

## 在手项目执行明显加快,技术及资金实力 确保公司在煤化工产业链的竞争优势

东华科技 (002140.SZ)

**推荐** 维持评级

### 一、事件

公司发布 2012 年中报,今年上半年公司实现收入 9.68 亿元,同比增长 34%。实现归属母公司的净利润 1.25 亿元,同比增长 20%。上半年公司的每股收益为 0.28 元,符合我们的预期。

### 二、我们的分析与判断

- **2季度后半程开始在手项目执行明显加快,未来两到三年将是收入结转的快速释放期。**经历了1季度的收入短暂低迷后,2季度开始公司收入明显加快,2季度单季度公司结转收入7.15亿元,同比增长42.8%,环比增长183.0%。从具体项目看,去年新签的4个EPC及EP项目今年都已开始启动(累计进度从2%到12%不等,见正文表1),这些项目当前基本都已完成施工图阶段的设计,后续将进入设备采购及施工阶段,未来2-3年公司的工程量将处于持续的饱满状态,收入年均复合增速有望达到40%。
- **煤制气等示范项目有望在近期启动,公司凭借技术及资金实力将是有力竞争者。**上半年受制于煤化工项目审批及业主观望因素的制约,公司仅签署了1.9亿元的设计合同,进入8月后新签合同有明显加速迹象,8月单月即实现新签15.8亿元。展望“十二五”后续3年,预计煤化工特别是煤制气等成熟领域的示范项目获批前景趋于明朗,公司将是行业大发展的主要受益者,未来年均新签合同有望实现80-100亿元的良好水平,从而为营收规模带来巨大成长空间。
- **短期毛利率有所波动,后续随收入中新型煤化工比例提升将有明显恢复。**上半年公司毛利率为23.7%,同比下滑3.8个百分点;其中设计业务毛利率仍稳定在60%左右的良好水平,而工程承包业务毛利率15.9%,下滑4.1个百分点。上半年工程业务毛利率下滑主要是公司传统化工项目(如聚氯乙烯工程主要以成本加成方式计价)在当期的结算毛利率较低,预计随着后续新型煤化工收入的占比提升公司毛利率将实现明显回升。

### 三、投资建议

**维持推荐的投资评级。**我们维持在7月31日公司深度报告中对行业投资提速前景、以及对公司核心竞争优势的判断。预计12-14年公司各年的EPS分别为0.84、1.25和1.73元,维持推荐。

| 主要财务指标(百万元) | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 2346  | 3035  | 4323  | 5955  |
| 收入同比        | 28%   | 29%   | 42%   | 38%   |
| 归属母公司净利     | 277   | 375   | 560   | 773   |
| 净利润同比       | 41%   | 35%   | 49%   | 38%   |
| 毛利率         | 23.6% | 23.6% | 23.0% | 22.5% |
| ROE         | 25.1% | 26.3% | 29.3% | 30.1% |
| 每股收益(元)     | 0.62  | 0.84  | 1.25  | 1.73  |
| P/E         | 36.9  | 27.3  | 18.3  | 13.2  |
| P/B         | 9.3   | 7.2   | 5.4   | 4.0   |

资料来源:中国银河证券研究部

### 分析师

罗泽兵

☎: (8621) 2025 2670

✉: luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090003

袁孝锋

✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511050001

王强

✉: wangqiang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080002

### 市场数据日期

2012-8-28

|           |       |
|-----------|-------|
| 上证综合指数    | 2,073 |
| 公司收盘价     | 22.95 |
| 总股本(百万)   | 446   |
| 流通股本(百万)  | 432   |
| 流通市值(亿)   | 99.2  |
| EPS (TTM) | 0.67  |
| 每股净资产(元)  | 2.64  |
| 资产负债率     | 72.5% |

### 股价表现

| (%)  | 1M   | 3M    | 6M    |
|------|------|-------|-------|
| 东华科技 | 7.4  | 7.4   | 4.2   |
| 上证综指 | -2.6 | -13.2 | -14.6 |

### 相关研究

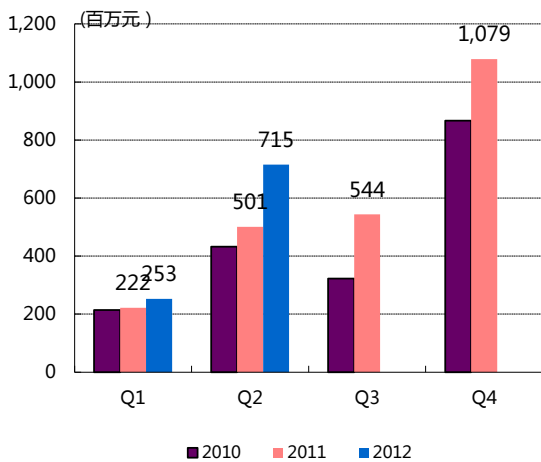
东华科技-中标煤制氢项目,公司煤化工工程业绩进一步提升

20120807

东华科技-煤化工示范项目即将进入工业化快速应用阶段,公司显著受益于技术及先发优势

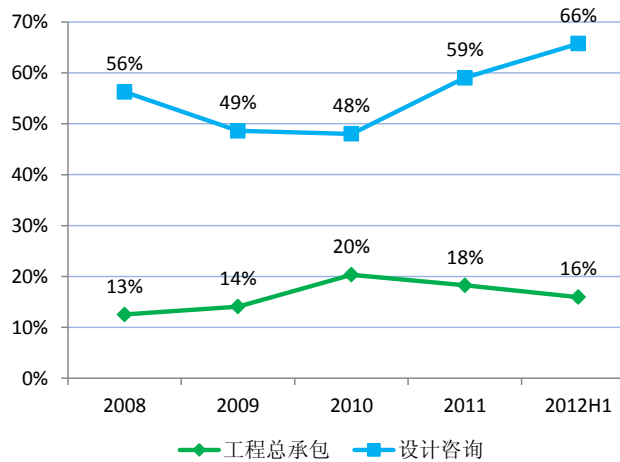
20120731

图 1 2010-2012 年公司季度收入对比



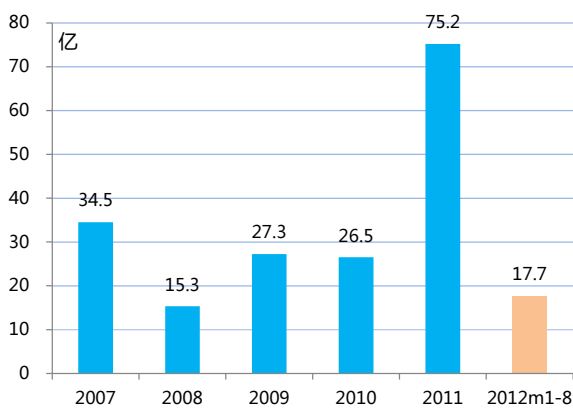
资料来源：公司公告

图 2 公司历年各类业务的毛利率



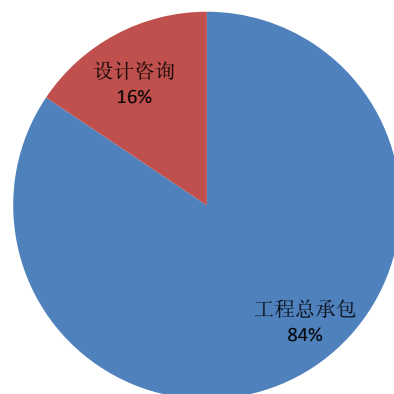
资料来源：公司公告

图 3 今年截至 8 月公司新签合同累计额与往年对比



资料来源：公司公告

图 4 公司各类业务的比例构成



资料来源：公司公告

表 1 公司上半年主要结算工程项目的进度一览 (单位: 万元)

| 合同项目                          | 合同金额    | 今年上半年确认收入 | 累计确认收入 | 占本期营业收入比例 | 工程累计进度 |
|-------------------------------|---------|-----------|--------|-----------|--------|
| 黔西县黔希煤化工投资有限责任公司 30 万吨/年乙二醇项目 | 304,700 | 2,211     | 5,656  | 2.3%      | 1.9%   |
| 伊犁新天年产 20 亿立方米煤制天然气项目         | 141,500 | 2,748     | 8,463  | 2.8%      | 6.0%   |
| 中煤鄂尔多斯能源化工合成氨及尿素项目            | 104,000 | 6,908     | 7,169  | 7.1%      | 6.9%   |
| 华塑 100 万吨/年聚氯乙烯及配套项目一期工程电石装置  | 103,000 | 13,699    | 91,835 | 14.2%     | 89.2%  |

|                                              |                |               |                |              |          |
|----------------------------------------------|----------------|---------------|----------------|--------------|----------|
| 内蒙古蒙大新能源化工公司 120 万吨/年二甲醚项目一期工程 60 万吨/年煤制甲醇项目 | 90,600         | 10,167        | 10,604         | 10.5%        | 11.7%    |
| 新疆天业(集团)有限公司 20 万吨/年乙二醇项目                    | 15,898         | 9,782         | 9,782          | 10.1%        | 61.5%    |
| <b>小计</b>                                    | <b>759,698</b> | <b>45,515</b> | <b>133,507</b> | <b>47.0%</b> | <b>-</b> |

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 2 公司单季度的损益表对比分析**

|                   | 2011         |              |              |              | 2012         |              | Q2 单季度       | Q2 单季度        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
|                   | Q1           | Q2           | Q3           | Q4           | Q1           | Q2           | 同比(%)        | 环比(%)         |
| <b>一、营业总收入</b>    | 222.22       | 501.05       | 543.99       | 1,079.22     | 252.72       | 715.28       | 42.8%        | 183.0%        |
| <b>二、营业总成本</b>    | 207.39       | 394.88       | 495.75       | 936.50       | 234.30       | 589.42       | 49.3%        | 151.6%        |
| 营业成本              | 172.36       | 351.90       | 441.39       | 826.01       | 184.36       | 554.24       | 57.5%        | 200.6%        |
| <b>毛利率</b>        | <b>22.4%</b> | <b>29.8%</b> | <b>18.9%</b> | <b>23.5%</b> | <b>27.0%</b> | <b>22.5%</b> | <b>-7.3%</b> | <b>-4.5%</b>  |
| 销售费用              | 4.18         | 3.16         | 5.09         | 8.23         | 3.97         | 2.70         | -14.4%       | -32.0%        |
| <b>销售费用率</b>      | <b>1.9%</b>  | <b>0.6%</b>  | <b>0.9%</b>  | <b>0.8%</b>  | <b>1.6%</b>  | <b>0.4%</b>  | <b>-0.3%</b> | <b>-1.2%</b>  |
| 管理费用              | 32.61        | 29.15        | 37.93        | 69.24        | 42.60        | 37.21        | 27.6%        | -12.7%        |
| <b>管理费用率</b>      | <b>14.7%</b> | <b>5.8%</b>  | <b>7.0%</b>  | <b>6.4%</b>  | <b>16.9%</b> | <b>5.2%</b>  | <b>-0.6%</b> | <b>-11.7%</b> |
| 财务费用              | -0.83        | -0.81        | -0.90        | -1.02        | -1.62        | -2.73        | 235.5%       | 68.3%         |
| 资产减值损失            | -5.98        | 4.29         | 4.37         | 20.73        | 0.16         | -7.54        | -275.8%      | -4753.8%      |
| <b>减值损失率</b>      | <b>-2.7%</b> | <b>0.9%</b>  | <b>0.8%</b>  | <b>1.9%</b>  | <b>0.1%</b>  | <b>-1.1%</b> | <b>-1.9%</b> | <b>-1.1%</b>  |
| <b>四、营业利润</b>     | 15.47        | 107.20       | 49.34        | 144.80       | 19.99        | 127.26       | 18.7%        | 536.8%        |
| 加: 营业外收入          | 0.22         | 0.01         | 0.93         | 6.00         | 0.65         | 0.02         | 122.6%       | -97.7%        |
| 减: 营业外支出          | 0.04         | 0.00         | 0.26         | 0.00         | 0.10         | 0.17         | 22620.1%     | 70.8%         |
| <b>五、利润总额</b>     | 15.65        | 107.21       | 50.01        | 150.79       | 20.54        | 127.11       | 18.6%        | 518.8%        |
| 减: 所得税            | 2.47         | 16.08        | 7.44         | 19.22        | 2.84         | 19.00        | 18.2%        | 568.6%        |
| <b>所得税率</b>       | <b>15.8%</b> | <b>15.0%</b> | <b>14.9%</b> | <b>12.7%</b> | <b>13.8%</b> | <b>14.9%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>1.1%</b>   |
| <b>六、净利润</b>      | 13.18        | 91.13        | 42.57        | 131.57       | 17.70        | 108.11       | 18.6%        | 510.8%        |
| 减: 少数股东损益         | 0.00         | 0.27         | 0.20         | 0.69         | 0.25         | 0.27         | 0.4%         | 7.8%          |
| 归属于母公司净利润         | 13.18        | 90.87        | 42.38        | 130.88       | 17.45        | 107.84       | 18.7%        | 518.0%        |
| <b>净利率</b>        | <b>5.9%</b>  | <b>18.1%</b> | <b>7.8%</b>  | <b>12.1%</b> | <b>6.9%</b>  | <b>15.1%</b> | <b>-3.1%</b> | <b>8.2%</b>   |
| <b>单季度 EPS(元)</b> | <b>0.03</b>  | <b>0.20</b>  | <b>0.10</b>  | <b>0.29</b>  | <b>0.04</b>  | <b>0.24</b>  | <b>18.7%</b> | <b>518.0%</b> |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

| 资产负债表     |      |       |       |       | 利润表      |      |       |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|----------|------|-------|-------|-------|
|           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |          | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产      | 3388 | 4445  | 6237  | 8564  | 营业收入     | 2346 | 3035  | 4323  | 5955  |
| 现金        | 1161 | 1862  | 2871  | 3901  | 营业成本     | 1792 | 2319  | 3327  | 4618  |
| 应收账款      | 181  | 231   | 328   | 453   | 营业税金及附加  | 33   | 43    | 61    | 83    |
| 其它应收款     | 282  | 360   | 513   | 707   | 营业费用     | 21   | 27    | 39    | 52    |
| 预付账款      | 571  | 742   | 1065  | 1478  | 管理费用     | 169  | 219   | 259   | 325   |
| 存货        | 1125 | 1160  | 1331  | 1847  | 财务费用     | -4   | -15   | -24   | -34   |
| 其他        | 67   | 91    | 130   | 179   | 资产减值损失   | 23   | 15    | 20    | 20    |
| 非流动资产     | 440  | 485   | 552   | 672   | 公允价值变动收益 | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资      | 84   | 84    | 84    | 84    | 投资净收益    | 5    | 5     | 5     | 5     |
| 固定资产      | 271  | 303   | 380   | 500   | 营业利润     | 317  | 432   | 647   | 896   |
| 无形资产      | 73   | 72    | 71    | 70    | 营业外收入    | 7    | 7     | 7     | 7     |
| 其他        | 11   | 26    | 16    | 18    | 营业外支出    | 0    | 1     | 1     | 1     |
| 资产总计      | 3828 | 4930  | 6789  | 9235  | 利润总额     | 324  | 438   | 653   | 902   |
| 流动负债      | 2714 | 3493  | 4866  | 6649  | 所得税      | 45   | 62    | 91    | 126   |
| 短期借款      | 0    | 0     | 0     | 0     | 净利润      | 278  | 376   | 561   | 775   |
| 应付账款      | 773  | 1001  | 1436  | 1993  | 少数股东损益   | 1    | 1     | 2     | 2     |
| 其他        | 1941 | 2492  | 3430  | 4656  | 归属母公司净利润 | 277  | 375   | 560   | 773   |
| 非流动负债     | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA   | 334  | 440   | 650   | 897   |
| 长期借款      | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)  | 0.62 | 0.84  | 1.25  | 1.73  |
| 其他        | 0    | 0     | 0     | 0     |          |      |       |       |       |
| 负债合计      | 2714 | 3493  | 4866  | 6649  |          |      |       |       |       |
| 少数股东权益    | 9    | 10    | 11    | 13    |          |      |       |       |       |
| 股本        | 446  | 446   | 446   | 446   |          |      |       |       |       |
| 资本公积      | 90   | 90    | 90    | 90    |          |      |       |       |       |
| 留存收益      | 569  | 890   | 1375  | 2036  |          |      |       |       |       |
| 归属母公司股东权益 | 1106 | 1427  | 1911  | 2573  |          |      |       |       |       |
| 负债和股东权益   | 3828 | 4930  | 6789  | 9235  |          |      |       |       |       |

| 现金流量表   |      |       |       |       | 主要财务比率        |        |        |        |        |
|---------|------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度    | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度          | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
| 经营活动现金流 | 473  | 788   | 1159  | 1258  | 成长能力          |        |        |        |        |
| 净利润     | 278  | 376   | 561   | 775   | 营业收入          | 27.8%  | 29.3%  | 42.4%  | 37.8%  |
| 折旧摊销    | 21   | 23    | 28    | 35    | 营业利润          | 39.1%  | 36.3%  | 49.7%  | 38.5%  |
| 财务费用    | -4   | -15   | -24   | -34   | 归属于母公司净利润     | 40.8%  | 35.1%  | 49.4%  | 38.2%  |
| 投资损失    | -5   | -5    | -5    | -5    | 获利能力          |        |        |        |        |
| 营运资金变动  | 162  | 404   | 552   | 439   | 毛利率           | 23.6%  | 23.6%  | 23.0%  | 22.5%  |
| 其它      | 19   | 5     | 48    | 47    | 净利率           | 11.8%  | 12.3%  | 12.9%  | 13.0%  |
| 投资活动现金流 | -37  | -49   | -99   | -149  | ROE           | 25.1%  | 26.3%  | 29.3%  | 30.1%  |
| 资本支出    | 52   | 50    | 100   | 150   | ROIC          | -187.8 | -66.8% | -51.1% | -52.3% |
| 长期投资    | 0    | 0     | 0     | 0     | 偿债能力          |        |        |        |        |
| 其他      | 15   | 1     | 1     | 1     | 资产负债率         | 70.9%  | 70.9%  | 71.7%  | 72.0%  |
| 筹资活动现金流 | -42  | -38   | -51   | -78   | 净负债比率         | -104.2 | -129.6 | -149.3 | -150.8 |
| 短期借款    | 0    | 0     | 0     | 0     | 流动比率          | 1.25   | 1.27   | 1.28   | 1.29   |
| 长期借款    | 0    | 0     | 0     | 0     | 速动比率          | 0.83   | 0.94   | 1.01   | 1.01   |
| 普通股增加   | 167  | 0     | 0     | 0     | 营运能力          |        |        |        |        |
| 资本公积增加  | -84  | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率        | 0.73   | 0.69   | 0.74   | 0.74   |
| 其他      | -126 | -38   | -51   | -78   | 应收账款周转率       | 12     | 12     | 12     | 12     |
| 现金净增加额  | 392  | 700   | 1009  | 1030  | 应付账款周转率       | 2.49   | 2.61   | 2.73   | 2.69   |
|         |      |       |       |       | 每股指标 (元)      |        |        |        |        |
|         |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)    | 0.62   | 0.84   | 1.25   | 1.73   |
|         |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.06   | 1.77   | 2.60   | 2.82   |
|         |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)   | 2.48   | 3.20   | 4.29   | 5.77   |
|         |      |       |       |       | 估值比率          |        |        |        |        |
|         |      |       |       |       | P/E           | 36.9   | 27.3   | 18.3   | 13.2   |
|         |      |       |       |       | P/B           | 9.3    | 7.2    | 5.4    | 4.0    |
|         |      |       |       |       | EV/EBITDA     | 27     | 20     | 14     | 10     |

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**罗泽兵，建筑行业证券分析师；袁孝锋、王强，石化和化工行业证券分析师。**3人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20257811 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)