

需求稳步转好,公司新签合同量将迈向新高峰

东华科技 (002140.SZ)

推荐 维持评级

一、事件

公司发布 2012 年年报, 2012 年公司实现收入 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%。公司的基本每股收益为 0.75 元, 符合我们的预期。

二、我们的分析与判断

- **传统化工工程项目支撑12年收入快速增长, 13年起公司收入重心将转移到新型煤化工。**公司12年实现营业收入30.5亿元, 同增30.0%, 增速较上年提升2个百分点。其中, 中煤合成氨、内蒙60万吨甲醇等传统类化工项目在公司的收入占比占到7成; 新型煤化工方面, 黔西乙二醇及伊犁天然气这两个项目12年的推进受宏观经济环境影响, 当年合计结算收入仅为2.7亿元, 仅占到公司整体收入的8.7%。随着目前煤化工政策环境及能源价格改革进程的好转, 预计在2011年公司新型煤化工签约实现丰收后, 13年开始新型煤化工在公司收入占比上也将得到显著体现, 占到6-7成。
- **行业环境回暖明显, 公司新签订单将从12年的低谷快速走出。**公司参与的新疆天业5万吨乙二醇项目已在春节前试车成功, 同时公司煤制天然气的工业化技术也已成熟; 煤制芳烃等后续领域公司也已完成中试, 雄厚技术储备使公司能够全面参与到新型煤化工的工程建设。3月以来, 国内煤化工的政策环境明显转暖, 10个新型煤化工项目获国家发改委“路条”, 预计今年公司新签合同量将重回70-100亿的水平。收入方面, 公司已签的黔西乙二醇、新疆新汶天然气项目都有望在明年底之前竣工投产, 考虑到煤化工项目总投资中设备占比较大(一般占总包收入的60%)、以及这部分收入确认时点靠后(一般在工期进行到后1/3才确认)的特性, 公司今明两年收入确认上将呈现前低后高的特点。这种收入结算在时间上的分配波动不改变我们对公司当前已进入煤化工战略机遇期的判断。
- **总包模式业务转型背景下毛利率小幅走低, 但公司ROE继续保持在25%以上。**受总包类型业务占比进一步上升的影响, 12年公司工程业务毛利率为16.7%, 同比略降1.6个百分点; 但公司在长期资产规模不变的背景下, 仍支撑了收入的高速扩张, 核心资产周转率的提高使公司ROE仍保持在高水平, 12年公司ROE为26.8%, 与过去两年基本持平。结合公司当前的低负债率(在建筑工程行业中公司资产负债率小于70%, 且无有息负债), 预计公司未来仍将保持科技型企业高成长、高净资产回报率的典型特征。

三、投资建议

维持推荐的投资评级。公司目前在手合同 130 亿元, 合同保障倍数达 4.3。能源价格改革、煤化工技术成熟的大背景下, 公司这类科技型企业将率先受益。预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.97、1.49 和 2.08 元, 维持推荐评级。

分析师

罗泽兵

☎: (8621) 2025 2670

✉: luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090003

市场数据日期	2013-3-30
上证综合指数	2,237
公司收盘价	28.98
总股本(百万)	446
流通股本(百万)	433
流通市值(亿)	125.6
EPS (TTM)	0.75
每股净资产(元)	3.11
资产负债率	69%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东华科技	4.9	31.1	23.8
上证综指	-3.3	0.2	7.2

相关研究

- 东华科技-经营低谷已过, 新型煤化工业务驶入快车道
20130227
- 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-深度报告-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

主要财务指标 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3050	3635	5481	7351
收入同比	30%	19%	51%	34%
归属母公司净利	333	431	663	928
净利润同比	20%	29%	54%	40%
毛利率	20.3%	21.4%	20.8%	20.5%
ROE	24.1%	23.7%	27.7%	29.1%
每股收益(元)	0.75	0.97	1.49	2.08
P/E	38.8	30.0	19.5	13.9
P/B	9.3	7.1	5.4	4.1

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

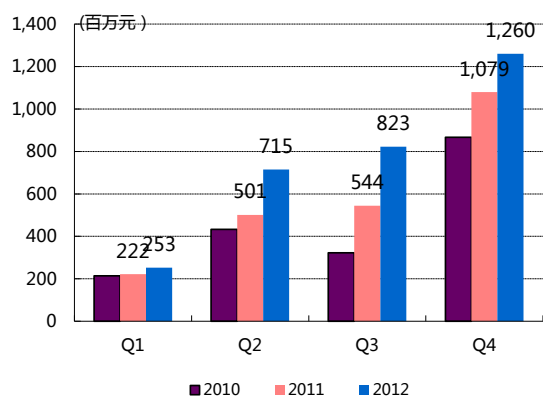
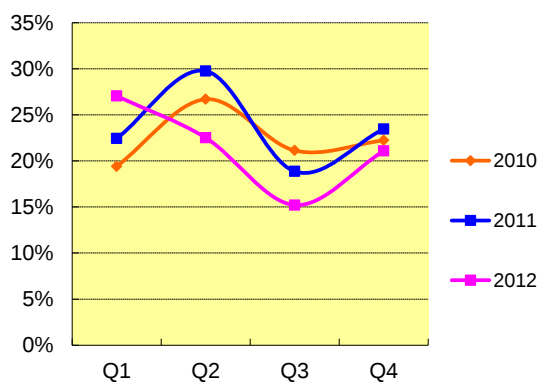


图 2 2010-2012 年公司季度毛利率对比



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

表 1 公司主要在手项目的结算进度及预计 (单位: 万元)

合同项目	合同金额	2012 年确 认收入	累计确 认收入	项目占 12 年公司总 收入比例	工程累 计进度	竣工日期 预计	13 年收 入预计	14 年收 入预计
黔希 30 万吨乙二醇项目	304,700	9,289	12,734	3.0%	4.2%	2014/12/31	102,188	189,778
伊犁新天年产 20 亿立方 米煤制天然气项目	141,500	17,356	23,070	5.7%	16.3%	2014/12/31	47,372	71,058
中煤鄂尔多斯能源化工 合成氨及尿素项目	104,000	56,682	56,943	18.6%	54.8%	2013/6/30	47,057	-
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	63,397	63,833	20.8%	70.5%	2013/6/30	26,767	-
突尼斯硫磺制酸项目	74,000					2014/6/30	30,000	30,000
安庆曙光化工煤制氢	150,000					2014/6/30	50,000	100,000
刚果(布)蒙哥钾肥项目	305,000					2015/12/31	10,000	120,000
小计	1,169,800	146,723	156,580	48.1%			313,384	510,836

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2 公司单季度的损益表对比分析 (单位: 百万元)

	2011				2012				Q4 同比	Q4 环比
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	(%)	(%)
一、营业总收入	222.22	501.05	543.99	1,079.22	252.72	715.28	822.66	1,259.63	16.7%	53.1%
二、营业总成本	207.39	394.88	495.75	936.50	234.30	589.42	755.66	1,091.17	16.5%	44.4%
营业成本	172.36	351.90	441.39	826.01	184.36	554.24	697.50	993.99	20.3%	42.5%
毛利率	22.4%	29.8%	18.9%	23.5%	27.0%	22.5%	15.2%	21.1%	-2.4%	5.9%
销售费用	4.18	3.16	5.09	8.23	3.97	2.70	4.33	6.96	-15.3%	61.0%
销售费用率	1.9%	0.6%	0.9%	0.8%	1.6%	0.4%	0.5%	0.6%	-0.2%	0.0%
管理费用	32.61	29.15	37.93	69.24	42.60	37.21	45.42	66.44	-4.0%	46.3%
管理费用率	14.7%	5.8%	7.0%	6.4%	16.9%	5.2%	5.5%	5.3%	-1.1%	-0.2%
财务费用	-0.83	-0.81	-0.90	-1.02	-1.62	-2.73	-2.24	-0.74	-27.2%	-67.0%
资产减值损失	-5.98	4.29	4.37	20.73	0.16	-7.54	2.81	16.73	-19.3%	494.4%
减值损失率	-2.7%	0.9%	0.8%	1.9%	0.1%	-1.1%	0.3%	1.3%	-0.6%	1.0%
四、营业利润	15.47	107.20	49.34	144.80	19.99	127.26	68.18	169.25	16.9%	148.3%
加: 营业外收入	0.22	0.01	0.93	6.00	0.65	0.02	1.08	8.90	48.4%	727.4%
减: 营业外支出	0.04	0.00	0.26	0.00	0.10	0.17	0.24	0.17	-	-28.8%
五、利润总额	15.65	107.21	50.01	150.79	20.54	127.11	69.01	177.99	18.0%	157.9%
减: 所得税	2.47	16.08	7.44	19.22	2.84	19.00	10.24	24.60	28.0%	140.3%
所得税率	15.8%	15.0%	14.9%	12.7%	13.8%	14.9%	14.8%	13.8%	1.1%	-1.0%
六、净利润	13.18	91.13	42.57	131.57	17.70	108.11	58.78	153.39	16.6%	161.0%
减: 少数股东损益	0.00	0.27	0.20	0.69	0.25	0.27	0.22	3.88	465.6%	1637.2%
归属于母公司净利润	13.18	90.87	42.38	130.88	17.45	107.84	58.56	149.51	14.2%	155.3%
净利率	5.9%	18.1%	7.8%	12.1%	6.9%	15.1%	7.1%	11.9%	-0.3%	4.8%
单季度 EPS(元)	0.03	0.20	0.10	0.29	0.04	0.24	0.13	0.34	14.2%	155.3%

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				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3939	5524	8034	10761	营业收入	3050	3635	5481	7351
现金	1295	2366	3675	4902	营业成本	2430	2856	4343	5843
应收账款	306	276	417	559	营业税金及附加	26	33	49	66
其它应收款	132	431	651	872	营业费用	18	22	33	44
预付账款	693	914	1390	1870	管理费用	192	219	280	323
存货	1460	1428	1737	2337	财务费用	-7	-9	-10	-23
其他	53	109	164	221	资产减值损失	12	20	20	20
非流动资产	547	483	551	673	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	190	84	84	84	投资净收益	5	5	5	5
固定资产	270	303	382	503	营业利润	385	500	771	1081
无形资产	71	70	69	68	营业外收入	11	7	7	7
其他	15	26	16	18	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	4486	6007	8584	11433	利润总额	395	506	777	1087
流动负债	3087	4176	6175	8227	所得税	57	73	113	158
短期借款	0	0	0	0	净利润	338	433	665	930
应付账款	1092	1233	1875	2522	少数股东损益	5	1	2	2
其他	1996	2944	4301	5705	归属母公司净利润	333	431	663	928
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	402	513	787	1092
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.75	0.97	1.49	2.08
其他	0	0	0	0					
负债合计	3087	4176	6175	8227	主要财务比率				
少数股东权益	13	14	15	17	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	446	446	446	446	成长能力				
资本公积	91	91	91	91	营业收入	30.0%	19.2%	50.8%	34.1%
留存收益	849	1280	1857	2652	营业利润	21.4%	29.9%	54.3%	40.2%
归属母公司股东权益	1386	1817	2394	3189	归属于母公司净利润	20.2%	29.4%	53.8%	39.9%
负债和股东权益	4486	6007	8584	11433	获利能力				
现金流量表					毛利率	20.3%	21.4%	20.8%	20.5%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	净利率	10.9%	11.9%	12.1%	12.6%
经营活动现金流	316	1004	1484	1486	ROE	24.1%	23.7%	27.7%	29.1%
净利润	338	433	665	930	ROIC	-312.4	-65.0%	-47.6%	-50.3%
折旧摊销	24	22	26	33	偿债能力				
财务费用	-7	-9	-10	-23	资产负债率	68.8%	69.5%	71.9%	72.0%
投资损失	-5	-5	-5	-5	净负债比率	-92.7%	-129.2	-152.5	-152.9
营运资金变动	-41	549	745	497	流动比率	1.28	1.32	1.30	1.31
其它	7	14	64	54	速动比率	0.80	0.98	1.02	1.02
投资活动现金流	-127	57	-99	-149	营运能力				
资本支出	34	50	100	150	总资产周转率	0.73	0.69	0.75	0.73
长期投资	-106	-106	0	0	应收账款周转率	10	10	12	12
其他	-199	1	1	1	应付账款周转率	2.61	2.46	2.80	2.66
筹资活动现金流	-55	9	-76	-110	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.97	1.49	2.08
长期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	2.25	3.33	3.33
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.11	4.07	5.37	7.15
资本公积增加	0	0	0	0	估值比率				
其他	-56	9	-76	-110	P/E	38.8	30.0	19.5	13.9
现金净增加额	134	1070	1309	1227	P/B	9.3	7.1	5.4	4.1
					EV/EBITDA	29	22	15	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。工学学士，管理学硕士，4 年证券从业经历，3 年企业工作经验。2007 年进入中投证券从事建材及建筑行业研究，2011 年加入银河证券。

本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