



中长期增长动力仍存，估值待修复

——东华科技（002140）2013 年一季报点评

2013 年 4 月 26 日

强烈推荐/维持

东华科技

财报点评

杨伟

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480512110002

yang_wei@dxzq.net.cn

010-66554034

事件：

公司发布 2013 年一季报，营业收入与归属于上市公司股东的净利润分别为 2.55 亿、0.21 亿，同比增长 0.71%、20.96%，扣非净利润同比增长 24.41%，基本每股收益 0.05 元。公司预计 2013 年上半年净利润为 1.25-1.63 亿，同比增长 0-30%。

公司分季度财务指标

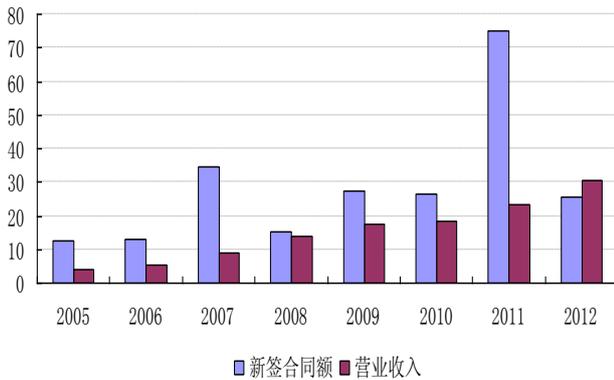
指标	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业收入（百万元）	543.99	1079.22	252.72	715.28	822.66	1259.63	254.50
增长率（%）	68.77%	24.47%	13.72%	42.75%	51.22%	16.72%	0.71%
毛利率（%）	18.86%	23.46%	27.05%	22.51%	15.21%	21.09%	33.50%
期间费用率（%）	7.74%	7.08%	17.79%	5.20%	5.77%	5.77%	21.55%
营业利润率（%）	9.07%	13.42%	7.91%	17.79%	8.29%	13.44%	10.04%
净利润（百万元）	42.38	130.88	17.45	107.84	58.56	149.51	21.11
增长率（%）	51.90%	37.97%	32.44%	18.68%	38.18%	14.23%	20.96%
每股盈利（季度，元）	0.095	0.293	0.039	0.242	0.131	0.335	0.047
资产负债率（%）	72.37%	70.89%	72.19%	72.48%	72.79%	68.83%	70.05%
净资产收益率（%）	4.34%	11.81%	1.56%	9.11%	4.72%	10.97%	1.51%
总资产收益率（%）	1.20%	3.44%	0.43%	2.51%	1.28%	3.42%	0.45%

评论：

积极因素：

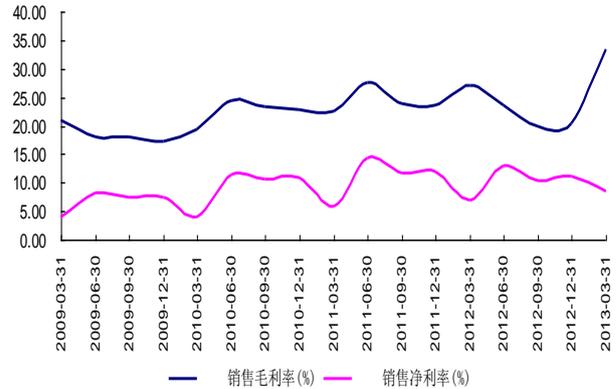
- ▶ 存量订单与 12 年收入比为 3.5，未来业绩有保障。由于公司 12 年受国内经济下行及煤化工政策影响，新签合同中工程总承包业务占比为 86.19%，同比 11 年下降 8.63 个百分点，设计业务占比增加导致 13 年 Q1 毛利率明显提升，同比增加 6.45 个百分点至 33.5%，尽管公司加大市场开拓力度使期间费用率增加 3.76 个百分点至 21.55%，但营业利润率仍同比显著提高，净利润同比增速 20.96% 明显快于营业收入增速 0.71%。公司目前未执行的订单合同额大约 107 亿元，与 12 年收入的比值为 3.5，足可保障今明两年业绩持续增长。

图 1：12 年收入首次超出新签合同额，13 年是调整关键（亿）



资料来源：公司公告，东兴证券整理

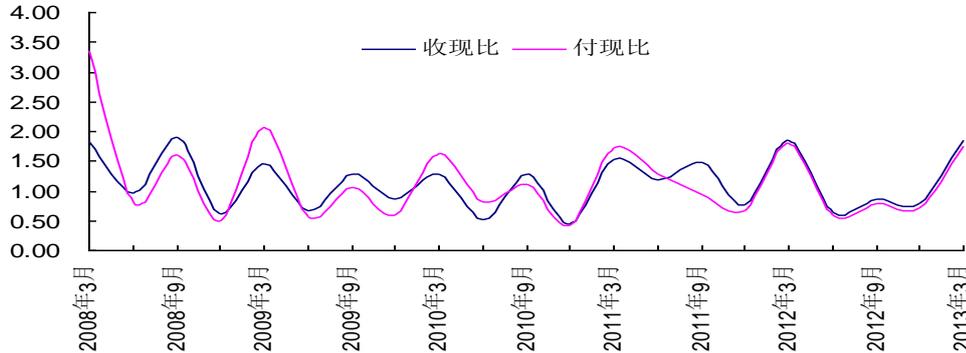
图 2：公司毛利率与净利率走势（%）



资料来源：公司公告，东兴证券整理

- 精细化管理持续深化，大合同进展顺利。公司继续深化对工程进度及项目回款的精细化管理工作，保证项目按预期顺利推进、工程款如期回笼，Q1 前五大客户均无应收账款；预收账款 22.06 亿，环比增加 32%，说明在手大合同已进入投资比重大的合同中后期，13 年业绩确定性较强。收现比高达 1.84，且连续七个季度高于付现比，说明公司对甲方及工程与设备提供方的谈判能力增强，现金流将持续改善。

图 3：收付现比凸显公司现金流管理能力



资料来源：公司公告，东兴证券整理

消极因素：

- 营业收入增幅放缓。受 12 年新签合同额下降所致，公司 Q1 营业收入增速只有 0.71%，3 月份批复通过的现代煤化工项目大多处于前期工作，尚未开始工程总承包的招标，影响公司 13 年新签合同情况，收入增速短期放缓。

业务展望：

公司将受益煤化工投资大幅增长的预期未变。公司在煤制乙二醇、煤制芳烃、煤制烯烃、煤制天然气等现代煤化工领域均有业绩与技术优势，自上市以来煤化工就是公司订单与业绩持续增长的关键，而 13 年是煤化工行业投资拐点之年，未来 2-3 年将同比大幅增长。现代煤化工项目已于 3 月开始发放了 11 个项目路条，总投资额约 3150 亿元，即将开始全面招标；而且十五个即将出台的规划项目目前只批了 8 个，国家重点发

展煤化工的新疆地区也只获批了 2 个项目，煤化工后续投资空间仍然巨大。煤化工“十二五”规划主要侧重升级示范，之后规模化发展将使得煤化工天花板可看到 2020 年以后，今年将是煤化工黄金十年的起始之年。与公司经营规模相当的惠生工程（HK02236）12 年新签合同额 207.6 亿中煤化工占比 61.4%，说明煤化工行业发展迅速，如果公司通过强化管理、开拓市场等手段抓住 13 年承上启下的调整机会，推动公司业绩中长期持续增长的动力将仍然存在。

轻资产、高增长、技术强的优势延续，估值待修复。除煤化工行业外，公司在氯化法钛白粉、工业污水处理等领域亦处于优势地位，其中对氯化法钛白粉技术拥有首套业绩优势，且未来替代硫酸法技术的空间极大，考虑到公司下游行业未来巨大的投资空间、政策大力扶持，公司业绩高成长的确定性大，将带来估值溢价，我们预计公司估值将随订单增长而提升。

盈利预测与投资建议：

公司是国内化工尤其是煤化工设计咨询与工程总承包领域的优势企业，11、12 年煤化工在订单中占比分别高达 90.6%、65.38%，受益于煤化工黄金十年开启，高增长将持续。预计公司 2013-2014 年的每股收益分别为 1.03 元、1.40 元，对应 PE 25 倍、18 倍。给予公司 13 年 30-35 倍 PE，目标价 31 元-35 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

项目缓建或停建对业绩影响的风险；乙二醇与芳烃等项目工业放大的风险

公司财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	2,346.49	3,050.28	4,433.63	6,002.36	7,780.45
增长率（%）	27.82%	29.99%	45.35%	35.38%	29.62%
净利润（百万元）	277.30	333.35	457.09	624.06	776.06
增长率（%）	40.78%	20.21%	37.12%	36.53%	24.36%
每股收益(元)	0.620	0.750	1.025	1.399	1.740
PE	40.61	33.57	24.57	18.00	14.47
ROE	40.78%	20.21%	37.12%	36.53%	24.36%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券化工行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

郝力芳

2007年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近3年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。