

经营低谷已过，新型煤化工业务驶入快车道

东华科技 (002140.SZ)

推荐 维持评级

一、事件

公司发布业绩快报，2012年公司实现营业收入30.5亿元，同比增长30.0%；实现归属母公司的净利润3.3亿元，同比增长20.2%。2012年公司每股收益为0.75元，略低于我们的预期。

二、我们的分析与判断

- **公司4季度收入同比增速有所回落，新型煤化工项目在2013年将成收入贡献主力。**2012年第4季度公司实现收入12.6亿元，同比增长17%，较2、3季度40%左右的同比增速水平有所回落，这主要是由于因为2012年公司收入贡献大部分来自传统化工工程项目，而在手的新型煤化工项目基本处于设计调整及设备洽购阶段从而结算量偏少，传统化工项目的单个结算进度即会对公司收入带来较大的波动（如华塑100万吨/年聚氯乙烯项目电石装置在4季度即处于收尾阶段）。预计公司在手的贵州黔希乙二醇、新疆新汶天然气项目将分别于明年下半年及上半年开车，随着这些工程主体施工阶段的推进，今年公司的收入结算量将有大幅增长，有望达到40-45亿元。
- **煤制乙二醇及煤制天然气技术路线趋于明朗，后续需求将加速释放。**公司参与设计的新疆天业5万吨乙二醇项目已在春节前试车成功，目前市场煤制乙二醇产品价格在6500元/吨左右，扣除5000元左右的完全成本，单吨盈利较为可观，预计这类项目将进入一轮发展高潮。煤制天然气方面，目前技术上也已成熟，短期在当前天然气价格下煤制天然气项目基本只能盈亏平衡，天然气价格后续若提升将大大扭转目前项目业主的观望心态。
- **看好公司持续技术投入对未来长期发展的保障能力。**煤制芳烃领域，公司年前在陕西榆林完成一套中试装置，从正常的工业化应用规律看，预计3年内芳烃将进入工厂化建设阶段。传统化工工程领域，公司参与设计的云南新立钛白粉项目（氯化法，年产6万吨）也已试车，考虑到国内已经停上污染较大的硫酸法钛白粉项目，后续只能建氯化法钛白粉项目，这块市场替代的空间巨大。

三、投资建议

维持推荐的投资评级。新型煤化工特别是煤制气领域的发展前景明确，公司核心技术优势及先发优势明显。预计12-14年公司各年的EPS分别为0.75、1.15和1.62元，维持推荐。

主要财务指标 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2346	3055	4185	5600
收入同比	28%	30%	37%	34%
归属母公司净利	277	333	515	722
净利润同比	41%	20%	55%	40%
毛利率	23.6%	21.6%	21.9%	22.0%
ROE	25.1%	24.0%	28.1%	29.4%
每股收益(元)	0.62	0.75	1.15	1.62
P/E	44.4	37.1	24.0	17.1
P/B	11.1	8.9	6.7	5.0

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

✉: qjuxiaofeng@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

2013-2-27

上证综合指数	2,313
公司收盘价	27.63
总股本(百万)	446
流通股本(百万)	433
流通市值(亿)	119.7
EPS (TTM)	0.71
每股净资产 (元)	2.77
资产负债率	73%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东华科技	13.8	44.1	18.8
上证综指	1.0	17.2	12.7

相关研究

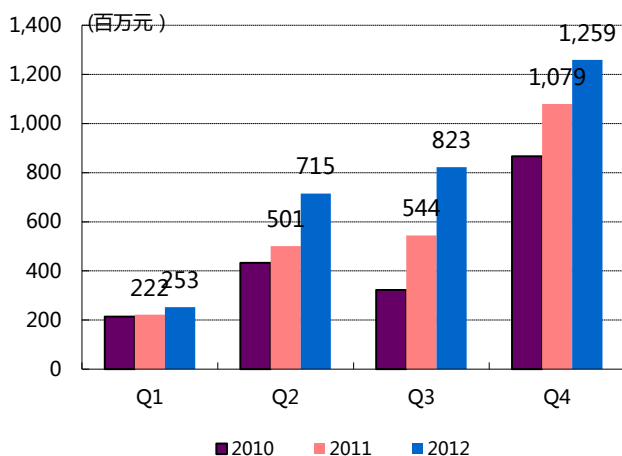
- 东华科技-煤化工技术储备进一步完善，厚积薄发的战略发展机遇明晰
20130115
- 东华科技-在手项目进度步入正轨，收入结算提速明显
20121028
- 东华科技-煤化工示范项目即将进入工业化快速应用阶段，公司显著受益于技术及先发优势
20120731

表 1 公司前 3 季度主要工程项目的结算进度一览 (单位: 万元)

合同项目	合同金额	今年前 3 季度确认收入	累计确认收入	占前 3 季度营业总收入比例	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	7,172	10,617	4.0%	3.5%
伊犁新天年产 20 亿立方米煤制天然气项目	141,500	6,827	12,541	3.8%	8.9%
中煤鄂尔多斯能源化工合成氨及尿素项目	104,000	31,245	31,506	17.4%	30.3%
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	27,272	27,709	15.2%	30.6%
小计	640,800	72,516	82,373	40.5%	

资料来源: 中国银河证券研究部

图 1 2010-2012 年公司季度收入对比



资料来源: 公司公告

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	4623	6271	8403	营业收入	2346	3055	4185	5600
现金	1161	1861	2857	3821	营业成本	1792	2396	3269	4368
应收账款	181	241	331	443	营业税金及附加	33	43	59	78
其它应收款	282	377	517	692	营业费用	21	23	33	45
预付账款	571	799	1082	1455	管理费用	169	197	237	289
存货	1125	1249	1353	1818	财务费用	-4	-6	-23	-32
其他	67	95	131	175	资产减值损失	23	20	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	387	594	836
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	5108	6822	9075	利润总额	324	393	600	842
流动负债	2714	3680	4914	6523	所得税	45	59	84	118
短期借款	0	0	0	0	净利润	278	334	516	724
应付账款	773	1078	1460	1962	少数股东损益	1	1	2	2
其他	1941	2602	3454	4561	归属母公司净利润	277	333	515	722
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	334	404	599	839
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.75	1.15	1.62
其他	0	0	0	0					
负债合计	2714	3680	4914	6523					
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	882	1360	2002					
归属母公司股东权益	1106	1419	1897	2538					
负债和股东权益	3828	5108	6822	9075					

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	787	1145	1190	成长能力				
净利润	278	368	553	754	营业收入	27.8%	30.2%	37.0%	33.8%
折旧摊销	21	23	28	35	营业利润	39.1%	22.1%	53.6%	40.7%
财务费用	-4	-15	-24	-33	归属于母公司净利润	40.8%	19.9%	54.7%	40.3%
投资损失	-5	-5	-5	-5	获利能力				
营运资金变动	162	407	549	397	毛利率	23.6%	21.6%	21.9%	22.0%
其它	19	9	44	42	净利率	11.8%	10.9%	12.3%	12.9%
投资活动现金流	-37	-49	-99	-149	ROE	25.1%	24.0%	28.1%	29.4%
资本支出	52	50	100	150	ROIC	-187.8	-62.4%	-49.4%	-53.0%
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%	71.8%	72.0%	71.8%
筹资活动现金流	-42	-38	-50	-77	净负债比率	-104.2	-129.3	-148.5	-148.7
短期借款	0	0	0	0	流动比率	1.25	1.26	1.27	1.29
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.83	0.92	1.00	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	0.70	0.73	0.73
其他	-126	-38	-50	-77	应收账款周转率	12	12	12	12
现金净增加额	392	699	996	964	应付账款周转率	2.49	2.65	2.67	2.65

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；裘孝锋、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

机构请致电：

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