

# 签乙二醇 EPC 大单，煤化工爆发在即

## 买入 维持

目标价格：24.00 元

### 事项：

公司3月11日发布公告，与内蒙古康乃尔签订30万吨/年煤制乙二醇EPC合同，履行期限约22个月，合同价格为固定总价，暂定共计37亿元。

### 简评：

- **公司此次新签订单为2月份设计订单转总包，符合我们此前判断。公司在煤制乙二醇领域独步青云，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、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。
- **充足合同保障业绩高增长，14年新签合同有望再创新高，公司已获设计订单的苏新能源、中电投等EPC有望取得大单。**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。**我们判断公司14年业绩增速将确定性反转向上升：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30万股，释放公司价值低估重要信号。
- **产业政策或将出台，公司后续煤化工订单仍将爆发增长。**（1）政策层面，预计国家能源局对煤制油、煤制气指导意见等政策文件最快两会后将正式发布。（2）项目进度或超市场预期。根据我们渠道调研情况，苏新能源煤制气EPC项目预计最快将在14年4月发标，其他进展较快的项目还有中电投霍城煤制气，河南龙宇准东煤制气，内蒙矿业煤制气，兴盟能源煤制气、北控鄂尔多斯煤制气等。我们预计大规模招标高峰将在14年中。
- **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年业绩有望重返快速增长通道，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。

### 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)煤制乙二醇独步青云，底部买入》

2014/2/13

《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

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	33	27	38	25	17

**利润表(百万元)**

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>2,346</b>	<b>3,050</b>	<b>3,065</b>	<b>4,260</b>	<b>5,575</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>364</b>	<b>409</b>	<b>266</b>	<b>403</b>	<b>607</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>370</b>	<b>419</b>	<b>277</b>	<b>415</b>	<b>620</b>
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
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>277</b>	<b>333</b>	<b>236</b>	<b>355</b>	<b>529</b>
净利率	11.82%	10.93%	7.71%	8.33%	9.50%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.62</b>	<b>0.75</b>	<b>0.53</b>	<b>0.80</b>	<b>1.19</b>

**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
<b>经营现金流</b>	<b>473</b>	<b>316</b>	<b>222</b>	<b>533</b>	<b>728</b>
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
<b>投资现金流</b>	<b>-37</b>	<b>-127</b>	<b>-29</b>	<b>-32</b>	<b>-35</b>
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
<b>融资现金流</b>	<b>-42</b>	<b>-55</b>	<b>-29</b>	<b>-45</b>	<b>-68</b>
<b>现金及现金等价物</b>	<b>393</b>	<b>134</b>	<b>165</b>	<b>457</b>	<b>625</b>

**资产负债表(百万元)**

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>货币资金</b>	<b>1,161</b>	<b>1,295</b>	<b>1,461</b>	<b>1,917</b>	<b>2,542</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>3,388</b>	<b>3,939</b>	<b>4,132</b>	<b>5,589</b>	<b>7,323</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>440</b>	<b>547</b>	<b>561</b>	<b>581</b>	<b>599</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,828</b>	<b>4,486</b>	<b>4,693</b>	<b>6,169</b>	<b>7,922</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>2,714</b>	<b>3,087</b>	<b>3,091</b>	<b>4,261</b>	<b>5,557</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>2,714</b>	<b>3,087</b>	<b>3,091</b>	<b>4,261</b>	<b>5,557</b>
股本	446	446	446	446	446
资本公积	90	91	91	91	91
<b>股东权益合计</b>	<b>1,106</b>	<b>1,386</b>	<b>1,587</b>	<b>1,888</b>	<b>2,338</b>
少数股东权益	9	13	16	20	27
<b>负债股东权益总计</b>	<b>3,828</b>	<b>4,486</b>	<b>4,693</b>	<b>6,169</b>	<b>7,922</b>

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>增长率 (%)</b>					
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
<b>利润率 (%)</b>					
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
<b>回报率 (%)</b>					
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
<b>其他 (%)</b>					
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

**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**

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	zhouidi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	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经营范围包括证券投资咨询业务。