

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

田 蓓

Tel: 021-68634518-8221

 Email: tb2848@xcsc.com

冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

 Email: fs2855@xcsc.com
相关研究报告:

《公司季报点评-东华能源 (002221): 新客户开拓能否提升 LPG 销量, 关键看四季度》(2010.10.28)

《公司动态报告-东华能源 (002221): 新客户开拓抵不过老客户流失, LPG 销量提升需时间》(2010.08.08)

《公司动态报告-东华能源 (002221): LPG 区域龙头聚焦 LPG 和仓储主业, 业绩或超预期》(2010.04.22)

《公司年报点评-东华能源 (002221): 区域龙头地位和库容扩容 10 倍助推 LPG 毛利》(2010.03.23)

《公司动态报告-东华能源 (002221): 四季度 LPG 业绩高于预期》(2010.02.26)

《公司调研深度报告-东华能源 (002221): LPG 问鼎区域龙头, 化工仓储迎来新元年》(2010.01.29)

事件: 东华能源发布资产收购和股权激励的公告

- (1) 公司拥有100%权益的临海市大田白竹液化气公司收购临海市大田白竹液化气储配站的全部经营性资产和经营资质, 交易金额800万元。
- (2) 公司计划采用“限制性股票”的激励模式, 授予高管和核心业务骨干等10人股票290万股, 授予价格6.04元为董事会决议前20个交易日均价的50%, 有效期36个月。

12个月解锁主要业绩条件为2011年ROE不低于8%、净利润不低于前三年平均、增长率不低于25%; 24个月解锁主要业绩条件为2012年ROE不低于9%、净利润不低于前三年平均、增长率不低于20%。

达到解锁条件时, 激励对象可以12个月和24个月后分别解锁50%限制股。

点评:
□ 收购临海液化气储配站有利于浙江LPG业务的拓展

公司本次收购临海储配站, 有助于公司进入浙江区域的终端市场, 为公司构建浙江区域合理的销售网点提供基础和经验; 特别是在租赁大股东宁波百地年设施LPG大库容之后, 公司拓展浙江LPG新客户的关键时期、LPG的冬季销售旺季来临之际, 该收购有利于公司提升在浙江的市场份额。

□ 股权激励设置的业绩条件, 其实现难度不大, 有助于提升管理层的动力

公司近两年ROE为8.78%和6.94%, 随着今年上半年不赚钱的钢材销售等业务及资产的剥离和公司LPG销售的增长, 我们认为未来两年实现8%和9%的难度不大。

我们预计2010-2012年公司主业LPG销量分别为25万吨、30万吨和40万吨, 明后年增长率分别为约20%和33%, LPG销量增长将提高库容的利用率, 公司宽裕库容的备货优势有利于提升LPG销售毛利率。

公司2万吨新码头年底竣工后、特别是5万吨被损毁的综合码头明年恢复后, 公司化工仓储业务将贡献可观的收入, 其毛利水平将随着吞吐量增长而快速提升, 毛利潜在空间可达70%; 因此, 公司明后两年业绩增长25%和20%的难度也不大。股权激励有助于提升管理层最大最强公司LPG和化工仓储两大主业的动力。

□ 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: 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.20、0.32 和 0.43 元, 对应 PE 分别为 58 倍、36 倍和 27 倍(目前股价 11.32 元), 上调至“增持”评级。

上市公司	EPS				PE				评级
	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	
东华能源 002221	0.173	0.201	0.322	0.425	67	58	36	27	增持

表 1：盈利预测主要假设

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
LPG 总销量 (万吨)	29.43	22.10	25.00	30.00	40.00
LPG 平均售价 (元/吨)	5123	3979	5,556	5,726	5,983
LPG 毛利率 (%)	3.23%	7.50%	7.80%	8.00%	8.00%
化工仓储收入 (万元)	-	1,819	30	3,000	3,600
化工仓储毛利率 (%)	-	69%	100%	70%	70%
汽车燃气设备改装收入 (万元)	-		5,000	5,500	6,050
汽车燃气设备改装毛利率 (%)	-		6.00%	8.00%	10.00%
运输业务增长率 (%)	-	89.56%	5.00%	5.00%	5.00%
运输业务毛利率 (%)	-	20.17%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：湘财证券研究所

表 2：分业务预测

主营业务	(万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
LPG	营业收入	150,766	87,937	138,889	171,795	239,316
	营业成本	145,893	81,339	128,056	158,051	220,171
	营业毛利	4,873	6,597	10,833	13,744	19,145
化工仓储	营业收入	-	1,819	30	3,000	3,600
	营业成本	-	564	0	900	1,080
	营业毛利	-	1,256	30	2,100	2,520
钢材销售	营业收入	14,200	49,011	10,000	0	0
	营业成本	13,049	48,490	9,980	0	0
	营业毛利	1,150	522	20	0	0
可再生能源	营业收入	-	98,516	18,053	0	0
	营业成本	-	96,737	17,490	0	0
	营业毛利	-	1,779	563	0	0
汽车燃气设备改装	营业收入	-		5,000	5,500	6,050
	营业成本	-		4,700	5,060	5,445
	营业毛利	-		300	440	605
运输收入	营业收入	165	312	328	344	361
	营业成本	48	249	262	275	289
	营业毛利	117	63	66	69	72
其他	营业收入	171	257	283	311	342
	营业成本	9	6	7	8	9
	营业毛利	162	251	276	303	333
总计	营业收入	165,301	237,975	172,582	180,950	249,670
	营业成本	159,000	227,484	160,494	164,295	226,994
	营业毛利	6,301	10,491	12,088	16,655	22,676

资料来源：湘财证券研究所

表 3：利润表预测

利润表（万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	165,301	237,975	172,582	180,950	249,670
营业成本	159,000	227,484	160,494	164,295	226,994
营业税金及附加	48	929	604	543	699
销售费用	804	2,707	4,313	4,524	6,242
管理费用	1,716	2,422	2,244	2,443	3,371
财务费用	185	1,507	259	362	624
资产减值损失	-103	96	-40	0	0
投资收益	28	-265	0	0	0
营业利润	3,678	2,565	4,709	8,784	11,740
营业外收入	237	1,607	866	250	250
营业外支出	-28	-76	-224	-50	-50
利润总额	3,887	4,097	5,350	8,984	11,940
所得税	514	585	1,070	1,797	2,388
净利润	3,373	3,512	4,280	7,187	9,552
少数股东权益	108	-330	-150	100	200
归属母公司净利润	3,265	3,842	4,430	7,087	9,352
EPS（元）	0.148	0.173	0.201	0.322	0.425

资料来源：湘财证券研究所

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。