东兴证券
DONGXING SECURITIES

受益煤化工发展弹性最大，继续“强烈推荐”

——东华科技（002140）2012 年中报点评

2012 年 8 月 29 日

强烈推荐/维持

东华科技 | 财报点评

杨若木	基础化工行业分析师		执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
联系人：杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034	MSN:yw831010@hotmail.com

事件：

公司发布 2012 年半年报，实现营业收入 9.68 亿元，同比增长 33.84%，归属于上市公司股东的净利润 1.25 亿元，同比增长 20.43%，基本每股收益 0.28 元，净资产收益率为 10.72%。二季度营业收入 7.15 亿元，同比增长 42.75%，净利润 1.08 亿元，同比增 18.68%，每股收益 0.24 元。公司预计 1-9 月归属于上市公司股东的净利润为 1.76-2.05 亿元，同比增长 20%-40%。公司 11 年新签合同额 75 亿元，同比增 184%，订单收入比高达 3.2，且项目进展顺利，是公司收入增速较快的主要原因。

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	867.03	222.22	501.05	543.99	1079.22	252.72	715.28
增长率（%）	24.56%	3.85%	15.85%	68.77%	24.47%	13.72%	42.75%
毛利率（%）	22.23%	22.44%	29.77%	18.86%	23.46%	27.05%	22.51%
期间费用率（%）	6.87%	16.18%	6.29%	7.74%	7.08%	17.79%	5.20%
营业利润率（%）	12.72%	6.96%	21.40%	9.07%	13.42%	7.91%	17.79%
净利润（百万元）	94.86	13.18	90.87	42.38	130.88	17.45	107.84
增长率（%）	90.12%	52.75%	38.55%	51.90%	37.97%	32.44%	18.68%
每股盈利（季度，元）	0.340	0.047	0.204	0.095	0.293	0.039	0.242
资产负债率（%）	66.11%	65.36%	66.21%	72.37%	70.89%	72.19%	72.48%
净资产收益率（%）	10.86%	1.48%	9.71%	4.34%	11.81%	1.56%	9.11%
总资产收益率（%）	3.68%	0.51%	3.28%	1.20%	3.44%	0.43%	2.51%

评论：

积极因素：

- **项目实施并未受到经济下行的不利影响，毛利率保持稳定。**报告期内工程总承包与设计项目均按计划顺利实施，资金顺利回笼，并没有收到宏观经济下行的不利影响。设计咨询毛利率为65.76%，同比增加1.15个百分点，总承包毛利率变化属于工程项目进程的周期性波动，工程总承包在营收中占比84.4%，毛利率为15.93%，同比下降4.18个百分点，主要由于上半年毛利率较低的设备采购与安装施工在收入中比重较大，导致整体毛利率下降3.82个百分点至23.7%。

- **公司加大在技术优势领域开拓的力度，为未来与业主在工程总承包继续合作打下基础。**依托独有技术优势，公司在上半年承接了中电投霍城煤制天然气、中电投伊南煤制天然气、内蒙古弘汇乙二醇、黑龙江龙泰烯烃、贵州六盘水烯烃、焦作煤业氯化法钛白粉等 19 个工程咨询项目和锡林郭勒盟创源褐煤低温热解、山东东明甲乙酮、帝斯曼巴内酰胺、徐矿集团新疆 SNG、神华新疆煤基新材料、攀枝花金光钛白等 21 个工程设计项目，项目数量明显超出去年同期，由于设计咨询项目合同期一般较短，一旦公司继续与业主签订工程总承包合同，将对公司未来三年业绩产生积极影响。

- 预收账款充足。公司报告期末预收款为21.77亿元，比年初增加28.6%，同比增加95%，主要涉及伊犁新天煤制天然气与内蒙古蒙大新能源60万吨/年煤制甲醇项目等工程预收款。对比我们给予公司12年营业收入32亿元的预测，充足的预收款使得业绩保障度高。

消极因素:

- 上半年未新签总承包合同，订单额下降。公司上半年新签合同额1.96亿元，相比去年同期降幅较大，主要由于受宏观经济与政策影响，化工行业甲方投资较为谨慎，导致未形成总承包合同。

业务展望:

- **预计下半年及明年公司新签合同额将强力反弹，在同行业中受益煤化工发展的弹性最大。**煤化工行业投资形势将明显好转，中期已开始第二轮审核通过新型煤化工项目，新疆地区两个煤制天然气项目已获发改委路条；公司在 11 年承接的中电投伊南煤制天然气等项目设计合同执行完毕后，在下半年开始招标工程总承包合同的可能性很大，由以上可判断公司下半年及明年新签合同额将大幅增长。公司 11 年新签合同额中煤化工占比 90.6%，在同行业中占比最高，一旦煤化工进入快速发展通道，公司弹性最大。

- **技术先发优势明显，应享有估值溢价。**公司在煤制乙二醇、煤制丙烯、煤制天然气、煤制芳烃等新型煤化工及氯化法钛白粉、污水处理等领域处于优势地位，考虑到所处行业高达万亿的投资空间、政策大力扶持、竞争对手几乎无新进入的可能，业绩高成长的确定性大，将带来估值溢价。

盈利预测与投资建议:

预计公司2012-2014年EPS分别为0.84元、1.16元、1.60元，对应PE27倍、20倍、14倍，未来6个月目标价27元，如果新型煤化工大订单持续释放，将享有更高估值水平，维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

所处煤化工行业项目停建或缓建的风险，化工产品下游需求持续低迷的风险

表 2 公司财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	1,835.84	2,346.49	3,187.60	4,434.50	6,147.63
增长率（%）	3.70%	27.82%	35.85%	39.12%	38.63%
净利润（百万元）	196.97	277.30	376.34	518.98	712.26
增长率（%）	51.54%	40.78%	35.72%	37.90%	37.24%

每股收益(元)	0.710	0.620	0.844	1.164	1.597
PE	33.24	38.06	27.97	20.28	14.78
ROE	22.64%	25.08%	26.19%	27.41%	28.26%

分析师简介

杨若木

工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

杨伟

工学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

东兴证券

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：　　相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券