煤制乙二醇独步青云，底部买入

买入 维持

目标价格：24.00 元

事项：

公司2月12日发布公告称，与内蒙古康乃尔签订60万吨/年煤制乙二醇项目（一期30万吨/年）工程设计合同，工期14个月，合同金额4500万元。

简评：

- **公司在煤制乙二醇领域独步青云（预计市占率 1/3—1/2），后续订单值得期待。**鉴于乙二醇进口依赖度高、煤制乙二醇单体投资小、经济效益好，近两年煤制甲醇、合成氨项目转向乙二醇趋势明显。从新疆天业一期 5 万吨项目运行情况看，公司煤制乙二醇工业化是最成功的。目前公司已签煤制乙二醇项目已达 7 套，我们判断公司未来在国内煤制乙二醇的市占率将达到 1/3-1/2。30 万吨煤制乙二醇对应总投资约 50 亿元，公司获得一期 EPC 及二期项目概率较大。
- **充足合同保障业绩高增长，14 年新签合同有望再创新高。**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，预计 2013 年新签订单 80 亿元，期末在手合同约 150 亿元。鉴于 2013 年集中发放路条的煤化工项目今年起陆续进入招标期，海外市场空间亦十分广阔，我们判断 2014 年订单大概率好于 2013 年。
- **业绩最坏时刻已过，总经理增持释放低估信号。**公司 13 年业绩同比大幅下降主要是由于在执行订单中黔西乙二醇、新汶煤制气等大项目进度较慢；新签设计订单同比大幅下降；华塑等个别项目毛利率较低。我们判断公司 14 年业绩增速将确定性反转向上：全年新签订单总量大幅增长；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；低毛利项目基本消化完毕。公司总经理近期增持 20 万股，释放公司价值低估重要信号。
- **静待 3 月份煤制气订单。**根据我们渠道调研，国家对待新型煤化工的政策没有发生改变，订单时间主要取决于业主的资金状况、项目报批进度等。最快出来的可能是苏新能源准东煤制气 EPC 项目（预计今年 3 月份）；浙能准东煤制气项目总体院预计春节后确定；中电投霍城煤制气项目正常推进；广汇煤制气项目预计在春节后启动。
- **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 0.53/0.80/1.19 元；鉴于公司 14 年业绩有望重返快增长通道，我们认为可给予公司 2014 年 30 倍 PE，对应目标价 24.00 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	2346	3050	3065	4260	5575
增长率（%）	27.8	30.0	0.5	39.0	30.9
归母净利润(百万)	277	333	236	355	529
增长率（%）	40.8	20.2	-29.1	50.2	49.2
每股收益	0.62	0.75	0.53	0.80	1.19
市盈率	29	24	34	23	15

建筑工程行业研究组

分析师：

鲍荣富(S1180513070004)

电话：021-51782230

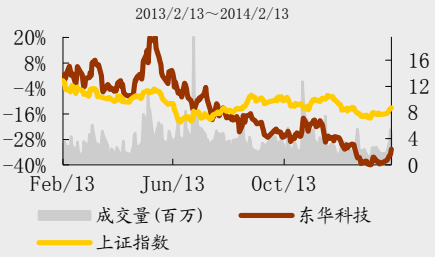
Email：baorongfu@hysec.com

傅盈(S1180513100001)

电话：021-51782238

Email：fuying@hysec.com

市场表现



相关研究

《公司动态跟踪报告＊东华科技（002140）MTO 首获突破，短期底部确立》 2013/9/2

利润表(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**2,346**	**3,050**	**3,065**	**4,260**	**5,575**
营业成本	1,792	2,430	2,515	3,450	4,488
毛利率	23.6%	20.3%	17.9%	19.0%	19.5%
营业税金及附加	33	26	26	36	48
营业费用	21	18	28	34	42
营业费用率	0.88%	0.59%	0.90%	0.80%	0.75%
管理费用	169	192	254	324	379
管理费用率	7.20%	6.28%	8.30%	7.60%	6.80%
财务费用	-4	-7	-7	-8	-11
财务费用率	-0.15%	-0.24%	-0.22%	-0.20%	-0.20%
投资收益	5	5	5	6	7
营业利润	**364**	**409**	**266**	**403**	**607**
营业利润率	15.50%	13.41%	8.67%	9.47%	10.88%
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**	**277**	**415**	**620**
所得税	45	57	37	56	84
所得税率	12.2%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
少数股东损益	1	5	3	5	7
归属于母公司股东的净利润	**277**	**333**	**236**	**355**	**529**
净利率	11.82%	10.93%	7.71%	8.33%	9.50%
EPS（元）	**0.62**	**0.75**	**0.53**	**0.80**	**1.19**

现金流量表（百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	277	333	236	355	529
少数股东权益	1	5	3	5	7
折旧和摊销	21	24	24	22	27
营运资金变动	159	-45	-17	139	152
其他	14	-1	-24	13	12
经营现金流	**473**	**316**	**222**	**533**	**728**
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	-35	-53	-79
其他	0	0	7	8	11
融资现金流	**-42**	**-55**	**-29**	**-45**	**-68**
现金及现金等价物	**393**	**134**	**165**	**457**	**625**

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**	**1,461**	**1,917**	**2,542**
存货	1,125	1,460	1,509	2,070	2,693
应收账款	181	306	249	347	453
其他流动资产	920	878	913	1,255	1,635
流动资产	**3,388**	**3,939**	**4,132**	**5,589**	**7,323**
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	4,693	6,169	7,922
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	773	1,092	1,132	1,552	2,019
其他流动负债	1,941	1,996	1,959	2,709	3,538
流动负债	**2,714**	**3,087**	**3,091**	**4,261**	**5,557**
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**	**3,091**	**4,261**	**5,557**
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**	**1,587**	**1,888**	**2,338**
少数股东权益	9	13	16	20	27
负债股东权益总计	**3,828**	**4,486**	**4,693**	**6,169**	**7,922**

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率（%）					
营业收入	27.82	29.99	0.48	38.99	30.87
营业利润	42.83	12.47	(35.03)	51.81	50.36
净利润	40.78	20.21	(29.11)	50.16	49.19
利润率（%）					
毛利率	23.65	20.33	17.93	19.03	19.51
EBIT Margin	14.14	12.61	7.88	9.77	11.10
EBITDA Margin	15.03	13.40	8.67	10.29	11.59
净利率	11.82	10.93	7.71	8.33	9.50
回报率（%）					
净资产收益率	25.08	24.06	14.89	18.79	22.64
总资产收益率	7.26	8.04	5.16	6.55	7.54
其他（%）					
资产负债率	70.89	68.83	65.86	69.07	70.15
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：公司资料，宏源证券

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）。2013 年水晶球建筑工程行业第二名，新财富建筑工程行业第六名。

傅 盈: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员，工科硕士，四年建筑企业及行业监管部门从业经历。2013 年水晶球建筑工程行业第二名，新财富建筑工程行业第六名。

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	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		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

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。