

东华科技 (002140)

强烈推荐

行业：化学工程

## 业绩反向上已出现积极信号

**事件：**公司于4月28日晚发布14年一季报，单季实现营收3.16亿元(+24.06%)，归属净利润2308万元(+9.35%)，EPS为0.05元。公司一季报情况略好于我们之前预期，同时公司预计14年上半年净利润同比增长0-30%。

### 投资要点：

◇ **今年一季度收入和业绩增速转正预示公司各项业务已经重回正轨，我们认为全年收入业绩逐季改善将是趋势。**(1)公司今年收入增长主要看黔西、安庆煤制氢和康乃尔项目进展，一季报显示这三个项目先期收取22.7亿元，仅确认5.8亿元收入，随着二季度开工旺季到来以及业主预付款的持续，公司收入利润也将加速确认。(2)新天、蒙大、中煤三个11年拖延项目目前已处收工阶段，初步估计剩余5-6亿元今年有望结算完毕。(3)公司13年的计提坏账准备超出预期，如我们年报点评分析，一季度公司就开始加大清欠力度冲回部分坏账准备，后期部分坏账进一步冲回仍存可能。

◇ **一季度毛利率下滑不是常态，全年毛利率将维持平稳。**公司一季度毛利率仅为15.7%，同比下滑幅度较大，但由于一季度是工程淡季，随机性较强。我们认为一是公司低毛利率的EPC项目收入占比较大(90.9%)，从而摊低毛利率；二是目前主要项目均处于工程初期，毛利率也比中后期低。考虑到公司近年来在手订单结构已经逐步转换为新型煤化工项目(比例超过50%)，订单条件普遍略好于传统煤化工项目，因为我们预计全年毛利率仍将维持平稳。

◇ **在手订单丰厚，业绩反向上有保障。**公司今年已签康乃尔37亿大单，我们保守预计全年国内订单将在50-70亿，如果海外也有所收获，今年有望刷新公司去年新签订单的记录。据我们匡算，目前公司已开工、进展正常且未来可计入营收的在手订单超过150亿元，均将在14年到16年进行结算，考虑到目前公司较小的业务体量，高订单保障倍数将助力公司获得超预期较大的业绩弹性向上空间。

◇ **煤制乙二醇优势突出，已霸占强势市场地位，其它技术储备也值得期待。**公司已承接了6个不同业主的煤制乙二醇设计或总包订单。尤其在新疆天业一期项目稳定运营一年、各项产品数据表现优异的示范效应下，公司在煤制乙二醇工程市场的地位愈加稳固，已承担国内在建装置80%以上的产能。按照乙二醇近80%对外依存度、近千万吨潜在市场需求的情形，公司仅仅在煤制乙二醇市场的突破就足以实现业绩大幅跨越。此外公司FMTA、FMTP等技术储备也有望逐步兑现出工程项目，中长期发展值得看好。

◇ **维持公司“强烈推荐”投资评级。**我们预计公司2014-2015年EPS为0.86元和1.17元。虽然大唐煤制气项目短期造成利空，但不属于行业性原因。考虑到政府对于新型煤化工态度仍是循序渐进模式的鼓励，今年工程项目推进进度将显著快于去年，我们认为行业扶持、公司较好现金流和较高订单保障将使公司具备估值溢价，仍然维持公司“强烈推荐”的投资评级，目标价24元。

◇ **风险提示：**资金面紧使业主的煤化工投资延后、公司新签订单低于预期

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2716	4266	5060	5385
收入同比(%)	-11%	57%	19%	6%
归属母公司净利润	235	382	524	579
净利润同比(%)	-29%	63%	37%	11%
毛利率(%)	21.6%	19.6%	20.0%	19.9%
ROE(%)	14.7%	19.3%	20.9%	18.9%
每股收益(元)	0.53	0.86	1.17	1.30
P/E	32.50	20.00	14.60	13.21
P/B	4.78	3.86	3.05	2.49
EV/EBITDA	21	15	11	10

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：王博

S0960112100026

0755-82026754

wangbo3@china-invs.cn

6-12个月目标价：24.00

当前股价：16.85

评级调整：维持

### 基本资料

总股本(百万股)	446
流通股本(百万股)	434
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	73
成交量(百万股)	1.19
成交额(百万元)	20.09

### 股价表现



### 相关报告

《东华科技-13年年报点评：看好公司今年反向上机会》2014-03-31

《东华科技-再拿总包大单，煤制乙二醇市场地位进一步凸显》2014-03-11

《东华科技-13年触底落定，瞄准今年业绩复苏》2014-02-28

**表 1 截至 2014/3/31 公司主要 EPC 订单的执行情况(单位: 亿元)**

项目	合同金额	预计项目工期	公司收款情况	累计确认进度	累计确认收入	13 年确认收入	14 年 Q1 确认收入
康乃尔化学煤制乙二醇项目	37	22 个月	5.96	0.49%	0.18	-	0.18
刚果蒙哥钾肥项目	32	37 个月	0.63	3.1%	0.99	0.74	0.26
黔希煤化工乙二醇项目	41.78	2015/3 前竣工	9.49	5.67%	3.07	1.10	0.70
白俄罗斯 NPK 化肥装置项目	6.06	36 个月	-	0%	0	0	-
神华新疆煤基新材料项目	12.3	23 个月	1.36	1.9%	0.23	0.15	0.07
安庆曙光化工精细化工项目	5	11 个月	0.15	0%	0	0	-
伊犁新天煤制天然气项目	14.15	延后	8.65	68.7%	9.72	7.32	0.09
中煤鄂尔多斯合成氨项目	10.42	延后	8.40	82.6%	8.61	2.75	0.17
蒙大新能源二甲醚项目	9.06	延后	7.30	84.9%	7.69	1.23	0.08
安庆曙光化工煤制氢项目	15	19.5 个月/延后	7.25	17.2%	2.58	1.70	0.79

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 2 公司上市以来公告的煤制乙二醇相关订单情况:**

公告日期	合同项目	项目性质	合同金额	业主	合同周期
20110114	30 万吨/年乙二醇项目总承包合同	EPC	41.7784 亿元	黔希化工	2015.3 前完工
20110518	30 万吨/年煤制乙二醇项目工程设计合同	E	6200 万元	山西襄矿泓通煤化工	16 个月
20110524	苏尼特碱业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	E	2700 万元	锡林郭勒苏尼特碱业有限公司	380 天

20130512	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	E	4500 万元	新疆天智辰业化工有限公司	2014.4 前
20131206	阳煤集团寿阳化工 40 万吨/年乙二醇项目(一期)工程设计合同	E	6000 万元	阳煤集团寿阳化工	21 个月
20140212	内蒙古康乃尔化学工业有限公司 60 万吨/年煤制乙二醇项目(一期 30 万吨/年)工程设计合同	E	4500 万元	内蒙古康乃尔	14 个月
20140311	康乃尔化学工业股份有限公司 30 万吨/年煤制乙二醇项目工程 EPC/交钥匙工程总承包合同	EPC	37 亿元	康乃尔化学工业股份有限公司	22 个月

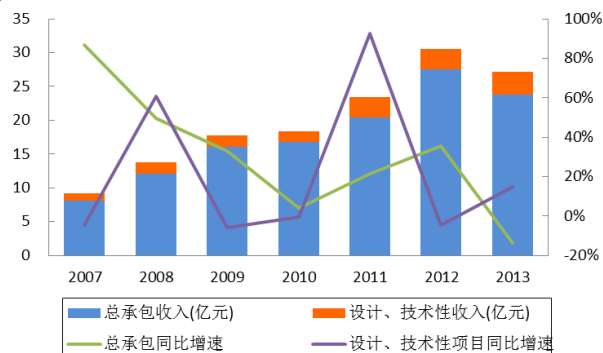
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司半年期设计、EPC 订单签订情况(单位：亿元)

	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2	2013H1	2013H2
新签设计订单	2.46	1.44	1.96	1.55	1.38	2.62
新签 EPC 订单	54.16	17.16	-	21.91	32	44.5

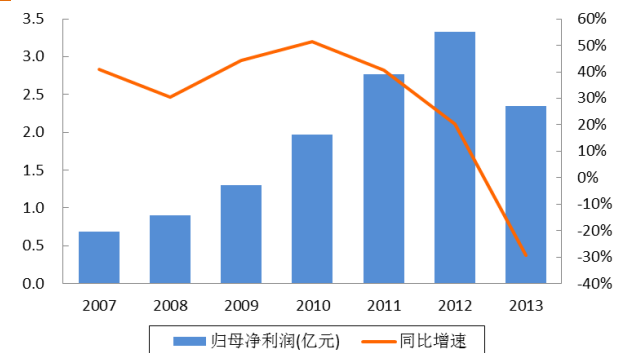
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 经历持续成长后公司 13 年经历低谷



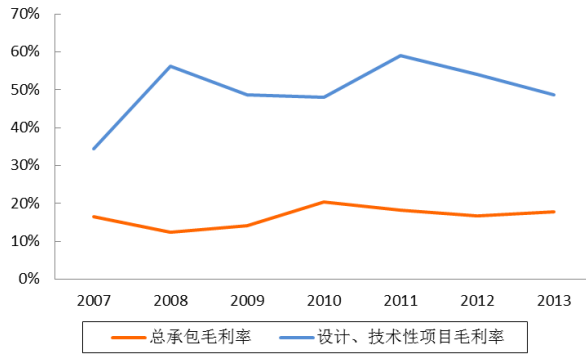
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司 13 年业绩将首现负增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司 EPC 和设计项目的毛利率基本稳定



资料来源：公司公告、中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	4027	6067	6948	7839
现金	1339	1989	2238	2996
应收账款	789	905	867	693
其它应收款	57	173	202	216
预付账款	688	1029	1214	1294
存货	846	1544	2023	2372
其他	309	427	405	269
<b>非流动资产</b>	584	560	538	516
长期投资	217	220	220	220
固定资产	273	255	238	220
无形资产	72	67	62	57
其他	21	18	19	19
<b>资产总计</b>	4611	6627	7487	8356
<b>流动负债</b>	2999	4629	4961	5264
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1115	1716	1821	1940
其他	1884	2914	3141	3324
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	2999	4629	4961	5264
少数股东权益	13	17	21	26
股本	446	446	446	446
资本公积	91	91	91	91
留存收益	1062	1444	1968	2529
归属母公司股东权益	1599	1981	2505	3065
<b>负债和股东权益</b>	4611	6627	7487	8356

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	105	579	156	662
净利润	239	385	528	584
折旧摊销	25	23	23	23
财务费用	-8	-69	-88	-108
投资损失	-6	-5	-5	-5
营运资金变动	-178	159	-294	198
其它	33	86	-7	-28
<b>投资活动现金流</b>	-34	2	5	5
资本支出	25	0	0	0
长期投资	-27	3	0	0
其他	-36	5	5	5
<b>筹资活动现金流</b>	-25	69	88	91
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-25	69	88	91
<b>现金净增加额</b>	44	650	249	758

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	2716	4266	5060	5385
营业成本	2128	3431	4046	4312
营业税金及附加	25	38	40	43
营业费用	23	36	46	48
管理费用	238	363	380	404
财务费用	-8	-69	-88	-108
资产减值损失	38	20	25	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	5	5	5
<b>营业利润</b>	278	452	616	681
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	279	454	617	682
所得税	41	68	90	99
<b>净利润</b>	239	385	528	584
少数股东损益	3	3	4	5
<b>归属母公司净利润</b>	235	382	524	579
EBITDA	295	406	551	595
EPS (元)	0.53	0.86	1.17	1.30

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-11.0%	57.1%	18.6%	6.4%
营业利润	-27.7%	62.6%	36.3%	10.5%
归属于母公司净利润	-29.4%	62.6%	37.0%	10.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.6%	19.6%	20.0%	19.9%
净利率	8.7%	9.0%	10.3%	10.7%
ROE	14.7%	19.3%	20.9%	18.9%
ROIC	696.7	-141.4	946.3	-338.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	65.0%	69.9%	66.3%	63.0%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.34	1.31	1.40	1.49
速动比率	1.06	0.98	0.99	1.04
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.76	0.72	0.68
应收账款周转率	4	4	5	6
应付账款周转率	1.93	2.42	2.29	2.29
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.86	1.17	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	1.30	0.35	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.58	4.44	5.62	6.87
<b>估值比率</b>				
P/E	32.50	20.00	14.60	13.21
P/B	4.78	3.86	3.05	2.49
EV/EBITDA	21	15	11	10

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-03-31	《东华科技-13 年年报点评：看好公司今年反转向上机会》
2014-03-11	《东华科技-再拿总包大单，煤制乙二醇市场地位进一步凸显》
2014-02-28	《东华科技-13 年触底落定，瞄准今年业绩复苏》
2014-02-10	《东华科技-政策、订单力助公司今年走出低谷》
2013-12-24	《东华科技-新型煤化工投资重启在即，明年有望迎来业绩复苏》
2013-02-04	《东华科技-储备技术进入孵化期，预计未来三年订单放量上升》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4年行业从业经验,7年证券行业从业经验。  
王博,中投证券研究总部建筑行业研究员。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434