

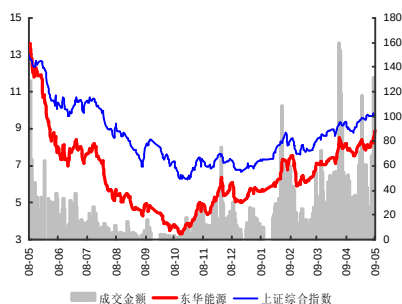
2009 年 5 月 20 日

评级: 推荐 (首次)

交易数据

上市交易价格区间 19.89 ~ 3.22
 总市值 18.32 亿
 总股本/流通 A 股(亿) 2.22/1.0414
 流通股比率 46.9%
 当前价格 8.25

52 周走势



报告作者

化工行业研究员:

王席鑫

0510-82833243

wangxx@glsc.com.cn

茅玉峰

021-58766036-216

maoyf@glsc.com.cn

钢铁有色行业研究员:

曾海

021-58766036-211

Zengh@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

L P G 景气反转, 多元化经营格局雏形初现

投资要点:

1. 公司传统的液化石油气 (LPG) 业务景气度上升, 大幅增厚公司业绩。

1. 进口液化石油气价格处于上行通道, 公司液化气销售相比去年 4 季度量价齐升, 毛利率得以恢复。今年液化石油气业务盈利能力将会大幅提升。

2. 天然气定价机制改革提上日程, 将改变国内天然气价格长期低于国际价格的局面, 对于与其有替代作用的能源行业形成重大利好。

1. 仓储业务二月投入试运营, 能为企业带来稳定现金流和业务收入。

公司 20 万立方储罐达产后, 将能为公司带来 1 亿元的业务收入和 7000 万的毛利贡献。对比公司传统业务, 将能使公司盈利能力再上一个台阶。

1. 公司清洁能源加气站业务和再生资源废旧钢材业务虽然短期内对公司盈利贡献有限, 但是我们看好这两块业务的发展前景, 是公司未来的潜在利润增长点。

1. 给予“推荐”的评级, 目标价格 12 元

公司 09、10 年 EPS 分别为 0.295 和 0.376 元, 09 年较 08 年增长较为明确。考虑到下半年油价、天然气存在涨价预期, 公司仓储业务收入可能超出预期, 公司 09 年重点拓展的废旧钢铁加工贸易, 给予市场一定想象空间。我们给予公司短期“推荐”的投资评级, 6 个月目标价格 12 元。

单位: 万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	131,017	165,301	166,715	183,312
增长率	-4%	26%	11%	10%
净利润	4376	1406	6544	8345
每股收益(元)	0.26	0.15	0.295	0.376
市盈率(倍)	31.7	55	28	22

1、公司概况

1.1 公司情况简介

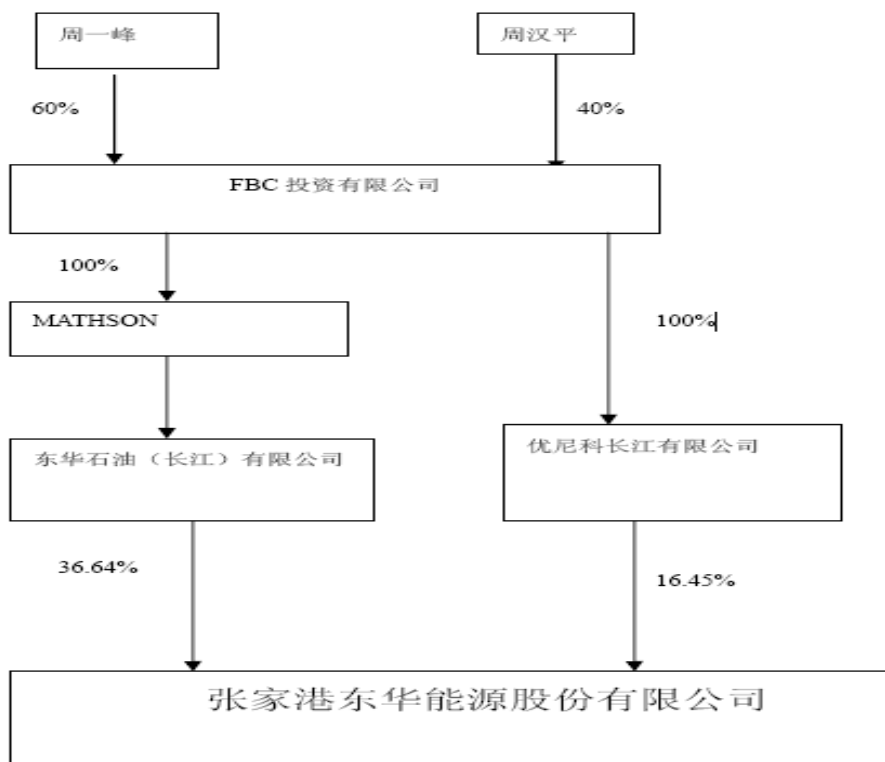
张家港东华能源股份有限公司是经商务部批准，由张家港东华优尼科能源有限公司于 2007 年 3 月 22 日整体变更设立的外商投资股份有限公司。公司主营是进口工业用和车用高纯度液化石油气（LPG）加工及销售业务，是华东地区最大的高品质工业燃气供应商。

东华能源目前拥有 6.4 万立方米液化气仓储能力、5.4 万吨液化气、化工产品装卸码头，以及 8 个槽车装车位、装车能力 1500 吨/天的物流业务。09 年 2 月公司募集资金建设的 20 万立方米液体化工储罐仓储业务开始试运营，此外，公司在建的 2 万立方米液化气仓储业务将为液化气业务拓展提升空间。公司控股子公司上海攀宁物资贸易有限公司主要从事钢材销售业务。

1.2 公司历史沿革、股权结构及股东背景

本公司实际控制人为周一峰女士、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。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司 2008 年年报

表 1: 公司十大股东情况

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例
东华石油(长江)有限公司	8134.00	36.64%
优尼科长江有限公司	3652.00	16.45%
江苏欣桥实业投资有限公司	3320.00	14.95%
镇江协凯机电有限公司	747.00	3.36%
南京汇众杰能源贸易有限公司	747.00	3.36%
王玲芝	68.36	0.31%
中国建设银行-诺德价值优势股票型证券投资基金	45.00	0.2%
金国云	44.183	0.19%
邓桂英	40.34	0.18%
上海樊莱贸易发展有限公司	19.92	0.09%

资料来源: 公司 2008 年年报

2、公司所处行业及其主营业务分析

2.1 进口液化石油气 (LPG) 业务-----进口 LPG 业务景气反转, 09 年盈利能力大幅提升

2.1.1 LPG 行业分析—进口 LPG 主导高品质工业燃气市场, 在汽车能源和化工原料市场前景广阔

LPG 即液化石油气, 是一种高热效、低污染的优质燃料, 也是重要的化工基本原料, 主要来源为石油炼制过程和原油开采过程中产生的副产品和伴生气, 经过加压、降温、液化等过程制得。液化石油气作为燃料, 可用作工业、民用燃气及内燃机燃料; 作为化工原料, 可裂解加工制成乙烯、丙烯等多种化工产品。

国内 LPG 按照来源不同, 可以分为油田伴生气(进口 LPG)和炼油厂石油气(国产 LPG)。进口 LPG 主要产自中东和澳大利亚的富气油田, 其丙烷和丁烷含量高、杂质含量少、热值高, 主要应用于工业用燃气和汽车能源, 而国产 LPG 主要来自国内贫气油田(例如东海油气田), 丙烷和丁烷含量高、杂质含量高、热值低, 只能用于民用燃气。因此进口 LPG 较国产 LPG 有明显的产品质量优势, 在工业用和车用方面国产 LPG 不具备替代性。

表2: 进口LPG和国产LPG对比

	进口LPG	国产LPG
来源	油田伴生气(富气油田)	炼厂气(贫气油田)
主要成分	丙烷、丁烷	丙烷、丙烯、丁烷、丁烯, 及少量戊烷、戊烯和微量硫化物杂质
特点	纯度高、热值高、杂质少	杂质含量较高、热值较低、不易于温度精确控制
使用领域	民用燃气、工业燃气、汽车燃料、化工原料	民用燃气

数据来源: 公司公告、国联证券研究所

从国内燃气行业来看, 主要产品是天然气(LNG)、液化石油气(LPG)和人工煤气。在国家加快发展天然气能源的方针指导下, 人工煤气市场将逐步减少, 逐步被天然气所替代, 而液化石油气的市场很大, 短期内将保持在目前水平, 变化幅度不大。因此目前来看, 国内燃气行业以液化石油气和天然气最具有发展前景, 将成为燃气市场的主流。

目前来看, 进口LPG主要的竞争对手是天然气, 天然气由于价格受到政府的管控, 长期低价供应从而对国内的液化气市场形成了一定的冲击。随着我国天然气供应能力的日益饱和, 国家2007年8月颁布了天然气利用政策, 优先民用的倾斜政策以及逐步提高工业用气的价格规定将使天然气使用将从无序走向合理, 我国的燃气市场格局在未来几年的动向也逐渐明朗化: 天然气未来以供应民用和化肥等支农工业为主, 国产液化气市场逐步向天然气管道尚无法覆盖的地区转移, 而高品质工业燃气、汽车燃料以及化工原料方面将主要由进口液化气占据。

表3: 进口LPG、国产LPG及LNG应用领域竞争能力比较

	进口LPG	国产LPG	LNG
民用燃气	一般	一般	强
工业燃气	强	一般	较强
汽车燃料	强		一般
化工原料	强		一般

数据来源: 国联证券研究所

2.1.2 进口LPG业务景气反转——受益油价下降以及国内成品油和天然气(LNG)定价机制改革, 09年进口LPG业务盈利能力大幅提升。

公司主营业务进口LPG业务, 是加工链较短的化工产品加工贸易。进口LPG

的成本与原油价格走势趋势长期保持一致、关系密切，而进口 LPG 业务成本主要是原材料成本（丙烷、丁烷），占主营成本 95%以上。08 年国际油价非理性暴涨暴跌，增加了公司原材料的采购成本和采购难度，同时国家对可替代能源天然气等采取限价政策，则进一步削弱了进口 LPG 的竞争优势。

图 2：进口 LPG 价格和国际原油价格比较

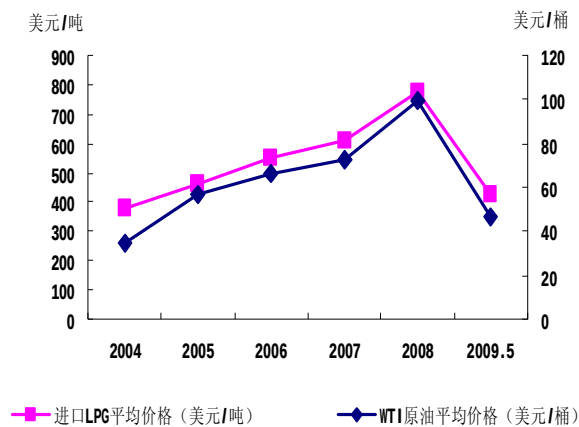


表 4：LPG 业务成本构成 (%)

	2004	2005	2006	2007.9
原材料	95.91	96.56	97.1	95.56
能耗	0.45	0.44	0.43	0.46
人工	0.21	0.21	0.19	0.29
制造费用	3.42	2.78	2.27	3.69

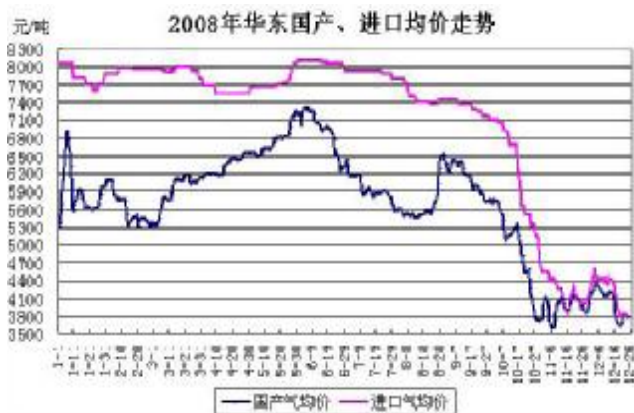
数据来源：中华商务网、国联证券研究所

数据来源：公司招股说明书

我们认为，09 年公司进口 LPG 业务景气度已反转，进口 LPG 业务盈利能力大幅提升。判断依据主要以下几点：

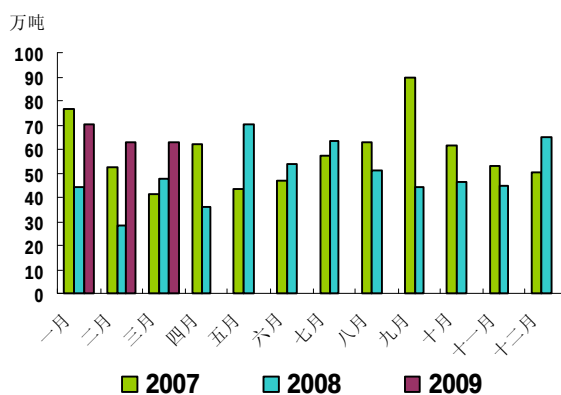
1、国际原油价格大幅下跌、运输费用的下降，使国际 LPG 价格较其他燃气的价格优势逐步显现，08 年四季度出现过国际 LPG 低于国产 LPG 的情况（如图 3），这使得质量明显优于国产 LPG 的进口 LPG 的市场吸引力明显增加，国内企业进口积极性大幅提升，图 4 可以看出，09 年前三个月，国内进口 LPG 数量与 08 年同期相比快速增长，预计 4 月份国内 LPG 进口量还会继续增加。

图 3: 08 年四季度进口 LPG 较国产气质优价平



数据来源: 公司 08 年年报

图 4: 09 年一季度国内进口 LPG 数量快速增长



数据来源: 中华商务网、国联证券研究所

2、随着我国对于成品油价格的改革,国内油价与国际油价逐步接轨,这对于石油的替代能源 LPG 来说无疑提高了其竞争优势。

3、长期受政府管控,价格较国际偏低的国内天然气价格,预期随着 09 年下半年、10 年初天然气定价机制改革的出台。近期市场传闻,国家发改委已经上报了天然气价格改革方案,未来拟以国际原油价格为基础,同时考虑附加条件来为天然气定价。目前来看,国内从海外进口液化天然气(LNG)时,都是约定与原油价格挂钩,这也是国内天然气价格要和原油价格接轨的出发点。

我们认为,国内天然气价格逐步上调已是必然趋势,这对于与天然气存在竞争关系的进口 LPG 来说,不仅在工业燃气领域能够巩固并扩大市场份额,还将在民用和汽车能源等其他领域争夺燃气市场份额。

4、从国际 LPG 贸易的特点来看,国际 LPG 供应主要被国际大型石油企业所垄断,买卖双方之间的贸易依靠在圈内长期的信誉,具有较高的进入门槛,且进口 LPG 业务,需要拥有完整的液体化工物流配送体系(包括码头、仓储、安全防护团队等),因此公司在华东区的进口 LPG 统治地位很难在短时间内被取代。

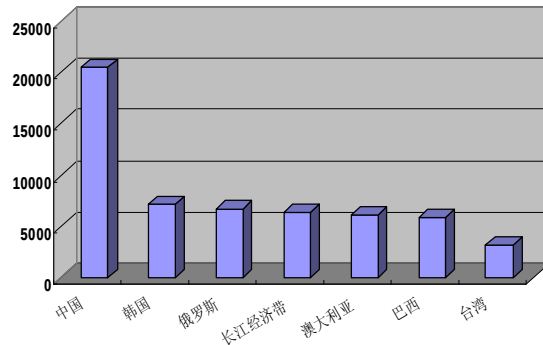
2.2 仓储增厚业绩,带来稳定现金流

2.2.1 张家港独特的区位优势,为化工仓储发展带来稳定需求

张家港位于我国经济最发达的长江经济带,是中国目前唯一位于县域口岸的保税港区,也是我国第十二个、江苏省首个保税港区。保税港区的功能和设立目标,是为了确立国内港口在国际竞争中的地位,形成区域性物流中心,通过发展临港产业集群,发挥专业化优势,培育区域经济增长极,带动周边经济发展。

张家港所处长江经济带，经济容量广阔，经济规模已经超过澳大利亚和巴西，是台湾的两倍。

图：长三角经济带经济规模国际比较（2005 年） 单位：亿美元

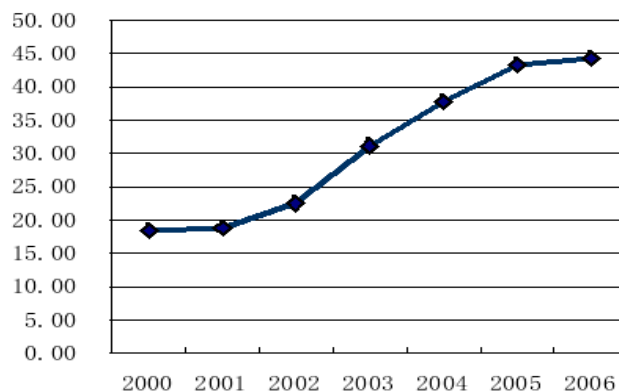


来源：南京社会科学 国联证券研究所整理

目前，我国长三角地区保税港仅有上海洋山和张家港两处，而经济规模仅为一半的台湾则有高雄、台北、基隆和远雄四处。容量对比，张家港保税港在进出口业务、物流方面的发展空间巨大。

此外，随着经济发展，中国的对外经济往来也正在加速，长江流域六省一市的外贸进出口依存度 2000 年仅为 18.45%，到 2006 年已经达到 44.37%，张家港作为联结国际和内陆的中转港口，在这一过程中，进出口货物吞吐量快速增长，预计到 2010 年，港口进出口货物总值将突破 250 亿美元。

图：长三角经济带外贸依存度不断增大



来源：南京社会科学

在化工仓储方面，张家港已经建成以液体化工为主的化工品交易市场，2006 年现货成交额 210 亿元，其市场影响力不断增大，是远东散装化工品的国际中转

业务的有利竞争者。目前张家港化工电子交易市场的商品报价，已是南京海关的审价依据，其市场行情直接影响着世界化工期货市场。

2.2.2 公司仓储业务建成，6、7月投产增厚企业业绩

公司 20 万立方储罐项目于今年 2 月正式建成，并对外开始试运营。根据公司介绍，目前仅是处于设施调试、检验阶段，真正投入正式运营要到 6、7 月。公司目前所拥有的 5.4 万吨码头，实际利用率仅为 16%，当仓储投入运营后，预计利用率将达到 80%，能为公司液体化工仓储业务提供有效的帮助。

目前，张家港内从事液体化工仓储业务的企业很多，已经形成集聚效应，虽然受全球经济危机影响，化工行业景气下降。但我们基于以下理由认为公司能获得足够的仓储订单：

1、公司从事液化石油气业务多年，与多家国际大型石油企业建立良好的合作关系，并拥有较高信用度。而仓储业务在硬件设施达标后，信用将成为公司承接业务的关键性因素，公司在液化石油气行业所积累的经验和信用，将为公司国际仓储业务开展提供便利。

2、张家港作为长江经济带的两个保税港口，也是国内最重要的液体化工贸易市场，其区位优势明显。而国内危险品码头，危化品仓库的审批都非常严格，一般企业难以获得准入许可，因此，危化品的仓储的运输具有一定垄断性。而国内中小化工企业众多，港口仓储的需求很大。

3、公司液化石油气主要为工业企业提供燃气服务。公司与周边企业之间建立良好的合作关系，这也为公司仓储业务的开展提供了帮助。

但是考虑到公司仓储业务刚刚开展，调试和与相关企业接洽都需要一定时间，我们认为公司仓储业绩全面体现将在 2010 年。

公司化工仓储物流业务是一个高盈利性业务，公司目前 20 万立方的储罐，全负荷运营时，参考长江国际的化工仓储业务，我们预计东华能源的年中转量在 200 万吨左右。公司今年的目标是达到 20 万吨的年中转量，我们判断这是较为保守的一个预期。价格上，不同化学品的仓储价格，根据所提供的服务和条件而不同。其中，高端的化学仓储品如苯乙烯等，仓储价格为 60 元/吨，低端的化学品如甲醇等，仓储价格为 40 元/吨。我们参照长江国际的仓储业务，以 50 元/吨来计算。我们预计公司仓储业务达产后将带来 1 亿元的销售收入，毛利参照保税科技（由于公司新建项目折旧费用较大，因此我们给予较低的毛利水平），按 70% 计算，仓储业务未来能给公司带来的毛利贡献有 7000 万元，将大幅提高公司业绩。

2.3 加气站和新能源业务

为提高公司 LPG 的销售规模，增加新盈利点，公司积极推进液化气加气业务，但进展并不顺利。一是因为，国家的新能源政策并不非常清晰。目前，可能的新能源动力汽车方向，包括电池动力、天然气动力、甲醇和乙醇动力、以及液化石油气 LPG 动力等。而在国家汽车振兴规划中，政府也只对电力汽车提出了明确的扶助要求，因此，目前，在 LPG 汽车动力推进方面，公司面临的压力较大。

从我们了解的情况，由于政府的推广，LPG 汽车香港、武汉和广州都得到了较为广泛的应用。而北京、上海等地，原本曾大规模推广的 LPG 动力汽车已经逐步萎缩、淘汰。北京、上海等大城市 LPG 汽车业务萎缩最主要的原因，是因为城市面积过大，加气站不足，汽车司机加气困难。在缺乏政府强力推广的情况下，自然难以受到司机的青睐。但在城市区域面积较小的二线城市，这一困难将大大得到缓解，即使城市内只有一家加气站也不会影响到司机加气的问题。因此，公司将苏、浙、皖的二线城市作为公司加气业务的主要发展目标。

目前，公司在张家港建设有一个加气站、上海收购了 3 个加气站，南通收购了 1 个加气站。其中，张家港加气站已经投入运营一段时间，公司协助对市内部分出租车进行了改装，目前使用 LPG 动力的出租汽车总量在 200 余辆左右。根据公司测算，一辆出租车一年的平均用气用量在 5 吨以上，200 辆车的用气量平均一年 1000~1500 吨左右。公司收购的上海 3 家加气站，由于使用 LPG 动力的汽车数量小，现在主要业务为给助动车加气，销量很少，基本对公司利润没有贡献。南通加气站，由于收购不久，业务刚刚开展，运营状况还有待观察。从运营情况看，一辆出租车的改装费用在 3000~4000 元之间，而每月的燃料费用节省 800~1000 元，3~4 个月即可以还本，具有较高的经济效益。

公司现在在加气业务遇到主要瓶颈在于：

- 1、由于加气业务的高压、易燃易爆特性，政府对加气站的建设审批非常审慎。包括环评在内的审批手续复杂，项目的实际建设和推进速度低于公司预期。
- 2、市场对液化气动力的认可度不足，特别是在大型城市，因为网点分布不足，加气困难，LPG 加气业务部分地区出现萎缩。
- 3、缺乏政府政策的有利支持，仅凭公司自身的推广，业务开展的难度较大。

我们判断，与公司现有业务相比，加气站规模较小，目前还无法形成有力的补

充。但长期来看，随着国家对新能源动力汽车支持力度的加大，公司加气业务的前景相当广阔。

2.4 发挥贸易、仓储和物流配送优势，实施多元化经营战略--09 年重点发展再生资源（废钢进口加工和物流配送）业务，拓展 LPG 应用。

公司于 08 年 9 月份完成了对上海攀宁的收购控股（70% 股权）以及江苏攀宁 21% 的股权。同时公司宣布将与控股子公司江苏东华汽车能源有限公司合资设立江苏省东华再生资源有限公司，主要经营废旧物资（废钢、废纸等）的加工和基地建设、相关产品的进出口等。

上海攀宁公司的业务构成为：

1、钢材剪裁配送，主要为华东地区大型家电生产企业提供各种规格的钢材配送，业务渠道比较稳定，销售量约占整个业务量的 70%；2、代理采购，即利用公司的一级钢材代理资格，为下游客户提供代理采购服务，约占整个业务量的 20%；3、市场综合贸易，利用市场进销差价，自主经营，约占整个业务量的 10%。业务模式是供应商指定采购单位，由上海攀宁负责采购、加工和配送，由于业务模式已经基本已经锁定上下游客户的收益，且贸易比重较小，库存量不高，因此该业务的盈利能力较为稳定。上海攀宁业务 08 年 9 月份合并报表，预计 09 年该业务对公司利润贡献将稳定增长。

公司收购江苏攀宁主要是看中其在废旧物资（废钢、废不锈钢、废纸等）循环利用、煤炭经营方面的特许经营资格和钢材一级代理商资格。一方面，利用江苏攀宁、上海攀宁与大型钢铁企业的密切合作关系，帮助公司液化气业务向钢材切割气应用领域拓展。另一方面，公司非常看好再生资源产业的前景，未来将依托在海外的资源和渠道优势，开拓废钢进口加工、物流配送业务。

废钢是电炉法炼钢的主要原材料

废钢在工业领域主要是作为炼钢的原材料，根据炼钢方法的不同，对废钢的需求量也不同。现今大规模工业化钢铁冶炼生产主要有两种方法，一是转炉法，即所谓“长流程”（矿石－高炉炼铁－氧气转炉炼钢），主要是通过高炉冶炼，对铁矿石进行还原炼钢，原材料以铁矿石为主，废钢作为辅料一般占 10-20% 的配比；另一种是电炉法，即所谓“短流程”（废钢－电弧炉炼钢流程），主要以废钢为原材料进行回收利用，废钢作为原材料占比达到 80-90%，另外还需要配比 10-20% 的生铁，以调整成品钢铁品质。

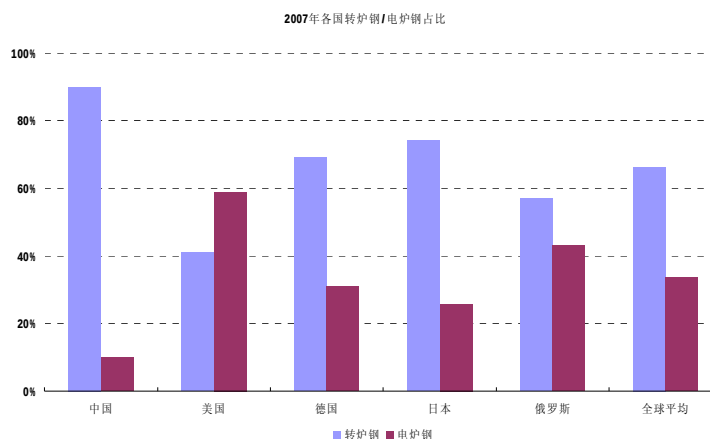
项目	转炉法	电炉法
原料废钢配比	10-20%	80-90%
吨钢消耗废钢（公斤）	90-100	750-850
数据来源：中国制造业门户网、国联证券研究所		

电炉法炼钢在我国占比较低

电炉炼钢法在问世以来，就以其高效率、低污染、低能耗的特点，在全球钢铁行业发展的过程中，逐步成为一种主导的炼钢方法。在西方发达国家，电炉钢的占比普遍在 40-50%以上，根据统计，2007 年全球的电炉钢占钢铁总产出的 33%，而且还有不断上升的态势。

在我国，电炉炼钢的起步比较晚，但钢铁行业作为一项成熟产业，新技术、新方法的应用比较快。2000 年至今，通过电炉法炼钢的产量已经翻了一番，约为 4000 多万吨。但由于电炉钢产量增幅远低于转炉钢产量的增长速度，所以比例呈下降趋势。1995 年以前，电炉钢比例保持在 20%左右；1996 年以后，在有关部门的引导和支持下，一大批现代化的电炉投产、达产，电炉发展进入新的历史时期，但电炉钢比例一直在 16%左右徘徊；2004 年以后，由于需求旺盛，进入壁垒低的转炉炼钢的固定资产投资剧增，最终我国电炉钢占比下降到 10%左右的水平。

2007 年各国转炉钢、电炉钢占比



数据来源：中国钢铁工业协会、国联证券研究所

电炉炼钢的优势

电炉炼钢主要是利用电弧热对废钢等原材料进行溶化、氧化和还原，最终获得成品钢。事实上在电弧的作用区，温度可以达到 4000 摄氏度，完全可以与高炉媲美。由于电炉炼钢主要利用电能进行冶炼，因此与转炉炼钢相比，它具有高效率，低污染的优势。包括：

- Ⅰ 占地面积小，建设周期短，投资额度较转炉法小

- Ⅰ 废钢资源可以循环利用，解决铁矿石、焦煤等资源日益匮乏的问题，具有发展优势
- Ⅰ 低排放，环保优势。电炉流程产生的 CO₂、NO_x、SO_x 等有害气体量较高炉-转炉流程少
- Ⅰ 低能耗，节能优势。电炉法的能耗仅为转炉法的 1/2

主要炼钢方法的能耗及排放比较

项目	转炉法	电炉法	矿石-直接还原铁-炼钢法
能耗 GJ/吨钢	23.29	9.63	22.61
CO ₂ 排放量 kg/吨钢	3000	800	2900
粉尘排放量 kg/吨钢	600	60	/

数据来源：中国钢铁工业协会、国联证券研究所

据张家港出入境检验检疫局统计，一季度，张家港口岸进口废钢 184 批、97.13 万吨、货值 34,638.86 万美元，比 2008 年同期分别增长了 211.86%、600.29%和 309.52%，比 2008 年张家港口岸全年进口废钢量增加了 33.14 万吨。

我们认为，公司依托自身海外贸易资源和经验以及港口、物流配送体系，发展再生资源进口加工贸易，实施多元化经营战略，符合公司自身的企业特点。再生资源进口加工业务的拓展前景较为广阔，我们看好公司在该业务领域的发展前景。

3、公司竞争优势分析--集码头、仓储、物流配送于一身的液体化工及进口加工贸易服务提供商

我们认为，公司之所以能够实施多元化经营的发展战略，在与公司码头、仓储、物流配送方面的核心竞争优势。

首先，公司位于张家港的可停靠 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，同时还拥有与之配套的码头设施和占地面积 22 万平方米的低温液化石油气生产中转基地。而从国际市场上直接采购液化石油气必须依赖于可承接大型冷冻船舶的深水码头。公司码头条件非常优越，水深达到 14 米以上，超过目前世界最大液化气运输船的吃水深度。公司港口将可以作为第一港直接承接国际供应商的整艘满装液化气运输船。原材料采购成本低于同类企业，我国目前内陆河道的码头岸线资源已经非常紧张，危险品码头的新建审批更是非常严格并且受控制，而直接面对长三角广阔消费市场的长江下游码头更是稀缺。因此，相对其他竞争对手，公司自有长江码头和长江岸线的竞争优势将长期存在。

其次，公司身处的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，是中国第一家正式封关运作的保税物流园区。目前已逐渐成为国内最大的液体化工产品集散地。作为长江上外贸进出口“大户”的张家港口岸，抓住国家拉动内需机遇，逆势而上。受国际金融危机和国际市场需求总体低迷影响，作为张家港口岸主要外贸进口货源的铁矿石、化工品、粮食等国际市场价格一路下跌，加之国际海运费持续低迷，以及国内扩内需、保增长政策措施的实施，刺激了张家港口岸进口铁矿石、废钢、大豆、化工品的快速增长。一季度张家港口岸共进口铁矿石和化工品分别达到 173.1 万吨、159.1 万吨，相比去年同期分别增长 52.1%和 47.9%。

再次，公司控股子公司张家港东华汽车运输有限公司、上海攀宁物资贸易有限公司以及参股公司江苏攀宁物资贸易有限公司，在液体化工品以及钢铁物流方面均有着多年的丰富经验，未来在物流配送体系方面完全能够满足公司在这两块业务上的发展需求。

4、盈利预测及评级

4.1 盈利预测假设（单位：元、吨）

基本假设：09，10 年油价保持在 70 美金下方运行。

2009 年主营业务预测

主营产品	产量	单价（元/吨）	营业收入	营业成本	毛利率	营业利润
液化气销售	347272.82	4200	1,458,545,844.00	1,371,033,093.36	6.00%	87512750.6
钢材销售			156,189,000.00	147,333,083.70	8.10%	8855916.3
运输业务			1,811,150.00	543,345.00	70.00%	1267805
化工仓储业务	200000	48	9600000	2880000	70.00%	6720000
汽车加气业务	10000	4100	41000000	38600680	7.00%	2399320

2010 年主营业务预测

主营产品	产量	单价（元/吨）	营业收入	营业成本	毛利率	营业利润
液化气销售	375054.64	4200	1,575,229,511.52	1,480,715,740.83	6.00%	94513770.7
钢材销售			156,189,000.00	147,333,083.70	8.10%	8855916.3
运输业务			1,811,150.00	543,345.00	70.00%	1267805
化工仓储业务	800000	48	38400000	11520000	70.00%	26880000
汽车加气业务	15000	4100	61500000	57901020	7.00%	3598980

4.2 盈利预测

单位（万）	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	131,017	165,301	166,715	183,312
增长率	-4%	26%	11%	10%
净利润	4,376	1,406	6,544	8,345
基本每股收益	0.26	0.15	0.295	0.376
PE	31.7	55	28	22

4.3 估值与评级：“推荐”，目标价格 12 元

公司从本质上是一体化的液体化工加工贸易、仓储、物流企业，公司依托自身的加工贸易、和仓储物流以及多年积累的海外资源、渠道优势，积极拓展延伸 LPG 产业链，并向符合未来发展趋势、节能环保的废钢进口加工贸易拓展，前期募投的化工仓储业务 09 年开始贡献利润、汽车新能源业务未来则有望获得国家新能源政策的支持，公司参控股的上海攀宁和江苏攀宁从事废旧钢铁加工贸易，未来的发展空间较为广阔。公司 09、10 年 EPS 分别为 0.295 和 0.376 元，09 年较 08 年增长较为明确，考虑到下半年汽油价、天然气存在涨价预期，未来支持 LPG 清洁汽车能源政策出台预期，以及公司 09 年重点拓展的废旧钢铁加工贸易，给予市场一定的想象空间，我们给予公司短期“推荐”的投资评级，6 个月目标价格 12 元。

5、风险提示

5.1 油价大幅上涨带动进口 LPG 大幅上涨，从而降低 LPG 价格优势

5.2 税收政策变动风险

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。