

**投资评级 优于大市 维持**

## 2022 年业绩承压，在建项目进展顺利

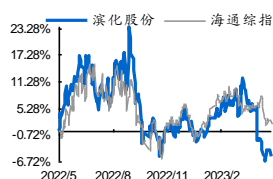
### 股票数据

05月05日收盘价(元)	4.95
52周股价波动(元)	4.86-6.67
总股本/流通A股(百万股)	2058/2058
总市值/流通市值(百万元)	10187/10187

### 相关研究

《C3C4 综合利用项目将投产，有望贡献业绩增量》2022.08.11

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-11.5	-12.4	-9.5
相对涨幅 (%)	-9.4	-9.6	-6.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel:(021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

证书:S0850122070051

### 投资要点:

- **公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。**2022 年公司实现营收 88.92 亿元，同比-4.06%；实现归母净利润 11.78 亿元，同比-27.52%。2023Q1 公司实现营收 17.56 亿元，同比-21.68%，实现归母净利润 0.72 亿元，同比-80.63%。
- **烧碱：烧碱价格持续高位，业绩表现良好。**2022 年，烧碱行业需求增速高于产能增速，出口向好，烧碱价格同比增长 62.20%，处于历史高位。公司灵活调整营销策略，积极拓展海外市场，实现烧碱销量 68.74 万吨，同比+0.42%；营收 26.22 亿元，同比+62.89%，毛利 14.28 亿元，同比+157.69%。
- **环氧丙烷：毛利同比下降。**2022 年国内环氧丙烷价格同比下降 39.61%，原料丙烯价格平稳，给环氧丙烷业务带来较大压力。2022 年，公司实现环氧丙烷销量 22.83 万吨，同比+2.41%；营收 20.29 亿元，同比-38.15%，毛利-1.41 亿元，同比-111.15%。
- **在建项目顺利推进，未来有望贡献增量。**碳三碳四综合利用项目，全部公辅工程已投用，碳三碳四综合利用项目（一期）——60 万吨/年 PDH 装置及 80 万吨/年丁烷异构装置已于 2022 年 7 月 31 日实现机械中交。一期项目主要产品为丙烯和异丁烷，其中丙烯可代替公司现有丙烯采购，同时对外销售。我们认为未来随着 24/74.2 万吨/年环氧丙烷/甲基叔丁基醚（PO/MTBE）项目顺利投产，将充分消化公司一期丙烯产能及异丁烷产能，进而产业链条的延伸，提升公司盈利能力及综合竞争力。**4000 吨/年溴素项目** 2022 年 8 月建成投产。除此之外，公司建设了滨州市氢能产业发展示范项目，打造了燃料氢净化压缩充装基地。滨城基地液氯原料供应系统改造项目顺利开车，实现了化工、东瑞两片区的液氯相互输送，为实现化工片区下游装置达产提供保障。
- **投资建议。**我们预计东华能源 2023~2025 年归母净利润分别为 8.09、11.15 亿元和 15.89 亿元，EPS 分别为 0.39、0.54、0.77 元，参照可比公司估值水平，给予其 2023 年 13-15 倍 PE，对应合理价值区间为 5.07-5.85 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**产品价格大幅波动，下游需求不及预期，在建项目进展不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9268	8892	10792	13624	14528
(+/-)YoY(%)	43.5%	-4.1%	21.4%	26.2%	6.6%
净利润(百万元)	1626	1178	809	1115	1589
(+/-)YoY(%)	220.6%	-27.5%	-31.4%	37.9%	42.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.79	0.57	0.39	0.54	0.77
毛利率(%)	37.3%	27.7%	21.3%	21.1%	24.4%
净资产收益率(%)	15.9%	10.4%	6.7%	8.5%	10.8%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司业务拆分

业务	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
烧碱	营业收入 (亿元)	18.30	13.00	16.41	27.05	19.32	19.97	22.97
	营业成本 (亿元)	10.53	10.83	10.87	12.77	12.04	12.45	13.07
	毛利 (亿元)	7.77	2.17	5.54	14.28	7.28	7.52	9.90
	毛利率 (%)	42%	17%	34%	53%	38%	38%	43%
环氧丙烷	营业收入 (亿元)	18.24	25.15	34.77	23.00	19.83	22.01	25.52
	营业成本 (亿元)	17.20	18.73	22.10	24.41	18.71	19.82	20.99
	毛利 (亿元)	1.04	6.42	12.67	-1.41	1.12	2.19	4.54
	毛利率 (%)	6%	26%	36%	-6%	6%	10%	18%
三氯乙烯	营业收入 (亿元)	2.84	3.25	9.73	7.14	6.78	6.45	6.45
	营业成本 (亿元)	2.45	3.26	7.61	4.78	4.55	4.32	4.32
	毛利 (亿元)	0.39	-0.01	2.12	2.36	2.24	2.13	2.13
	毛利率 (%)	14%	0%	22%	33%	33%	33%	33%
环氧氯丙烷	营业收入 (亿元)	2.98	4.32	7.30	6.21	4.88	5.12	6.15
	营业成本 (亿元)	1.63	3.41	5.55	6.37	4.14	4.22	4.43
	毛利 (亿元)	1.35	0.91	1.75	-0.16	0.74	0.90	1.72
	毛利率 (%)	45%	21%	24%	-3%	15%	18%	28%
氯丙烯	营业收入 (亿元)	5.44	4.85	6.83	7.09	4.09	4.30	5.15
	营业成本 (亿元)	3.64	3.21	3.89	4.28	3.42	3.49	3.66
	毛利 (亿元)	1.79	1.65	2.93	2.81	0.67	0.81	1.49
	毛利率 (%)	33%	34%	43%	40%	16%	19%	29%
四氯乙烯	营业收入 (亿元)	1.84	1.93	5.66	5.54	3.01	3.16	3.79
	营业成本 (亿元)	2.26	2.24	3.12	3.18	2.55	2.60	2.73
	毛利 (亿元)	(0.42)	(0.31)	2.55	2.36	0.46	0.56	1.07
	毛利率 (%)	-23%	-16%	45%	43%	15%	18%	28%
C3C4 综合利用项目	营业收入 (亿元)					37.12	62.35	62.35
	营业成本 (亿元)					31.04	52.13	52.13
	毛利 (亿元)					6.08	10.22	10.22
	毛利率 (%)					16%	16%	16%
其他业务	营业收入 (亿元)	12.00	12.07	11.98	12.89	12.89	12.89	12.89
	营业成本 (亿元)	8.20	7.26	5.01	8.46	8.46	8.46	8.46
	毛利 (亿元)	3.80	4.81	6.97	4.43	4.43	4.43	4.43
	毛利率 (%)	32%	40%	58%	34%	34%	34%	34%
合计	营业收入 (亿元)	61.64	64.57	92.68	88.92	107.92	136.24	145.28
	营业成本 (亿元)	45.91	48.94	58.15	64.26	84.90	107.48	109.79
	毛利 (亿元)	15.73	15.63	34.53	24.66	23.02	28.76	35.48
	毛利率 (%)	26%	24%	37%	28%	21%	21%	24%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002648.SZ	卫星化学	489.48	3.49	0.91	1.42	4.16	15.99	10.21
600075.SH	新疆天业	87.42	0.97	0.50	0.31	5.31	10.25	16.53
	平均		2.23	0.70	0.87	4.73	13.12	13.37

注: 收盘价为 2022 年 5 月 5 日价格

资料来源: Wind, 海通证券研究所。备注: 由于齐翔腾达无 2023 年及之后一致性预期, 改用卫星化学作为可比公司。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>8892</b>	<b>10792</b>	<b>13624</b>	<b>14528</b>
每股收益	0.57	0.39	0.54	0.77	营业成本	6426	8490	10748	10979
每股净资产	5.51	5.83	6.37	7.14	毛利率%	27.7%	21.3%	21.1%	24.4%
每股经营现金流	0.67	0.53	1.24	0.97	营业税金及附加	123	140	177	189
每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	24	22	27	29
P/E	8.71	12.70	9.21	6.46	营业费用率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	0.91	0.86	0.78	0.70	管理费用	530	540	681	726
P/S	1.15	0.95	0.75	0.71	管理费用率%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	6.10	6.08	4.83	3.81	EBIT	1720	1579	1963	2575
股息率%	<b>2.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	169	196	196	196
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.9%	1.8%	1.4%	1.4%
毛利率	27.7%	21.3%	21.1%	24.4%	资产减值损失	-53	-350	-350	-350
净利润率	13.3%	7.5%	8.2%	10.9%	投资收益	24	54	68	73
净资产收益率	10.4%	6.7%	8.5%	10.8%	<b>营业利润</b>	<b>1546</b>	<b>1087</b>	<b>1486</b>	<b>2103</b>
资产回报率	6.5%	4.4%	5.4%	7.3%	营业外收支	4	-35	-35	-35
投资回报率	8.3%	7.4%	8.6%	10.3%	<b>利润总额</b>	<b>1550</b>	<b>1052</b>	<b>1451</b>	<b>2068</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	2221	2309	2735	3392
营业收入增长率	-4.1%	21.4%	26.2%	6.6%	所得税	348	232	319	455
EBIT 增长率	-39.4%	-8.2%	24.3%	31.2%	有效所得税率%	22.4%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	-27.5%	-31.4%	37.9%	42.5%	少数股东损益	24	12	17	24
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1178</b>	<b>809</b>	<b>1115</b>	<b>1589</b>
资产负债率	36.8%	34.8%	36.4%	31.4%					
流动比率	0.97	1.04	1.17	1.47	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.77	0.86	0.99	1.29	货币资金	1606	812	1637	1919
现金比率	0.34	0.18	0.29	0.40	应收账款及应收票据	149	169	232	195
<b>经营效率指标</b>					存货	580	441	631	477
应收账款周转天数	5.48	5.00	5.00	5.00	其它流动资产	2245	3252	4070	4531
存货周转天数	31.94	28.00	28.00	28.00	流动资产合计	4580	4674	6571	7121
总资产周转率	0.51	0.59	0.69	0.68	长期股权投资	709	759	809	859
固定资产周转率	1.99	1.89	1.79	1.68	固定资产	4469	6930	8265	9015
					在建工程	5333	3167	2083	1542
					无形资产	809	834	859	884
					非流动资产合计	13495	13880	14222	14521
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>18076</b>	<b>18554</b>	<b>20794</b>	<b>21642</b>
净利润	1178	809	1115	1589	短期借款	1552	1552	1552	1552
少数股东损益	24	12	17	24	应付票据及应付账款	942	473	1318	512
非现金支出	555	1081	1122	1167	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	83	176	162	157	其它流动负债	2208	2480	2743	2785
营运资金变动	-464	-984	136	-933	流动负债合计	4702	4505	5613	4849
<b>经营活动现金流</b>	<b>1377</b>	<b>1093</b>	<b>2552</b>	<b>2004</b>	长期借款	1697	1697	1697	1697
资产	-1159	-1134	-1134	-1134	其它长期负债	248	248	248	248
投资	-104	-450	-450	-450	非流动负债合计	1946	1946	1946	1946
其他	37	39	53	58	<b>负债总计</b>	<b>6648</b>	<b>6451</b>	<b>7559</b>	<b>6794</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1226</b>	<b>-1545</b>	<b>-1531</b>	<b>-1526</b>	实收资本	2058	2058	2058	2058
债权募资	-382	0	0	0	归属于母公司所有者权益	11334	11996	13111	14700
股权募资	118	-146	0	0	少数股东权益	94	106	123	148
其他	-723	-196	-196	-196	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>18076</b>	<b>18554</b>	<b>20794</b>	<b>21642</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-987</b>	<b>-342</b>	<b>-196</b>	<b>-196</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-828</b>	<b>-794</b>	<b>825</b>	<b>282</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业  
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,百傲化学,华光新材,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,和邦生物,广汇能源,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,华锦股份,聚合顺,松井股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。