

海外及污水处理各再斩获

买入 维持

目标价格：27.90 元

事项：公司8月3日发布公告：（1）海外与控股母公司中国化学与白俄罗斯戈梅利化工厂联合签署年产60万吨氮磷钾复合肥装置EPC合同，金额60588万元，项目建设工期为自融资合同生效、公司收到15%预付款等约定条件后36个月。（2）公司与柏林水务联合体成为南充化工园区污水处理厂BOT项目投资入，其中公司出资3346.7万元，占项目注册资本的30%。

简评：

- **海外再获大单，今年累计新签大单 48.5 亿元。**白俄罗斯项目金额约占 2012 年营收的 19.8%，将对公司 13-16 年收入产生积极贡献。公司目前主要拓展非洲、东南亚、中东等海外市场，兼具技术、成本及经验优势，有望在海外传统化工、煤化工等市场有望快速获得一定市场份额。目前公司已公告合同金额 48.53 亿元（含黔西乙二醇项目调增金额），在手合同约 128.8 亿元，合同收入比 4.2 倍。
- **公司可获得南充污水处理厂建设及运营双重回报。**根据我们测算，南充污水处理厂投运后第 1 年、第 2 年、第 3~30 年可为公司带来 590/676/768 万元的权益净利，折合每股 EPS 分别为 0.013/0.015/0.017 元。该 BOT 项目总投资 3.35 亿元，我们判断，公司后续获得项目 EPC 合同是大概率事件。公司在工业污水处理等领域竞争优势突出，承接的新汶 20 亿 Nm³/A 煤制气项目污水处理是“零排放”的典型工程，环保业务有望成为继化工工程、工程投资之后的增长第三极。
- **公司煤制天然气/乙二醇/芳烃技术及项目储备充足，全年新签合同有望再创新高。**（1）新疆天业一期 5 万吨煤制乙二醇产品透光率指标远超优等品，充分体现出领先的技术优势，我们判断公司在煤制乙二醇领域市占率有望达到 1/3 以上。（2）公司总包的华电世界首套煤制芳烃中试装置已产出芳烃，在该领域拔得头筹。（3）公司在煤制天然气/烯烃/化肥/褐煤提质等领域的技术及项目储备亦十分充足。
- **盈利预测、估值及投资评级。**我们预测公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.93/1.23/1.62 元，我们认为给予公司 2013 年 30 倍 PE 是合理的，对应目标价 27.90 元，当前股价为 22.33 元，维持“买入”评级。

建筑工程研究组

分析师：

鲍荣富(S1180513070004)

电话：021-51782230

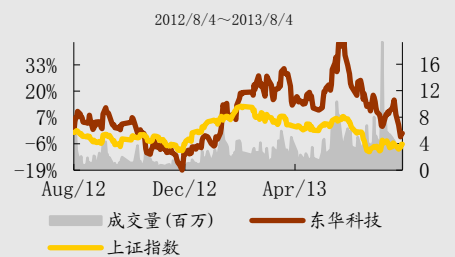
Email: baorongfu@hysec.com

周蓉姿(S1180050120006)

电话：010-88085227

Email: zhourongzi@hysec.com

市场表现



相关研究

《东华科技(002140)：工艺九转功成，订单千帆竞发》

2013/03/01

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	2346	3050	3534	4848	6502
增长率(%)	27.8	30.0	15.9	37.2	34.1
归母净利润(百万)	277	333	417	547	724
增长率(%)	40.8	20.2	25.0	31.3	32.5
每股收益	0.62	0.75	0.93	1.23	1.62
市盈率	36	30	25	19	14

南充污水处理厂盈利测算核心假设：（1）污水处理厂第1年、第2年、第3-30年的日处理量分别为15000/16000/17000立方米/天。（2）晟达公司的污水处理量按照保底量计算。其他公司的污水处理量按照“污水厂总处理量-晟达公司处理量”计算。（3）污水处理厂第1年、第2年、第3-30年的净利率分别为21%、22%、23%（假设达到王小郢污水处理厂的盈利水平）。（4）运营期按照每年360天计算。

表1：南充污水处理厂年处理年收入及盈利贡献测算

年份	预计收入（万元）				预计净利润（万元）		
	晟达公司污水处理	晟达公司中水回用	其他公司污水处理	其他公司中水回用	项目公司合计	项目公司净利润	东华权益净利润
第1年	6,481	2,300	464	591	9,373	1,968	590
第2年	7,345	2,407	391	497	10,250	2,255	676
第3-30年	8,209	2,514	317	403	11,127	2,559	768

资料来源：公司公告，宏源证券

表2：公司新签订单统计

项目名称	项目金额（万元）	签订日期	原计划竣工日期
黔西县黔希煤化工投资有限责任公司	304,710	2011.1.14	2013.03.14
伊犁新天煤制天然气项目	141,482	2011.1.28	2013.06.30
山西襄矿泓通煤化工有限公司	6,200	2011.5.19	2012.09.19
锡林郭勒芬尼特碱业有限公司	2,700	2011.5.24	2012.06
内蒙古蒙大新能源化工基地开发有限公司	90,600	2011.6.7	2013.07
沧州正元化肥有限公司	3,000	2011.6.28	2012.01
中电投新疆能源有限公司	3,315	2011.7.26	2012.05
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	104,224	2011.09.13	2013.06.30
翡翠能源化工有限公司	3,000	2011.11.08	2012.04
锡林郭勒盟创源煤化工有限公司	6,000	2012.03.04	2012.12.30
陕西榆林府谷县恒源煤焦电化有限公司	7,750	2012.08.06	2013.11.06
安徽省安庆市曙光化工股份有限公司	150,000	2012.08.08	2014.03
合肥市庐阳区四里河复建点设计合同	2,148	2013/3/20	2013/7/20
天辰化工有限公司电石炉气综合利用制20万吨/年乙二醇及配套工程项目设计合同	4,500	2013/5/13	2014/5/13
刚果(布)蒙哥1200kt/a钾肥工程项目工程建设总承包合同	320,000	2013/7/10	2016/3/31
白俄罗斯(年)产能为60万吨的氮磷钾(NPK)复合肥装置“交钥匙”工程项目	60,588	2013/7/31	2016/7/31

资料来源：公司公告，宏源证券

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,346	3,050	3,534	4,848	6,502	货币资金	1,161	1,295	1,708	2,317	3,117
营业成本	1,792	2,430	2,800	3,836	5,158	存货	1,125	1,460	1,680	2,302	3,095
毛利率	23.6%	20.3%	20.8%	20.9%	20.7%	应收账款	181	306	287	394	529
营业税金及附加	33	26	30	41	55	其他流动资产	920	878	1,024	1,403	1,885
营业费用	21	18	20	28	36	流动资产	3,388	3,939	4,699	6,416	8,625
营业费用率	0.88%	0.59%	0.58%	0.57%	0.56%	固定资产	271	270	280	295	309
管理费用	169	192	221	301	400	长期股权投资	84	190	190	190	190
管理费用率	7.20%	6.28%	6.25%	6.20%	6.15%	无形资产	73	71	72	72	72
财务费用	-4	-7	-8	-10	-14	其他长期资产	11	15	20	24	28
财务费用率	-0.15%	-0.24%	-0.21%	-0.21%	-0.21%	非流动资产	440	547	561	581	599
投资收益	5	5	5	6	7	资产总计	3,828	4,486	5,260	6,997	9,225
营业利润	364	409	477	628	835	短期借款	0	0	0	0	0
营业利润率	15.50%	13.41%	13.49%	12.96%	12.84%	应付账款	773	1,092	1,260	1,726	2,321
营业外收入	7	11	12	13	14	其他流动负债	1,941	1,996	2,263	3,089	4,133
营业外支出	0	1	1	1	1	流动负债	2,714	3,087	3,523	4,815	6,454
利润总额	370	419	488	640	848	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	45	57	66	86	115	其他长期负债	0	0	0	0	0
所得税率	12.2%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	非流动性负债	0	0	0	0	0
少数股东损益	1	5	5	7	9	负债合计	2,714	3,087	3,523	4,815	6,454
归属于母公司股东的净利润	277	333	417	547	724	股本	446	446	446	446	446
净利率	11.82%	10.93%	11.79%	11.28%	11.14%	资本公积	90	91	91	91	91
每股收益(元)(摊薄)	0.62	0.75	0.93	1.23	1.62	股东权益合计	1,106	1,386	1,719	2,156	2,736
现金流量表						主要财务指标					
(百万元)											
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	增长率	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	277	333	417	547	724	营业收入	27.82	29.99	15.87	37.17	34.12
少数股东损益	1	5	5	7	9	营业利润	42.83	12.47	16.59	31.74	32.93
折旧和摊销	21	24	24	22	27	净利润	40.78	20.21	24.97	31.25	32.50
营运资金变动	159	-45	84	151	187	利润率(%)					
其他	14	-1	-14	14	18	毛利率(%)	23.65	20.33	20.78	20.87	20.68
经营现金流	473	316	517	741	966	EBIT Margin(%)	14.14	12.61	13.09	13.25	13.12
资本支出	-52	-34	-34	-38	-41	EBITDA Margin(%)	15.03	13.40	13.78	13.70	13.53
投资收益	5	5	5	6	7	净利率(%)	11.82	10.93	11.79	11.28	11.14
资产变卖	0	0	0	0	0	回报率(%)					
其他	10	-99	0	0	0	净资产收益率(%)	25.08	24.06	24.23	25.36	26.48
投资现金流	-37	-127	-29	-32	-35	总资产收益率(%)	7.26	8.04	8.58	8.95	8.96
发行股票	0	0	0	0	0	其他(%)					
负债变化	0	1	0	0	0	资产负债率(%)	70.89	68.83	66.98	68.82	69.97
股息支出	-42	-56	-83	-109	-145	所得税率(%)	12.20	13.53	13.50	13.50	13.50
其他	0	0	8	10	14	股利支付率(%)	12.86	14.77	20.00	20.00	20.00
融资现金流	-42	-55	-76	-99	-131						
现金净增加额	393	134	412	610	800						

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究部

作者简介:

鲍荣富: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员，复旦大学经济学硕士。

五年房地产开发企业从业经历。2012年《新财富》最佳分析师建筑工程行业第一名（团队成员）。

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

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
	银行/信托				

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。