

13年业绩首次下滑，14年将重启增长模式

——东华科技（002140）年报点评

2014年03月31日

强烈推荐/维持

东华科技

财报点评

杨伟	分析师	执业证书编号：S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

事件：

公司发布 2013 年年报，实现营业收入 27.16 亿元，同比下降 10.97%，归属于上市公司股东的净利润 2.35 亿元，同比下降 29.45%，扣非后净利润 2.34 亿元，同比下降 27.95%，加权平均净资产收益率 15.76%，同比下降 11%，每股收益 0.53 元。

公司分季度财务指标

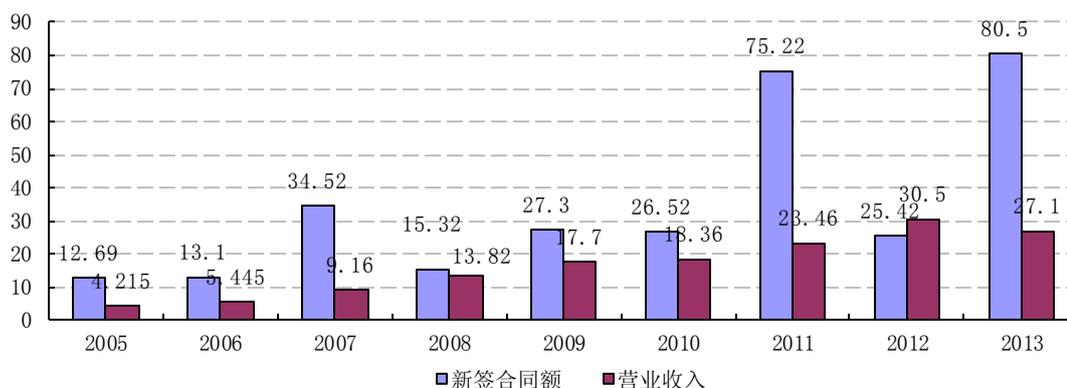
指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	715.28	822.66	1259.63	254.5	794.77	500.99	1165.34
增长率（%）	42.75%	51.22%	16.72%	0.71%	11.11%	-39.10%	-7.49%
毛利率（%）	22.51%	15.21%	21.09%	33.50%	15.69%	21.37%	23.24%
期间费用率（%）	5.20%	5.77%	5.77%	21.55%	5.09%	10.16%	9.12%
营业利润率（%）	17.79%	8.29%	13.44%	10.04%	10.04%	10.13%	10.47%
净利润（百万元）	108.11	58.78	153.39	21.40	67.86	42.87	106.52
增长率（%）	18.63%	38.06%	16.58%	20.94%	-37.23%	-27.06%	-30.55%
每股盈利（季度，元）	0.24	0.13	0.34	0.05	0.15	0.10	0.23
资产负债率（%）	72.48%	72.79%	68.83%	70.05%	68.41%	67.61%	65.04%
净资产收益率（%）	9.11%	4.72%	10.97%	1.51%	4.63%	2.85%	6.61%
总资产收益率（%）	2.51%	1.28%	3.42%	0.45%	1.46%	0.92%	2.31%

观点：

- 工程总承包进度滞后影响收入，未实现年初经营计划。公司在实施的安庆曙光煤制氢与贵州黔西 30 万吨/年乙二醇项目工程进度均明显滞后，对收入及毛利影响较大，同时 13 年上半年国家核准的超 3000 亿现代煤化工项目目前大都在做前期工作，低于公司新签合同及当年确认收入的预期；设计与总承包收入分别只完成年初计划的 91.6%、89.7%。净利润增速下滑的因素还包括：应收账款增长导致计提坏账同比大幅增长 216.5%、管理与销售费用分别同比增长 24.08%和 26.37%、设计咨询受竞争加剧影响毛利率下降 5.42%。
- 13 年基本确定为业绩谷底，14 年重启增长模式。公司自 07 年上市以来首次业绩下滑，但签单形势决定 14 年将继续增长模式；13 年新签合同额 80.5 亿，与收入比为 3.0，至 14 年 3 月底在手订单约 185 亿，与 13 年收入比为 6.8，主要原因在于：虽然宏观经济下行与行业产能过剩压制化工固定资产投资增速，但结构性与区域性增长对公司构成利好，国内超 6000 亿的现代煤化工项目已开始进入招标期，同时海

外市场实现突破, 13 年签单 38.06 亿, 贡献收入由 10 年 0.03 亿增至 13 年的 4.39 亿。公司计划 14 年实现收入 31.5 亿, 同比增长 16%, 预计实际业绩将超公司计划。

图 1 公司历年新签合同额与收入情况 (亿元)



资料来源: 东兴证券研究所

- ▶ 技术与业绩仍是化工工程行业护城河。公司近三年研发支出均占收入 3.1% 以上, 确保在产业转型升级中提供有力技术支撑; 在化肥、煤化工、钛白粉行业上的业绩优势将使公司在产业扩容中受益。公司还充分参与环保产业, 除参股 20% 的王小郢污水处理公司贡献稳定收益外, 控股东华环境工程公司与参股 30% 的南充柏华污水处理公司也将成为新的利润增长点, 轻资产、高壁垒、技术先发优势仍将是保障公司业绩高速增长的主要因素。

结论:

公司 14 年将重新开启增长模式, 受益煤化工项目开始全面招标, 且在手订单充足, 将迎来订单与业绩双丰收。预计公司 14-15 年 EPS 分别为 0.78 元、1.10 元, 对应 PE 23 倍、16 倍, 给予公司 14 年 30 倍 PE, 未来 6 个月目标价 23.4 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

项目建设进度滞后的风险

表 1 公司 2013 年至今新签合同一览表

公告时间	项目	合同期	合同额 (万)
2013.3.21	与合肥市庐阳区重点工程建设管理局签订合肥市庐阳区四里河复建点设计合同	4 个月	2147.5
2013.5.14	与新疆天智辰业化工有限公司在石河子市签订《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》	至 2014.4	4500
2013.7.9	与加拿大 MagIndustries Corp. 和其位于刚果的控股子公司 MagMinderals Potasses Congo S.A 签署刚果(布)蒙哥 120 万吨钾肥总承包合同	至 2016.3.31	305000
2013.7.27	贵州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, 总投资调整为 513572 万, 公司负责执行的合同价款调整为 417784 万, 比原合同价款新增加 113074 万	至 2015.3	113074

2013.8.3	白俄罗斯戈梅利化工厂 60 万吨氮磷钾(NPK)复合肥装置“交钥匙”工程	36 个月	60588
2013.8.27	伊泰新疆能源有限公司《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	18 个月	7018
2013.9.3	中国神华煤制油化工有限公司新疆煤基新材料项目净化、空分空压站、碳四烯烃转化装置总承包与设备委托采购	至 2015.7	123001.12
2013.11.11	安徽曙光化工股份有限公司精细化工产品项目 EPC 工程总承包, 主要建设氰化钠等精细化工产品的生产装置以及煤制氢项目的办公楼等	11 个月	50000
2013.12.10	与阳煤集团寿阳化工签订 40 万吨/年乙二醇项目（一期）工程设计合同	21 个月	6000
2014.2.12	与内蒙古康乃尔化学工业有限公司签订 60 万吨/年煤制乙二醇项目（一期 30 万吨/年）工程设计合同	14 个月	4500
2014.3.12	与康乃尔化学工业股份有限公司签订 30 万吨/年煤制乙二醇项目 EPC/交钥匙工程总承包合同	22 个月	370000
2014.3.22	与黑龙江龙泰煤化工股份有限公司签订 60 万吨/年煤制烯烃项目总体设计合同	14 个月	5350
2014 年合计			379850

资料来源: 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	3939	4027	5438	6643	7944	营业收入	3050	2716	4398	5614	6176
货币资金	1295	1339	1759	2447	3396	营业成本	2430	2128	3533	4535	4993
应收账款	306	789	856	769	846	营业税金及附加	26	25	44	56	62
其他应收款	132	57	92	117	129	营业费用	18	23	36	42	42
预付款项	693	688	688	688	688	管理费用	192	238	365	399	414
存货	1460	846	1742	2237	2462	财务费用	-7	-8	1	1	1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12.16	38.48	12.00	12.00	12.00
非流动资产合计	547	584	536	520	504	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	190	217	190	190	190	投资净收益	4.96	5.78	6.00	8.00	8.00
固定资产	270.28	272.93	256.05	242.75	231.11	营业利润	385	278	413	577	660
无形资产	71	72	65	58	50	营业外收入	10.65	2.54	5.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.67	1.32	2.00	2.00	2.00
资产总计	4486	4611	5974	7163	8448	利润总额	395	279	416	583	666
流动负债合计	3087	2999	4071	4863	5694	所得税	57	41	62	87	100
短期借款	0	0	227	0	0	净利润	338	239	354	496	566
应付账款	1092	1115	1549	1988	2189	少数股东损益	5	3	5	5	5
预收款项	1700	1594	2034	2595	3213	归属母公司净利润	333	235	349	491	561
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	402	295	448	614	697
非流动负债合计	0	0	0	0	0	BPS (元)	0.75	0.53	0.78	1.10	1.26
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	3087	2999	4071	4863	5694	成长能力					
少数股东权益	13	13	18	23	28	营业收入增长	30.0%	-11.0%	62.0%	27.7%	10.0%
实收资本(或股本)	446	446	446	446	446	营业利润增长	21.4%	-27.7%	48.5%	39.8%	14.3%
资本公积	91	91	91	91	91	归属于母公司净利润	20.2%	-29.4%	48.2%	40.8%	14.3%
未分配利润	715	905	1051	1247	1472	获利能力					
归属母公司股东权	1386	1599	1884	2277	2726	毛利率(%)	20%	22%	20%	19%	19%
负债和所有者权益	4486	4611	5974	7163	8448	净利率(%)	11%	9%	8%	9%	9%
现金流量表						总资产净利润(%)	7%	5%	6%	7%	7%
	单位:百万元					ROE(%)	24%	15%	19%	22%	21%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	316	105	256	1038	1085	资产负债率(%)	69%	65%	68%	68%	67%
净利润	338	239	354	496	566	流动比率	1.28	1.34	1.34	1.37	1.40
折旧摊销	24.28	25.15	34.08	35.51	36.34	速动比率	0.80	1.06	0.91	0.91	0.96
财务费用	-7	-8	1	1	1	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	434	439	201	总资产周转率	0.73	0.60	0.83	0.85	0.79
预收帐款的变化	0	0	440	561	618	应收账款周转率	13	5	5	7	8
投资活动现金流	-127	-34	1	-24	-24	应付账款周转率	3.27	2.46	3.30	3.17	2.96
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	190	217	190	190	190	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.53	0.78	1.10	1.26
投资收益	5	6	6	8	8	每股净现金流(最新)	0.30	0.10	0.94	1.54	2.13
筹资活动现金流	-55	-25	163	-326	-113	每股净资产(最新摊)	3.11	3.58	4.23	5.11	6.11
短期借款	0	0	227	0	0	估值比率					
长期借款	0	0	0	0	0	P/E	22.85	32.34	21.93	15.58	13.62
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	5.52	4.78	4.06	3.36	2.80
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	15.81	21.36	13.64	8.47	6.09
现金净增加额	134	47	420	688	948						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。