

## 证券研究报告

### 公司研究——年报点评

#### 天科股份 (600378.sh)

郭荆璞 行业首席分析师  
 执业编号: S1500510120013  
 联系电话: +86 10 63081257  
 邮箱: guojingpu@cindasc.com

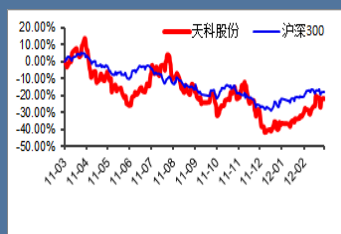
买入

**增持**

持有

卖出

天科股份相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据

52 周内股价	9.15-
波动区间(元)	17.86
最近一月涨跌幅(%)	15.5
总股本(亿股)	2.7
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	33.0

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街九号院  
 一号楼六层研究开发中心  
 邮编: 100031

# 享受政策景气, 工程总包提升 2012 年业绩

年报点评

2012 年 03 月 20 日

收盘价: 12.3 元

#### 本期内容提要:

**事件一:** 公司发布 2011 年年报, 实现每股收益 0.23 元, 比 2010 年增长 44%; 实现营业收入 6.15 亿, 净利润 6259.75 万。

#### 评论如下:

◇公司业绩增长主要源自于工程业务的大幅提升。2011 年度, 公司新签合同额超去年同期 70%, 首次突破 10 亿元大关。根据目前已知项目的进展, 预计 2012 年和 2013 年将是工程总承包项目爆发的一年, 业绩会有亮眼的提升。

◇天科的 PSA 变压吸附气体技术可以应用在煤层气提纯和去除杂质, 以开发和利用低浓度煤层气。且公司的变压吸附技术目前处于世界领先的水平。在政策的刺激之下, 我们预计天科的变压吸附技术储备将为公司带来广阔的发展空间。

◇我们预计公司 2012~2014 年每股收益分别为 0.38 元、0.61 元、0.92 元, 对应 2012 年 3 月 20 日收盘价 (12.3 元) 的市盈率分别为 32 倍、20 倍、13 倍, 给予“增持”评级。

#### 财务数据

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	507.02	490.72	615.30	850.76	1190.90	1471.62
增长率 YoY %	-15.90%	-3.21%	25.39%	38.27%	39.98%	23.57%
净利润(百万元)	42.69	44.91	62.60	105.49	170.43	254.73
增长率 YoY%	-27.40%	5.21%	39.38%	68.53%	61.55%	49.46%
毛利率%	25.70%	29.38%	27.84%	26.14%	29.47%	31.57%
净资产收益率 ROE%	8.68%	8.49%	10.60%	15.28%	19.88%	22.97%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.16	0.23	0.38	0.61	0.92
市场一致预期 EPS(元)				0.33	0.55	0.84
市盈率 P/E(倍)				32	20	13
市净率 P/B(倍)				5.0	4.0	3.1

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 3 月 20 日收盘价

## 1. 2011 年业绩符合预期，公司成长迅速

2011 年营业收入 6.15 亿元，同比增长 25.4%。净利润 6259.75 万元，同比增长 31.2%。实现每股收益 0.23 元，每股净资产 2.12 元，净资产收益率 11.3%。

表 1：公司分产品业务收入

	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011 年报
<b>营业收入</b>					
科研开发及服务设计(元)	388.00	369.38	309.11	301.13	406.57
石油化工及基础化工产品(元)	101.88	223.33	190.49	184.56	206.62
<b>营业成本</b>					
科研开发及服务设计(元)	279.79	285.17	270.85	195.03	273.28
石油化工及基础化工产品(元)	86.57	157.70	83.06	156.02	180.21
<b>毛利率</b>					
科研开发及服务设计(%)	27.89	22.80	12.38	35.23	32.78
石油化工及基础化工产品(%)	15.02	29.39	56.39	15.46	12.78
<b>收入构成</b>					
科研开发及服务设计(%)	78.36	61.28	60.97	61.36	66.07
石油化工及基础化工产品(%)	20.57	37.05	37.57	37.60	33.58

资料来源：wind，信达证券研究开发中心整理

公司业绩增长主要源自于工程业务的大幅提升。2011 年度，公司新签合同额超去年同期 70%，首次突破 10 亿元大关。

2011 年签订的主要项目有：

2011 年 8 月，天科股份与青海盐湖镁业有限公司签订“青海盐湖金属镁一体化项目焦炉煤气制氢装置（EPC）总承包合同”，合同总价 1.49 亿元，预计毛利率在 20%左右，2012 年结算，将对当年业绩产生显著积极影响。

2011 年 8 月，天科股份与唐山佳华煤化工有限公司签订“20 万吨/年焦炉煤气制甲醇工程长周期设备委托采购合同书”，合同总价为 8829.2 万元，对 2011 年业绩产生正面影响。其中，委托采购是工程总承包的一种形式。

2011 年 11 月，公司与中燃燃气涡轮研究院订立“异地重建项目工程总承包合同书”，合同总价为 1.59 亿元，预计 2013 年交付。在几个工程大单的带动下，公司 2011 年的工程业务营业收入增长了 40%，利润增长 35%。

## 2. 向工程总承包业务转型加速，预计 2012 年业绩爆发

工程总包产业已形成公司新的利润增长点，其获利水平在公司第一。公司已建成 30 多种类型，数百套工业装置。典型的有芳樟醇、异植物醇、甲醇、二甲醚、甲醇裂解制氢、甲醇脱氢制 DMF、四氢呋喃、氯甲烷、甲醛、碳酸二甲酯、叔碳酸、聚苯硫醚、戊烷装置等。

未来几年内，公司已确定的工程总承包项目有：

表 2：公司未来重要工程项目

项目	合作单位	金额（百万元）	开始时间	完成时间
异地重建项目工程总承包	中国燃气涡轮研究院	159.47	2011.11.20	2013.1.10
20 万吨/年焦炉气制甲醇项目	唐山佳华煤化工有限公司	29.29	2010.10.15	2012.12.31
焦炉煤气 PSA 制氢	青海盐湖镁业有限公司	149.00	2011.8.30	2012.10.15
20 万吨/年焦炉气制甲醇项目	唐山佳华煤化工有限公司	88.29	2010.10.15	2012.12.31
焦炉气制甲醇	河南	94.00	2010.10.15	2012.12.31
预计新增合同金额				
合计		520.05		

资料来源：信达证券研究开发中心整理

2011 年，公司已签订盐湖金属镁一体化项目、佳华煤化工项目和异地重建总承包项目，这体现了天科从技术输出型公司向解决方案供应商转变的坚定步伐。未来，天科将进一步扩大公司工程设计和承包的领域，将此作为业绩的主要增长点，使公司营业收入实现成倍的跨越式增长。根据目前已知项目的进展，预计 2012 年和 2013 年将是工程总承包项目爆发的一年，业绩会有亮眼的提升。

跟据我们的统计,近年来煤化工项目中制甲醇项目大约累计产能 1.3 亿吨,涉及金额约 7200 亿。众多煤化工项目给天科股份的未来业绩带来巨大潜力。以天科的技术优势和行业实力,预计在未来几年,天科能够签订更多合同,参与到更多的煤化工项目的工程设计和建设当中。

我们预计公司 2012~2014 年每股收益分别为 0.38 元、0.61 元、0.92 元,对应 2012 年 3 月 20 日收盘价(12.3 元)的市盈率分别为 32 倍、20 倍、13 倍,给予“增持”评级。

### 3. 政策带来巨大想象空间

煤层气“十二五”规划已经发布,规划的发展目标是:到 2015 年,新增煤层气探明地质储量 1 万亿立方米;煤层气产量达到 300 亿立方米,其中地面开发 160 亿立方米,煤矿瓦斯抽采 140 亿立方米,利用率 60%以上。建成沁水盆地、鄂尔多斯盆地东缘两大煤层气产业化基地,总投资共约 604 亿元,形成产能 196 亿立方米,产量 160 亿立方米。另外,建成 36 个年抽采量超过 1 亿立方米的煤矿瓦斯抽采利用规模化矿区,工程总投资 562 亿元。其中,低浓度煤层气的安全高效利用是“煤层气”十二五阶段的重点之一。

值得注意的是,过去煤化工业内一直对于先采煤还是先采气有争议,但这次的规划中,明确指出煤炭远景开发区实行“先采气后采煤”,煤矿生产去实行“先抽后采”“采煤采气一体化”。这给煤层气的开采提供了强有力的政策支持。

天科的PSA变压吸附气体技术可以应用在煤层气提纯和去除杂质,以开发和利用低浓度煤层气。且公司的变压吸附技术目前处于世界领先的水平。在政策的刺激之下,我们预计天科的变压吸附技术储备将为公司带来广阔的发展空间。

### 4. 风险因素

签订的合同金额低于预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	746.28	806.51	1077.06	1242.70	<b>营业收入</b>	615.30	850.76	1190.90	1471.62
现金	431.97	365.16	441.38	588.46	营业成本	454.49	600.03	814.93	959.08
应收账款	71.31	174.18	152.67	233.15	营业税金及附加	9.26	11.31	16.11	20.54
其它应收款	4.79	12.58	10.08	17.43	营业费用	22.21	32.05	44.59	54.56
预付账款	34.39	15.98	56.90	39.11	管理费用	68.72	93.58	123.85	148.63
存货	102.85	145.44	187.84	197.92	财务费用	-5.33	-13.95	-14.11	-18.02
其他	100.98	93.17	228.18	166.62	资产减值损失	1.61	1.93	2.77	3.54
<b>非流动资产</b>	179.93	226.07	296.62	343.73	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	26.01	13.78	4.41	-2.99	投资净收益	-0.31	-6.12	-4.68	-3.70
固定资产	140.81	195.66	271.46	324.22	<b>营业利润</b>	64.03	119.69	198.06	299.59
无形资产	3.15	4.37	6.01	6.93	营业外收入	13.41	7.55	9.60	10.19
其他	9.95	12.26	14.73	15.59	营业外支出	0.33	1.15	1.33	0.94
<b>资产总计</b>	926.21	1032.57	1373.67	1586.43	<b>利润总额</b>	77.12	126.08	206.33	308.84
<b>流动负债</b>	335.40	341.74	516.10	477.05	所得税	14.52	20.59	35.90	54.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	62.60	105.49	170.43	254.73
应付账款	137.63	176.50	242.57	247.29	少数股东损益	1.36	2.86	4.42	6.36
其他	197.77	165.25	273.53	229.76	<b>归属母公司净利润</b>	61.24	102.63	166.01	248.37
<b>非流动负债</b>	0.40	0.32	0.24	0.32	EBITDA	62.00	127.00	214.09	320.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.23	0.38	0.61	0.92
其他	0.40	0.32	0.24	0.32					
<b>负债合计</b>	335.80	342.07	516.34	477.37	<b>现金流量表</b>				
少数股东权益	17.98	20.84	25.27	31.62					
归属母公司股东权益	572.44	669.66	832.07	1077.44	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>负债和股东权益</b>	926.21	1032.57	1373.67	1586.43	<b>经营活动现金流</b>	105.65	-6.51	166.79	216.74
					净利润	62.60	93.02	152.97	233.20
					折旧摊销	0.00	14.87	21.88	29.24
					财务费用	-5.33	0.96	7.03	8.08
<b>重要财务指标</b>					投资损失	0.31	6.12	4.68	3.70
					营运资金变动	47.12	-120.68	-19.98	-57.61
<b>主要财务指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	其它	0.95	-0.80	0.21	0.12
营业收入	615.30	850.76	1190.90	1471.62	投资活动现金流	16.24	-66.33	-97.33	-80.18
同比(%)	25.39%	38.27%	39.98%	23.57%	资本支出	-16.64	57.65	80.21	54.56
归属母公司净利润	61.24	102.63	166.01	248.37	<b>长期投资</b>	0.31	12.23	9.36	7.41
同比(%)	40.41%	67.60%	61.75%	49.62%	其他	-0.09	3.55	-7.75	-18.21
毛利率(%)	26.14%	29.47%	31.57%	34.83%	筹资活动现金流	5.73	-6.44	-10.71	-11.01
ROE(%)	10.60%	15.28%	19.88%	22.97%	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益(元)	0.23	0.38	0.61	0.92	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E	0.00	32.38	20.02	13.38	<b>其他</b>	5.73	-6.44	-10.71	-11.01
P/B	0.00	4.96	3.99	3.08	现金净增加额	127.62	-79.28	58.75	125.55
EV/EBITDA	-6.67	23.46	13.58	8.64					

## 分析师简介

郭荆璞，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究发展中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

## 化工行业重点覆盖公司

盐湖股份 (000792)	芭田股份 (002170)	神马股份 (600810)	天科股份 (600378)
烟台万华 (600309)	新纶科技 (002341)	云天化 (600096)	碧水源 (300070)
华昌化工 (002274)	高盟新材 (300200)	沧州大化 (600230)	江山股份 (600389)
扬农化工 (600486)	诺普信 (002215)	S仪化 (600871)	风神股份 (600469)
三聚环保 (300072)	上海家化 (600315)	中国化学 (601117)	中化国际 (600500)
沈阳化工 (000698)			

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	<a href="mailto:yuang@cindasc.com">yuang@cindasc.com</a>
张华	010-63081254	13691304086	<a href="mailto:zhanghuac@cindasc.com">zhanghuac@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：**股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：**股价相对强于基准 5%~20%；

**持有：**股价相对基准波动在 ±5% 之间；

**卖出：**股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：**行业指数超越基准；

**中性：**行业指数与基准基本持平；

**看淡：**行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。