

信用等级公告

联合[2015]063号

东华能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对东华能源股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

东华能源股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

东华能源股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任： 

二零一五年九月 七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

东华能源股份有限公司

2015 年公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：本次发行总额为不超过 12 亿元，
其中本期发行规模为 5.5 亿元

债券期限：5 年

评级时间：2015 年 9 月 7 日

主要财务数据：

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	48.61	76.96	112.99	138.76
所有者权益(亿元)	16.34	19.94	33.31	28.91
长期债务(亿元)	0.55	10.02	25.13	26.02
全部债务(亿元)	31.10	54.56	70.83	89.42
营业收入(亿元)	54.51	93.98	133.14	74.00
净利润(亿元)	0.91	1.26	1.38	0.80
EBITDA(亿元)	3.67	3.82	4.23	--
经营性净现金流(亿元)	4.70	10.15	-3.60	-4.57
营业利润率(%)	5.97	3.55	4.60	2.83%
净资产收益率(%)	7.28	6.94	5.17	2.57%
资产负债率(%)	66.40	74.10	70.52	79.17%
全部债务资本化比率(%)	65.56	73.24	68.02	75.57%
流动比率	1.04	1.02	1.12	0.86
EBITDA 全部债务比	0.12	0.07	0.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.17	2.14	1.45	---
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.31	0.32	0.35	---

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对东华能源股份有限公司（以下简称“公司”或“东华能源”）的评级反映了公司作为华东地区最大的民营进口石油液化气加工生产商、储运商和终端分销商，具有烷烃资源的国际采购、码头仓储及物流和技术研发等竞争优势。公司已着手将业务从传统的 LPG 进口及国际贸易业务向下游深加工拓展，目前已初步形成 LPG 完整的产业链，未来有望提升公司综合竞争力和抗风险能力。

公司 2012 年和 2014 年两次非公开发行增强了公司资本实力，提高了财务稳健性。此外，定向增发的实施有助于解决制约公司丙烯项目产能建设快速发展的资金瓶颈，使公司加快实现业务战略转型。联合评级同时也关注到公司经营业绩直接受液化石油气价格波动影响，存在一定不确定性；公司负债规模不断增加，整体债务负担较重，存在一定的偿债压力等不利因素。

未来，随着公司 LPG 深加工业务项目的建成投产，公司的收入规模将进一步扩大，公司的盈利能力有望进一步提升。综合考虑上述各方面因素，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 目前国内石油液化气行业呈现供不应求的状态，需要依赖进口才能满足国内需求，公司液化气进口规模较大，形成了一定的资源优势。

2. 公司目前已初步形成完整的 LPG 进口、销售、深加工的产业链，在华东地区具备较强的竞争优势和较高品牌知名度。

3. 公司作为华东地区最大的进口石油液化气加工生产商、储运商和终端分销商，具有烷烃资源的国际采购、码头仓储及物流和技术研发等方面的竞争优势。

4. 公司 2012 年和 2014 年非公开发行的募集资金投向符合国家产业政策和公司发展的需要，非公开发行的完成提高了公司的资产规模，增强了财务稳健性。

关注

1. 公司经营业绩直接受液化石油气价格波动影响，存在一定不确定性。

2. 公司负债规模不断增加，整体债务负担较重，存在一定的偿债压力。

3. 公司以国际贸易为主的经营模式面临潜在的人民币汇率波动，对公司未来运营带来一定的汇兑风险等。

4. 公司延伸产业链，拓展液化石油气深加工业务，其项目投资规模较大，若项目投产后市场不如预期，则存在一定的转型风险。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与东华能源股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与东华能源股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因东华能源股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由东华能源股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

东华能源股份有限公司（以下简称“公司”或“东华能源”）前身为张家港东华优尼科能源有限公司（以下简称“东华优尼科”）。1996年3月28日，经江苏省张家港保税区管委会《关于中外合资“张家港东华优尼科能源有限公司”〈合同〉〈章程〉的批复》（张保经（96）第24号）批准，张家港保税区经济发展公司（以下简称“经济发展公司”）、中国国际信托投资（香港集团）有限公司、联合油国际有限公司共同投资设立了张家港东华优尼科能源有限公司。东华优尼科总投资为2,500万美元，注册资本为1,500万美元，各股东的出资比例分别为5%、65%、30%。2007年1月，东华优尼科全体股东签订了《发起人协议书》，一致同意以截至2006年12月31日经审计的净资产166,396,648.82元为基准，按1:0.9976的比例折为16,600万股，将东华优尼科整体变更为股份公司。股份公司成立后，公司股东分别为东华石油、优尼科长江、江苏欣桥、南京汇众杰和镇江协凯，持股比例分别为49%、22%、20%、4.5%和4.5%。2008年1月，中国证监会出具“证监许可[2008]188号”文，批准公司向社会公众公开发行5,600万股人民币普通股。2008年3月，公司公开发行的股票在深圳证券交易所上市，股票代码：002221。

经过股权激励、资本公积金转增股本及非公开发行股票等多次股权变更，截至2015年6月底，公司股本合计69,234.62万股，控股股东东华石油（长江）有限公司持有公司16,268万股，持股比例为23.50%；周一峰女士持有马森企业有限公司和优尼科长江有限公司各60%的股权，此外还直接持有公司11.02%的股权，因此周一峰女士可以控制或影响公司共计44.00%的股权，为公司的实际控制人。

公司主要经营范围：许可经营项目：生产低温常压液化石油气；储存化工产品（甲醇、正丙醇、异丙醇、正丁醇、异丁醇、甲苯、二甲苯、邻二甲苯、对二甲苯、苯乙烯、丙烷、丁烷）；为船舶提供码头设施服务；在港区内提供货物装卸、仓储、物流服务。一般经营项目：化工产品的转口贸易、批发、进出口及佣金代理（在商务部门批准的范围内经营），公司自产产品的售后服务。

截至2014年底，公司本部下设LPG国际事业部、LPG国内事业部、终端事业部、安全生产管理中心、投资发展中心、财务管理中心、研发中心、人事行政部共8个职能部门（详见附件1-1）。截至2014年底，公司拥有在职员工876人。

截至2014年底，公司合并资产总额1,129,914.29万元，负债总额796,821.20万元，所有者权益（含少数股东权益）333,093.09万元。2014年，公司实现营业收入1,331,425.57万元，净利润（含少数股东损益）13,773.77万元；经营活动产生的现金流量净额-35,959.35万元，现金及现金等价物净增加额20,902.79万元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额1,387,594.65万元，负债总额1,098,516.95万元，所有者权益（含少数股东权益）289,077.69万元。2015年1~6月，公司实现营业收入739,958.39万元，净利润（含少数股东损益）8,006.04万元；经营活动产生的现金流量净额-45,702.90万元，现金及现金等价物净增加额-21,869.38万元。

公司注册地址：张家港保税区出口加工区东华路668号；法定代表人：周一峰。

二、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“东华能源股份有限公司 2015 年公司债券”，本次发行的公司债券期限为不超过 5 年（含 5 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券发行总额为不超过 12 亿元，其中首期发行规模 6 亿元已于 2015 年 8 月 14 日完成发行，本期发行规模为 5.5 亿元。

本次债券票面利率由发行人与主承销商根据询价结果协商确定，在本次债券存续期内前 3 年固定不变；在本次债券存续期的第 3 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加上或减去调整基点，在债券存续期后 2 年固定不变。

2. 本次债券募集资金用途

公司拟募集不超过 12 亿元资金用于偿还公司债务、优化公司债务结构、补充流动资金。

三、行业分析

公司目前已经初步形成液化气（以下简称“LPG”）进口、复出口（国际贸易）、化工仓储、汽车加气、LPG 深加工一条龙的完整产业链。公司所处行业为 LPG 进口和深加工行业。以页岩气、油田伴生气加工生产的进口液化气的原料（丙烷、丁烷）主要从国外进口，与国产液化气在来源、品质、应用、市场和客户等方面有相当大差异。本报告将以进口的油田伴生气产生的丙烷、丁烷为原料加工生产液化石油气的行业及相应市场单独称为进口液化气行业，以区别于国产液化气行业。

1. 行业概况

进口液化气与国产液化气的主要区别在于进口液化气原料来源于油田伴生气，其纯度高、热值高、杂质少，可作为高品质工业燃气及汽车燃料、化工原料；而国产液化气是石油炼制过程中产生的副产品，是一种混合气体，杂质含量较高，大部分用于民用燃气及对燃气品质要求不高的场合，无法用于高品质工业燃气、汽车加气及化工原料等用途。

液化气英文名称 liquefied petroleum gas，简称 LPG，是一种易燃物质，空气中含量达到一定浓度范围时，遇明火即爆炸。1 立方米液化石油气完全燃烧需要 30 立方米的空气助燃，爆炸极限为 1.5%-9.5%（对空气体积比），属易燃易爆品。液化石油气无色无味，气态的液化石油气密度大于空气，泄漏后容易沉积在低洼处，为了易于察觉泄漏，有时需在液化石油气产品中添加特殊臭味。进口液化气是原油开采过程中的伴生气体丙烷、丁烷，经过加压、降温、液化、配比加工后得到的产品，是一种高热效、低污染或无污染的优质燃料，也是一种重要化工原料。

进口液化气主要有三大领域：高品质工业燃气、汽车燃气、化工原料。进口液化气用作高品质工业燃气，是其传统用途；汽车加气在发达国家已大规模应用，在我国随着国家“节能减排”政策的落实、原油和成品油价格的国际接轨、燃油税的开征等一系列措施的实施，正面临新一轮快速发展的机遇，并将逐渐形成一个与现有工业燃气市场规模相当的较大新兴市场；化工原料用途随着美国页岩气革命的爆发，已成为进口液化气潜在的、未来将产生较大需求量的应用领域。

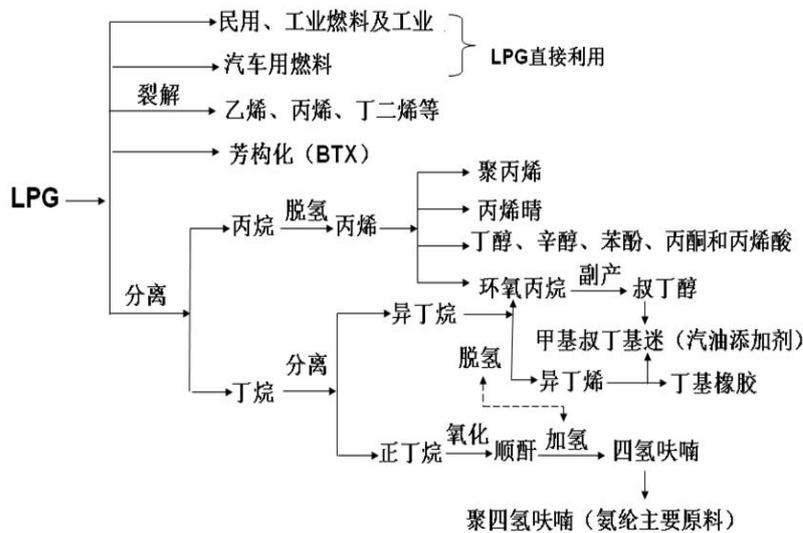
2、市场供求

市场需求

进口液化气主要用于三大领域：化工原料、汽车燃气、工业燃气。进口液化气在国外被广泛地用作化工原料，在国内该应用领域正处于快速扩张与普及的阶段，是未来进口液化气行业增长的主要驱动力；汽车加气在发达国家已大规模应用，在我国随着国家“节能减排”政策的落实、原油和成品油价格的国际接轨、燃油税的开征等一系列措施的实施，正面临新一轮快速发展的机遇；用于工业燃气是进口液化气的传统用途。

以油田伴生气为原料的液化石油气具有相当高的纯度，可以作为化工原料，用于生产塑料、合成橡胶、合成纤维及生产医药、炸药、染料等产品的上游中间产品。以液化气主要成分丙烷和丁烷为上游产品的化工产业链相当成熟，其下游产品种类多样。

图 1 LPG 产业链示意图



资料来源：公司提供

据中石化统计，到 2015 年底将有 9 个项目合计 599 万吨的丙烷脱氢能力建成投产，如果全部按期投产，将新增进口丙烷需求超过 700 万吨。而根据费氏能源的数据，2014 年、2015 年，中国还将有共计 300 万吨/年的 PDH 产能释放，这将对作为化工原料的 LPG 形成强有力的需求支撑。

表 1 截至 2013 年底中国主要丙烷脱氢项目一览（单位：万吨/年）

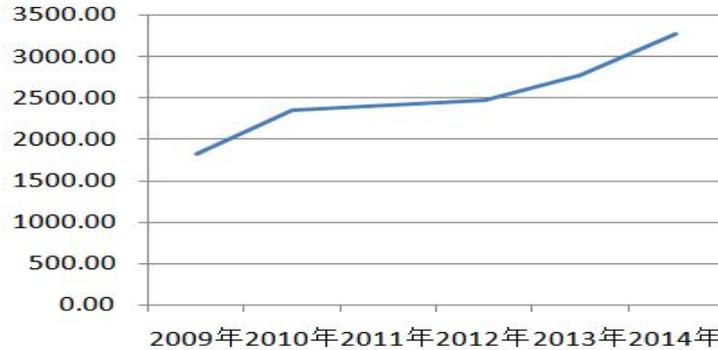
公司	地点	项目预计规模	丙烷预计需求量
天津渤化	天津	60	72
三圆石化	浙江绍兴	45	54
东华能源	江苏张家港	66	79.2
卫星石化	浙江嘉兴	45	54
海越股份	浙江宁波	60	72
东华能源	浙江宁波	66	79.2
烟台万华	山东烟台	75	90
中国软包装	福建莆田	66	79.2
长江天然气化工	江苏南通	65	78
海力化工	江苏盐城	51	61.2
合计		599	718.8

资料来源：中国石化

从数据上看，2009 年我国 LPG 表观消费量为 1,820.69 万吨，2014 年为 3,272.08 万吨，五年

年均增长率为 12.44%。目前我国液化气消费中，66.6%用于民用方面，用于化工和运输的消费分别只有 5%和 2.7%，而全球液化气消费结构中，用于化工的消费占比达到 27.5%，用于运输的消费也达到 9%。可以预见的是，未来用于化工原料的 LPG 消费增长空间将非常显著。

图 2 中国 LPG 表观消费量（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

市场供给

从国内进口液化气市场来看，2013 年之前我国进口液化气将近 80%来自中东地区，2010 年前沙特阿拉伯曾是中国进口液化气的最大供应国，而现在位居前列的是阿联酋和卡塔尔，沙特退居第三。2013 年我国液化气进口来源特别引人注目的是来自中东和亚太地区以外的进口量大增，主要是来自美国的液化气进口量由 2012 年的零万吨变为 11 万多吨。

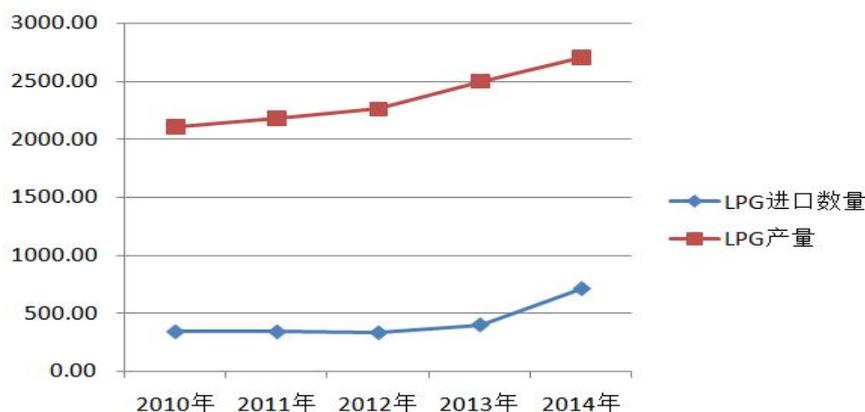
2013 年，由于伊朗的出口量减少，整个中东地区的 LPG 出口量下降；而随着美国页岩气革命带来的 LPG 资源的大量产出，美国在 LPG 贸易中迅速崛起，据 EIA 的预测，美国 LPG 的潜在出口需求高达 1,000 万吨，而且在未来数年内还将持续增长，到 2020 年美国 LPG 的实际出口量有望达到 2,000 万吨。

此外，由于 LPG 贸易需求的增长，LPG 承运商开始大量订购新船。据海运动态分析机构克拉克森（CLARKSON）统计，截至 2014 年 3 月，LPG 运输船合同达到历史高点，金额超过 1.3 亿美元。克拉克森分析指出，新船订单将在两年后形成实际运力。数据显示，随着新船订单的逐渐交付，2014 年 LPG 船运市场增长将达到 10%，而 2015 年将增加 12%。在运力的绝对量方面，预计到 2015 年时新增的 LPG 潜在贸易能力将达到 4,000 万吨/年，比 2012 年全球 LPG 实际贸易量增长 50%以上。

从数据上看，2010 年我国 LPG 产量为 2,109.60 万吨，2014 年产量为 2,705.76 万吨，复合增长率为 6.42%；2010 年我国 LPG 进口量为 341.40 万吨，2014 年进口量为 710.14 万吨，复合增长率为 20.09%。未来随着页岩气的逐步推广，我国化工、汽车等行业对进口液化气的需求增加，进口量仍将有所扩大。

从液化气价格来看，根据卓创资讯的数据，2014 年上半年直到 2014 年 10 月份，液化气价格指数一直维持在 1,200 点附近，2014 年 10 月至 2014 年底猛跌至 600 点附近，2015 年以来有所回升，但总体呈波动状态。

图3 2010~2014年中国LPG进口量和产量



资料来源: Wind 资讯

3、行业竞争

行业集中度

进口液化气行业的集中度极高,2012年,中国前十家公司的LPG码头进口量占整个进口液化气市场份额的99%。根据广东油气商会公布的统计数据,2012年度,公司液化气进口量为432,102吨,在全国范围内居第三,占进口液化气行业全国市场份额的13%。

进口液化气市场排名靠前的公司基本位于珠江三角洲地区,由于这一地域国产液化气产量较小,其消费主要依赖于进口,因此,这一地区集中了较多的进口液化气经销商。由于运输成本和运输条件的限制,液化气进口以一定范围内的地域性经营为特征,华南地区的进口液化气与华东地区不构成直接竞争关系。公司进口量在华东地区位居第一,是华东地区最大的进口液化气供应商。

表2 2012年中国LPG码头进口量排名

序号	公司名称	进口量(吨)	市场份额
1	新海能源(珠海)有限公司	650,662	20%
2	珠海碧辟液化石油气有限公司(现珠海龙华石油化工有限公司)	548,366	16%
3	张家港东华能源股份有限公司	432,102	13%
4	深圳华安液化石油气有限公司	345,957	10%
5	潮州市欧华能源有限公司	298,099	9%
6	东莞市九丰能源有限公司	273,315	8%
7	中国燃气	231,541	7%
8	上海金地石化有限公司	216,881	7%
9	广西天盛港务有限公司	186,094	6%
10	巴斯夫化工有限公司	105,594	3%
合计		3,288,611	99%

资料来源: 广东油气商会

行业进入的主要障碍

国际贸易资格壁垒

液化石油气的国际交易,形成了一种类似于“俱乐部交易”的格局,国际供应商往往不愿意与没有交易记录的公司进行类似的大宗交易,对新进入公司设置了较高的进入门槛和限制条件,因此,新的投资者一般难以进行液化石油气的国际采购。

码头条件壁垒

液化气一级库通常拥有交通便捷、能停泊大型液化石油气冷冻运输船的液化气专用装卸码头。目前我国对内陆河道的码头、尤其是危险品码头的新建审批非常严格，要建设一个达到相当规模，能够满足经营的需要且与市场结合比较紧密的地处经济发达地区的码头已经非常困难且费时很久。码头资源的稀缺性形成了进入本行业的另一个障碍。

安全生产管理壁垒

液化石油气作为高危险性的易燃易爆品，其进口、生产、仓储、运输过程对安全要求极为严格，没有一套完整的安全管理制度所带来的安全隐患将无法估量。任何液化气经营企业都无法承受一起重大安全事故，安全生产对于一个液化气经营企业而言是超越其他经营目标的头等大事。国内目前对一级库的经营管理经验比较缺乏，对于潜在的进入者而言，直接引进国际能源企业的管理制度与管理经验的操作难度比较大，且将面临学习和适应引进制度过程中带来的安全风险。安全管理所需的配套管理团队由于专业性较强，在引进或培养方面的难度也较大。安全管理制度、经验的缺乏和由之带来的安全风险形成了进入本行业的较大障碍。

4、行业政策

液化气属于易燃易爆的高等级危险品。1997年12月建设部颁布《城市燃气管理办法》，对城市燃气生产经营准入作出了的严格规定；根据2002年施行的《中华人民共和国安全生产法》制定的《安全生产许可证条例》对危险品生产经营作了严格控制和管理的相关规定；2005年3月江苏省实施的《江苏省燃气管理条例》对江苏省液化气生产、经营准入作出了相应具体规定。

2006年3月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》明确提出了油气并举、优化发展能源工业、加快发展石油天然气、扩大境外油气资源合作开发等发展燃气行业的战略规划。

2011年3月《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》（以下简称《“十二五”纲要》）中明确提出要坚持节约优先、立足国内、多元发展、保护环境，加强国际互利合作，调整优化能源结构，构建安全、稳定、经济、清洁的现代能源产业体系，推进能源多元清洁发展，优化能源开发布局等战略规划。《“十二五”纲要》同时提出“十二五”期间节能减排的工作目标，包括单位国内生产总值能源消耗降低16%，单位国内生产总值二氧化碳排放降低17%。主要污染物排放总量显著减少，化学需氧量、二氧化硫排放分别减少8%，氨氮、氮氧化物排放分别减少10%。

根据国家《能源发展“十二五”规划》指导意见，大力发展进口液化气行业，不但能够促进我国能源结构优化调整，实现机制改革，同时也符合国家鼓励能源进口，保证国内市场供应的发展战略。因此，公司从国外进口清洁能源液化气并在国内对其综合利用，不仅有利于弥补我国能源资源产品的短缺，而且推动了环境保护和可持续发展，将受到国家产业政策的大力支持。

5、行业关注

国产液化气和天然气对进口液化气的替代制约

国产液化气和天然气对进口液化气的部分替代是进口液化气行业的主要不利因素。近年来，随着国内各大炼厂扩容增产，国产液化气产量大增。尽管国产液化气杂质含量较高，但因其价格优势，部分原使用进口液化气的对燃烧品质要求不高的用户改用国产气，从而使进口液化气经营企业受到一定影响。同时，受到“西气东输”的影响，进口液化气行业在工业燃气市场的扩张也受

到压制，部分进口液化气工业客户改用天然气，进而减缓了进口液化气市场的增长速度。

进口液化气价格与国际原油价格联动，且具有季节性特征

进口液化气中长期价格受国际原油价格波动影响较大，但随着页岩气开发利用的逐步推广，长期而言与原油的联动效应将有所减弱；液化气短期价格则受到季节性供求关系的影响，因此具有明显的季节性波动，一般冬季温度低、下游需求大，价格高；夏秋温度高、下游需求少，价格低。随着进口液化气化工用途的开拓以及应用规模的扩大，因化工生产对原料连续性和稳定性供应的需求，进口液化气价格波动季节性特性将会有所下降。

安全要求高，需经多部门联合严格审查和批准

液化气作为易燃易爆的高等级危险品，为确保安全生产，国家在投资建设审批管理等方面非常严格。对于液化石油气仓储设施的建设，除正常的项目投资审批程序外，还必须经过消防、安监、燃管、锅检、技监等部门的严格审查和批准。如果行业内的企业发生液化气安全事故，对其盈利能力和品牌声誉将是一个沉重的打击。

总体看，进口液化气行业受到国产液化气和天然气的制约威胁，价格波动较大，在消防、安监等方面受到有关部门的严格审查和批准。

6、未来发展

下游需求的扩大有利于持续提升进口 LPG 的需求

我国大气污染大城市中汽车排放尾气为大气的主要污染源之一，发展燃气汽车是解决城市汽车尾气，实现“节能减排”目标的有效途径之一。以 LPG 作为车用替代燃料的研究始于二次大战后，经过几十年的发展，LPG 汽车行业颇具规模。一些世界的知名的汽车公司如福特、通用、丰田、日产、大众、菲亚特、沃尔沃等都加入了开发行列均可按客户要求生产单燃料或双燃料 LPG 汽车。我国的 LPG 燃气汽车市场开始形成并以较高速度发展，对进口 LPG 需求是一个持续有力的推动。

乙烯、丙烯作为石油化工行业基础上游产品，其需求量也随着我国经济总量的扩大而大幅增长，并且目前仍处于供不应求的状况。国际石油价格在 2014 年全年大幅下跌后，未来大概率走势会重新上升。随着石油价格的走高，石化产品的基础原材料石脑油的供应将日趋紧张且成本越来越昂贵，而进口液化气作为石脑油的有益补充用来生产乙烯的经济性已经十分明显。目前，多家乙烯厂已经或正积极计划改造使用进口丙烷作为石脑油生产乙烯的有益补充，这些厂家对进口丙烷的需求将出现跳跃增长，从而对进口液化气行业产生比较大的正面影响。

节能环保标准的严格、清洁能源的强制使用也会持续提升进口 LPG 的需求

随着我国经济社会可持续发展战略的提出，国家对环境保护日益重视。国家在《“十二五”纲要》中提出“坚持节约优先、立足国内、多元发展、保护环境，加强国际互利合作，调整优化能源结构，构建安全、稳定、经济、清洁的现代能源产业体系”。进口液化气在燃烧过程中低排放，几乎不产生污染物，以进口液化气替代其他产生较高污染的能源可以有效减轻城市大气污染，保护生态环境。在经济发展与“节能减排”并举的大背景下，进口液化气等清洁能源的应用将不断推广，这将给进口液化气行业带来持续的需求增长。

总体看，下游需求的扩大和节能环保要求的提升使得进口 LPG 的需求持续增加。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司为华东地区最大的进口石油液化气加工生产商、储运商和终端分销商

公司顺应能源利用从“重石油”向“轻石油”时代发展的趋势，以来源于页岩气、油田伴生气的高纯度丙烷和丁烷等资源为基础，以新材料为导向，依托公司掌握的国际资源、国际物流以及储运基地优势，通过与国际大型石化研究机构的全面合作，运用国际先进的节能环保技术，大力投资发展“轻石油”产业，发展成为国际一流的烷烃资源综合运营商。

公司目前是华东地区最大的进口石油液化气加工生产商、储运商和终端分销商，在江苏、上海、浙江等地进口液化气供应领域拥有较强的竞争优势；同时，公司还大力发展国际贸易业务，产品销售范围覆盖日本、韩国、越南、马来西亚等亚太地区。2012~2014年9月，公司液化石油气进口数量除去转口贸易部分，进口数量分别为53.80万吨、75.27万吨和75.14万吨。从LPG销售的市场份额来看，公司在华东地区排名第一，全国处于行业领先地位。

烷烃资源的国际采购优势

液化石油气国际贸易目前已经形成一种类似于“俱乐部交易”的格局，只有具有良好资信和交易记录的经销商才能成为“俱乐部交易”成员。公司长期从事丙烷、丁烷的国际贸易和进口分销业务，建立了一支专业化的国际业务团队，赢得了优良的信用记录，成为液化石油气国际交易市场上具有良好声誉的“俱乐部交易”成员。国际采购的渠道优势一方面可以使公司在国际采购环节上享受多种便利，有效降低采购成本；另一方面使得潜在竞争者难以在上游环节与公司展开竞争。此外，公司在大力发展新材料产业的战略目标下，一是通过长约锁定等方式，逐步加大国际资源的锁定数量，尤其是北美的页岩气资源，将优质、廉价资源与国内市场的增长相结合；二是公司将在现已锁定的资源基础上，进一步拓展北美、澳大利亚等地区新增产能的锁定；三是大力拓展国际贸易和成本锁定业务，通过期现结合、船贸结合等方式，不断提升公司在亚太区域LPG国际贸易的定价话语权，进一步巩固公司在成本控制方面的竞争优势。

仓储及物流优势

公司拥有分别位于张家港、太仓和宁波的三大生产仓储基地，液化气储存容积合计达62.8万立方米，液化气最大产能合计达320万吨/年。公司仓储规模大，第一可以利用大库容的优势，在LPG价格低位时进行了大规模的囤货，在价格高位时则可以采取“滚动销售”的模式，这种进货-销货模式有助于提升公司的盈利能力；第二有助于公司开展复出口业务，例如公司在2013年12月份，就充分利用国际市场丁烷稀缺的有利机会，密集出货，获取了丰厚的收益；第三是大规模的采购也有助于提升公司在国际市场上采购LPG的话语权和参与力度。

公司的宁波库区濒临国际深水航道，具备“第一港”整船装卸条件。进口LPG目前主要来源于中东、北非等地区，其运输工具以5万吨级专用冷冻船为主。而普通港口码头由于航道、水深条件和自身库容能力的限制，不具备5万吨级整船接卸条件，所有货物必须在具备“第一港”条件的码头部分卸货，然后再分散运输。此外，对于丙烷制丙烯等化工项目而言，为了保证其连续的原料供应，最宜采取长期合约和整船采购的模式，因此要求具备濒临国际深水航道“第一港”整船装卸的海港码头和足够的仓储设施能力等条件，而公司宁波库区是国内为数不多的同时具备“第一港”条件和足够库容能力的库区，公司的竞争优势凸显。

2. 技术和装备优势

公司在 2013 年就成立研发中心对聚丙烯、聚丙烯下游新材料应用等方向开展了大量研究。同时,公司主要生产设备全部从国外进口,并与美国 UOP、陶氏化学(DOW CHEMICAL COMPANY)、英力士科技有限公司(INEOS TECHNOLOGY CO.LTD)、霍尼韦尔国际(HONEYWELL INTERNATIONAL) 等公司进行技术合作,在国内具备较强的技术竞争优势。

库区方面,公司张家港库区配套建设 31,000 立方米低温常压液化石油气储罐 2 个, 1,000 立方米液化石油气压力球罐 2 个; 46 座共 20 万立方米的化工仓储储罐和配套设施; 8 车位高纯度液化石油气(LPG)槽车装车站和 16 车位液体化工品装车站各 1 个。太仓库区有丙烷冷冻罐 1 座、丁烷冷冻罐 1 座; 卸船船臂 4 架、装船臂 1 套、丙烷装料泵 2 台、丁烷装料泵 3 台、丙烷冷却循环泵 2 台、丁烷冷却循环泵 2 台、丙烷风机 1 台、丁烷风机 1 台; 丙烷加热器 2 套、丙烷冷凝器 2 套、丁烷冷凝器 1 套, 丙烷压缩机 3 套; 常温高纯度液化石油气(LPG)球罐 6 座、装车烃泵 12 台、装卸槽车位 7 个; 以及由 3 个常温卧罐和气瓶充装系统组成的气瓶充装站 1 座。宁波库区在地下 65m 和 125m 处,建有丙烷和丁烷两个各为 25 万立方米的储库,其中,每个储库分别由几条高度达 22m,宽 20m,长度达 200 多米的岩洞组成,且配备了 4 个丙烷加热炉和 1 个丁烷加热炉; 6 个装车位、4 个卸车位及 1 个超装卸车位的槽车装车区。

总体看,公司具备一定的技术和装备优势。

3. 人员素质

公司现有董事会成员 7 人,其中独立董事 3 人;监事会成员 3 人,其中职工监事 1 名;公司高级管理层成员 6 人,其中总经理 1 人,副总经理 3 人,财务总监 1 人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作经验多年,行业经验丰富。

周一峰女士,1978 年 7 月出生,中国国籍,无境外永久居留权,北京中医药大学毕业。现任 FBC 投资有限公司、马森企业有限公司、优尼科长江有限公司及东华石油(长江)有限公司执行董事,福基投资有限公司、宁波百地年液化石油气有限公司及东华能源股份有限公司董事长。

魏光明先生,1973 年 9 月出生,中国国籍,无境外永久居留权,上海财经大学毕业,硕士研究生。历任部属南京邮电通信企业总账会计、财务主任,部属南京鸿兴达地产财务部经理,部属南京鸿兴达集团财务总监兼投资发展部总经理,上海上证报业有限公司副总经理、财务总监、东华能源股份有限公司财务总监等。现任东华能源股份有限公司总经理。

截至 2014 年底,公司拥有在职员工 876 人,其中生产人员占 62.00%,销售人员占 4.40%,财务人员占 8.80%,工程技术人员占 7.40%,行政及其他人员占 17.40%。从人员学历结构看,硕士及以上学历人员占 2.54%,本科学历人员占 18.26%,专科学历人员占 31.80%,高中及以下学历人员占 47.40%。

2014 年 5 月 8 日,公司召开第三届董事会第九次会议和第三届监事会第八次会议,审议通过了《关于调整股票期权激励计划授予对象和授予数量的议案》和《关于向股票期权激励计划激励对象授予股票期权的议案》。经调整,本次激励计划拟向激励对象授予股票期权总计 1,484 万份,涉及的标的股票种类为人民币 A 股普通股,约占本激励计划签署时公司股本总额 586,346,184 股的 2.531%。其中,首次授予股票期权 1,344 万份,约占本激励计划签署时公司股本总额的 2.292%;预留 140 万份,占本激励计划拟授予权益数量的 9.434%,约占本计划签署时公司股本总额的 0.239%。股票期权激励计划首次授予日为 2014 年 5 月 8 日。激励计划涉及人员包括:公司董事、高级管理人员、公司中层管理人员和公司核心业务(技术)人员。此次激励计划有利于促进公司

建立、健全激励约束机制，充分调动公司高层管理人员及员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

总体看，公司高级管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验；员工人员构成符合业务经营需求。

4. 外部环境

公司总部位于江苏省南京市，江苏省的经济发展状况对公司的经营具有重要影响。

江苏省地处长江下游地区，是中国东部地区重要的交通枢纽。全省海岸线长 954 公里，长江横穿东西 425 公里。江苏省所在的长江三角洲地区是中国经济最为发达和活跃的区域，其正位于“T”字型生产力分布的结合部，是上海对内地区域辐射的必经之地。

江苏省内公路和水路体系完善，铁路和航空体系较发达。公路方面，目前江苏省已初步形成“五纵九横五联”的高速公路骨架网，截至 2014 年末，江苏省公路密度和高速公路密度分别为 154.00 公里/百平方公里和 4.37 公里/百平方公里，整体公路网络建设处于国内前列；水运方面，江苏省沿海及内河港口合计 21 个（连云港、南京等 7 港吞吐量超亿吨），2014 年完成货物吞吐量 22.6 亿吨，位于全国前列；航空方面，江苏省拥有南京禄口国际机场、徐州观音国际机场等 9 个民用机场，机场覆盖密度较高；铁路方面，江苏省内京沪铁路、陇海铁路两条铁路干线经过境内，其中南京、徐州是重要的铁路枢纽。根据江苏省交通运输“十二五”发展规划，到 2015 年基本形成纵贯南北、横贯东西的“四纵四横”综合交通大通道，届时江苏省水陆空综合交通运输体系有望进一步完善。

近年来江苏省经济持续、平稳增长，2002~2013 年江苏省地区生产总值年均增速为 12.74%，高于全国 GDP 平均增速 2.60 个百分点；固定资产投资年均增长率达 22.75%，社会消费品零售总额年均增长率达 16.77%，进出口总额年均增长率达 23.66%，均处于全国较好水平。值得关注的是，受宏观经济和结构调整等因素影响，2014 年江苏地区生产总值增速有所放缓，为 8.7%，仍比全国水平高 1.3 个百分点。从经济结构看，近年来江苏省经济结构不断优化，第三产业占比持续小幅上升，三次产业结构比例由 2002 年的 10.47:52.84:36.69 调整至 2014 年 5.6:47.7:46.7，江苏省二、三产业发展较为均衡。

总体看，公司所处的江苏省区域经济较为发达，交通便利，为公司发展提供了良好的外部环境。长三角地区经济发展较好，能源需求量巨大，对公司的液化石油气销售业务是一个显著优势。

五、公司管理

1. 公司治理

公司建立了健全的组织机构，根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层“三会一层”的法人治理结构，制定了相应的议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。三会一层各司其职、规范运作。

董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会，对于重大事项提请专门委员会专题调研、讨论后，提交董事会审议，提高了董事会决策的科学性和有效性。公司聘任的三名独立董事，具有财务和管理方面的专业背景，依据《独立董事制度》履行职责，有利于公司规范化运作和内控制度的执行。

同时，公司制定了一系列的公司治理制度，主要体现在上市公司规范运作和日常经营管理两

个方面：

第一，通过《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《经理工作细则》等，对公司的各决策层的决策权限等进行了明确的界定；《关联交易管理办法》、《对外担保管理制度》等制度就各决策层对重大投资（包括资产出售、转让、收购等）、担保、融资等权限进行了划分。公司上市后，根据中国证监会的相关规定，对上述治理制度进行了修订和完善，并补充制定了《独立董事年报工作制度》、《董事会审计委员会对年度财务报告审议工作规程》、《年报信息披露重大差错责任追究制度》、《信息披露管理制度》、《内幕信息知情人登记管理制度》、《董事、监事和高级管理人员持股变动管理制度》等，以保证公司规范运作，促进公司健康发展。2012年修订了《公司章程》，对涉及公司利润分配的内容进行了完善，进一步增强了公司现金分红的透明度，便于投资者形成稳定的回报预期，切实保护中小股东的利益。

第二，公司根据自身专业系统的特点和业务需要，制定了涵盖产品销售（如市场开发、客户资信评估、合同评审、业务承接、货款回笼等）、生产管理（如排产标准、现场管理、操作规程、自检标准、技术档案等）、材料采购（如合格供方绩效考评、供方选择与评价、供方资料收集与管理、采购控制、货款办理程序等）、人力资源（如人事管理、培训管理、人员编制与工资、企业文化建设等）、行政管理（公文处理、会议记录、来人接待、安全卫生、档案管理等）、财务管理等整个生产经营过程的一系列制度，和OMS操作规程，确保各项工作都有章可循。此外，发行人在公司基本制度的基础上，制定了《液化石油气成本锁定业务管理制度》、《远期外汇交易业务管理制度》、《重大交易决策规则》、《风险投资管理制度》等专项制度，形成了较为完善和健全的内部管理制度体系。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司本部下设LPG国际事业部、LPG国内事业部、终端事业部、安全生产管理中心、投资发展中心、财务管理中心、研发中心、人事行政部共8个职能部门（详见附件1-1）。公司各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

公司有较为完善的制度，包括了《控股子公司管理办法》、《关联交易管理办法》、《对外担保管理制度》、《募集资金管理制度》、《重大交易决策规则》、《信息披露管理制度》、《内幕信息知情人登记管理制度》、《液化石油气成本锁定业务管理制度》等，建立了完善的内部约束机制和责任追究机制，各事项有明确的责任人，能够杜绝越权决策或不履行内部决策程序的情况。公司各项管理制度建立之后，均得到有效地贯彻执行，同时，公司定期进行检查、评估和及时的修订完善，对公司的经营起到了重要的指导、规范、控制和监督作用。

公司及所属子公司在材料采购、产品生产、销售收入确认、成本费用发生与归集、筹资、付款等环节均制定了较为明确的审批制度及会计处理方法，并在日常会计核算工作中得到了较好的推行，拟定了一系列制度办法，如《资金管理制度》、《在建工程管理程序》、《预算管理程序》、《银行保函及对外担保程序》、《加气站财务管理制度》、《固定资产管理程序》、《公司财务部权限分配表》、《费用报销制度》、《存货库存盘点规定》、《出纳现金收支作业程序》、《出差管理规定》、《不相容岗位职责分离的内部控制》等，对采购、生产、销售、财务管理等各个环节进行有效控制，确保会计凭证、核算与记录及其数据的准确性、可靠性和安全性。公司制订

了会计电算化系统的内部控制制度，坚持按照明确分工、相互独立、互相牵制、相互制约的安全管理原则，不断加强内部控制，充分发挥会计电算化、成本物流系统的高效性及准确性，为本公司生产经营决策提供完整及时准确的财务信息

对子公司管理方面，公司通过向全资及控股子公司委派董事、监事及重要高级管理人员加强对其的管理，并制定《控股子公司管理办法》，对控股子公司的运作、人事、财务、资金、担保、投资、信息、奖惩、内审等作了明确的规定和权限范围。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理办法》，对关联方和关联交易、关联交易的审批权限和决策程序等作了明确的规定，规范与关联方的交易行为，力求遵循诚实信用、公正、公平、公开的原则，保护公司及中小股东的利益。

对外担保方面，公司《对外担保管理制度》对公司发生对外担保行为时的对外担保对象、审批权限和决策程序、安全措施等作了详细规定，并明确规定：公司对外担保应当取得出席董事会会议的 2/3 以上董事同意并经全体独立董事 2/3 以上同意，或者经股东大会批准。未经董事会或股东大会批准，公司不得对外提供担保。

信息披露方面，公司建立了《信息披露管理制度》、《内幕信息知情人登记管理制度》，对内幕信息知情人按照交易所的要求及时给予登记和备案，从信息披露机构和人员、信披文件、事务管理、披露程序、信息报告、保密措施、档案管理、责任追究等方面作了详细规定。在投资者关系管理方面，公司董事会秘书作为投资者关系管理的负责人，组织并实施了各报告期内的投资者关系管理工作。公司通过业绩说明会、电话和网络、接待机构投资者来访、参加机构投资者的策略报告会、电话沟通会等方式与投资者、证券投资机构保持良好的沟通，通过多样化的沟通渠道让投资者能更好地了解公司的日常经营和发展动态，更好的保护中小投资者的利益。

LPG 期货交易投资方面，公司已按照相关要求建立了《液化石油气成本锁定业务管理制度》，在制度中对期货操作授权管理、风险管理、保值交易管理、结算管理、资金管理、市场信息与分析、保密管理等方面均作了明确的规定；通过交易锁定成本和利润,有利于规避和减少由于价格大幅度波动带来的生产经营风险。

总体来看，公司内部管理机制健全，财务内控制度规范，整体管理风险相对较小。

六、经营分析

1. 经营概况

公司致力于利用国际油气资源，为国内经济发展服务，成为节能环保能源的综合运营商。公司目前围绕LPG核心业务，不断实施产业升级，延伸产业链条，已经初步形成集燃气供应、国际贸易、化工仓储、汽车加气、LPG深加工等为一体的业务架构。

2012年~2014年，公司营业收入和净利润的复合增长率分别为56.29%和22.98%，总体呈增长趋势，主要是公司近年来LPG的国际贸易量大幅增加所致。2014年公司实现营业收入1,331,425.57万元（如下图），其中主营业务收入占比高，公司主营业务突出。2014年公司实现净利润13,773.77万元，较上年增长9.50%。鉴于公司实行战略转型由LPG贸易转向同时进行LPG深加工业务，联合评级将关注公司未来主营业务构成的变化情况以及新进LPG深加工业务的盈利情况。

图4 公司近三年营业收入、净利润变动情况（单位：万元）



资料来源：联合评级整理

从公司营业收入的构成和盈利情况来看（下表），2012~2014年，公司液化石油气销售收入规模逐年扩大，2014年该板块实现销售收入达132.51亿元，较上年大幅扩大，主要是公司经营规模扩大，进口液化石油气和销售规模均有所扩大所致。液化石油气销售业务构成目前公司营业收入和利润的主要来源。公司液化石油气销售业务的毛利率近三年呈现波动状态，主要是国际能源竞争激烈导致公司采购成本波动；加之公司通过降价加大国内市场培育力度，同时公司产品品质高于国内同类竞争性产品成本相对较高所致。另外，公司配套开展一些化工仓储服务和汽车燃气设备改装等业务，但该等业务规模很小。2013年公司化工产品销售主要是当年上半年为了配合化工仓储业务开展的辅助业务，此后因多种因素不再进行此类业务。

2015年1~6月，公司液化石油气销售、化工仓储服务、汽车燃气设备改装分别实现收入737,951.38万元、1,428.42万元和37.34万元。

表3 2012~2014年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2012年			2013年			2014年		
	主营收入	占比	毛利率	主营收入	占比	毛利率	主营收入	占比	毛利率
液化石油气销售	54.01	99.15	5.92	87.95	93.60	3.71	132.51	99.66	4.35
化工品销售	-	-	-	5.60	5.96	0.10			
化工仓储服务	0.45	0.83	153.00	0.40	0.43	101.29	0.45	0.34	53.07
汽车燃气设备改装	0.01	0.02	113.39	0.01	0.01	137.96	0.01	0	64.7
合计	54.48	100.00	6.45	93.96	100.00	3.71	132.96	100.00	4.52

资料来源：联合评级整理

从销售区域情况看（如下表），公司国内主要收入来源于江苏、浙江和上海等华东地区，近三年上述地区的收入合计均在30%以上，主要是公司产品的国内销售存在一定的运输半径，而公司的液化石油气仓储基地主要位于华东地区所致。公司液化石油气偏重于国际贸易，下表中的其他地区主要是指日本、韩国、菲律宾、中国香港、越南等亚太地区，近三年其他地区的销售收入占比均在50%以上。

表4 近三年公司主要业务分地区情况（单位：亿元）

分地区	2012年度		2013年度		2014年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
江苏	8.81	16.17%	14.37	15.30%	32.27	24.27%
华东地区（不含江苏）	8.28	15.20%	17.76	18.91%	26.30	19.78%
其他地区	37.38	68.62%	61.82	65.80%	74.40	55.95%
合计	54.48	100.00%	93.96	100.00%	132.96	100.00%

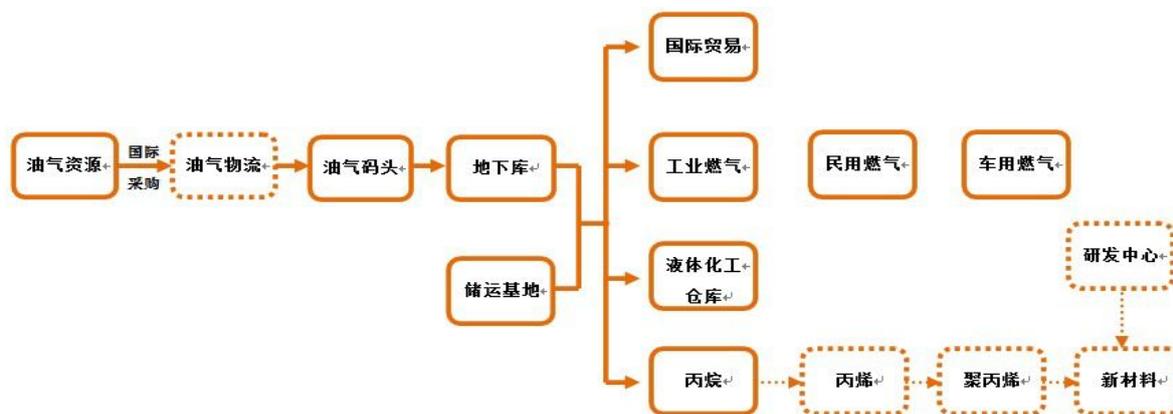
资料来源：联合评级整理

2015年1~6月，公司实现营业收入和净利润分别为739,958.39万元和8,006.04万元，分别较上年同期增长了22.51%和114.89%。

2. 公司业务流程

公司业务由采购进口、海运物流、仓储、生产加工、销售等组成，具体业务流程如下图所示

图5 公司采购业务流程图



资料来源：公司提供

首先，由公司向国际贸易商采购丙烷和丁烷，国际贸易商负责通过进口液化气冷冻船运送至公司专用码头（宁波、张家港、太仓）。进口液化气冷冻船靠泊公司码头后，将低温丙烷和丁烷通过输送管道分别储存到公司地下库、丙烷冷冻储罐和丁烷冷冻储罐内。储存的丙烷和丁烷资源有三种主要用途：一是海外销售，一般出口至亚太区域的日本、韩国、越南、马来西亚等主要消费国；二是国内销售，大多应用于工业和民用燃气、加气站等；三是作为化工原料（目前仅指丙烷），即供给公司正在建设的PDH项目所需原料丙烷。此外，公司还利用张家港基地的区域优势（周边化工产业集聚）和储罐优势开展化工产品仓储业务。

作为燃气用途或化工原料用途的液化气贸易业务，因运输方式的不同其工艺流程有所区别：

①装车销售：使用丙烷装料泵，将低温丙烷经丙烷加热器加热后，输送到丙烷球罐储存；使用丁烷装料泵，输送到丁烷球罐储存。当有装车销售时，根据提单需要的比例，首先用丁烷装车泵在装车站装丁烷，结束后，用丙烷装车泵在装车站装丙烷。装车结束后过磅结算。②装船销售时，根据提单需要的比例，丁烷直接使用丁烷装料泵输送丁烷到码头装船。结束后，丙烷使用丙烷装料泵，将低温丙烷经丙烷加热器加热后，再输送到码头装船。装船结束后，根据装船前后的检尺计量数据结算。③在装车或装船过程中，可根据客户要求在产品中加溴，以产生特殊气味。

为实现安全生产，公司在生产作业方面制定了20多项作业程序，将操作规程和管理制度程序化，以杜绝一切安全隐患，确保生产顺利进行。公司在高等级危险品的生产、操作、仓储、运输等方面具有丰富的管理和操作经验，制定了较完善的生产制度与程序。

总体看，公司目前以液化石油气的国际和国内贸易为主，液化石油气的加工程序简单。未来随着在建项目丙烷脱氢制丙烯项目的建成投产，公司的生产流程及产品工艺将会进一步复杂。

3. 原料采购

公司产品的主要原材料为丙烷、丁烷等液化石油气，目前主要来自中东国家的油田伴生气，同时公司将逐渐加大页岩气、煤层气等其他气源的比例，相应地，公司采购区域扩展到美国、非洲、澳大利亚等地区。此外，公司少量液化石油气采购于国内炼厂，原因在于公司有部分液化气

三级站及汽车加气站与公司主要液化气仓储和生产基地距离较远，运输成本较大，所以公司在其周边地区采购国内炼厂气并在当地零售终端销售。

公司 LPG 国际事业部为采购液化气原料的主要经办部门，在国际液化气采购中主要负责原材料信息收集、采购业务询价、办理内部审批手续和下单签约。国际液化气采购均为大单交易，单笔采购合同平均金额达千万美元以上，而液化气采购、销售价格又呈现波段特征，因此采购时机的把握是确保公司经营业绩的首要因素。在采购时点、采购数量的决策上，公司建立了一套相互约束的采购制度和供销结合的采购体系。公司采购业务的具体流程如附件 1-2。

按照公司《进口液化气采购程序》的规定和实际操作流程，LPG 事业部定期（每周）和不定期（依据市场变化以及销售需要）召开由 LPG 国内/国际事业部和财务管理部门参加的国际采购分析会议，对国际市场价格走势、国内供求、客户需求、公司仓储能力、资金筹措安排、财务控制等进行充分的讨论分析，判断进口液化气销售价格走势，制定采购计划并明确采购意向。由 LPG 国际事业部根据会议纪要向主要供货商进行询价，根据询价结果出具书面采购申请，依次经 LPG 国内/国际事业部、财务总监、总经理会签同意后，由公司总经理书面授权 LPG 国际事业部与供货商签订采购合同。

公司的采购模式主要采用一对一采购模式：即通过询价比价的方式，选择采购条件有利于公司的供货商，并与其签订采购合同的采购模式，其具体流程如下：“建立合格供货商名单→制定采购计划→询价比价→谈判→签订合同”。采用一对一采购模式时，公司规定必须与两家以上的供货商洽谈采购意向，若供应商只有一家，则需在液化气书面采购申请中说明独家供应的原因。

近三年，公司液化石油气采购情况如下表所示。随着公司经营规模的扩大，液化石油气的采购数量明显上升，2014 年度采购量达到 250.35 万吨，较 2013 年度增长了 94.30%。从采购单价来看，近三年平均单价分别为 6,012.39 元/吨、5,411.15 元/吨和 4,926.18 元/吨，呈现持续下降状态，主要是跟国际供求关系以及同类能源替代竞品的比价关系有关。

表 5 2012 年~2014 年公司液化石油气采购情况

项 目	2012 年度	2013 年度	2014 年
采购数量（万吨）	79.00	128.85	250.35
采购平均单价（元/吨）	6,012.39	5,411.15	4,926.18
采购金额（万元）	474,976.57	697,199.79	1,233,268.43

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司原材料的采购中有两种定价模式：“固定价格”模式和“市场价格挂钩”模式。在公司判断供货市场明显呈上涨趋势的情况下，使用固定价格模式进行原料货源的采购，以规避从采购下单至货源到达期间市场价格上涨的风险，使公司能获得相对较低的原材料成本；当市场波动频繁、市场趋势不明，或市场呈明显下跌的情况下，使用市场价格挂钩模式进行采购，从而锁定公司的采购由于原材料价格下跌可能引致的风险。因此，准确判断市场价格走势，选择合适的采购定价模式对降低公司原材料采购成本波动有较明显的影响，也直接影响公司的经营业绩。

公司液化气国际采购的“市场价格挂钩”模式主要是在 CP 价格¹的基础上进行适当调整。CP 价格包括丙烷 CP 和丁烷 CP 两个价格，由沙特阿拉伯阿美石油公司每月底根据当月丙烷、丁烷的成交情况公布下一月度的丙烷和丁烷 CP 价格。

¹CP：英文全称为“Contract Price”，即合同价格。CP 具有唯一性，是远东国际液化气原料供货市场的价格风向标，同时，中东、东南亚、远东的液化气生产商、贸易商、采购商和国内用户也可以以成交当月的 CP 价格作为市场的价格指导。

2012年~2014年，公司前5大采购客户情况如下表所示。近年来公司前五大采购客户合计采购占比均超过50%，主要是目前液化气国际交易中形成了一种类似于“俱乐部交易”的格局，在国际市场上采购液化石油气的公司多为液化石油气一级库经销商，通常拥有可以停泊大型液化气冷冻船的深水码头、大型冷冻库等设施，同时在国际液化气交易市场有良好的交易记录。国际上进入液化气俱乐部的成员单位不多，导致公司的采购集中度较高。

表6 公司前5大采购客户情况（单位：万元）

年份	序号	供应商	采购金额	采购占比
2012年	1	第一名	70,072.03	14.75%
	2	第二名	58,605.18	12.34%
	3	第三名	41,161.99	8.67%
	4	第四名	40,471.50	8.52%
	5	第五名	30,648.37	6.45%
	合计			240,959.07
2013年	1	第一名	212,421.74	24.21%
	2	第二名	136,530.77	15.56%
	3	第三名	89,292.22	10.18%
	4	第四名	83,267.86	9.49%
	5	第五名	63,763.72	7.27%
	合计			585,276.31
2014年	1	第一名	170,643.30	15.69%
	2	第二名	126,410.99	11.62%
	3	第三名	112,742.10	10.36%
	4	第四名	92,438.31	8.50%
	5	第五名	87,332.38	8.03%
	合计			589,567.07

资料来源：公司提供，联合评级整理。

受国内外市场需求的影响，在预计国内外需求旺盛时，提前采购并加大采购数量，在市场处于相对较高的价位或走势不甚明朗且下跌可能性较大时进行小批量采购以保障常年客户的供应。未来张家港和宁波两地的PDH装置逐步投产后，公司各季采购数量将更趋均匀化以保障化工生产的连续性和稳定性。

总体看，公司作为液化石油气国际贸易俱乐部成员之一，具备采购规模大，采购流程严谨等特点，但是公司对液化石油气采购价格走势及供求关系的判断把握对于公司经营业绩的影响值得关注。

4. 产品销售

公司液化气销售主要采用“以销定产”的生产加工模式，即根据客户订单对丙烷、丁烷的配比需求和提货时间要求生产加工制成液化气。目前，公司积极介入下游LPG深加工领域，未来PDH装置投产后，将主要采取“以产定销”的方式组织生产²，原因有两点：一是我国丙烯产量有限，每年需通过大量的进口来满足市场需求，基本呈现卖方市场特征；二是因为公司采用的规模化、自动化的生产装置需24小时连续生产，除正常停车检修、增加产能和不可抗力因素影响外，其余时间生产装置均需保持运行状态。

² 此处“生产”是指公司采购的液化石油气按丙烷和丁烷等主要成分的配比制成用于直接销售的液化石油气的过程，跟在建设项目丙烷脱氢制丙烯并进一步制成聚丙烯的生产过程不同。

公司为液化气一级库经销商，为进口液化气国内销售的上游企业，因此，公司在国内的产品销售模式以批发为主、终端销售为辅。公司批发销售主要面对液化气二级库、三级库经销商，通过二级库和三级库众多的销售网络，公司的产品占据了华东地区特别是江苏地区较大的市场份额，建立了一个涵盖多层次销售渠道的销售网络。

公司国内销售还包括终端业务，终端业务是日常居民、商用和小型工业企业不可或缺的服务渠道，具有市场销量和毛利率较稳定的特点，是公司大库经营的产业延伸和市场补充。因此，公司近年来通过并购等方式，积极介入瓶装终端业务。未来公司将积极稳妥的通过合作、租赁和并购等方式，逐步完善销售网络和销售渠道，扩大钢瓶零售业务规模。通过终端网络的建设，公司逐步扩大市场终端自销能力，增强在区域市场中的话语权。

公司国际贸易以转口贸易形式为主。转口贸易是公司将采购的LPG未经报关入库直接销售给其他国际客户的一类业务；出口贸易则是将在国际上采购的LPG储存一段时间，再择机销售出口的国际业务。通常转口贸易呈现为“采购与销售一对一”模式，即公司销售给下游客户LPG的数量与公司采购供货商LPG的数量完全相同。转口贸易的盈利模式主要体现在销售价格往往略高于采购价格。在整个交易过程中，公司成本更多体现在单据处理成本方面。转口贸易在财务方面呈现销售收入大、毛利率低但盈利稳定、资金流大等特征。由于国际上从事LPG国际贸易的经销商不会超过100家，其中亚太地区的LPG经销商为50家左右，因此公司转口贸易的客户和供应商主要为活跃在亚太地区的少数几家LPG经销商。

公司转口贸易发生的背景大致分为以下三种方式：

①获取价差，赚取盈利。公司与国际大型LPG贸易商的定价模式通常为“CP+贴水”，由于公司与供应商签订常年采购协议且采购量大，因此公司采购价格通常相对较低。当公司采购的LPG尚在海运，同时其他国际客户向公司表达采购需求且报价高于公司采购价格时，公司将该货物直接销售。在该类转口贸易业务中，公司只赚取小额价差，但盈利稳定。②公司仓储能力不足时直接销售。公司与大型LPG国际贸易商的采购往往采用每间隔一段时间（往往是一个月左右）定期发货方式。为保持良好资信和交易记录，公司均按合同履行采购。当公司按约定采购但仓储能力暂时不足时，通常会寻找其他国际经销商，将该货物直接销售给买家。该种转口贸易对公司的意义在于：当公司仓储能力暂时不足时，使公司保持良好的信用记录，避免违约成本。③规避价格波动风险。当公司判断国际LPG价格存在下跌风险时，往往将在途中的LPG直接销售给国际上其他经销商，以避免因价格大幅下跌给公司造成更大损失。

2010年度，利用宁波百地年的大库容和保税库优势，公司国际贸易业务初具规模。之后，公司将国际采购渠道、银行授信资源、“第一港”码头条件、仓储能力、保税资格等优势相结合，大力拓展国际贸易尤其是转口贸易业务，逐步确立了公司在亚太区域的国际贸易商地位。

2012年~2014年，公司基本销售情况如下表所示。公司合计销售量呈现大幅增长的状态，2013年和2014年合计销售量达到152.88万吨和259.38万吨。国内和国际销售的比例方面，公司根据市场情况选择最有利于提升经营业绩的配比进行销售。

表 7 近三年公司基本销售情况（单位：万吨、%）

项 目	2012 年度		2013 年度		2014 年度	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
国内	31.07	36.04	64.99	42.51	108.37	41.78
国际	55.13	63.96	87.89	57.49	151.01	58.22
其中转口贸易 ³	32.41	37.59	74.46	48.70	147.11	56.72
合计	86.20	100.00	152.88	100.00	259.38	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2012年~2014年，公司液化石油气平均销售价格及变化情况如下表所示。随着公司经营规模的扩大，公司销售规模不断扩大，销售收入也随之增长。近三年以来公司液化石油气销售的平均单价呈现波动状态，主要跟国际、国内两个市场的石油液化气的供需关系有关。

表 8 液化石油气平均销售价格及变化情况

项 目	2012 年度	2013 年度	2014 年
销售量（万吨）	86.20	152.88	259.38
销售收入（万元）	540,143.86	876,045.89	1,325,054.01
平均单价（元/吨）	6,265.97	5,730.28	5108.54
平均单价增幅	8.98%	-8.55%	-10.85%

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从公司的销售定价来看。公司通过长期实践针对不同客户的采购需求以及与公司的合作情况等要素制定了一套灵活的、个性化的定价方式，主要包括年度期货定价方式、月度定价方式、现货定价方式。

①年度期货定价：一是“CP+贴水”的定价模式，二是“公司进货成本+操作运营费”的定价模式。“CP+贴水”定价模式：销售定价时的“贴水”主要包含从液化气生产商储罐至卸货港储罐的所有费用（主要内容为FOB市场的贴水、运费、贸易商销售利润、装卸港费用等）以及公司的操作运营费用。公司与客户的合同贴水一旦确定，在约定的合同期内是固定不可更改的。由于CP价格是按月公布的，因此，“CP+贴水”的定价模式是一种浮动定价模式，销售的具体价格待客户提货当月的CP价格而定。因此，“CP+贴水”定价模式实质是一种客户和公司共担风险、共享利润的定价模式。“公司进货成本+操作运营费”定价模式：公司进货成本主要是指丙烷、丁烷的DES合同价格⁴以及进口环节的关税；操作运营费主要指除原材料丙烷、丁烷之外的生产成本、期间费用以及公司合理的利润。操作运营费用一旦确定，在合同期内也是不可更改的。该定价模式锁定了公司差价利润。对于客户而言，由于公司的进货成本在年度合同期间每月是变动的，因此，也是一种浮动定价模式。

②月度定价：是指以“当日销售指导价格”为基础经双方磋商确定的价格作为当期月度价格的定价方式。一般而言，对于冬季需求量比较大的客户，会在需求旺盛的月度采用此种定价模式。“当日销售指导价格”的确定方式：公司销售部每日根据国际、国内液化气市场价格走势，结合近期公司市场区域内产品需求，按公司近日拟销售产品数量、丙烷、丁烷销售比例，同时结合库存量及后期采购到货情况后制定。

③现货定价：是指以当日公司挂牌价为基础经与客户协商确定销售价格的一种定价模式。由于月度定价和现货定价均是以“当日销售指导价格”为基础确定的销售定价模式，因此也可将月

³转口贸易是公司将采购的LPG未经报关入库直接销售给其他国际客户的一类业务；出口贸易则是将在国际上采购的LPG储存一段时间，再择机销售出口的国际业务。本表国际贸易中除去转口贸易部分即为出口贸易。

⁴国际贸易术语的一种，是指在指定的目的港，货物在船上交给买方处置，但不办理货物进口清关手续，卖方即完成交货。

度定价统一归入现货定价。

公司销售结算根据销售方式和定价方式不同而有变化，给予客户的账期也依据客户关系情况而不同。

从产品销售区域来看，公司产品主要销往江苏、浙江、上海等华东地区和日本、韩国、菲律宾、中国香港、越南等亚太地区。其中，国内市场由于受到专用车辆运输成本和条件的限制，进口液化气行业具备明显的区域性经营特征。传统上，公司业务集中于以江苏、浙江、上海为主的华东地区，并在该地区的进口液化气市场占据了主导地位。境外市场的销售不存在销售半径问题，近年来，公司在国外的销售比重显著上升，主要原因是公司于2009年9月以年度仓储服务方式租用宁波百地年液化气库后，充分发挥其大库容和保税资格的优势，大力发展液化石油气的国际贸易业务，使液化石油气国际贸易量大幅增长。

2012年~2014年，公司前5大销售客户情况如下表所示。公司近年以来的前五大销售客户合计销售占比均超过35%，主要是目前液化气国际交易中形成了一种类似于“俱乐部交易”的格局，在国际市场上采购液化石油气的公司多为液化石油气一级库经销商，通常拥有可以停泊大型液化气冷冻船的深水码头、大型冷冻库等设施，同时在国际液化气交易市场有良好的交易记录。国际上进入液化气俱乐部的成员单位不多，导致公司的销售集中度较高。

表9 近三年公司前5大销售客户情况（单位：万元）

年份	序号	供应商	销售金额	销售占比
2012年	1	第一名	65,242.40	11.97%
	2	第二名	48,845.04	8.96%
	3	第三名	39,126.69	7.18%
	4	第四名	33,226.53	6.10%
	5	第五名	32,047.97	5.88%
	合计			218,488.63
2013年	1	第一名	122,722.15	13.06%
	2	第二名	119,801.46	12.75%
	3	第三名	47,321.01	5.04%
	4	第四名	46,912.26	4.99%
	5	第五名	44,582.63	4.74%
	合计			381,339.51
2014年	1	第一名	186,029.71	13.97%
	2	第二名	102,976.95	7.73%
	3	第三名	75,350.19	5.66%
	4	第四名	70,082.15	5.26%
	5	第五名	67,371.75	5.06%
	合计			501,810.75

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司液化石油气国内和国际销售模式成熟，作为液化石油气国际贸易俱乐部的成员之一，公司在定价机制和贸易量等方面具备相应的优势。同时，联合评级关注到公司对液化石油气国际和国内两个市场的供求关系变化导致的市场价格变动的把握预判能力对公司经营业绩的直接影响。

5. 经营效率

2012~2014年，公司营业收入和利润总额年复合增长率分别为56.29%和24.21%，公司经营规模稳步扩大，经营成果稳步提升。2014年度，公司实现营业收入和利润总额分别为1,331,425.57

万元和 18,218.65 万元。

近三年，公司营业收入以液化石油气的销售收入为主，商业贸易模式使得公司的营业收入规模较大，加之公司的销售模式形成的应收账款规模较小，随着公司经营规模的扩大，公司的应收账款周转率保持较高水平，分别为 25.01 次、36.88 次和 29.27 次。随着公司经营规模的扩大，公司存货的规模也有所波动增加，但是其增速不及销售规模和营业成本的增加，所以公司的存货周转率也呈上升趋势，近三年分别为 4.34 次、7.19 次和 9.69 次。基于上述相同的逻辑，公司的总资产周转次数也较高，近三年分别为 1.25 次、1.50 次和 1.40 次。从同行业对比来看（如下表），公司存货周转率处于较低水平，应收账款周转率处于正常水平，总资产周转率处于较高水平。

表10 2014年前3季度同类上市公司同业比较情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
深圳燃气	18.92	22.00	0.57
海越股份	8.81	285.79	0.32
陕天然气	52.94	18.83	0.38
东华能源	5.37	21.30	0.88

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。三季度数据未年化。

总体看，公司经营效率处于正常水平。未来随着 LPG 深加工项目的建成投产，公司营业收入规模有望得到提高，联合评级将继续关注公司未来的经营效率变化情况。

6. 经营关注

(1) 公司采购的液化石油气以国外进口为主，时间周期比较长，原材料（丙烷和丁烷）从确定采购到货物到港，一般有 30 天左右的运输时间，如果是远期采购，则周期更长。由于采购下单和实际到货之间存在时间差，通常产生较大的价差和需求差别。在此期间如果国际、国内市场行情发生重大变化，会对公司的销售业绩产生较大影响。

(2) 公司投资的宁波丙烷脱氢制丙烯项目，其最终产品以及产能设计与张家港丙烷脱氢制丙烯项目类似，两个项目之间、与上游原料采购的配套、两地仓储的匹配调节以及与公司传统燃气业务经营等方面均需要统筹协调发展，否则公司在上述产业链延伸和产业升级过程中的竞争优势将会受到一定程度的削弱。

(3) 公司未来产业链延伸投资丙烷脱氢项目等化工原料生产，与公司目前液化石油气的加工销售、贸易在应用技术、生产组织管理、客户群体等方面存在较大的差异。公司能否成功顺利实现产业链延伸，妥善应对新业务所带来的经营风险，存在一定的不确定性。

(4) 由于液化石油气的生产、仓储、运输过程中涉及一系列环节，且随着公司业务的发展，随着公司管理的库区规模扩大，包括了宁波、张家港、太仓三个生产基地以及数个加气站和运输车队，管理难度增加，若公司在生产安全管理方面不能保持安全运行的良好状况，疏于安全管理或工作人员违章操作，将不能完全排除安全事故的发生。一旦发生安全方面的事故，公司正常的生产经营活动将受到不利影响。

7. 重大事项

2012 年非公开发行股票事项

经中国证券监督管理委员会《关于核准东华能源股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2012]1226 号）核准，公司于 2012 年 11 月非公开发行股票 6,827.31 万股，募集资金净额为

65,992.06 万元。本次非公开发行股票募集资金投资于以下项目：

表 11 2012 年公司非公开发行募投项目情况表（单位：万元）

序号	募集资金项目	公司总投资	拟用募集资金投入总额
1	扬子江石化丙烷脱氢制丙烯（一期）项目	56,000.00	48,000.00
2	收购宁波百地年液化石油气有限公司 100% 股权	30,000.00	30,000.00
合计		86,000.00	78,000.00

资料来源：公司提供

注：张家港项目二期目前处于筹备阶段

目前扬子江石化丙烷脱氢制丙烯（一期）项目（即张家港项目一期）已完工并于 2015 年 5 月份进入试生产阶段，根据 2015 年 3 月市场行情、张家港项目可行性研究报告以及公司实际规划情况测算，张家港项目一期 2015 年盈利预测情况如下。

表 12 张家港项目一期收入预测情况表（单位：万吨、万元/吨、亿元）

产品	年销量	销售价格	销售收入
丙烯	24	0.8	16.41
氢气	1.8	1.54	2.37
聚丙烯	28	0.95	22.74
合计			41.51

资料来源：公司提供

注：表中销售价格为含税价格，销售收入为扣除相应增值税后的净销售收入。

本次非公开发行完成后，公司资本实力进一步增强。公司借助资本实力参与产业升级，向下游石化深加工领域扩张，提高应对宏观调控及政策变动风险的能力。丙烯项目的实施，有助于公司充分整合已有资源，积极投入到 LPG 石化深加工产业链建设中，增强公司在行业中的影响力，提振公司综合效益。公司收购宁波百地年后，可充分发挥其“第一港”⁵优势，进一步扩大业务规模，拓展经营半径，增强公司的规模效益和持续盈利能力。总体看，本次发行有利于进一步提升公司的核心竞争力，对公司长期可持续发展具有重要的战略意义。

2014 年非公开发行股票事项

2014 年 6 月，公司非公开发行股票 10,600 万股，募集资金净额为 119,695.26 万元。本次发行的 A 股已于 2014 年 6 月在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理了本次非公开发行相关股份的股权登记及股份限售手续。本次非公开发行股票募集资金投资于以下项目：

表 13 2014 年公司非公开发行募投项目情况表（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金额	项目报批情况
1	宁波丙烷资源综合利用项目（一期）	380,394.10	84,000.00	《宁波市企业投资项目备案登记表》 （甬发改备[2013]2 号）
2	补充流动资金	35,900.00	35,900.00	—
合计		416,294.10	119,900.00	—

资料来源：公司提供

目前宁波丙烷项目一期已经动工，预计将于 2016 年投产，宁波丙烷项目二期目前尚无计划安排。宁波丙烷项目一期生产的产品、产能规模、生产工艺都与张家港项目基本一致，盈利预测可

⁵宁波港码头濒临国际航道，水域宽广，30 万吨船舶可自由进出，是中国东部沿海大型能源中转基地的最佳选择之一。

参考张家港项目；并且通过张家港项目投资建设及生产经验的复制，效益将更有优势。

总体看，本次发行完成后，随着募集资金的投入和宁波丙烷资源综合利用项目（一期）的建成投产，公司在 LPG 深加工业务领域的收入规模将进一步扩大，其中丙烯和聚丙烯产品的销售将成为公司新的利润增长点。

曹妃甸项目事项

2014 年 6 月，公司公告与唐山市曹妃甸工业区管理委员会签署了《曹妃甸东华能源页岩气新材料产业园项目投资协议》，协议约定，由公司牵头在曹妃甸工业区建设“东华能源页岩气新材料产业园”（以下简称“东华产业园”），园区总规划面积约为 20,000 亩，分期实施。公司负责东华产业园的总体规划，在工业区内投资建设东华产业园，通过技术引进、合作投资、下游招商等多种方式完成项目的规划和建设。项目规划建设投资乙烯、丙烯、丁烯等基础石化原料，并向下游新材料产业延伸，未来在曹妃甸形成页岩气新材料产业基地。

公司的具体工作包括：（1）在整体规划、充分可研的基础上，根据市场需求和审批情况，尽快启动以下项目：液化气码头仓储项目（包括配套建设 2 个 5 万吨级企业自备码头）；66 万吨/年丙烷脱氢（2 套）及下游聚丙烯、环氧丙烷等项目；100 万吨/年乙烷裂解制乙烯（2 套）及下游聚乙烯等项目。（2）积极招商、引进国内外著名化工公司入驻园区，加快推进下游新材料产业项目建设。重点研究并推进烷烃资源综合利用项目。（3）自 2014 年 6 月份，开始东华产业园的各项工 作，力争在 2020 年前完成东华产业园全部规划项目。

总体看，曹妃甸东华产业园的实施有利于加快实现公司的战略转型，加大对页岩气资源的综合利用，未来各个相关项目建成投产，有利于提升公司的规模和整体盈利能力。

船运项目

2014 年 3 月，公司全资子公司东华能源（新加坡）国际贸易有限公司（以下简称“承租人”）与太平洋气体船有限公司签署了四份《大型液化气冷冻船定期租船协议》（每艘船一份），由其新建四艘 5 万吨级大型液化气冷冻船，租赁给承租人运营；新建船舶预计在 2016 年 12 月底前交船，租期为自交船日起 120 个月；4 艘船合计年租金预计不超过 6,000 万美元。

2014 年 5 月，承租人与南太平洋控股公司签署了《大型液化气冷冻船定期租船协议》，由其新建一艘 5 万吨级（约 84,000 立方）大型液化气冷冻船，租赁给承租人运营；新建船舶预计在 2016 年 12 月底前（2016 年第 4 季度）交船，租期为自交船日起 84 个月（7 年），并在该租期到期后可以选择续租（1+1+1 年），最多可续租 36 个月（3 年）；年租金预计不超过 1,300 万美元。

2014 年 9 月，公司董事会同意承租人与“HARTMANN SCHIFFAHRTS GMBH& CO.KG”签署《大型液化气冷冻船定期租船协议》，由其出租新建的 5 艘 5 万吨级（约 84,600 立方）大型液化气冷冻船，租赁给承租人运营；新建船舶预计在 2017 年 5 月至 2018 年 1 月交船，租期为自交船日起 120 个月（10 年），并在该租期到期后可以选择续租（5 年）；5 艘船合计年租金预计不超过 12,000 万美元。

2014 年 10 月，公司董事会同意承租人与 Petredec Limited 签署了《大型液化气冷冻船定期租船协议》，由出租人新建 3 艘 5 万吨级（约 84,000 立方）大型液化气冷冻船，租赁给承租人运营；新建船舶预计在 2016 年内交船，租期为自交船日起 120 个月（10 年），3 艘船合计年租金预计不超过 3,750 万美元。

上述租船合同对公司的影响：（1）为公司国际资源锁定提供必要的物流保障。为保障公司新材料产业项目的原料供应，公司已经通过长约等方式锁定大量来源于北美页岩气的丙烷资源，目前，还在继续努力加大国际资源的长期锁定量，以满足公司战略转型和快速增长的需求。而国际

大型液化气冷冻船现有运营量约为 150 艘左右，加上目前的新船订单，估计在未来的几年内总体运力约为 200 多艘。随着全球的液化气海运需求的攀升，特别是以北美页岩气为核心的丙烷资源大量出口，未来公司只有掌握足够的自有运力，才能够不断扩大国际资源的锁定量，形成公司在资源掌握、国际物流方面的竞争优势。

(2) 有利于公司国际业务的进一步拓展。公司掌握自有远洋物流运力后，不仅可以保障锁定资源的运输，还可以进一步增强国际贸易业务的市场竞争力和话语权。在公司国际贸易和资源保障供应过程中，远洋运输是整个资源供应链中的瓶颈环节，锁定一定的海运运力，将大幅度增强公司控制物流成本的能力，对提升公司的市场竞争能力至关重要。公司可以利用上述运力，合理利用北美、亚太两个市场，通过“船贸结合”的方式，增强国际贸易业务的灵活性和定价话语权。

(3) 有利于公司原料成本的控制。按照上述租船协议的约定，公司需要承担的主要成本为租金、油料及港口运营等费用。在费用控制上具有很大的主动权，可以通过合理的货物调配、航线规划、船舶管理等，严格控制航运成本，形成公司在原料成本控制方面的竞争优势。

总体看，公司 2012 年和 2014 年非公开发行的募集资金投向符合国家产业政策和公司发展的需要，投资项目具有较强的盈利能力和较好的发展前景。通过曹妃甸东华产业园投资项目和船运项目的实施，将进一步扩大公司的规模、壮大公司的实力，提升公司的盈利能力，增强公司的综合竞争力和抗风险能力，促进公司的可持续发展。

8. 未来发展

公司的发展战略：不断整合公司现有资源，通过生产与贸易、贸易与物流等方面的相互结合，向 LPG 业务上下游延伸；以新材料产业为导向，以国际先进的科技为依托，大力发展乙烷、丙烷、丁烷的深加工产业，成为以油气资源为核心的清洁能源综合运营商，实现公司全产业链的综合市场整合优势。

为实现上述发展战略，公司制定了如下业务发展目标：

(1) 加大液化石油气国内业务：以现有市场为基础，根据供需变化，大力巩固并拓展进口 LPG 的国内市场销售份额，争取实现国内销售业务保持每年约 10% 的增长水平。

(2) 强化国际资源锁定力度：在立足北美页岩气资源的基础上，加大对中东、澳大利亚、西非等区域的资源锁定，并通过国际期货市场有效的控制成本，使公司逐步发展成为全球型的国际贸易商，同时也为公司的 LPG 深加工项目的投产提供原料保障。

(3) 不断优化仓储物流：整体规划公司三个库区以及终端站点的库容结构和物流方式，在充分发挥库容优势的同时，配合项目的建设，进一步扩张库容能力，构建具备调控能力的国际物流平台，掌握年 300 万吨以上的远洋物流能力，为公司的原料采购、供应和国际贸易提供物流支撑。

(4) 加快拓展 LPG 深加工：LPG 深加工项目是公司实现产业升级的战略举措，项目投资大、建设周期长、技术含量高。未来，公司将在确保建设质量的前提下，加快张家港和宁波丙烷资源综合利用项目的建设进度，确保工程按计划竣工投产，为公司带来新的盈利增长点。

总体看，公司通过对液化石油气国际和国内市场的判断，结合当前能源格局变化的特点，以及国际、国内宏观经济环境的分析，制定了适当的发展战略和业务发展目标，整体符合公司发展现状，切实可行。但公司经营业绩直接受液化石油气价格波动影响，存在一定不确定性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2012 年度财务报告已经中兴华富华会计师事务所有限责任公司审计，2013 年度财务报告已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留审计意见。公司 2014 年财务报告经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留审计意见。公司于 2014 年 7 月 1 日执行财政部新颁布或修订的最新企业会计准则。公司近三年合并范围的变化并未涉及会计政策变更或者会计差错更正等需追溯调整报表期初数的情形，公司会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 1,129,914.29 万元，负债总额 796,821.20 万元，所有者权益（含少数股东权益）333,093.09 万元。2014 年，公司实现营业收入 1,331,425.57 万元，净利润（含少数股东损益）13,773.77 万元；经营活动产生的现金流量净额-35,959.35 万元，现金及现金等价物净增加额 20,902.79 万元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 1,387,594.65 万元，负债总额 1,098,516.95 万元，所有者权益（含少数股东权益）289,077.69 万元。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 739,958.39 万元，净利润（含少数股东损益）8,006.04 万元；经营活动产生的现金流量净额-45,702.90 万元，现金及现金等价物净增加额-21,869.38 万元。

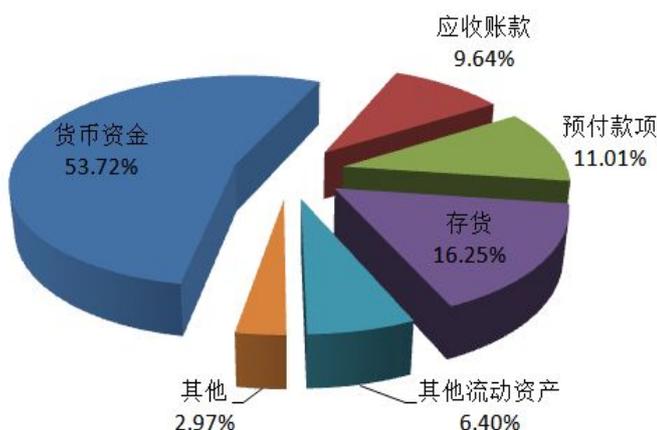
2. 资产质量

随着公司业务发展，经营规模的不断扩大，公司资产规模逐年增加，三年复合增长率达 52.46%。截至 2014 年底，公司资产总额为 1,129,914.29 万元，其中流动资产合计占 53.53%，非流动资产合计占 46.47%，流动资产占比较高。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产共计 604,888.03 万元，以货币资金和存货为主，流动资产中所占比例分别为 53.72%和 16.25%（如下图所示）。

图 6 公司 2014 年底流动资产构成情况



数据来源：公司年报

随着经营规模的扩大，近三年公司货币资金规模不断增长，三年复合增长 32.57%。截至 2014 年底，公司货币资金为 324,969.97 万元，公司货币资金规模较大，主要和公司所处行业的经营模式、负债结构、投资项目建设以及经营的季节性特征有关。截至 2014 年底，公司货币资金中美元和欧元合计占比为 24.64%，外币占比较高主要是随着进出口规模的增大，公司所需外币显著增加

以及期末公司出口销售形成暂时性外币货币性资产较多所致。截至 2014 年底，公司其他货币资金为 106,676.83 万元，占比 32.83%。其他货币资金中除银行承兑汇票保证金、信用证保证金之外，无抵押、冻结等对变现有限制和存放在境外或有潜在回收风险的款项。

截至 2014 年底，公司存货 98,309.72 万元，三年年均下降 2.15%，公司存货主要是库存材料，即生产液化气所需原料丙烷、丁烷。公司原材料存货占流动资产的比重较大，这一方面是由于丙烷、丁烷从采购至到货周期较长，通常在 30 天左右，为了保障对下游客户特别是常年客户的持续供应，公司通常保持足够的原料库存以确保供货的连续性和稳定性；另一方面是由于公司总库容量较大，每年年末适逢冬季，下游需求量大且通常价位较高，公司合理把握液化气销售的季节性波动，在每年四季度或之前价位较低时加大囤货规模以获得差价收益。截至 2014 年底，公司针对原材料和库存商品计提存货跌价准备 14,423.88 万元。

2012-2014 年，公司预付款项年均增长 103.95%，增加较多。公司预付款项主要系丙烷采购预付款。截至 2014 年底，公司预付款项 66,587.89 万元，较年初增长 3519.11%，主要系 2014 年 12 月 5 日，东华能源（新加坡）国际贸易有限公司与 LeeFungInternationalPte.Ltd. 签订丙烷采购合同，合同约定：丙烷采购量 17.6 万吨，于 2015 年 1 月 1 日-2015 年 12 月 31 日分四批到货，采购价格随市场价格浮动，东华能源（新加坡）国际贸易有限公司已于 2014 年 12 月 30 日预付 7,500.00 万美元所致。

2012-2014 年，公司应收账款年均增长 74.89%，增加较多。截至 2014 年底，公司应收账款 58,333.43 万元，较年初增长 89.80%。公司的应收账款主要是应收下游企业的货款。公司应收账款期末余额波动较大，主要是由公司销售的非连续性导致的。公司经营季节性波动是经常性波动，短期波动则受到国际市场供应和国内需求双重作用。为提高盈利水平，公司通常选择较好的销售时机进行销售，当预测液化气价格将走低时，为了规避短期价格下跌的风险，公司将加大销售力度消化库存，表现在应收账款科目上，其金额将大幅上升，从而导致应收账款余额的波动性较大。

2012-2014 年，公司其他流动资产年均复合增长率为 2,953.53%。截至 2014 年底，公司其他流动资产 38,694.90 万元，较年初增长 246.03%。

截至 2015 年 6 月底，公司流动资产合计 717,201.74 万元，较年初增长 18.57%，其中货币资金 300,259.13 万元，较年初下降 7.60%；存货 99,154.19 万元，较年初增长 0.86%；预付款项 127,938.81 万元，较年初增长 92.14%；应收账款 119,422.41 万元，较年初增长 104.72%。公司流动资产结构较年初变化不大。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产共计 525,026.26 万元，近三年年均复合增长率为 82.90%。截至 2014 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占比 19.42%）和在建工程（占比 68.85%）构成。

截至 2014 年底，公司固定资产账面价值为 101,962.56 万元，近三年年均复合增长率为-4.80%。截至 2014 年底，公司固定资产成新率为 65.45%，成新率处于一般水平。

截至 2014 年底，公司在建工程为 361,498.62 万元，近三年年均增长率高达 489.69%，主要是公司子公司扬子江石化丙烯项目各项建设稳步进行，随着厂房建设以及部分机器设备逐步到位，在建工程余额大幅增加。公司不存在在建工程可收回金额低于其账面价值的情形，故未计提在建工程减值准备。

截至 2015 年 6 月底，公司非流动资产 670,392.90 万元，较年初增长 27.69%；其中固定资产 99,166.95 万元，较年初减少 2.74%；在建工程 513,657.73 万元，较年初增长 42.09%；公司非流动

资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产以存货、货币资金、在建工程和固定资产为主，存货以丙烷和丁烷等液化气原料为主；2014年定向增发成功使得货币资金和资产规模大幅增加；2013年以来张家港和宁波丙烯项目投入增加导致在建工程的大幅增长体现了公司由液化气贸易商向下游生产等产业链延伸的战略意图。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

随着公司经营规模的扩大，以及张家港和宁波丙烯项目投入实现产业链下游延伸的战略转型等原因，公司负债规模呈现与资产规模一致的关联性扩大，近三年公司负债总额复合增长 57.12%。截至 2014 年底，公司负债合计 796,821.20 万元，流动负债占比 68.06%，非流动负债占比 31.94%，流动负债占比较高。

截至 2014 年底，公司流动负债规模为 542,353.92 万元，较 2013 年底增长 15.63%，公司流动负债主要由短期借款（占比 65.07%）和应付票据（占比 13.05%）构成。

由于公司经营规模扩大，所需流动资金增加，为满足经营资金需求增加银行借款，截至 2014 年底，公司短期借款为 352,901.67 万元，近三年年均复合增长率为 11.96%，公司短期借款规模较大，存在一定的短期支付压力。

截至 2014 年底，公司应付票据为 70,775.91 万元，主要是公司因采购货物开立远期信用证而增加的应付信用证款项。

2012~2014 年，公司非流动负债合计分别为 6,543.96 万元、101,250.11 万元和 254,467.28 万元，2014 年非流动负债增加主要来自于长期借款中抵押借款的增加，主要系公司为进行张家港、宁波丙烯等项目建设从而长期借款增加所致。

截至 2014 年底，公司有息债务总额为 708,330.37 万元，其中短期债务 456,993.78 万元，长期债务 251,336.59 万元。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率，分别为 70.52%、68.02%和 43.01%，除长期债务资本化比率外均有所下降，主要系 2014 年公司定向增发成功募集资金净额 119,695.26 万元，公司的负债水平略有下降。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 1,098,516.95 万元，较年初增长 37.86%；其中流动负债 833,222.24 万元，较年初增长 53.63%；非流动负债 265,294.71 万元，较年初增长 4.25%。公司负债结构较年初变化不大。公司 2015 年 6 月底的有息债务规模为 894,201.30 万元，其中短期债务 634,001.44 万元，长期债务 260,199.86 万元。

总体看，随着经营规模的扩大，以及公司实行战略转型，新增丙烯项目等在建工程，公司负债规模不断增加，整体债务负担较重，存在一定的偿债压力。由于公司定向增发的完成，偿债负担有所减轻。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益以年均 42.80%的速度增长，主要系公司 2014 年 6 月非公开发行股票募集资金净额 119,695.26 万元，从而使得公司股本和资本公积大幅增加所致。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 333,093.09 万元，其中归属于母公司所有者权益 288,086.52 万元，占比 86.49%。在 2014 年末公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、专项储备、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占比 20.79%、54.86%、0.26%、1.99%、0.77%、7.83%和 13.51%。总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益 289,077.69 万元，较年初下降 13.21%，其中少数股东权益较年初下降 97.42%至 1,158.94 万元。所有者权益结构较年初有所变化。

总体看，公司所有者权益逐年上升，非公开发行股票成功后，公司所有者权益规模明显扩大，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入逐年增加，近三年分别实现营业收入 545,072.09 万元和 939,755.48 万元和 1,331,425.57 万元，复合增长率为 56.29%；近三年公司分别实现利润总额 11,809.59 万元、15,548.70 万元和 18,218.65 万元，复合增长 24.21%。公司近三年的营业收入和利润总额稳健提升，体现了较为良好的经营成果。2012~2014 年，公司归属于母公司所有者的净利润分别为 9,179.97 万元、12,503.59 万元和 13,747.02 万元，净利润 9,107.54 万元、12,579.04 万元和 13,773.77 万元。

2014 年度，从营业收入的构成来看，以液化石油气销售形成的商业收入占公司营业收入的 99.52%，是公司最核心的收入来源。从毛利率来看，公司近三年的综合毛利率分别为 6.08%、3.57% 和 4.61%，呈波动趋势，主要是国际能源竞争激烈公司导致采购成本波动；加之公司降价加大国内市场培育力度，同时公司产品品质高于国内同类竞争性产品成本相对较高所致。公司液化石油气销售收入占营业收入的比重很高，因此，公司综合毛利率变动主要受公司液化石油气销售业务毛利率变动的影 响。销售价格、成本因素、国际贸易比重的扩大以及定价模式的影响是公司液化石油气销售业务毛利率波动的主要原因。

费用控制方面，近三年受公司经营规模扩大影响，期间费用整体呈上升趋势。2012~2014 年公司期间费用分别为 24,194.88 万元、21,789.90 万元和 29,666.01 万元，三年复合增长 10.73%。2014 年度，公司销售费用为 6,851.80 万元，主要由港口建设费、运输费用及人员费用构成，近三年销售费用年均复合增长率为 38.27%，主要是公司经营规模扩大导致上述费用有所增加所致。2014 年度，公司管理费用为 7,213.81 万元，近三年复合增长率为 8.05%，主要是经营规模扩大导致相应税费、人员费用和摊销等费用增加所致。2014 年度，公司财务费用为 15,600.39 万元，近三年复合增长率为 3.97%，主要是公司采购增加导致的经营性融资以及公司投资规模扩大导致长短期借款增加所致。近三年公司的费用收入比分别为 4.44%、2.32%和 2.23%，处于较低水平，主要跟公司石油液化气贸易板块销售收入较大有关。总体看，公司费用规模有所增加，但是费用收入比尚属合理。

从盈利指标来看，2014 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.34%、3.61%和 5.17%，均比上年有不同幅度的下降。从同行业对比来看（如下表），考虑到各公司业务模式并不完全一致，加之公司液化石油气深加工项目处于大规模建设期，公司的盈利指标处于一般水平。总体看，公司盈利指标有待提升。

表 14 2014 年三季度同类上市公司盈利指标比较（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
深圳燃气	11.34	6.37	20.00
海越股份	4.17	1.04	2.25
陕天然气	8.86	6.04	18.59
东华能源	2.11	1.82	3.22

资料来源：wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。三季度数据未年化。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 739,958.39 万元，同比增长 22.51%；实现净利润 8,006.04

万元，同比增长 114.89%，公司盈利能力较强。

总体看，2012~2014 年公司营业收入逐年增长，盈利能力有所提升；未来随着公司实行产业链延伸战略转型，随着张家港和宁波丙烯项目的投产，公司的盈利能力有望增强。

5. 现金流

从经营活动看，公司对经营现金产生重大影响的业务板块为石油液化气贸易板块，由于商业贸易业务模式，公司现金流收付保持正相关变动关系，近三年销售商品、提供劳务收到的现金分别为 575,848.77 万元、977,489.98 万元和 1,402,658.66 万元，而购买商品、接受劳务支付的现金基本呈现同幅度的增长。相对于大规模的经营现金收付金额，公司近三年的经营现金净流量分别为 46,994.14 万元、101,517.89 万元和 -35,959.35 万元。从收入实现质量上来看，近三年公司的现金收入比率分别为 105.65%、104.02%和 105.35%，公司收入实现质量高。

从投资活动看，2012~2014 年公司投资活动现金流量净额分别为 -53,993.06 万元、-137,015.15 万元和 -214,874.76 万元；公司 2014 年投资活动现金净流出继续大幅增加，主要系扬子江丙烯项目投入较大所致；公司 2013 年投资活动现金净流出较大主要是由于公司为了实现产业链延伸转型，投资张家港和宁波丙烯项目进行石油液化气深加工所致。2011 年，公司主要投资包括收购无锡碧辟和苏州碧辟的 LPG 零售业务资产，以及东华科技大楼和库区配套改造的持续投入；另外，为适应国际贸易业务的调整，2011 年公司出售东华国际股权，并在新加坡设立东华贸易。2012 年公司主要投资包括收购宁波百地年 100%股权项目、扬子江石化年产 120 万吨丙烯项目、东华能源 5 万吨综合码头项目和库区配套改造的持续投入。2013 年投资项目主要是扬子江丙烯项目一期投入较大所致。

从筹资活动看，2012~2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 51,486.28 万元、96,473.11 万元和 271,531.49 万元；公司近三年筹资活动现金净流入规模较大主要是公司为完成业务规模的扩大以及丙烷深加工业务转型等投资需求，大规模增加长短期借款和贸易融资规模以及 2014 年 6 月非公开发行股票募集资金所致。

2015 年 1~6 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -45,702.90 万元、-102,811.07 万元和 123,465.93 万元。

总体看，公司经营现金流规模较大，经营现金流随着业务的季节性存在一定的波动。联合评级也注意到，随着丙烯项目等募投项目的投资建设，公司投资性现金流出将继续呈现大规模的净流出态势，公司未来仍存在一定的融资性需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率分别为 1.04 倍、1.02 倍和 1.12 倍；速动比率分别为 0.72 倍、0.70 倍和 0.93 倍。公司流动比率和速动比率均处于正常水平。2012~2014 年公司现金短期债务比为 0.62 倍、0.63 倍和 0.74 倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年公司资产负债率呈波动状态，分别为 66.40%、74.10%和 70.52%，资产负债率波动下降；近三年 EBITDA 全部债务比分别为 0.12 倍、0.07 倍和 0.06 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较低；EBITDA 利息倍数分别为 2.17 倍、2.14 倍和 1.45 倍，对利息的保障能力尚可。公司长期偿债能力一般。

公司 2014 年 6 月非公开发行的完成增强了公司资本实力，提高了财务稳健性。此外，募集资金投资项目的实施有助于解决制约公司丙烯项目产能建设快速发展的资金瓶颈，使公司加快实现

业务战略转型，增强公司持续盈利能力，提高公司偿债能力。

截至 2014 年底，公司无对外担保情形，公司或有负债风险不大。

截至 2014 年底，公司合并范围之外不存在尚未了结的或可预见的重大诉讼、仲裁及行政处罚案件。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年底，公司及控股子公司已获银行授信额度 177.50 亿元，已使用 100.37 亿元，公司间接融资能力较强。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（被查询企业贷款卡编码：3202020000277742；被查询企业组织机构代码 60826300-1），截至 2015 年 02 月 28 日，公司有 62 笔未结清的正常类信贷信息记录，已结清业务中无关注类、不良类信息记录。

总体看，公司负债水平较高，存在一定的偿债压力，但增发后公司资本实力进一步增强；未来随着丙烯项目的建成投产，LPG 深加工板块盈利能力的提升，公司偿债能力有望增强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2014 年底，公司负债合计 796,821.20 万元，本次拟发行债券规模为不超过 120,000 万元，相对于目前公司负债规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平有一定影响。

以 2014 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 120,000 万元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 52.71%、71.32%和 73.35%，债务负担进一步增加。考虑到募集资金到位后部分用于偿还银行贷款，因此以 2014 年底数据计算的本次债券发行后资产负债率将较 73.35%有所降低，对公司负债水平的影响有限。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 42,319.71 万元，为本次公司债券发行额度（120,000 万元）的 0.35 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可；2014 年经营活动产生的现金流入为 1,409,571.59 万元，为本次公司债券发行额度的 11.75 倍，对本次债券覆盖程度较好。

未来，随着张家港和宁波的丙烷项目建成投产，如果销售顺畅将能实现较大规模的现金流入和经营成果，公司的盈利能力和资产规模都将进一步得到提升，从而提升对本次债券的偿付能力。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、LPG 深加工板块前景等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

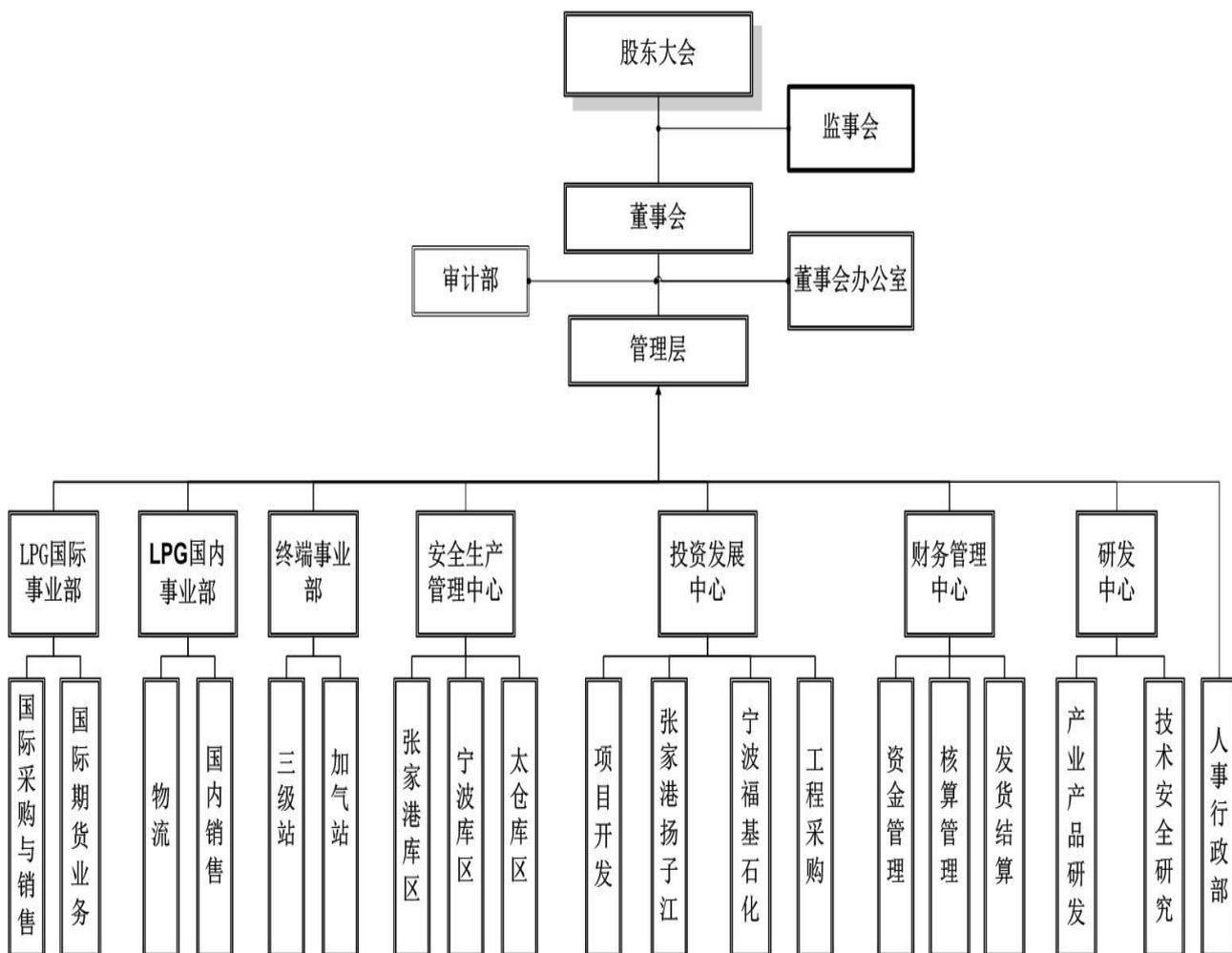
公司作为华东地区最大的民营进口石油液化气加工生产商、储运商和终端分销商，具有烷烃资源的国际采购、仓储及物流和技术研发等竞争优势；公司已着手将业务从传统的 LPG 进口及国际贸易业务向下游深加工拓展，目前已初步形成 LPG 完整的产业链，未来有望提升公司综合竞争力和抗风险能力。但联合评级也关注到公司经营业绩直接受液化石油气价格波动影响，存在一定不确定性；公司负债规模不断增加，整体债务负担较重，存在一定的偿债压力等不利因素。

公司 2012 年和 2014 年两次非公开发行的完成增强了公司资本实力，提高了财务稳健性。此

外，募集资金投资项目的实施有助于解决制约公司丙烯项目产能建设快速发展的资金瓶颈，使公司加快实现业务战略转型。未来，随着公司在 LPG 深加工业务项目的建成投产，公司的收入规模将进一步扩大，公司的盈利能力有望进一步提升。综合考虑上述各方面因素，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

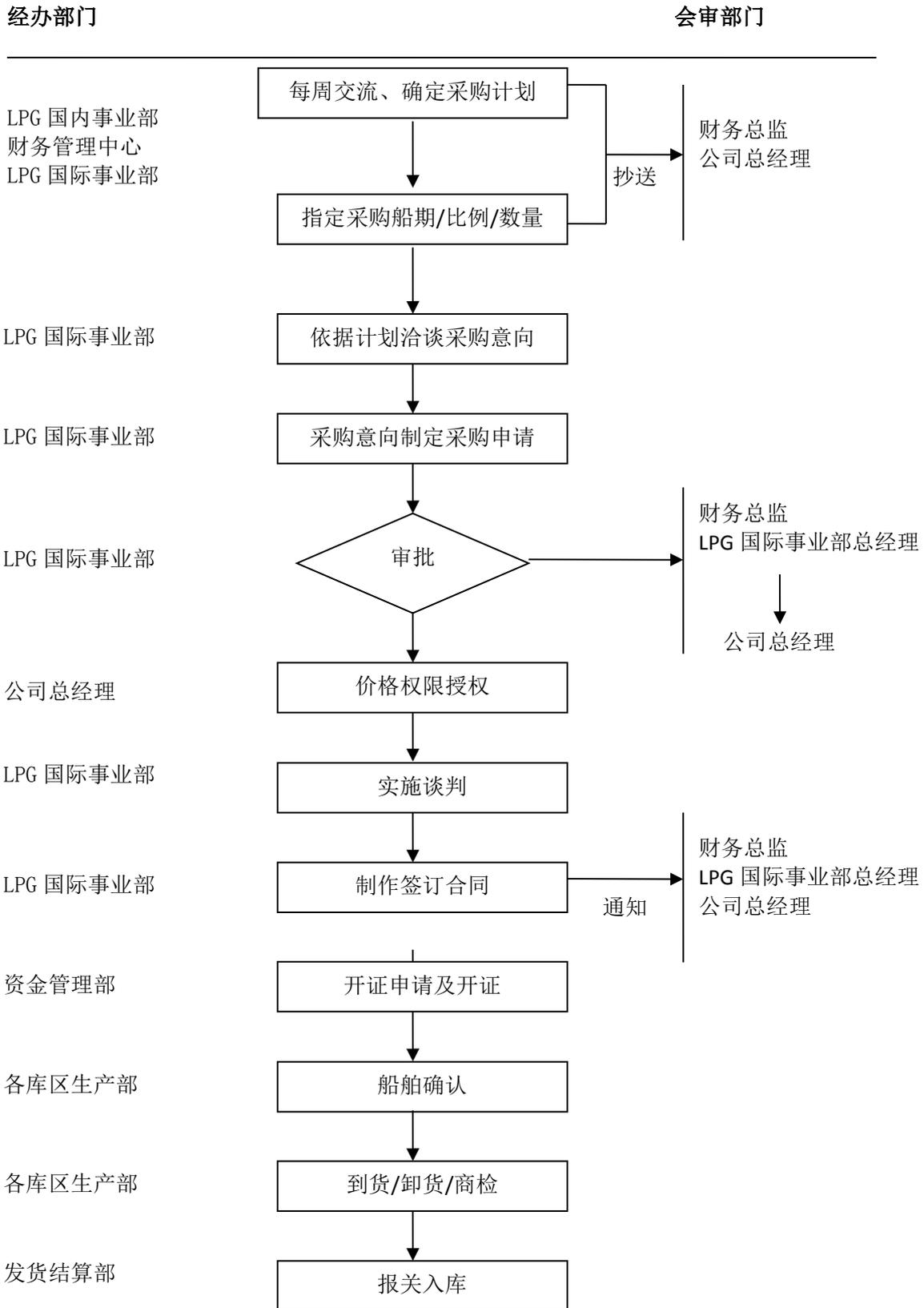
基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 东华能源股份有限公司组织结构图



附件 1-2 公司采购流程图

采购业务流程图



附件 2 东华能源股份有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	48.61	76.96	112.99	138.76
所有者权益 (亿元)	16.34	19.94	33.31	28.91
短期债务 (亿元)	30.56	44.54	45.70	63.40
长期债务 (亿元)	0.55	10.02	25.13	26.02
全部债务 (亿元)	31.10	54.56	70.83	89.42
营业收入 (亿元)	54.51	93.98	133.14	74.00
净利润 (亿元)	0.91	1.26	1.38	0.80
EBITDA (亿元)	3.67	3.82	4.23	--
经营性净现金流 (亿元)	4.70	10.15	-3.60	-4.57
应收账款周转次数(次)	25.01	36.88	29.27	8.27
存货周转次数 (次)	4.34	7.19	9.69	6.79
总资产周转次数 (次)	1.25	1.50	1.40	0.59
现金收入比率 (%)	105.65	104.02	105.35	103.28
总资本收益率 (%)	6.26	4.51	3.34	0.72
总资产报酬率 (%)	6.50	4.85	3.61	1.25
净资产收益率 (%)	7.28	6.94	5.17	2.57
营业利润率 (%)	5.97	3.55	4.60	2.83
费用收入比 (%)	4.44	2.32	2.23	2.54
资产负债率 (%)	66.40	74.10	70.52	79.17
全部债务资本化比率 (%)	65.56	73.24	68.02	75.57
长期债务资本化比率 (%)	3.23	33.45	43.01	47.37
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.17	2.14	1.45	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.07	0.06	--
流动比率 (倍)	1.04	1.02	1.12	0.86
速动比率 (倍)	0.72	0.70	0.93	0.74
现金短期债务比 (倍)	0.62	0.63	0.74	0.49
经营现金流动负债比率 (%)	0.15	0.22	-0.07	-0.05
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.31	0.32	0.35	--

附件3 发行人有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本次/前n年)^(1/(n-1))]-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用+勘探费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 东华能源股份有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年东华能源股份有限公司年报公告后两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

东华能源股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。东华能源股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注东华能源股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现东华能源股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如东华能源股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至东华能源股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送东华能源股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年九月七日