

东华能源 (002221.sz)

华东地区最大的进口液化气供应商

郑屹 化工行业 研究员

电话: 020-87555888-698

eMail: zy21@gf.com.cn

华东地区最大的高品质工业用燃气供应商

公司的主营业务是高纯度液化石油气 (LPG) 的生产、加工与销售, 目前拥有年加工能力 50 万吨 (实际产量 30 万吨)。同时公司是华东地区最大的高品质工业用燃气供应商, 连续多年占据中国进口液化石油气市场 4.8% 以上的份额, 进口液化气数量连续三年位居全国前七名。

汽车加气业务是公司未来发展方向

工业燃气业务是公司收入和利润的主要来源, 98% 以上的收入和利润来源于此业务, 目前公司正致力于汽车加气业务的开拓。汽车加气在发达国家已大规模应用, 在我国随着“节能减排”政策的逐步落实, 国内液化气汽车燃料需求将大幅增加, 预计 2008 年底, 公司将拥有 100 个加气站, 我们认为该业务将成为公司 2009 年以后主要的利润来源。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2007~2009 年每股收益分别为 0.21 元、0.24 元和 0.55 元, 给予公司 30 倍左右的动态市盈率, 我们认为上市合理价值区间为 10.0~12.1 元。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入 (百万元)	1229.0	1363.0	1483.0	1810.0	2990.0
EBITDA (百万元)	49.0	60.0	71.0	79.0	154.0
净利润 (百万元)	22.0	34.0	46.0	53.0	122.0
净利润增长率	32.99%	57.23%	32.77%	14.59%	129.99%
每股收益 (元)	0.13	0.20	0.21	0.55	0.63
市盈率	43.77	28.45	27.10	10.35	9.03
市净率	5.52	5.69	3.43	2.83	2.44
EV/EBITDA	25.78	21.05	17.79	15.99	8.20
每股红利 (元)	N/A	N/A	0.05	0.05	0.10
股息率	N/A	N/A	0.88	0.88	1.76

来源: 张家港东华能源股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

上市价格 10.0 ~ 12.1 元

股票数据

总股本 (万股) 22,200.00

流通股本 (万股) 5600.00

主要股东:

东华石油 (长江) 有限公司

主要股东持股比例 53.09%

流通 A 股比例 25.23%

财务比率

ROE 20.40%

ROA 5.47%

资产负债率 73.19%

每股净资产 (元) 1.00

2006 年报数据

发行信息:

发行价格 (元) 5.69

主承销商:

华泰证券

发行市盈率 29.95

公司背景介绍

华东地区最大的工业用燃气供应商

公司的主营业务是高纯度液化石油气（LPG）的生产、加工与销售，目前拥有年加工能力50万吨（实际产量约30万吨）。

公司是华东地区最大的高品质工业用燃气供应商，2006年度工业用燃气占产品销售总量的90%以上。公司连续多年占据中国进口液化石油气市场4.8%以上的份额，进口液化气数量连续三年位居全国前七名。

表 1 2006 年中国液化石油气主要进口商

	公司名称	进口量（万吨）	金额（美元）	市场份额
1	深圳华安液化石油气有限公司	124.80	69577.07	23.30%
2	浙江中油华电能源有限公司	83.95	44509.90	15.67%
3	潮州华丰集团股份有限公司	59.12	30943.37	11.04%
4	加德士海洋燃气能源有限公司	43.05	23225.50	8.04%
5	新海能源有限公司	37.65	20474.75	7.03%
6	上海金地石化有限公司	35.04	18878.14	6.54%
7	张家港东华优尼科能源有限公司	25.96	14348.44	4.85%
8	苏州碧辟液化石油气有限公司	20.41	10971.56	3.81%
9	海洋石油阳江实业有限公司	18.77	9671.15	3.50%
10	福建华星石化有限公司	18.57	9808.01	3.47%
	合计	467.32	252407.89	87.25%
	全国总进口量	535.64	290259.10	100%

数据来源：公司招股说明书

股权结构

公司实际控制人为周一峰、周汉平父女，本次发行前间接控制公司71%的股权，按5600万股发行量计算，发行后，周氏父女持股比例仍高达53.09%，处于绝对控股地位。

表 2 发行前后公司股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
东华石油（长江）有限公司	8134	49.00%	8134	36.64%
优尼科长江有限公司	3652	22.00%	3652	16.45%
江苏欣桥实业投资有限公司	3320	20.00%	3320	14.95%
南京汇众杰能源贸易有限公司	747	4.50%	747	3.36%
镇江协凯机电有限公司	747	4.50%	747	3.36%
社会公众股	-	-	5600	25.23%
合计	16600	100.00%	22200	100.00%

数据来源：公司招股说明书

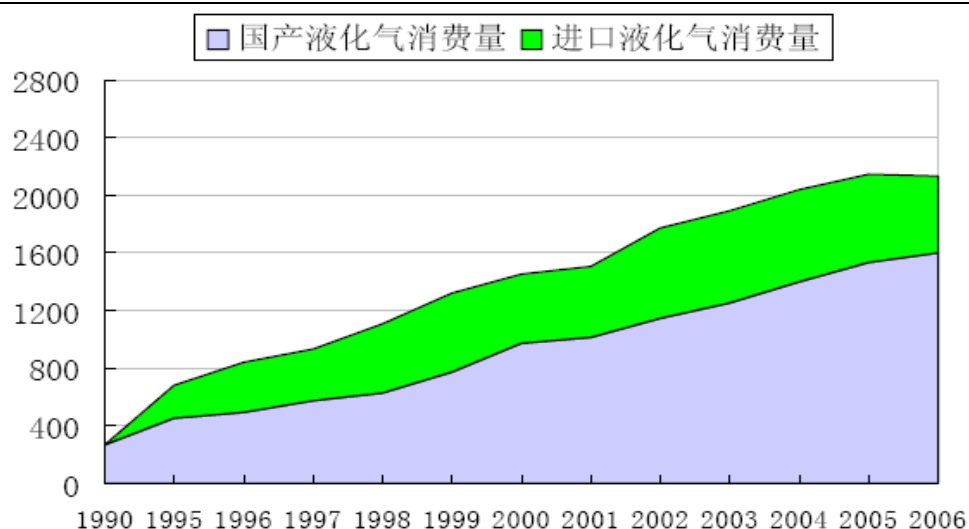
公司主营业务分析

进口液化气行业背景简介

按照来源不同，液化石油气可以分为油田伴生气和炼厂石油气，炼厂石油气是石油炼制和加工过程中所产生的副产气体，杂质含量高、质量差，基本上只能作为普通燃料使用；而油田伴生气主要成分为丙烷和丁烷，纯度高，除作为普通燃料外，还可以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，进口液化气主要来自于中东，通过丙烷和丁烷分离的方式进口。2006年，在国内液化气的表观消费量中，25%为进口的油田伴生气，其余75%为国内生产的炼厂气。

图1 我国国产液化气和进口液化气消费情况（万吨）



数据来源：公司招股说明书

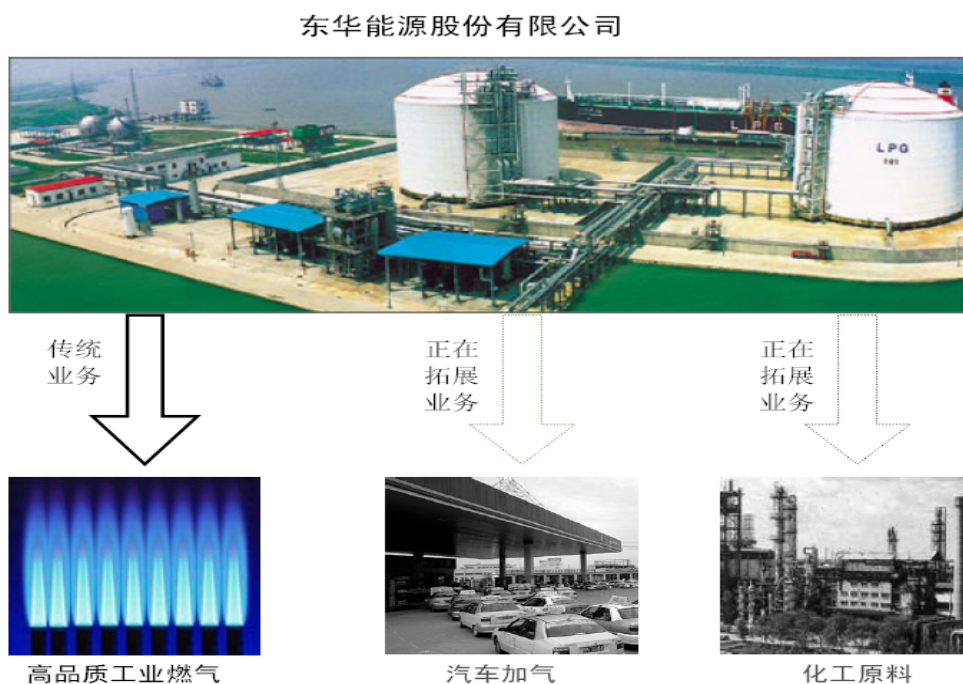
工业燃气是当前公司收入和利润的主要来源，汽车加气是未来发展方向

公司当前的主营业务是高纯度液化石油气的生产、加工与销售，公司拥有6.4万立方米液化气仓储能力，设计年产能50万吨，实际产量30万吨。进口液化气主要用途有三大领域：高品质工业燃气、汽车燃气、化工原料。从我国进口液化气的使用情况来看，高品质工业燃气属于传统用途，汽车燃气和化工原料的应用还不普遍。

目前工业燃气是公司收入和利润的主要来源，收入和利润98%以上来源于此业务，因此公司的业务发展规划中，工业燃气是传统业务，而汽车加气业务和化工原料业务是公司正在开拓的新业务。

汽车加气在发达国家已大规模应用，在我国随着“节能减排”政策的落实，液化气汽车燃料需求将大幅增加。目前公司开始兴建LPG加气站，预计2008年底，公司将拥有100个加气站，我们认为未来该业务将成为公司主要的利润来源。

图2 公司业务示意图



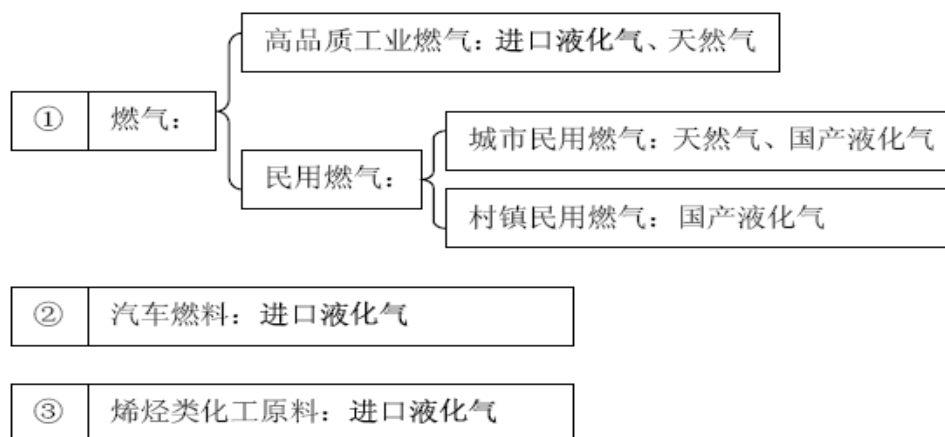
数据来源：公司招股说明书

在公司拓展的新业务中，进口液化气的被替代风险小

在公司的传统业务中，进口液化气和天然气可以在燃气应用领域互相替代，国内低价天然气对进口液化气有较大的价格优势，不利于公司工业燃气业务的快速发展。

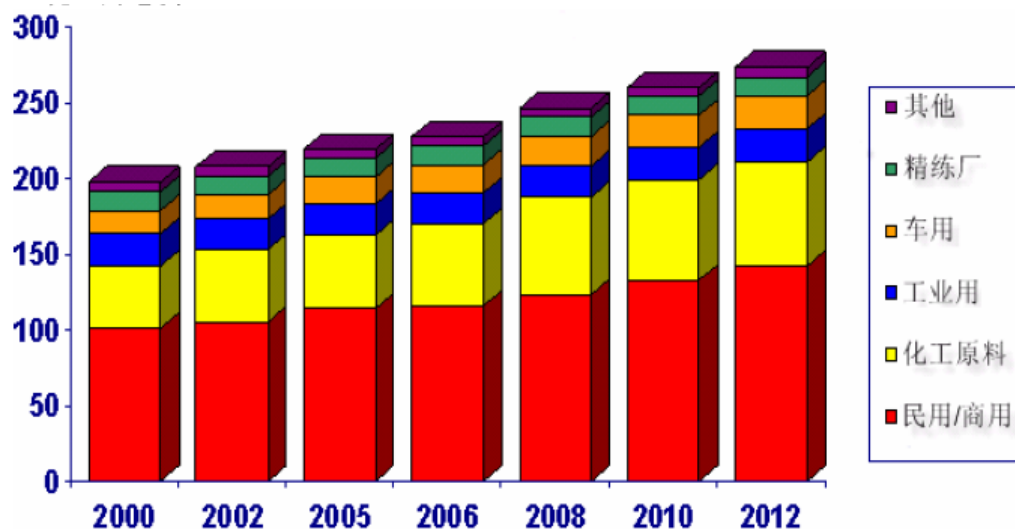
在汽车燃料和化工原料应用领域中，进口液化气相比天然气和炼厂气优势明显，替代风险小。与汽油相比，进口液化气具有燃烧排放少、热值高的特点，在汽车燃料中使用液化气符合国家节能减排的要求，而且LPG的使用不计入单位GDP能耗中，因此LPG汽车较容易得到地方政府的扶持。

图3 进口液化气和其他燃气目标市场划分



数据来源：公司招股说明书

图4 全球液化石油气分用途消费量（百万吨）



数据来源：公司招股说明书

募集资金项目

公司本次拟募集资金2.8亿元，主要用于投入以下三个项目：

- 1、扩建2万立方米液化气储罐项目；
- 2、20万立方米储罐建设项目；
- 3、完善物流配送体系项目。

表3 公司募集资金项目

	项目名称	投资总额(万元)	预计建成时间
1	扩建2万立方米液化气储罐建设项目	9041	2008年12月
2	20万立方米储罐建设项目	16589	2008年12月
3	完善物流配送体系项目	2400	资金到位后3个月
	合计	28030	

数据来源：公司招股说明书

上述三个项目的建设将有效的解决目前现有产能瓶颈，提高现有装置的利用率（LPG设计产能50万吨，目前实际产能仅30万吨），预计上述项目将在2009年产生经济效益。

盈利预测

盈利预测假设：

- 1、公司享受15%的所得税优惠税率，同时公司享受二免三减半的税收优惠，2005~2006年所得税率为零，2007~2009年所得税率为7.5%，2010年开始所得税率为15%；

2、公司主要产品产量、价格、毛利率及其他假设见表4。

表4 公司主营业务收入及毛利预测

		2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
工业燃气	销售量(万吨)	30	29	29	29	45	50
	销售单价(元/吨)	4117	4703	5100	5500	5500	5500
	单位成本(元/吨)	3989	4431	4850	5250	5250	5250
	销售收入(万元)	122687	135917	147900	159500	247500	275000
	销售成本(万元)	118872	128056	140650	152250	236250	262500
	毛利率	3.11%	5.78%	4.90%	4.55%	4.55%	4.55%
汽车加气	加气站个数				70	150	300
	销售收入(万元)				21000	45000	90000
	加气成本(万元)				20125	43125	86250
	毛利率				4.17%	4.17%	4.17%
化工仓储	年吞吐量(万吨)					60	80
	仓储收入(万元)					6000	8000
	仓储成本(万元)					2400	3200
	毛利率					60.00%	60.00%
运输及其他	收入(万元)	106	207	400	450	500	550
	成本(万元)	26	135	270	290	320	350
	毛利率	75.47%	34.78%	32.50%	35.56%	36.00%	36.36%
主营业务收入(万元)		122793	136124	148300	180950	299000	373550
主营业务成本(万元)		118898	128191	140920	172665	282095	352300
主营业务毛利率		3.17%	5.83%	4.98%	4.58%	5.65%	5.69%

数据来源：公司公告 广发证券发展研究中心

表5 利润预测表(百万元)

	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1229	1363	1483	1810	2990	3736
主营业务成本	-1194	-1311	-1409	-1727	-2821	-3523
主营业务利润	35	52	74	83	169	213
营业费用	-3	-3	-4	-4	-7	-8
管理费用	-13	-12	-15	-16	-24	-30
财务费用	3	-2	-5	-5	-6	-7
营业利润	22	35	50	58	133	168
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	0	0
利润总额	22	35	50	58	133	168
所得税	0	0	-4	-5	-11	-29
净利润	22	35	46	53	122	139
每股收益(元)	0.133	0.210	0.209	0.239	0.551	0.627
总股本(百万股)	166	166	222	222	222	222

数据来源：公司公告 广发证券发展研究中心

投资建议

我们预计公司2007~2009年每股收益分别为0.21元、0.24元和0.55元。参照行业估值水平及中小板新股发行市盈率，我们认为给予公司20倍09PE的动态市盈率较为合理，以2009年0.55元业绩计算，公司上市后合理价值区间为10.0~12.1元。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10 % 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10 % 以上。

相关研究报告

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。