本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

宏源证券 HONGYUAN SECURITIES

MTO 首获突破，业绩增速向上

买入 维持

目标价格：28.00 元

事项：公司9月2日公告，签订神华新疆煤制烯烃净化、空分空压、烯烃转化EPC合同，金额12.3亿元，工期23个月，年均金额约占12年收入的21%。

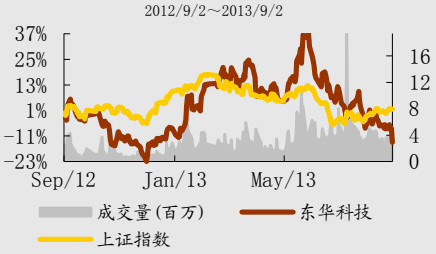
简评：

- **煤制烯烃 MTO 首获突破，目前公司新签订单累计达 63.8 亿元。**公司此前获得的四个煤制烯烃项目均为 FMTP（其中包括一个实验装置）。鉴于 FMTP 产生时间迟后，虽各项指标较好，但相比 MTO 处于后发劣势。此次公司获得的神华 68 万吨烯烃项目总投资 245 亿，计划 2016 年前建成，采用 SH-MTO 路线，且获得净化、空分及烯烃转化等核心装置，对于公司后续开拓类似项目具有重要标杆意义。目前公司已累计签订订单 63.8 亿元（其中设计订单 2.1 亿元）。在手订单预计超 140 亿元，合同收入比达 4.6 倍，未来收入结算保障系数高。
- **下半年及明年业绩增速确定性反转向上。**公司上半年业绩同比大幅下降 29.2%，主要是由于：（1）在执行订单中黔西乙二醇、新汶煤制气等大项目进度较慢；（2）新签设计订单同比大幅下降 29.6%。（3）华塑等个别项目毛利率较低。我们判断公司下半年业绩增速将确定性反转向上：（1）下半年新签订单总量及设计订单均大幅增长；（2）黔西乙二醇改签闭口合同，新汶项目资金问题得以解决，主要项目结算进度有望加快；（3）低毛利项目基本消化完毕；（4）营改增对公司收入结算及业绩影响将逐步回归正常。
- **公司煤制乙二醇/天然气/烯烃芳烃/煤制油/污水处理及海外项目储备充足，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，目前已获二期设计项目；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，此次又在 MTO 领域取得突破。（3）公司在煤制天然气/烯烃/油/化肥/褐煤提质等领域的技术及项目储备亦十分充足。（4）污水处理优势突出，南充污水处理 BOT 项目获得 EPC 合同概率较大。
- **盈利预测、估值及投资评级。**我们小幅下调公司 2013/14/15 年 EPS 预测至 0.82/1.15/1.55 元；鉴于公司明年业绩有望重返快增长通道，我们认为可给予公司 2014 年 25 倍 PE，对应目标价 28.00 元，维持“买入”评级。

要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	2346	3050	3361	4639	6266
增长率（%）	27.8	30.0	10.2	38.0	35.1
归母净利润(百万)	277	333	366	512	692
增长率（%）	40.8	20.2	9.7	39.8	35.4
每股收益	0.62	0.75	0.82	1.15	1.55
市盈率	34	28	26	19	14

建筑工程行业研究组
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
傅 盈(S1180113080027)
电话：021-51782238
Email：fuying@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

《建筑工程专题报告之一：掘金新型煤化工，首选卖铁锹龙头》 2013/08/20

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

表 1：公司 2007 年以来新签重大合同列表

签订/公告日期	业主	项目	合同金额（万元）	工期	备注
2007/7/18	云南新立有色金属有限公司	承担云南新立年产6 万吨氯化法钛白粉生产装置的工程设计	3700	13个月	设计
2007/8/28	中化格力仓储有限公司	南迳湾化工品仓储项目EPC总承包合同	12000	13.5个月	
2007/9/25	神华宁夏煤业集团	83万吨/年二甲醚项目一期工程（60万吨/年甲醇部分）锅炉及发电装置EPC总承包合同，承担工程全套主体装置及界区辅助设施的设计、采购、施工直至机械竣工等工作	28147	15个月	
2007/9/26	宁夏宝塔联合化工有限公司	年产60万吨甲醇项目工程设计合同	2990		设计
2007/9/27	巴基斯坦法蒂玛公司	设计加供货合同	7827.6636		1173万美元折算
2007/9/28	贵州鑫晟煤化工有限公司	六盘水市老鹰山煤基气化替代燃料项目一期工程EPC总承包合同	142227	8个月	
2007/10/19	浙江新安迈图有机硅有限责任公司	年产10 万吨甲基氯硅烷单体项目的工程设计合同	2736	10个月	设计
2007/11/10	贵州金赤化工有限责任公司	桐梓煤化工一期工程30万吨/年合成氨、30万吨/年甲醇装置B包(变换、净化、合成)EPC工程总承包合同	80950	26个月	
2008/3/21	新疆天富热电股份有限公司	天富热电煤制甲醇及配套二甲醚项目一期工程施工图设计合同	2250		设计
2008/4/19	中国化学工程集团	流化床甲醇制丙烯工业试验装置建设总承包合同	11721.11		
2008/4/19	巴基斯坦法蒂玛公司	法蒂玛公司化肥联合装置机运系统设计加供货业务合同	11344.44	12 个月	1700万美元折算
2008/4/23	新疆大黄山鸿基焦化有限责任公司	大黄山焦化公司焦炉煤气综合利用项目EPC（设计、采购、施工）总承包合同	62511	14个月	
2008/5/8	云南云天化国际化工股份有限公司	云天化红磷分公司节能降耗技术改造项目20 万吨/年磷酸包总承包合同	13118	11个月	
2008/7/16	山西茂胜煤化集团有限公司	60 万吨/年醋酸一期甲醇项目工程设计合同	3500	16 个月	设计
2008/8/13	山西金晖威凯煤化工有限公司	30 万吨/年甲醇项目工程设计合同	3077		设计
2009/7/24	沧州中铁装备制造材料有限公司	20 万吨/年焦炉气制甲醇项目EPC（设计、采购、施工）总承包合同	48300	18 个月	
2009/8/4	太原诚达集团繁峙县云雾峪风电有限公司	云雾峪风电场（4.95 万千瓦）项目工程总承包合同	42000	12 个月	
2009/12/29	安徽华塑股份有限公司	100 万吨/年聚氯乙烯及配套项目一期工程电石装置EPC（设计、采购、施工）总承包合同	103000	19个月	
2010/8/2	内蒙古远兴能源股份有限公司	100 万吨/年甲醇制烯烃项目工程设计合同	5000		设计
2010/9/25	瓮福紫金化工股份有限公司	10 万吨/年湿法净化磷酸、20 万吨/年磷酸二铵项目公用工程总承包合同、锅炉余热发电装置总承包合同	45058	18个月	
2010/9/29	安徽华塑股份有限公司	100 万吨/年聚氯乙烯及配套项目一期工程公辅工程EPC（设计、采购、施工）总承包合同	70558.58	7个月	
2010/10/8	江苏中能硅业科技发展有限公司	多晶硅技术改造项目设计合同	2300	6个月	设计
2010/10/27	突尼斯化工集团（GCT）	日产 1800 吨硫磺制酸及低位热能回收项目的总承包合同	73981	26 个月	
2011/1/14	黔西县黔希煤化工投资有限责任公司	30万吨/年乙二醇项目总承包合同	304710	26 个月	
2011/1/17	中国化学工程集团	伊犁新天项目空分装路、污水处理及回用装路工程	141482		
2011/5/19	山西襄矿泓通煤化工有限公司	30万吨/年煤制乙二醇项目工程设计合同	6200	16个月	设计
2011/5/24	锡林郭勒苏尼特碱业有限公司	节能降耗技术改造项目一期10万吨/年乙二醇项目工程设计合同	2700	13个月	设计
2011/6/7	内蒙古蒙大新能源化工基地开发有限公司	蒙大120万吨/年二甲醚项目一期工程60万吨/年煤制甲醇项目EP+M（设计、采购及项目管理）承包合同	90600	25个月	
2011/6/28	沧州正元化肥有限公司	沧州正元年产60万吨合成氨、80万吨尿素项目工程设计合同	3000	15个月	设计
2011/7/27	中电投新疆能源有限公司	中电投伊南3×20亿Nm3/a煤制天然气项目一期20亿Nm3/a工程总体院及气化基础设计合同	3315	基础设计9个月，总体管理协调服务36个月	设计
2011/9/14	中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	200万吨/年合成氨、350万吨/年尿素项目（一期工程）公用装置EPC总承包合同	104223.67	22个月	
2011/11/8	石河子市西部翡翠能源化工有限公司	翡翠能源10万吨/年甲醇制丙烯及配套聚丙烯项目工程设计合同	3000	5个月	设计
2012/3/7	锡林郭勒盟创源煤化工有限公司	大型褐煤低温热解清洁生产技术项目工程设计合同(年处理褐煤1500万吨、年产76万吨动力煤、40万吨柴油)	6000	施工图设计工期为12个月	设计
2012/8/6	府谷县恒源煤焦电化有限公司	甲醇制烯烃项目工程设计合同	7750	17个月	
2012/8/6	安徽省安庆市曙光化工股份有限公司	安徽曙光化工集团改造升级工程安庆市曙光化工股份有限公司煤制氢项目EPC工程总承包合同。	150000	19.5个月（自2012年8月至2014年3月）	
2013/5/12	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	4500	12个月	设计
2013/7/6	加拿大MAG公司	刚果(布)蒙哥1200kt/a钾肥工程项目（以下简称“刚果(布)蒙哥钾肥项目工程总承包合同	320000	33个月	
2013/3/21	合肥市庐阳区重点工程建设管理局	合肥市庐阳区四里河复建点设计合同	2147.5	4个月	设计
2013/7/26	黔西县黔希煤化工投资有限责任公司	30万吨/年乙二醇EPC总承包工程补充合同	113074	21个月	
2013/8/2	白俄罗斯戈梅利化工厂	60万吨/年氮磷钾化肥装置“交钥匙”工程总承包合同	60588	36个月	
2013/8/27	伊泰集团	伊泰-华电甘泉堡540万吨/年（一期180万吨/年）煤基多联产综合项目部分装置的基础工程设计及详细工程设计合同	7018	42036	设计
2013/8/31	神华新疆	神华新疆煤基新材料项目净化装置、空分空压站装置、碳四烯烃转化装置	123000	42216	

资料来源：公司公告，宏源证券研究所整理

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

利润表 （百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,346	3,050	3,361	4,639	6,266
营业成本	1,792	2,430	2,702	3,684	4,978
毛利率	23.6%	20.3%	19.6%	20.6%	20.6%
营业税金及附加	33	26	29	40	53
营业费用	21	18	20	27	35
营业费用率	0.88%	0.59%	0.59%	0.58%	0.56%
管理费用	169	192	211	288	385
管理费用率	7.20%	6.28%	6.27%	6.20%	6.15%
财务费用	-4	-7	-7	-10	-13
财务费用率	-0.15%	-0.24%	-0.22%	-0.21%	-0.21%
投资收益	5	5	5	6	7
营业利润	364	409	417	587	797
营业利润率	15.50%	13.41%	12.42%	12.65%	12.73%
营业外收入	7	11	12	13	14
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	370	419	428	599	811
所得税	45	57	58	81	109
所得税率	12.2%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
少数股东损益	1	5	5	7	9
归属于母公司股东的净利润	277	333	366	512	692
净利率	11.82%	10.93%	10.88%	11.03%	11.05%
每股收益（元）（摊薄）	0.62	0.75	0.82	1.15	1.55

资产负债表 （百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,161	1,295	1,634	2,252	3,061
存货	1,125	1,460	1,621	2,211	2,987
应收账款	181	306	273	377	510
其他流动资产	920	878	985	1,346	1,819
流动资产	3,388	3,939	4,513	6,186	8,376
固定资产	271	270	280	295	309
长期股权投资	84	190	190	190	190
无形资产	73	71	72	72	72
其他长期资产	11	15	20	24	28
非流动资产	440	547	561	581	599
资产总计	3,828	4,486	5,074	6,767	8,975
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	773	1,092	1,216	1,658	2,240
其他流动负债	1,941	1,996	2,144	2,953	3,983
流动负债	2,714	3,087	3,361	4,611	6,223
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	2,714	3,087	3,361	4,611	6,223
股本	446	446	446	446	446
资本公积	90	91	91	91	91
股东权益合计	1,106	1,386	1,697	2,131	2,720
少数股东权益	9	13	17	24	33
负债股东权益总计	3,828	4,486	5,074	6,767	8,975

现金流量表 （百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	277	333	366	512	692
少数股东损益	1	5	5	7	9
折旧和摊销	21	24	24	22	27
营运资金变动	159	-45	38	163	189
其他	14	-1	-18	14	17
经营现金流	473	316	415	717	935
资本支出	-52	-34	-34	-38	-41
投资收益	5	5	5	6	7
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	10	-99	0	0	0
投资现金流	-37	-127	-29	-32	-35
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	1	0	0	0
股息支出	-42	-56	-55	-77	-104
其他	0	0	7	10	13
融资现金流	-42	-55	-48	-67	-91
现金净增加额	393	134	338	618	809

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率					
营业收入	27.82	29.99	10.19	38.02	35.08
营业利润	42.83	12.47	2.05	40.63	35.87
净利润	40.78	20.21	9.73	39.84	35.35
利润率（%）					
毛利率（%）	23.65	20.33	19.60	20.58	20.57
EBIT Margin（%）	14.14	12.61	11.89	12.94	13.00
EBITDA Margin（%）	15.03	13.40	12.61	13.42	13.44
净利率（%）	11.82	10.93	10.88	11.03	11.05
回报率（%）					
净资产收益率（%）	25.08	24.06	21.56	24.00	25.46
总资产收益率（%）	7.26	8.04	7.68	8.67	8.83
其他（%）					
资产负债率（%）	70.89	68.83	66.23	68.15	69.33
所得税率（%）	12.20	13.53	13.50	13.50	13.50
股利支付率（%）	12.86	14.77	15.00	15.00	15.00

资料来源：公司公告，宏源证券研究所预测

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

作者简介:

鲍荣富: 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）。

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
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@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
	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	zhoudi@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
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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范围包括证券投资咨询业务。