

费用控制得当，新型煤化工前景可期

买入 维持

经营数据:

公司 2012 年实现营业总收入 30.50 亿元，同增 29.99%；实现营业利润 3.85 亿元，同增 21.42%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.38 亿元，同增 20.21%，对应每股收益 0.75 元。每 10 股派现 0.5 元（含税）。

- **毛利率下滑 3.32 个百分点。**报告期内，公司工程总承包业务顺利推进，实现收入 27.55 亿元，同增 35.31%；受新签设计订单减少影响，设计收入同降 4.88%，为 2.95 亿元。由于利润率相对较低的工程总承包业务比重上提，而总承包业务中低毛利率的设备采购和安装施工业务占比提升，因此公司综合毛利率为 20.33%，同降 3.32 个百分点。
- **三项费用率全线降低。**公司销售和管理费用率为 0.59%、6.28%，分别较去年同期下降 0.29%和 0.92%；因报告期内突尼斯硫酸项目应付账款形成汇兑收益，因此财务费用同比大降 106.19%，费用率由上年同期的-0.15%降至-0.24%。
- **新型煤化工领域优势突出。**公司除了在传统煤化工、磷复肥、氯化钛白等领域占据绝对优势外，还取得了煤制乙二醇技术的实质性突破，承担国内在建产能的 80%。此外，公司承担的、采用德国西门子 GSP 气化技术的煤制天然气项目总体设计和气化装置工程设计工作进展顺利，提高了公司特大型工程项目建设的管理水平，公司在煤制乙二醇和煤制气领域将大有作为。
- **工业污水处理领域有望厚积薄发。**公司拥有高浓度有机废水厌氧处理，PTA、腈纶工业废水处理等专利/专有技术 18 项，获得国家级、省部级科技进步奖 17 项。2011 年 12 月公司成立了东华环境市政工程有限责任公司，并与德国柏林水务公司以“TOT”方式取得了安徽省合肥市王小郢污水处理有限公司的特许经营权，我们认为，随着国家对环保问题的重视，公司在此领域将大展拳脚。
- **风险因素。**工程进展不顺利导致 2013 年结算低于预期。
- **盈利预测及评级。**我们预测，公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.14 元、1.75 元和 2.48 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	2346.49	3050.28	3965.36	5551.50	7772.10
同比增长率	27.82%	29.99%	30.00%	40.00%	40.00%
净利润(百万)	277.30	333.35	507.70	778.89	1105.18
同比增长率	40.78%	20.21%	52.30%	53.41%	41.89%
每股收益(元)	0.622	0.747	1.138	1.746	2.478
净资产收益率	25.08%	24.06%	26.81%	29.15%	29.26%

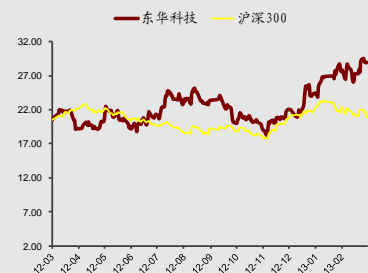
建筑工程行业高级分析师

周蓉姿 (S1180050120006)

电话: 010-88085227

Email: zhourongzi@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股)	44,603
流通股(万股)	43,333
每股净资产(元)	2.77
主要股东	化学工业第三设计院有限公司
主要股东持股比例	60.01%

相关研究

《踏上现代煤化工总承包商的“蝶变”之旅》	2010.10.11
《订单饱满，转型加速》	2012.03.31
《盈利能力跨越式提升》	2012.04.25
《毛利率下滑拖累业绩》	2012.10.28
《工艺九转功成，订单千帆竞发》	2013.03.10

利润表(百万)

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	3050.28	3965.36	5551.50	7772.10
减: 营业成本	2430.09	3092.98	4274.66	5984.52
营业税金及附加	26.01	31.72	43.30	62.18
销售费用	17.97	15.86	19.43	23.32
管理费用	191.66	237.92	321.99	435.24
财务费用	-7.32	-22.48	-38.04	-47.77
资产减值损失	12.16	15.00	15.00	15.00
加: 投资收益	4.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	384.68	594.36	915.16	1299.62
加: 其他非经营损益	9.97	10.00	10.00	10.00
利润总额	394.65	604.36	925.16	1309.62
减: 所得税	56.68	90.65	138.77	196.44
净利润	337.97	513.70	786.39	1113.18
少数股东损益	4.62	6.00	7.50	8.00
母公司所有者净利润	333.35	507.70	778.89	1105.18
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	316.38	1204.57	626.42	2238.47
投资性现金净流量	-127.00	8.50	8.50	8.50
筹资性现金净流量	-55.23	38.34	60.24	94.40
现金流量净额	134.31	125.41	175.16	234.38
收益率指标	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率	20.33%	22.00%	23.00%	23.00%
三费/销售收入	6.63%	5.83%	5.46%	5.29%
EBIT/销售收入	12.69%	14.27%	15.58%	15.64%
EBITDA/销售收入	13.49%	14.27%	15.58%	15.64%
销售净利率	11.08%	12.95%	14.17%	14.32%
资产获利率指标	2012A	2013E	2014E	2015E
ROE	24.06%	26.81%	29.15%	29.26%
ROA	9.10%	9.50%	12.11%	11.68%
ROIC	30.55%	33.80%	46.44%	41.83%
资本结构指标	2012A	2013E	2014E	2015E
资产负债率	67.13%	67.92%	62.23%	63.35%

资料来源: 宏源证券

资产负债表(百万)

	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1078.48	2329.89	3025.05	5366.43
应收和预付款项	1183.68	1479.71	1830.43	2343.77
存货	1459.61	1633.37	1786.35	2203.33
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	189.76	189.76	189.76	189.76
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	270.28	255.28	240.28	225.28
无形资产和开发支出	71.37	71.37	71.37	71.37
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4253.17	5959.38	7143.24	10399.9
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2854.95	4047.46	4444.93	6588.44
长期及其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2854.95	4047.46	4444.93	6588.44
股本	446.03	446.03	446.03	446.03
资本公积	90.63	90.63	90.63	90.63
留存收益	849.04	1356.74	2135.63	3240.81
归属母公司股东权益	1385.70	1893.40	2672.29	3777.47
少数股东权益	12.52	18.52	26.02	34.02
股东权益合计	1398.22	1911.93	2698.31	3811.50
负债和股东权益合计	4253.17	5959.38	7143.24	10399.9
每股指标	2012A	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.747	1.138	1.746	2.478
每股经营性现金流	-1.275	-0.264	0.519	-0.277
增长率指标	2012A	2013E	2014E	2015E
销售收入增长率	29.99%	30.00%	40.00%	40.00%
EBIDA 增长率	21.54%	37.59%	52.81%	40.50%
净利润增长率	21.37%	52.00%	53.08%	41.56%
经营营运资本增长率	53.79%	-20.19%	85.79%	-5.28%
估值指标	2012A	2013E	2014E	2015E
PE	38.78	25.46	16.60	11.70
PB	9.33	6.83	4.84	3.42
EV/EBITDA	31.45	22.26	14.69	9.45

作者简介:

周蓉姿: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员，东北大学管理学硕士。

机构销售团队

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。