



**买入** **41%↑**  
目标价格: 人民币 28.50

002140.CH

价格: 人民币 20.18

目标价格基础: 25倍13年市盈率

板块评级: 增持

**本报告要点**

- 预计公司2012年业绩增速稳定
- 公司将在“十二五”期间迎来高速发展的契机

**我们的观点有何不同?**

- 新型煤化工行业仍将高速发展
- 新型煤化工行业仍将高速发展

**主要催化剂/事件**

- 现代煤化工行业政策
- 大额合同的签订
- 新技术突破

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11)	(11)	(4)	(19)
相对新华富时A50指数	(8)	(14)	(0)	(7)

发行股数(百万)	446
流通股(%)	96.86
流通股市值(人民币 百万)	8,745
3个月日均交易额(人民币 百万)	31
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
化学工业第三设计院有限公司	60.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年10月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

煤化工: 设计、总承包

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

\*王喆为本报告重要贡献者

# 东华科技

## 继续受益于煤化工行业, 业绩仍将高速增长

2012年前三季度, 东华科技净利润同比增长25.6%。展望年底和明年, 凭借公司近百亿的在手订单以及未来大额订单的预期, 公司的订单增速仍具有较大的空间, 我们预计其净利润仍将维持30%以上的高速增长。考虑公司未来2-3年仍将处在高增速的时期, 我们维持买入评级, 目标价格28.50元。

**支撑评级的要点**

- 公司业绩基本符合预期。东华科技2012年前三季度实现营业收入17.91亿元, 归属于上市公司股东净利润1.84亿元, 同比分别增长41.3%、25.6%, 基本符合我们预期。报告期内, 公司主营业务收入和净利润增长较快, 主要是由于公司在手订单充裕, 工程总承包、工程设计与咨询项目按计划实施。
- 公司未来大额订单可期。公司前三季度新签订单超过20亿元, 其中多个咨询设计合同。我们认为在未来获得大额EPC合同的概率非常高。
- 新型煤化工行业仍将高速发展。虽然近期没有新的新型煤化工项目获得国家发改委的路条, 但是我们认为国内煤化工行业发展的趋势没有改变, 企业和地方政府仍在积极进行前期工作, 只待国家的审核和批转。我们维持新型煤化工2012-2015年实现固定资产投资达到2,000-3,000亿的判断。

**评级面临的主要风险**

- 重要人才的流失; 核心技术泄露; 产品价格大幅下降; 公司下游客户需求放缓。

**估值**

- 考虑到公司在手近百亿订单及其未来大额订单的预期, 我们预测2011-2014年三年净利年均复合增长将达到35%, 给予其25倍2013年预期市盈率, 目标价维持28.50元, 维持**买入**评级。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,836	2,346	3,050	4,363	6,055
变动(%)	4	28	30	43	39
净利润(人民币 百万)	197	277	370	512	730
全面摊薄每股收益(人民币)	0.707	0.622	0.829	1.147	1.638
变动(%)	142.5	(12.0)	33.4	38.3	42.8
市场预期每股收益(人民币)			0.845	1.116	1.592
核心每股收益(人民币)	0.707	0.622	0.829	1.147	1.638
变动(%)	142.5	(12.0)	33.4	38.3	42.8
全面摊薄市盈率(倍)	28.6	32.5	24.3	17.6	12.3
核心市盈率(倍)	28.6	32.5	24.3	17.6	12.3
每股现金流量(人民币)	(0.50)	1.30	0.25	1.77	1.83
价格/每股现金流量(倍)	(40.7)	15.5	80.5	11.4	11.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.6	22.3	18.6	11.9	7.6
每股股息(人民币)	0.327	0.047	0.124	0.166	0.229
股息率(%)	1.4	0.2	0.5	0.7	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 估值

展望 2012 年，我们预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展，公司的订单增速仍具有较大的空间，结合目前在手近百亿的订单，我们预计公司 2011-2014 年净利润复合增长率将维持在 35% 以上的高速增长。考虑公司未来 2-3 年仍将处在高增速的时期，我们维持 **买入** 评级，目标价格 28.50 元。

## 2012 年前三季度公司净利增长 26%，基本符合预期

东华科技 2012 年前三季度实现营业收入 17.91 亿元，归属于上市公司股东净利润 1.84 亿元，同比分别增长 41.3%、25.6%，基本符合我们预期。报告期内，公司主营业务收入和净利润增长较快，主要是由于公司在手订单充裕，工程总承包、工程设计与咨询项目按计划实施。其中净利润增幅低于收入增幅是受其中个别项目毛利率较低的影响。

公司预告全年公司净利润预增 20-40%。

图表 1. 2012 年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年前三季度	2012 年前三季度	同比变动(%)
营业额	1,267.27	1,790.65	41
销售税金	(20.11)	(18.21)	(9)
净销售额	1,247.16	1,72.44	42
销售成本	(965.65)	(1,436.10)	49
毛利润	281.51	336.34	19
销售费用	(12.42)	(11.00)	(11)
管理费用	(99.69)	(125.22)	26
经营利润	169.40	200.12	18
投资收益	2.77	4.16	50
财务费用	2.54	6.58	159
资产减值	(2.69)	4.57	(270)
其它	0.85	1.24	46
税前利润	172.87	216.67	25
所得税	(25.98)	(32.08)	23
少数股东权益	(0.47)	(0.74)	57
净利润	146.42	183.85	26
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	23.8	19.8	
经营利润率	13.4	11.2	
净利率	0.0	0.0	

资料来源：公司数据及中银国际研究

## 公司三季度新签 16 亿订单

公司 2012 年 3 季度新签合同总额 16 亿左右，其中公司公告了恒源煤焦化有限公司 FMTP 设计项目和安庆市曙光化工股份有限公司煤质氢 EPC 项目。今年上半年公司签订了 40 个设计、咨询合同，其中包含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、帝斯曼己内酰胺、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。工程设计项目为 EPC 项目的前期，大量的工程设计合同必然会有一部分未来进入 EPC 合同的周期，作为同一项目的工程设计方，在承揽 EPC 合同时具有对工程比较熟悉、和业主沟通充分等多方面优势，获得最终大额 EPC 合同的概率非常高。

**图表 2. 2012 年以来公司公告的订单情况**

公告日期	业主	项目	类型	合同额 (亿元)
12.3.6	锡林郭勒盟创源煤化工	褐煤低温热解	E	0.6
12.8.6	恒源煤焦电化有限公司	FMTF	E	0.78
12.8.8	安庆市曙光化工	煤制氢	EPC	15
<b>合计</b>				<b>16.38</b>

备注: E 设计、P 采购、C 建设、M 项目管理

资料来源:公司公告、中银国际研究

我们预计公司目前在手订单接近百亿,相当于 2011 年全年营业收入的四倍多,我们预计公司的主营业务收入在“十二五”期间仍将保持较高的增速。

### 新型煤化工行业仍将高速发展

虽然近期没有新的新型煤化工项目获得国家发改委的路条,但是我们认为国内煤化工行业发展的趋势没有改变,企业和地方政府仍在积极进行前期工作,只待国家的审核和批转。我们维持新型煤化工 2012-2015 年实现固定资产投资达到 2,000-3,000 亿的判断。

我们认为新型煤化工项目将会逐步获得审批。获得审批集中煤制天然气、煤制烯烃(技术路线已打通,重点在技术示范升级)和煤制油项目(重点是间接液化,在目前已有 16 万吨的示范性项目顺利运行的基础上,进一步放大规模)。我们认为可能获得路条的项目均在中西部地区煤炭调出省区,其中新疆、内蒙、陕西等相对配套条件较好的地区可能开展较大规模的项目。获得核准的项目总数在 15 个左右。

公司前期已经于大部分业主进行了充分的沟通,承担了其中部分项目的技术咨询和工程设计工作。我们认为随着其中部分项目的获批,公司将有很大的希望获得大额的总包合同订单。

我们预计,公司 2012-2014 年的营业收入分别为 30.5、43.6 和 60.6 亿元,2012-2014 年的净利润分别为 3.70、5.12 和 7.30 亿元,2012-2014 年每股收益分别为 0.83 元、1.15 元和 1.64 元。按照 2012 年 10 月 26 日收盘价 20.18 元计算,对应的动态市盈率分别为 24 倍、18 倍和 12 倍。

预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展,公司的订单增速仍具有较大的空间,结合目前在手近百亿的订单,我们预计公司 2011-2014 年净利润复合增长率将维持在 40%以上的高速增长。考虑公司未来 2-3 年仍将处在高增速的时期,我们维持**买入**评级,目标价格维持 28.50 元。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,836	2,346	3,050	4,363	6,055
销售成本	(1,418)	(1,792)	(2,358)	(3,396)	(4,733)
经营费用	(170)	(202)	(269)	(361)	(479)
息税折旧前利润	248	353	423	606	843
折旧及摊销	(15)	(21)	(21)	(31)	(35)
经营利润(息税前利润)	232	332	402	574	808
净利息收入/(费用)	4	6	46	59	88
其他收益/(损失)	(7)	(14)	(11)	(29)	(33)
税前利润	230	324	437	604	863
所得税	(33)	(45)	(66)	(91)	(129)
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)
净利润	197	277	370	512	730
核心净利润	197	277	370	512	730
每股收益(人民币)	0.707	0.622	0.829	1.147	1.638
核心每股收益(人民币)	0.707	0.622	0.829	1.147	1.638
每股股息(人民币)	0.327	0.047	0.124	0.166	0.229
收入增长(%)	4	28	30	43	39
息税前利润增长(%)	53	43	21	43	41
息税折旧前利润增长(%)	54	42	20	43	39
每股收益增长(%)	142	(12)	33	38	43
核心每股收益增长(%)	142	(12)	33	38	43

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	230	324	437	604	863
折旧与摊销	15	21	21	31	35
净利息费用	(4)	(6)	(46)	(59)	(88)
运营资本变动	(2)	(4)	(2)	(3)	(3)
税金	(33)	(45)	(66)	(91)	(129)
其他经营现金流	(310)	182	(232)	307	138
经营活动产生的现金流	(104)	473	112	790	817
购买固定资产净值	(53)	(44)	(38)	(107)	(43)
投资减少/增加	5	5	5	5	5
其他投资现金流	(1)	1	0	0	0
投资活动产生的现金流	(49)	(37)	(33)	(102)	(38)
净增权益	(70)	(84)	(89)	0	0
净增债务	126	59	0	0	0
支付股息	(91)	(21)	(55)	(74)	(102)
其他融资现金流	4	4	46	59	88
融资活动产生的现金流	(31)	(42)	(99)	(15)	(14)
现金变动	(184)	393	(20)	673	764
期初现金	953	769	1,161	1,141	1,815
公司自由现金流	(149)	441	125	747	866
权益自由现金流	(23)	500	125	747	866

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	769	1,161	1,141	1,815	2,579
应收帐款	656	1,125	1,481	1,945	2,885
库存	736	1,102	1,256	1,863	2,651
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,160	3,388	3,878	5,623	8,114
固定资产	262	271	286	297	306
无形资产	73	76	141	138	136
其他长期资产	89	93	32	102	105
长期资产总计	425	440	459	537	548
总资产	2,585	3,828	4,337	6,160	8,662
应付帐款	1,533	2,529	2,800	4,134	5,969
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	176	184	196	245	281
流动负债总计	1,709	2,714	2,996	4,379	6,250
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	279	446	446	446	446
储备	591	660	885	1,323	1,951
股东权益	870	1,106	1,331	1,769	2,397
少数股东权益	6	9	10	12	15
总负债及权益	2,585	3,828	4,337	6,160	8,662
每股帐面价值(人民币)	3.12	2.48	2.98	3.97	5.37
每股有形资产(人民币)	2.86	2.31	2.67	3.65	5.07
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.76)	(2.60)	(2.56)	(4.07)	(5.78)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	13.5	15.0	13.9	13.9	13.9
息税前利润率(%)	12.7	14.1	13.2	13.2	13.3
税前利润率(%)	12.5	13.8	14.3	13.9	14.2
净利率(%)	10.7	11.8	12.1	11.7	12.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	2,474.0	5,489.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	28.6	32.5	24.3	17.6	12.3
核心业务市盈率(倍)	28.6	32.5	24.3	17.6	12.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	42.5	48.3	36.2	26.2	18.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	6.5	8.1	6.8	5.1	3.8
价格/现金流(倍)	(40.7)	15.5	80.5	11.4	11.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.6	22.3	18.6	11.9	7.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	183.7	187.2	182.4	167.6	174.1
应收帐款周转天数	99.3	138.5	155.9	143.3	145.6
应付帐款周转天数	303.5	315.9	318.9	290.1	304.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	46.3	7.5	15.0	14.5	14.0
净资产收益率(%)	25.2	28.1	30.4	33.0	35.1
资产收益率(%)	8.1	8.9	8.4	9.3	9.3
已运用资本收益率(%)	29.9	33.9	36.5	40.6	42.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371