



PSA与催化剂优势突出，关注大股东要约收购进展

——天科股份（600378）半年度财报点评

2014年08月05日

推荐/维持

天科股份

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：

公司于8月2日发布半年报，实现营业收入3.28亿元，同比增长6.94%，归属于上市公司股东的净利润3752.77万元，同比增长15.01%，扣非净利润3744.73万元，同比增长15.27%，基本每股收益0.126元。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	198.29	134.35	172.14	180.95	196.92	145.6	182.15
增长率（%）	-5.75%	6.65%	-7.50%	23.38%	-0.69%	8.38%	5.82%
毛利率（%）	29.54%	29.05%	26.50%	22.78%	36.62%	28.66%	32.69%
期间费用率（%）	15.91%	14.00%	11.67%	12.43%	18.86%	14.77%	15.71%
营业利润率（%）	12.28%	12.73%	12.44%	9.22%	15.98%	11.91%	14.65%
净利润（百万元）	20.89	14.62	18.74	14.03	28.37	14.94	22.90
增长率（%）	-26.19%	37.22%	-29.33%	16.71%	35.79%	2.18%	22.16%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.05	0.06	0.05	0.09	0.05	0.08
资产负债率（%）	40.06%	36.05%	36.86%	37.85%	38.62%	35.59%	36.63%
净资产收益率（%）	3.31%	2.21%	2.84%	2.14%	4.14%	2.13%	3.30%
总资产收益率（%）	1.98%	1.41%	1.79%	1.33%	2.54%	1.37%	2.09%

观点：

- 三大产业优势突出，工程与催化剂合同大幅增加。公司是变压吸附气体分离（PSA）行业龙头企业，在PSA及合成甲醇用的铜系催化剂领域市占率均高达40%以上，未来重点发展PSA、工程开发设计、催化剂三大产业。上半年PSA合同略有下降，工程设计及总承包合同则增长133.65%，铜系催化剂市场订单也大幅增加。
- 工程总承包合同占比将逐渐提升。公司2010年底签订唐山佳华20万吨焦炉气制甲醇工程总承包合同，标志着开始走上由分包向总包的转型之路，但2014年上半年没有一个上亿金额的总承包合同。公司7月2日公告中标新疆拜城焦炉气制甲醇EPC，合同额44965万元，占公司2013年总收入的66%，说明公司工程总包能力已得到业主认可，建成后的示范效应将使公司新签合同中工程总包合同占比逐渐提升。
- 开发新能源、环保、减排等领域的新利润增长点。公司PSA技术长期应用于包括二氧化碳、氢气等气体的捕集、分离等领域，参与了神华煤制油CCS项目与香港垃圾场脱CO₂浓缩甲烷项目，也已与GE开发

低浓度煤层气发电技术。随着国家对环保、碳减排的重视程度越来越高及相关政策的出台，公司有望依托在此领域的技术储备与历史业绩，开辟新的利润增长点。

- 关注大股东要约收购进展。公司实际控制人中国化工集团全资子公司中化资产已于2014年5月20日通过大宗交易买入公司4.98%的股份，7月23日公司公告中化资产将以现金部分要约的方式增持17419447股天科股份，占公司总股本的5.86%，且不排除在未来12个月内进一步增持公司权益的可能性。说明大股东看好公司未来的发展潜力，将更好地推动公司发展。

结论：

公司依托在PSA及催化剂领域的优势地位，重点发展PSA、工程开发设计、催化剂三大产业，同时在新能源、环保减排等新兴市场也具备技术基础，有望持续开辟新的利润增长点。预计公司将在工程总承包领域有突出表现，带动新签合同额大幅上涨；同时建议关注公司大股东要约收购进展。预计公司2014-2015年EPS分别为0.32、0.39元，对应PE 43、35倍，维持“推荐”评级。

风险提示：

工程项目进展延期的风险

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	736	778	922	1126	1369	营业收入	657	684	735	871	1033
货币资金	398	409	526	657	813	营业成本	471	486	505	598	709
应收账款	82	97	111	131	156	营业税金及附加	9	7	7	9	10
其他应收款	6	6	7	8	10	营业费用	25	28	29	33	37
预付款项	40	25	30	36	43	管理费用	76	79	85	100	114
存货	85	99	107	126	150	财务费用	-6	-9	-5	-6	-7
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4.62	5.92	2.00	1.00	1.00
非流动资产合计	317	338	314	291	267	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	14	13	13	13	13	投资净收益	-0.25	-0.18	0.00	0.00	0.00
固定资产	131.57	310.29	286.57	263.23	240.07	营业利润	78	87	111	136	169
无形资产	3	3	3	3	2	营业外收入	5.15	1.28	2.00	3.00	3.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.48	0.25	0.50	0.50	0.50
资产总计	1053	1116	1236	1417	1637	利润总额	83	88	113	138	172
流动负债合计	405	431	478	569	678	所得税	13	12	17	21	26
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	70	76	96	118	146
应付账款	150	172	166	197	233	少数股东损益	1	1	1	1	1
预收款项	143	143	194	255	327	归属母公司净利润	69	75	95	116	145
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	86	92	132	155	187
非流动负债合计	0	0	0	0	0	BPS (元)	0.23	0.25	0.32	0.39	0.49
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	405	431	478	569	678	成长能力					
少数股东权益	18	18	19	21	22	营业收入增长	6.8%	4.2%	7.4%	18.5%	18.7%
实收资本(或股本)	297	297	297	297	297	营业利润增长	21.9%	11.0%	28.6%	21.9%	24.7%
资本公积	153	153	153	153	153	归属于母公司净利润	12.5%	8.4%	26.9%	22.8%	24.5%
未分配利润	141	172	191	214	243	获利能力					
归属母公司股东权	630	667	739	827	937	毛利率(%)	28%	29%	31%	31%	31%
负债和所有者权益	1053	1116	1236	1417	1637	净利率(%)	11%	11%	13%	14%	14%
现金流量表						总资产净利润(%)	7%	7%	8%	8%	9%
	单位:百万元					ROE(%)	11%	11%	13%	14%	15%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	199	89	139	156	186	资产负债率(%)	38%	39%	39%	40%	41%
净利润	70	76	96	118	146	流动比率	1.82	1.81	1.93	1.98	2.02
折旧摊销	13.60	13.71	24.95	25.09	25.17	速动比率	1.61	1.58	1.71	1.76	1.80
财务费用	-6	-9	-5	-6	-7	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	-6	31	37	总资产周转率	0.66	0.63	0.62	0.66	0.68
预收帐款的变化	0	0	51	61	72	应收账款周转率	9	8	7	7	7
投资活动现金流	-134	-36	-4	-3	-3	应付账款周转率	4.57	4.25	4.35	4.80	4.81
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	14	13	13	13	13	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.25	0.32	0.39	0.49
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	0.18	0.11	0.39	0.44	0.52
筹资活动现金流	-13	-22	-18	-22	-27	每股净资产(最新摊)	2.12	2.25	2.49	2.78	3.15
短期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款	0	0	0	0	0	P/E	59.83	55.04	43.18	35.16	28.24
普通股增加	27	0	0	0	0	P/B	6.49	6.13	5.53	4.94	4.36
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	42.93	40.06	27.05	22.14	17.50
现金净增加额	52	32	117	131	156						

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（石油化工/煤化工/化肥/民爆/精细化工等）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。