-6.40%	8.93%	31.04%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2380	2168	2533	2786
同比(%)	44%	-9%	17%	10%
归属母公司净利润	38	89	111	145
同比(%)	18%	131%	25%	31%
毛利率(%)	4.4%	5.4%	6.1%	7.0%
ROE(%)	6.7%	13.7%	15.5%	16.9%
每股收益(元)	0.17	0.40	0.50	0.65
P/E (倍)	57.78	25.04	20.09	15.32
P/B (倍)	7.93	4.11	2.28	1.45

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

目 录

1. 公司简介	4
2. 行业分析	4
2.1 清洁能源为燃气行业的主流发展方向之一	4
2.2 市场供需分析	5
2.3 下游应用领域分析	6
2.3.1 交通运输领域	7
2.3.2 化工原料领域	7
2.3.3 发电原料领域	7
2.4 天然气为主导，LPG 为辅助的格局将长期存在	8
2.4.1 天然气的发展状况	8
2.4.2 LNG 发展状况	9
3. 公司的生产经营概述	12
3.1 LPG 生产规模显著扩张	12
3.2 LPG 市场呈现区域寡头垄断格局	13
3.3 化工存储业务前景广阔	13
3.3 加油站业务前途光明，道路曲折	13
4. 盈利预测	14

图表目录

图表 1 2001—2009 年液化气行业及 LPG 进口量统计（万吨）	5
图表 2 2001—2010 年 LPG、石油及天然气价格走势	6
图表 3 2007 至 2020 年主要下游行业对燃气的需求统计与预测（万吨）	6
图表 4 目前我国陆基天然气定价机制	8
图表 5 09 年 7 月工业用户不同能源均价	8
图表 6 09 年 7 月民用用户不同能源均价	9
图表 7 2004—2010 年销售毛利率净利率变化	13
表格 1 2008 年全国前十大石油气进口商情况	4
表格 2 主要液化燃气特点比较	5
表格 3 2008 年天然气管道输送费平均值	9
表格 4 已投入运营\获批的 LNG 气化站（包括二期和三期提案）	10
表格 5 待批的 LNG 气化站	10
表格 6 LNG 合同	11
表格 7 华东地区 LNG、天然气与 LPG 预测零售价在不同布伦特油价水平比较	11
表格 8 2007—2010 年公司 LPG 总产能统计	12
表格 9 盈利预测基本假设	14

1. 公司简介

公司是一家拥有大型液化石油气冷冻储运批发基地的合资企业，主营业务为油田伴生资源的开发利用，即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。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 5%以上的份额，进口液化气数量连续多年位居全国前七名。公司主要产品有工业燃气、民用液化气、车用燃料、烯烃裂解原料等，其中工业燃气为主要用途，约占 90%。09 年通过收购苏州 BP 液化气业务和租赁母公司百地年资产，实现了公司液化气库容量的跨越式发展。目前公司的 LPG 总库存量达到 64.8 万吨，年生产能力 300 万吨，均居华东区首位。并且 BP 的收购也减少了公司在该区域的竞争对手，使得公司的议价能力得到进一步的提升，从而有利于公司 LPG 运营毛利率的稳定及提升。

表格 1 2008 年全国前十大石油气进口商情况

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：东方证券研究所整理

2. 行业分析

2.1 清洁能源为燃气行业的主流发展方向之一

液化石油气（LPG）主要是从油、气开采或石油加工过程中取得，其主要成分为丙烷、丙烯、丁烷、丁烯等混合气体。LPG属于燃气能源的一种，与之相关的还有CNG（压缩天然气）、LNG（液化天然气）和煤气。近些年来，随着人们对环保的日益重视，传统的煤气因污染严重而逐渐被摒弃，而以天然气、石油气为代表的“清洁能源”得到了较快的发展。我国第11个五年计划中规定在2006-10年期间，每单位GDP能源消费要减少20%。我们预计在第12个五年计划中还会设定更高的减排目标。应该说未来环保税开征已经摆上了政府的议事日程：2009年5月，国务院发布了“关于2009年深化经济体制改革工作意见的通知”，强调了将引入环保税；在09年8月举行的国务院会议上，温家宝总理提到中国实现“低碳经济”的必要性，并强调这是经济发展计划的重点。我们认为这些都意味着我国将努力实现能源多元化，并倾向于使用更为清洁的低碳燃料（如天然气、LPG）。因此LPG未来的应用将迎来难得的历史机遇，有望得到飞速的发展。

表格 2 主要液化燃气特点比较

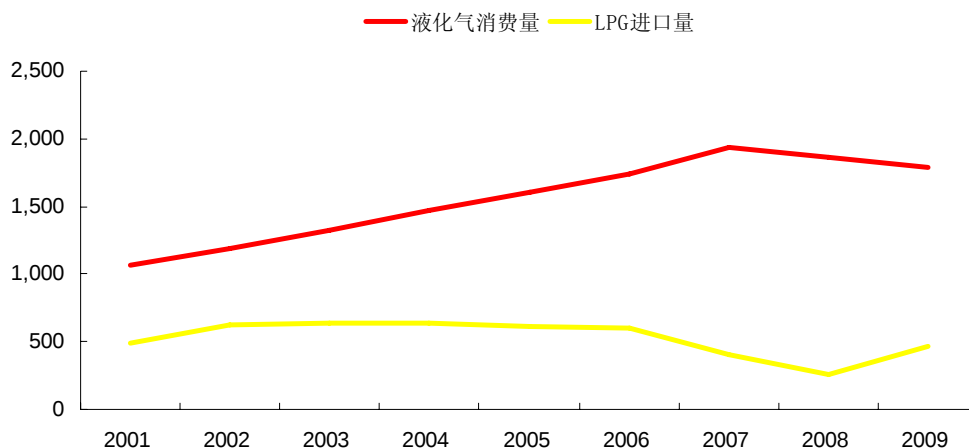
类型	主要成分	特点	主用应用领域
液化天然气	甲烷和少量乙烷等 丙烷、丙烯、丁烷、丁烯	纯度高、热值低、价格高	民用燃气、工业燃气
国产液化气	等混合气体	杂质多、热值低、价格低	民用燃气
进口液化气	丙烷和丁烷	纯度高、热值稳定、价格高	工业燃气、汽车燃料、化工原料

资料来源：东方证券研究所整理

2.2 市场供需分析

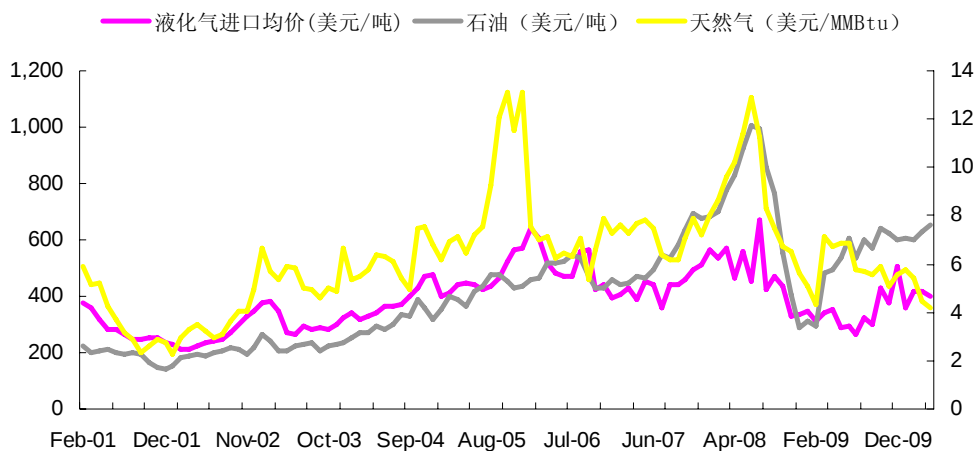
从需求端来看，我国目前已经是全球第二大液化燃气消费国，消费量仅次于美国，其中很大一部分依赖进口。09 年我国液化燃气消费量达到了 1791.7 万吨，进口量达到了 969 万吨（其中 LPG 的进口量在 470 万吨左右）。过去十年间的复合增长率分别达到 6% 和 7.9%，是世界上消费和进口增长最快的国家。根据发展现状和趋势预计，我国液化燃气需求量在 2010 年约为 2500—3050 万吨，2020 年约为 4000—5000 万吨，未来还将保持一个较快速度的增长。而从供给端看，液化燃气（LPG\LNG）的生产除了北美市场增长乏力以外，世界绝大多数地区都处于增长周期之中，尤其是中东地区未来几年增速将超过 5%，受此带动，全球供应在未来 5 年的平均增速也将达到 3.5%，供给相对比较充裕。

图表 1 2001—2009 年液化气行业及 LPG 进口量统计（万吨）



资料来源：东方证券研究所整理

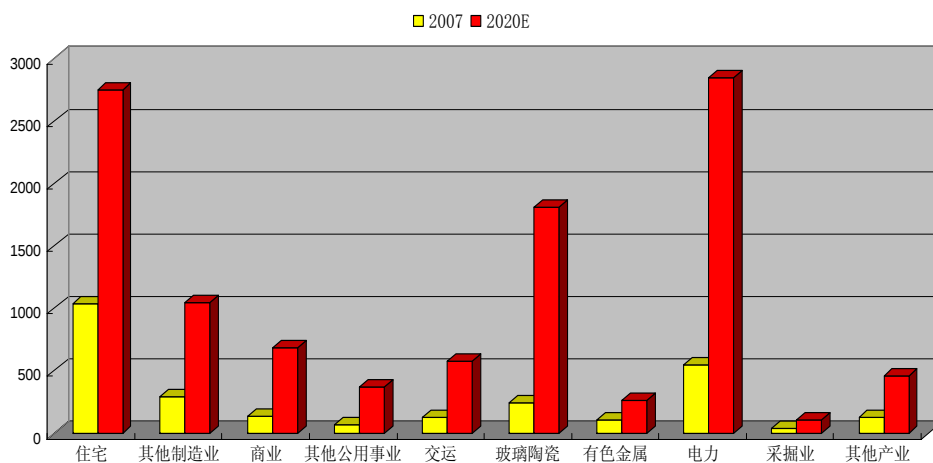
LPG 价格与国际油价相关度较高，过去几年国际油价的走势跌宕起伏，受此影响，LPG 的价格也变化很大。08 年 LPG 的进口价格追随油价在 8 月见顶，达到 6894 元/吨，随后步入下跌通道，直至 09 年 6 月跌至 3105 元/吨，开始反弹，目前价格在 5900 元/吨。从历史规律上看，2、3 季度一般为成交的淡季，未来短期价格有进一步下调的空间。而从中长期看，由于我国的进口地主要来自于中东，而该地区在未来几年产能增速较快，因此供给比较充裕，我国未来几年的 LPG 进口价格中枢有望保持基本稳定。

图表 2 2001—2010 年 LPG、石油及天然气价格走势


资料来源：东方证券研究所整理

2.3 下游应用领域分析

LPG 作为一种清洁能源，具有纯度高、热值稳定的特点，故广泛应用于有色金属冶炼、金属切割、窑炉焙烧、造纸、玻璃、陶瓷制造等工业领域。受益于我国经济的高速发展，液化燃气的消费量在上述应用领域还将维持高速的增长。并且随着人们对清洁能源的重视，未来的中国将会朝着更为发达的碳交易体系或更为成熟的碳税体制前进，这也会加速 LPG 在交通运输、化工原料及电力领域的应用。

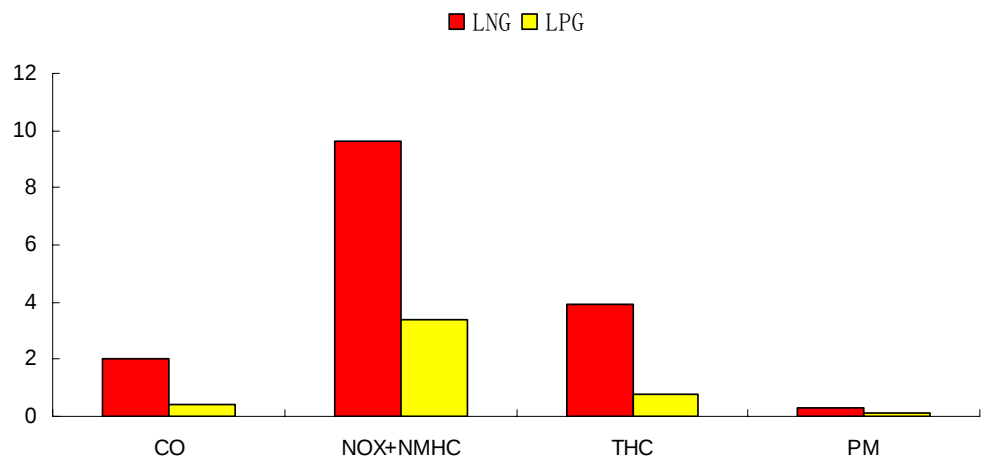
图表 3 2007 至 2020 年主要下游行业对燃气的需求统计与预测（万吨）


资料来源：东方证券研究所整理

2.3.1 交通运输领域

目前机动车尾气污染已成为城市中主要的大气污染源,据测算机动车排放的氮氧化物对大气中氮氧化物的分担率已经超过了80%。而液化燃气作为清洁能源,可以有效的降低污染物的排放量,成为清洁能源汽车燃料的一个重要选择。我国在《能源十一五规划》已经明确提出,要做好石油的节约和替代工作,大力发展混合动力车,减少有害气体的排放。而《上海市节约能源“十一五”规划》更是明确提出扩大清洁燃料的应用,到2010年,单一液化石油气出租车占出租车总量的50%。液化石油气/汽油两用燃料出租车达100%。目前江浙一带很多城市都已制定了推广清洁能源汽车的规划,如果我们假设在这些先行城市中的公交车及出租车有30-50万辆转为使用清洁能源,每辆出租车年耗油5吨,公交车耗油6-10吨,将至少有150-250万吨的汽柴油被LPG与LNG等清洁能源取代,如果50%为LPG替代,则需求量将达到100万吨以上,空间将极为可观。

LNG/LPG 排放因子削减指标 (g/km)



资料来源：东方证券研究所整理

2.3.2 化工原料领域

LPG作为石化的原材料可用来生产乙烯和其他石化产品,在全球已经得到了广泛的应用,其消费量占LPG总消费量的25%。而液化燃气作为化工原料在我国还鲜有应用,其主要问题在于石油气制烯烃的关键技术还掌握在国外厂商手中,影响了其推广。如果未来我国石化企业能在该领域取得突破的话,LPG作为化工原料的应用还有着较大的发展空间。

2.3.3 发电原料领域

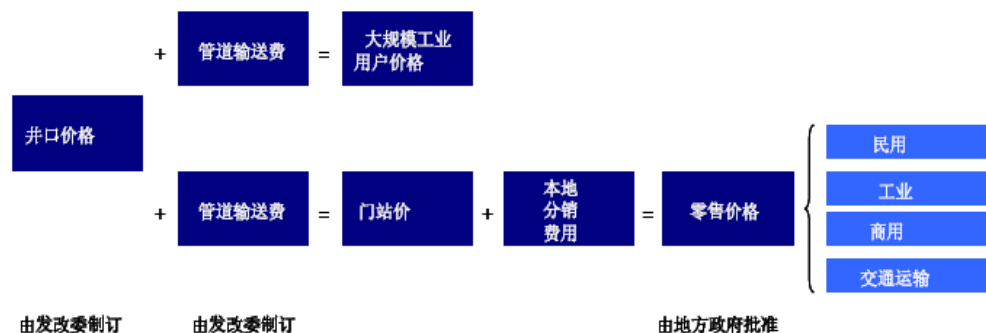
来自电力行业的需求也是液化燃气未来一个重要的发展领域。目前,在全球都在强调碳减排的大背景下,我国在国家层面也计划不断提高发电站所使用能源的多样性,以减少对煤炭的依赖。虽然现在火电站性价比在各种发电方式中最高,但如果未来我国设定碳排放价格,无论是通过征收碳税或是实行碳交易的方法,都会降低火电相对其他发电方式的成本竞争力,届时以液化燃气为原料的发电方式将有望获得长足的发展。

2.4 天然气为主导，LPG 为辅助的格局将长期存在

2.4.1 天然气的发展状况

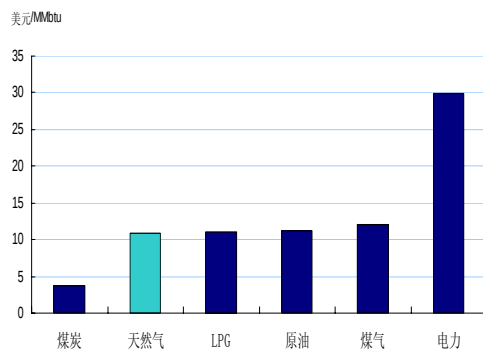
LPG与天然气是最为接近的替代品。目前我国陆上天然气出厂价都由发改委制订，其定价机制主要是考虑到终端用户的可承受能力和项目合理的内部回报率，而并非是采取市场化的定价机制，因此我国天然气价格一直维持在远低于其它可替代燃料（如LPG和石油）的水平上。并且随着2005年170亿立方米“西气东输”一期工程的全线贯通，天然气的输送能力有了质的提升，覆盖了以长三角为核心的大半个中国，这也直接影响到LPG的需求，使其逐渐淡出了长三角大城市的民用市场。01—05年前LNG进口年复合增长率10.9%，随后则年年下滑，08年的进口量相比05年下滑幅度50%以上，09年随着国际油价的下将，才有一些回升。目前LPG更多的做为天然气的替代能源发挥作用。但我国人为的压低天然气作为资源品的价格，客观上助长了对天然气资源的浪费，也抑制了生产企业加大勘探和生产的积极性。并且随着我国天然气消费量的逐年提高，其气源也逐步多元化，海基天然气和进口天然气占比越来越高。而这两者的价格都为市场化定价，明显高于陆基天然气的价格，如土库曼斯坦进口天然气的上海门站价就达到了2938元/千立方米。从原油定价机制调整的历史经验看，天然气价格上调并最终与国际价格接轨已经是大势所趋，势在必行。

图表 4 目前我国陆基天然气定价机制



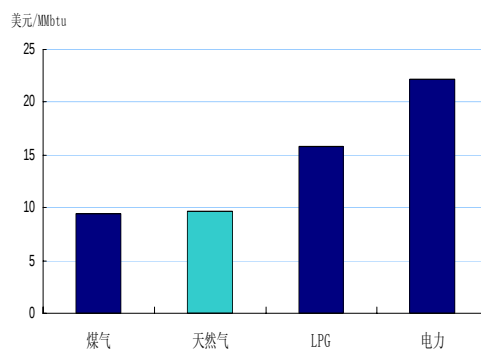
资料来源：东方证券研究所整理

图表 5 09 年 7 月工业用户不同能源均价



资料来源：东方证券研究所整理

图表 6 09 年 7 月民用用户不同能源均价



资料来源：东方证券研究所整理

表格 3 2008 年天然气管道输送费平均值

距离 (公里)	输送费		
	元/千立方米	美元/千立方米	美元/MMbtu
<50	36	5.19	0.14
50-100	41	5.91	0.16
101-200	47	6.77	0.18
201-250	58	8.35	0.22
251-300	63	9.07	0.24
301-350	68	9.79	0.26
351-400	74	10.66	0.28
401-450	79	11.38	0.30
451-500	85	12.24	0.32

资料来源：东方证券研究所整理

2010年6月1日起发改委将国产陆上天然气出厂基准价格由每千立方米925元提高到1155元，每千立方米提高230元，提价幅度达到了24.9%。这也标志着天然气价格改革已经拉开了大幕。以此价格计算，对应的门站平均价格约为4.6美元/MMbtu。如果我们假设分销利润率为25%，则终端客户的价格为5.75美元/MMbtu，而以目前LPG华东地区进口到岸价5900元/吨衡量，其对应的价格为18.26美元/MMbtu，两者价差极其明显。即使采用价格比较高昂的中亚天然气出厂价为基础（上海门站价11.3美元/MMbtu），LPG的溢价程度仍然在60%以上。综上分析，我们认为发改委的调价虽对东华的销售构成一定的利好支持，但现阶段天然气价格还是有明显的竞争优势。在现行天然气价格标准下，LPG的价格只有回落到4000元/吨以下，才会有价格竞争力（如09年上半年的情况）。因此未来LPG的应用更多的还是体现在天然气管网尚未覆盖区域或天然气供给不足的企业。但考虑到未来LPG价格有下调可能性，并且发改委对天然气的价格调整并没有一步到位，故LPG相对竞争力的提升还是值得关注的。

2.4.2 LNG 发展状况

LNG作为另一种新兴的清洁能源，近几年的发展也非常迅猛。2009年LNG的进口量首次超过LPG，达到500万吨。根据到目前为止已经批准的6个项目的一期工程情况，我们预计到2012年LNG气化（进口）供应将达260亿立方米/年左右，而这些项目的总设计输送能力为550亿立方米/年（4000万吨/年）左右。我们认为，上述项目的二期和三期（以及这6个项目以外的其他项目）将取决于中亚管道进口天然气的数量和确定性。中海油集团在首批LNG气化项目上居于领先地位——其大鹏和福建项目已经投入运营。中海油在上海的项目初步定于今年开始进口LNG，但由于2009年2月测试设备发生爆炸，被拖延到2010年。中石油的江苏和大连项目也已经获得批准，并处于在建中。我们预计这些项目到2011年将开始商业运营。最后一个得到批准的项目是中海油的宁波项目，到2012年可以开始进口天然气。我们认为下一个将获批的项目是中海油的珠海天然气厂。除了已批准项目外，还有11个项目处于待批阶段或一期阶段。如果所有拟议项目都最终兴建，则这些项目的一期生产能力将为460亿立方米/年（3300万吨/年），并可能增至700亿立方米/年（5100万吨/年）。

表格 4 已投入运营\获批的 LNG 气化站（包括二期和三期提案）

位置	所有人	工期	生产能力（百万吨）	开始运营时间	气源	状态
大鹏	中海油/英国石油/深圳市燃气集团等	一期	3.7	2006	澳大利亚 NWS	运营中
		二期	7.0	na		
		三期	10.0	na		
莆田	中海油/福建省投资开发集团有限责任公司	一期	2.6	2009	印尼	运营中
		二期	5.2	na	Tangguh	
上海	中海油/中能（集团）	一期	3.0	2010	马来西亚	在建
		二期	6.0	na	Petronas	
南通	中石油/江苏国信集团/RGM International	一期	3.5	2011	澳大利亚	在建
		二期	6.5	na	Gorgon	
大连	中石油/大连港等	一期	3.0	2011	澳大利亚	在建
		二期	6.0	na	Browse	
宁波	中海油/浙江省能源集团/宁波市电力开发公司	一期	3.0	2012		已批准
		二期	6.0	na		

资料来源：东方证券研究所整理

表格 5 待批的 LNG 气化站

位置	所有人	工期	启动年份	产能(百万吨)
珠海（广东）	中海油	一期	2012	3.1
		二期	na	6.6
		三期	na	10.9
盐城（江苏）	中海油	一期	na	3
温州（浙江）	中海油	一期	na	3
汕头（广东）	中海油	一期	na	2.5
海南	中海油	一期	na	2
		二期	na	3
秦皇岛（河北）	中海油	一期	na	2
		二期	na	3
曹妃甸（河北）	中石油	一期	na	4
		二期	na	10
广西	中石油	一期	na	4
天津	中石化	一期	na	3
青岛（山东）	中石化	一期	na	3
		二期	na	5
连云港（江苏）	中石化	一期	na	3.5

资料来源：东方证券研究所整理

截至目前，中海油和中石油均已签署长期LNG合同，得到的总供应量约为350亿立方米/年（2500万吨/年）。LNG价格通常与石油价格相关联，我国07年以前签订的LNG协议，价格基本稳定在3美元/MMbtu以下。但2008年后，全球LNG市场趋紧。这使得LNG的进口价格有了显著提升，从阿曼、阿尔及利亚、尼日利亚、埃及、厄瓜多尔和赤道几内亚进口报价来看，价格从8.2美元/百万英热单位到最高的20.6美元/百万英热单位不等。但总体而言，我们认为如果国际油价稳定在现行水平，长期LNG进口价平均应在10美元/百万英热单位的正常水平。而目前新签约的进口LNG也基本上是围绕这个价格中枢波动，如上海进口的马来西亚天然气价格在7.7美元/MMbtu；从宁波进口的卡塔尔天然气价格为13美元/MMbtu。因此从目前的LPG进口价格看，还是在LNG的进口价之上，未来随着LNG进口在我国华东及华南地区集中放量，会对LPG市场形成巨大冲击。

表格 6 LNG 合同

买方	天然气来源	销量（百万		目的地	价格（美元	首批运抵
		吨/ 年）	年限（年）		/MMbtu）	时间
中海油	澳大利亚-NWS	3.3	25	大棚	3.16	06年6月
	印尼-Tangguh	2.6	25	福建	3.35	09年5月
	马来西亚-Petronas	3	25	上海	6.0-8.0	2010
	QatarGas 二期	2	25	宁波	9.0-13.8	2009
	澳大利亚-昆士兰	3.6	20	待定		2014
中石油	澳大利亚-Browse	2.5	15-20	待定		2013-2015
	QatarGas 四期	3	25	待定	8.0-12.8	2011
	澳大利亚-Gorgon	2	20	待定		2011
	澳大利亚-Gorgon	2	20	待定		2014

资料来源：东方证券研究所整理

表格 7 华东地区 LNG、天然气与 LPG 预测零售价在不同布伦特油价水平比较

布伦特原油 (美元/桶)	中国的 LPG 零售价 (美元/MMbtu)	中亚管道天然气 (美元/MMbtu)	马来西亚进口的 LNG (美元/MMbtu)	卡塔尔进口的 LNG (美元/MMbtu)
40	12.6	11.6	10	12.1
45	13.4	12	10.4	13
50	14.2	12.4	10.8	13.8
55	15	12.8	11.2	14.7
60	15.9	13.2	11.5	15.6
65	16.7	13.6	11.9	16.4
70	17.5	14.1	12.3	17.3
75	18.3	14.5	12.7	18.2
80	19.1	14.9	13	19
85	19.9	15.3	13.4	19.9
90	20.8	15.7	13.8	20.8

95	21.6	16.1	14.2	21.7
100	22.4	16.5	14.6	22.5
105	23.2	16.9	14.9	23.4
110	24	17.3	15.3	24.3
115	24.9	17.7	15.7	25.1
120	25.7	18.1	16.1	26

资料来源：东方证券研究所整理

综上所述，未来随着西气东输二期工程的开工和LNG进口量的增长，LPG会面临持续的竞争压力，但我们也应该看到，目前我国人均液化气的消费量只有15公斤，为国际人均标准的一半，并且未来随着碳减排标准的不断提高，我国液化气的消费缺口还将长期存在，LPG作为天然气的补充能源的地位，也将在很长一段时期内保持下去。

3. 公司的生产经营概述

公司未来的发展思路便是集中精力发展液化气业务，剥离与主业不相关的钢材贸易及再生资源等业务。加强在南京和张家港为中心的江苏地区的区域竞争力，并以宁波的仓库为根据地不断拓展浙江和福建市场。并且公司还将依托现有的化工仓储能力，为客户提供液体进口、仓储服务。

3.1 LPG 生产规模显著扩张

09年，公司在张家港的LPG码头发生事故损害，停止运营，预计要2011年才能投入生产。为了尽可能的减小损失，公司和地方政府争取了2万吨码头的建设许可，并收购了BP苏州的液化气储罐，最后公司还获得了母公司的支持，低价租借了50万吨百地年的存储库，LPG生产和存储能力得到了本质性的提高。百地年储库包括两个25万方地下冰冻库、一个5万方LPG终端及一个5万吨油轮码头组成，年中转量约200万吨；BP苏州则拥有冰库6.2万方，压力库6200方。公司预计未来LPG总库存量达到64.8万吨，年生产能力300万吨，均居华东区首位。

表格 8 2007—2010 年公司 LPG 总产能统计

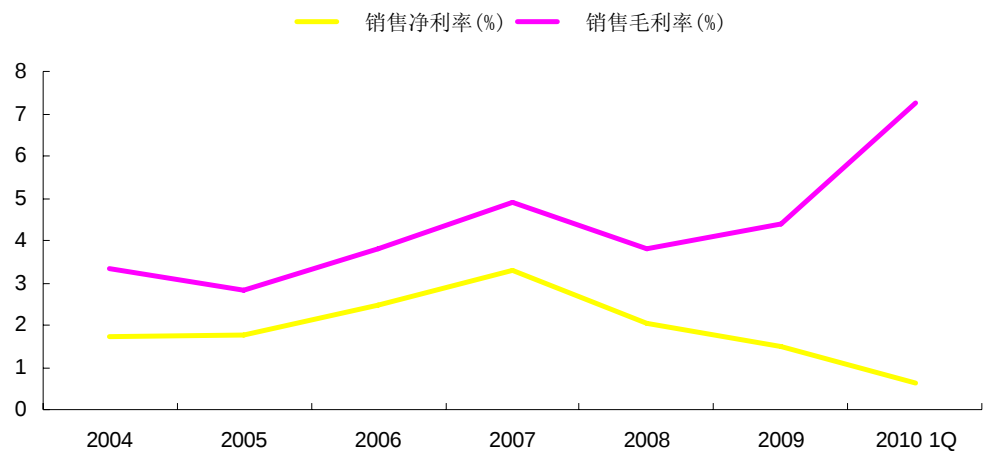
	2007	2008	2009	2010E
LPG 库容一万立方米	6.4	8.4	64.8	64.8
LPG 库容一万吨	3.1	4	31	31
其中：张家港	3.1	4	4	4
江苏 BP			3	3
宁波百地年			24	24
LPG 总周转能力一万吨	50	70	100	300
其中：张家港	50	70	70	70
江苏 BP			30	30
宁波百地年				200

资料来源：东方证券研究所整理

3.2 LPG 市场呈现区域寡头垄断格局

进口LPG市场为典型的寡头区域垄断市场，以06年前十大企业的总进口量来衡量，占到了全国的87%以上。这主要是因为LPG一般来说采购量很大，单船的运输量都在几万吨以上，对进口企业的码头、仓储和资金实力都有很高的要求，对潜在的进入者构成了极强的进入壁垒，故该行业分地域垄断经营的格局在可预见的较长时期内不会改变。公司作为华东区最大的LPG进口商，在华东地区有一定的议价能力，但由于LPG属于大宗消费品，单一厂商很难拥有绝对的定价权，并且进口LPG的价格还受到国产气和天然气的竞争压力，难于有超额利润。公司历史上的毛利也基本维持在2-5%的水平上，我们预测未来公司的毛利率也会基本稳定在这一区间。

图表 7 2004—2010 年销售毛利率净利率变化



资料来源：东方证券研究所整理

3.3 化工存储业务前景广阔

长三角地区是石化产品重要的仓储和物流基地，内含多个重要的生产基地，化工原料总需求量占到全国的 60%，并且大量依赖进口，对仓储的需求极其旺盛。据测算仅张家港地区的化工品物流量在 2010 年就将达到 3000 万吨左右，对应的仓储要求就在 120 万方以上。在 2011 年，张家港修复项目和新建项目完全投产后，公司在长三角地区将拥有 60 万方以上的存储能力，未来在该业务板块有望实现大幅度的提升。

3.3 加油站业务前途光明，道路曲折

LPG 作为一种清洁能源，是一种重要的车用替代能源，未来发展的前景广阔。但现阶段，因为新建 LPG 加油站的审批流程非常复杂，进入壁垒很高。公司作为一家民营企业，在该领域的发展还是受到诸多掣肘，推广的速度比较慢。目前控股的 4 家上海加油站，规模较小，而南通和张家港的两家加油站，业务增长非常迅速。公司未来还是要下大力量发展该领域，实现 LPG 产供销一体化。

4. 盈利预测

结合对公司经营情况的分析，我们估计公司 2010、2011 年的 LPG 销售量分别为 43 万吨和 47 万吨，介于公司历史的净利率水平比较稳定，我们预测 2010 年及 2011 年 EPS 分别为 0.4 元、0.5 元。考虑到公司在未来两年在主营业务上通过对 BP 的兼并整合所带来的增长潜力及张家港与新建仓库投入生产给公司带来的业绩增厚，我们给予增持评级，目标价为 12 元。

表格 9 盈利预测基本假设

		2009	2010	2011
LPG	销量（万吨）	22	43	47
	单价（元/吨）	3979	5000	5250
	收入（万元）	87937	212500	245438
	毛利率	8%	5%	5%
	成本（万元）	81341	202938	234393
仓储	周转量（万吨）	19	30	55
	单价（元/吨）	100	105	110
	收入（万元）	1880	3150	6064
	毛利率	69%	65%	67%
	成本（万元）	583	1103	2001
加油站	加油站个数	6	8	10
	加气量（万吨/年）	0.02	0.02	0.03
	单价（元/吨）	5554	6000	6300
	收入（万元）	666	1152	1814
	毛利率	11%	12%	12%
	成本（万元）	591	1016	1589
总收入（万元）		90483	216802	253316
总成本（万元）		82516	205056	237983

资料来源：东方证券研究所整理

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	980	840	862	963	营业收入	2380	2168	2533	2786
现金	459	299	334	365	营业成本	2275	2051	2380	2591
应收账款	73	138	161	155	营业税金及附加	9	3	4	4
其它应收款	42	19	21	24	营业费用	27	11	14	17
预付账款	169	72	77	94	管理费用	24	22	26	30
存货	192	169	182	215	财务费用	15	8	-9	-11
其他	45	144	87	109	资产减值损失	1	0	0	-0
非流动资产	450	476	533	597	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	4	5	6	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	345	389	436	489	营业利润	26	73	119	156
无形资产	71	78	88	99	营业外收入	16	30	10	12
其他	25	5	4	3	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1431	1317	1395	1560	利润总额	41	103	128	167
流动负债	853	2788	2802	2824	所得税	6	15	19	25
短期借款	690	2240	2198	2167	净利润	35	88	109	142
应付账款	53	291	343	402	少数股东损益	-3	-1	-2	-3
其他	110	256	261	256	归属于母公司净利润	38	89	111	145
非流动负债	0	-2134	-2134	-2134	EBITDA	72	130	171	220
长期借款	0	-2134	-2134	-2134	EPS (元)	0.17	0.40	0.50	0.65
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	853	654	668	690	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	4	3	2	-1	成长能力				
股本	222	222	222	222	营业收入	44.0%	-8.9%	16.8%	10.0%
资本公积	240	240	240	240	营业利润	-30.3%	185.3%	62.0%	31.6%
留存收益	99	185	251	396	归属于母公司净利润	17.7%	130.8%	24.7%	31.1%
归属母公司股东权益合计	573	647	713	858	获利能力				
负债和股东权益	1431	1304	1383	1547	毛利率	4.4%	5.4%	6.1%	7.0%
现金流量表					净利率	1.6%	1.6%	4.1%	4.4%
单位:百万元					ROE	6.7%	13.7%	15.5%	16.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	5.2%	17.3%	24.0%	27.0%
经营活动现金流	-453	510	229	190	偿债能力				
净利润	35	88	109	142	资产负债率	59.6%	50.1%	48.3%	44.6%
折旧摊销	31	49	61	76	净负债比率				
财务费用	15	8	-9	-11	流动比率	1.15	0.30	0.31	0.34
投资损失	3	0	0	0	速动比率	0.92	0.24	0.24	0.26
营运资金变动	-548	363	68	-17	营运能力				
其它	11	2	0	0	总资产周转率	1.79	1.58	1.87	1.89
投资活动现金流	-146	-79	-117	-140	应收账款周转率	36	20	17	18
资本支出	180	79	106	126	应付账款周转率	9.09	11.93	7.51	6.96
长期投资	1	-6	1	1	每股指标 (元)				
其他	36	-6	-11	-13	每股收益	0.17	0.40	0.50	0.65
筹资活动现金流	617	-591	-77	-18	每股经营现金流	-2.04	2.30	1.03	0.86
短期借款	625	1550	-43	-31	每股净资产	2.58	2.92	3.21	3.87
长期借款	-20	-2134	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	57.78	25.04	20.09	15.32
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	3.87	3.43	3.11	2.59
其他	12	-7	-35	12	EV/EBITDA	95	52	40	31
现金净增加额	18	-160	35	31					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn