

# 再获煤化工大单，持续成长可期

## 买入 维持

目标价格：21.60元

### 事项：

公司2013年11月11日发布公告，持股60%的控股子公司青岛联信签署山西潞安高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目CO耐硫变换催化剂买卖合同，总金额为3931.73万元，交货期为2014年底。

### 简评：

- **公司今年以来累计新签大额合同已达4.3亿元，其中青岛联信新签大额合同1.0亿元。**目前公司新签大额合同已占去年全年收入的95%，考虑到日常小额设计合同，今年以来新签订单已超去年全年。截至2013Q3期末，公司11年签订的中化泉州38万吨硫磺回收EPC合同已累计确认收入5.58亿元，占合同总额的72%。
- **控股子公司青岛联信增势强劲，“工程+产品”双轮驱动模式形成较强协同效应。**青岛联信QDB系列耐硫变换催化剂、粉煤气化-低水/气耐硫变换新工艺均达国际领先水平，未来三年订单及业绩将持续快速增长。我们预计2013年青岛联信收入将达1.0亿元(YOY+180%)。
- **公司未来业绩持续增长路径清晰，动力充足：**(1)“煤化工+石化”的行业布局：煤化工增长迅猛，今年新签大单中煤化工占比达84%，石化占比16%。公司已与神华建立战略合作关系，今年以来获得宁煤400万吨液化、新疆68万吨烯烃硫回收合同；获得潞安、中煤三个煤化工合同；后续在煤制气领域料将有斩获。(2)“硫回收+非硫”的业务结构：硫磺回收将充分受益于环保标准提升，而公司重点培育的污水处理等非硫业务亦将成为重要增量。(3)“国内+国外”的区域布局：公司今年已在阿布扎比设立分公司，中东、中亚等海外市场有望突破。(4)“内生+外延”的增长方式：我们判断，类似于收购联信，通过收购实现产业链延伸及横向整合是公司做大重要途径。
- **估值及投资建议：**预测公司13~15年EPS0.54/0.72/0.94元(原预测为0.55/0.71/0.92元)，当前股价对应13~15年PE分别为28/21/16倍，在环保股中估值偏低。综合考虑行业估值及公司成长性，我们认为给予公司2013年30倍PE是合理的，目标价21.60元，维持买入评级。

### 建筑工程行业研究组

#### 分析师：

**鲍荣富(S1180513070004)**

电话：021-51782230

Email: baorongfu@hysec.com

**傅盈(S1180513100001)**

电话：021-51782238

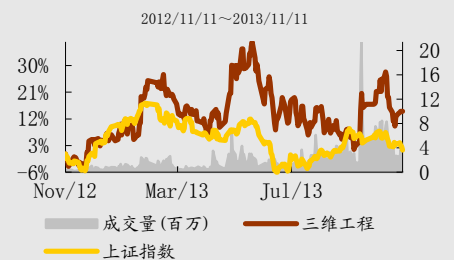
Email: fuying@hysec.com

**周蓉姿(S1180050120006)**

电话：010-88085227

Email: zhourongzi@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	258	455	710	888	1110
增长率(%)	44.4	76.3	56.0	25.1	25.1
归母净利润(百万)	69	91	136	182	239
增长率(%)	32.7	33.1	48.3	33.9	31.5
每股收益	0.27	0.36	0.54	0.72	0.94
市盈率	56	42	28	21	16

**利润表 (百万元)**

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>258</b>	<b>455</b>	<b>710</b>	<b>888</b>	<b>1,110</b>
营业成本	155	301	451	556	685
毛利率	39.8%	33.8%	36.5%	37.4%	38.3%
营业税金及附加	7	7	11	14	18
营业费用	2	5	14	16	18
营业费用率	0.76%	1.05%	2.00%	1.80%	1.60%
管理费用	18	32	57	67	78
管理费用率	7.11%	7.03%	8.00%	7.50%	7.00%
财务费用	-9	-9	0	0	0
财务费用率	-3.41%	-2.06%	0.00%	0.00%	0.00%
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>88</b>	<b>127</b>	<b>169</b>	<b>229</b>	<b>304</b>
营业利润率	34.03%	27.88%	23.77%	25.76%	27.37%
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>88</b>	<b>127</b>	<b>169</b>	<b>229</b>	<b>304</b>
所得税	12	19	24	33	44
所得税率	13.3%	14.8%	14.5%	14.5%	14.5%
少数股东损益	0	1	9	14	21
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>69</b>	<b>91</b>	<b>136</b>	<b>182</b>	<b>239</b>
净利率	26.65%	20.12%	19.13%	20.47%	21.51%
<b>BPS (元)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.36</b>	<b>0.54</b>	<b>0.72</b>	<b>0.94</b>

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	69	91	136	182	239
少数股东权益	0	1	9	14	21
折旧和摊销	4	6	7	7	3
营运资金变动	-2	-104	39	-27	-43
其他	4	8	8	6	8
<b>经营现金流</b>	<b>74</b>	<b>3</b>	<b>198</b>	<b>181</b>	<b>229</b>
资本支出	-100	-9	-3	-3	-5
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-1	-41	0	0	0
<b>投资现金流</b>	<b>-101</b>	<b>-50</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>
发行股票	0	8	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	-20	-11	-41	-55	-72
其他	0	0	0	0	0
<b>融资现金流</b>	<b>-20</b>	<b>-3</b>	<b>-41</b>	<b>-55</b>	<b>-72</b>
<b>现金及现金等价物</b>	<b>-47</b>	<b>-50</b>	<b>154</b>	<b>124</b>	<b>152</b>

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	559	509	664	787	940
存货	40	45	113	139	171
应收账款	164	248	363	446	557
其他流动资产	15	54	23	29	36
<b>流动资产</b>	<b>779</b>	<b>856</b>	<b>1,163</b>	<b>1,402</b>	<b>1,704</b>
固定资产	136	138	136	133	136
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	2	33	31	29	27
其他长期资产	6	27	29	31	34
<b>非流动资产</b>	<b>143</b>	<b>197</b>	<b>196</b>	<b>194</b>	<b>198</b>
<b>资产总计</b>	<b>923</b>	<b>1,053</b>	<b>1,358</b>	<b>1,595</b>	<b>1,902</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	91	130	225	278	342
其他流动负债	79	58	164	208	261
<b>流动负债</b>	<b>169</b>	<b>188</b>	<b>389</b>	<b>486</b>	<b>604</b>
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
<b>非流动性负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>169</b>	<b>188</b>	<b>389</b>	<b>486</b>	<b>604</b>
股本	113	169	253	253	253
资本公积	465	412	328	328	328
<b>股东权益合计</b>	<b>752</b>	<b>836</b>	<b>931</b>	<b>0</b>	<b>1,225</b>
少数股东权益	1	30	38	0	73
<b>负债股东权益总计</b>	<b>923</b>	<b>1,053</b>	<b>1,358</b>	<b>477</b>	<b>1,902</b>

**主要财务指标**

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	44.39	76.34	56.04	25.09	25.09
营业利润	41.49	44.49	33.03	35.57	32.91
净利润	32.67	33.11	48.34	33.87	31.48
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	39.84	33.75	36.50	37.36	38.32
EBIT Margin	29.12	24.07	24.90	26.46	28.11
EBITDA Margin	30.54	25.46	25.87	27.25	28.42
净利率	26.65	20.12	19.13	20.47	21.51
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	9.14	11.53	15.37	39.04	39.00
总资产收益率	7.46	9.41	11.58	20.22	20.72
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	18.34	17.83	28.67	101.80	31.75
所得税率	13.26	14.85	14.50	14.50	14.50
股利支付率	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所预测

**作者简介:**

**鲍荣富:** 宏源证券研究所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**

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
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		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经营范围包括证券投资咨询业务。