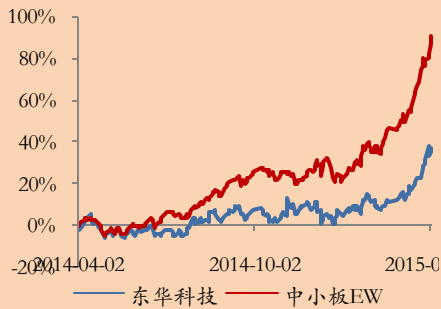




公司评级：增持

报告日期：2015-4-3



相关研究

宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

## 东华科技 (002140): 有实力、有后劲、有看点的煤化工工程翘楚

### 主要观点:

#### □ 实力翘楚订单充足, 发展后劲强

近两年公司抓住了新型煤化工审批开工放松的窗口期, 新签订单量呈爆发式增长。公司 2013 年签订订单 80.3 亿元, 同比增 216.68%, 2014 年预计新签订单 115.30 亿元, 同比增 43.23%, 创历史新高。参照公司 2014 年营收规模为 34 亿左右, 公司结转在手订单规模是其近 6 倍, 增长后劲强。

#### □ 乙二醇项目优势突出, 订单及业绩弹性大

随着我国聚酯工业的快速发展, 国内乙二醇消费激增, 近十年国内乙二醇表现消费复合增速达 12%, 而当前国内乙二醇对外依存度仍高达 70% 以上。公司承担了国内乙二醇在建项目 80% 的市场份额, 公司乙二醇技术储备雄厚, 公司同日本宇部合作开发的煤制乙二醇技术已经拥有商业化运行的生产装置 (新疆天业 5W 吨煤制乙二醇项目 13 年投产), 产品质量远高于国家标准。

#### □ 看点多: 一带一路、环保概念、国企改革、历史估值底部

公司近年来海外项目有突破, 望受益国家“一带一路”战略推进更上一层楼; 公司在化工污水处理领域优势显著, 公司在大型高难度煤化工等废水零排放项目上较高的竞争优势确保了公司在新一轮煤化工投资中的优势地位; 公司作为央企, 有较强的国企改革预期; 综合公司所处行业及其基本面预期, 并参照公司历史估值水平, 目前公司估值尚处历史底部。

#### □ 盈利预测与估值

预计公司 2015、2016 年营收增速分别为 30%、20%, 对应的 EPS 分别为 0.99 元、1.18 元, 对应的市盈率分别为 24 倍、20 倍, 给予“增持”评级。

#### 盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3380	4394	5273	6064
收入同比 (%)	24%	30%	20%	15%
归属母公司净利润	263	440	528	594
净利润同比 (%)	12%	67%	20%	12%
毛利率 (%)	16.3%	20.5%	20.5%	20.5%
ROE (%)	14.3%	21.2%	20.7%	19.2%
每股收益	0.59	0.99	1.18	1.33
P/E	39.59	23.68	19.72	17.54
P/B	5.66	5.01	4.08	3.37
EV/EBITDA	20	19	16	14

资料来源: wind、华安证券研究所

## 目 录

1. 公司概况.....	4
1.1. 业务覆盖领域广泛、煤化工领域工程专家.....	4
1.2. 业绩稳定性及持续性较好，部分年份受行业景气度影响波动.....	7
2. 新型煤化工行业分析.....	10
2.1. 新型煤化工行业介绍.....	10
2.2. 油价波动新考验下行业面临的挑战与机遇分析.....	10
2.3. 政策争议讨论：政策从来就没宽松过，同样也不会一棒子打死.....	12
2.4. 示范项目落地的有保障，新一批示范项目体量大，行业发展奠保障.....	13
2.5. 2014年政策由热转冷，刹车与冲击并发.....	16
2.6. 新的政策紧缩期？未来将何去何从？.....	17
2.7. 能源结构中长期看现代煤化工前景仍将维持景气预期.....	17
3. 东华科技：有实力、有后劲、有看点且居历史估值底部的煤化工工程翘楚.....	19
3.1. 实力翘楚订单充足，发展后劲强劲.....	19
3.2. 乙二醇项目优势突出，订单及业绩弹性大.....	20
3.3. 看点多：一带一路、环保概念与国企改革.....	22
3.4. 估值触及历史下轨.....	23
4. 盈利预测与估值.....	24
5. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1、东华科技股权结构图示.....	4
图 2、公司工程领域业务覆盖领域广泛.....	5
图 3、2014年公司营收占比分布.....	5
图 4、公司海外业务拓展加速.....	5
图 5、上市以来公司主要业务营收及增速.....	7
图 6、上市以来公司净利润及增速.....	7
图 7、2007年上市以来公司毛利率变化走势.....	8
图 8、2007年上市以来公司三费在整个营收中所占比重趋势.....	8
图 9、2007年上市以来公司年度签订合同订单总额及同比.....	9
图 10、煤化工产业链（传统煤化工与现代煤化工）.....	10
图 11、我国煤炭消费能够实现自给自足.....	18
图 12、我国石油消费对外依赖加速攀升.....	18
图 13、我国天然气消费几乎全靠进口满足.....	18
图 14、石油、天然气消费的对外依存度高企.....	18
图 15、我国一次能源消费结构及变动趋势.....	19
图 16、我国乙二醇表现消费量（万吨）与对外依存度.....	21



图 17、我国乙二醇产能、产量及进口量数据.....	21
图 18、乙二醇市场价（国内买家意向价）筑底回稳.....	21
图 19、公司环保业务收入增长迅速.....	22
图 20、公司环保业务的毛利率走势.....	22
表 1、公司已完成项目分布类别及区域情况.....	6
表 2、公司的竞争优势分析.....	7
表 3、五大新型煤化工产品面临的挑战与机遇.....	11
表 4、2004、2009 两阶段煤化工政策周期梳理.....	12
表 5、“十一五”新型煤化工示范项目进展良好.....	13
表 6、“十二五”15 个示范项目概况及最新进展.....	13
表 7、发改委集中批复 13 个项目概况及最新进展.....	15
表 8、《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展》主要内容.....	16
表 9、公司本期及前期发生但仍在延续的合同及执行进度情况.....	20
表 10、公司本期及前期发生但仍在延续的合同及执行进度情况.....	23

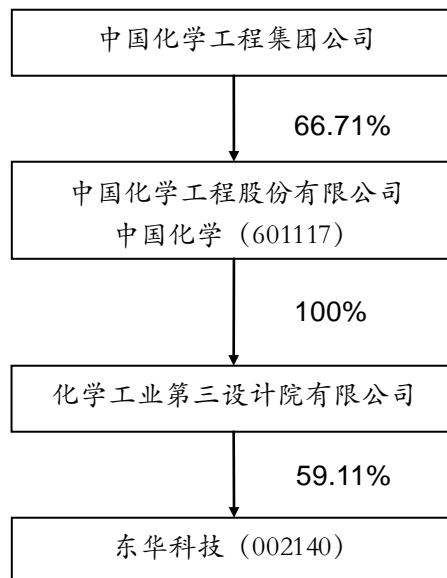
## 1. 公司概况

东华工程科技股份有限公司成立于 2001 年,是以原化工部第三设计院为主要发起人设立的现代科技型工程公司,是经原国家经贸委批准的工程勘察设计行业首家股份制企业,公司于 2007 年 7 月在深交所上市。

### 1.1. 业务覆盖领域广泛、煤化工领域工程专家

公司拥有化工、石油化工、医药、市政、建筑等十余项甲级设计资质以及工程总承包甲级资质,具有对外工程总承包和进出口经营权,公司一直居于中国勘察设计行业百强之列(全国勘察设计行业近 1.3 万家企业),在化工勘察设计企业中名列前茅。

图 1、东华科技股权结构图示



数据来源：公司公告、华安证券研究所

公司的第一大股东为化学工业第三设计院有限公司,实际控制人为中国化学工程集团公司。其中化三院是中国化学工程股份有限公司 100% 控股的子公司,中国化学工程股份有限公司于 2009 年上市。公司是中国化学旗下第一个社会资本及管理层持股的公司,社会资本达鑫投资持股 3.62% 为公司第二大股东,管理层持股截至 2013 年末合计持股 2.8%。

公司在工程领域覆盖范围极为广泛,涉及煤化工行业、氮肥工业、磷肥工业、基本化工原料、钛白工业、涂料工业、有机化工、无机盐工业、工业及民用建筑、市政工程、工业级污水处理、新能源行业等。

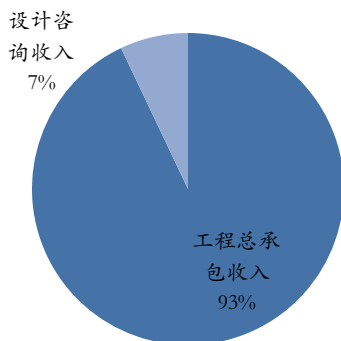
图 2、公司工程领域业务覆盖领域广泛



数据来源：公司网站、华安证券研究所

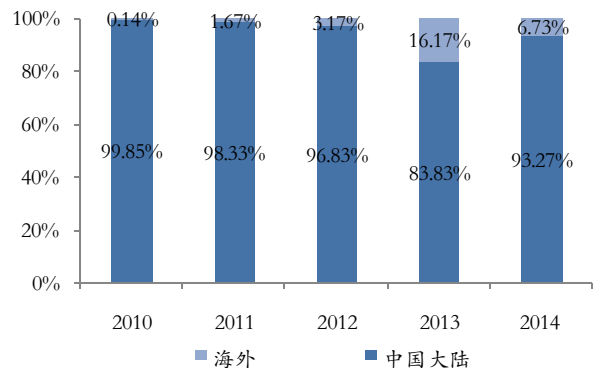
公司主营业务为工程承包兼设计咨询，通过优秀的设计咨询业务服务进而拿下项目工程总承包的捆绑模式是公司业务开展的商业模式。2014 年公司工程总承包收入营收占比达 93%，设计咨询收入占比约 7%。近年来，公司加快了海外业务的拓展，营收占比中海外业务收入提升速度加快，2013 年海外业务收入营收占比已达 16.17%，较 2012 年增 13 个百分点，2014 年海外项目受资金到位限制营收增速有所放缓，但国外市场签约折合人民币 25.49 亿元，实现了国外经营的持续化。随着国家“一带一路”等战略规划稳步推进，公司作为“一带一路”概念上重点节点公司，海外业务望持续放量。

图 3、2014 年公司营收占比分布



数据来源：WIND 华安证券研究所

图 4、公司海外业务拓展加速



公司业务领域覆盖广泛，但具有一定的局域性特征，民用建筑、环境工程、工程监理等业务主要集中于安徽省内，而化学工程业务作为公司的优势项目，布局全国，放眼海外。而在化工领域，尤其是煤化工领域公司是业内专家。

表 1、公司已完成项目分布类别及区域情况

类别	项目数	国外	补充
民用建筑	100		主要在安徽，大部分是公用建筑
环境工程	100		主要是废水处理
工程总承包	71	8	
煤化工	44		
有机化工	33		
热电、煤电	28		
磷复肥	27	3	大部分和云天国际合作
工程监理	24		大部分在安徽
钛白	18		
无机化工	17		
硫酸	13	3	
涂料	12		
罐区	12		
天然气化工	10		主要客户中石化
仓储工程	8		
工程管理服务	7		
焦炉气加工	4		
新能源	1		风电

资料来源：公司网站 华安证券研究所

公司在诸多化学工业建设细分领域优势突出，在煤化工领域，公司是国内唯一同时拥有 Texco/Shell/GSP 三种煤气化技术及工程设计成功案例的公司。特别是乙二醇市场占有率达 80%。同时，公司在化工涂料、化肥、化工材料、无机化学等领域均有高市占品种。同时，在环境市政、新能源、民建等领域公司也具有一定的市场份额。

表 2、公司的竞争优势分析

传统煤化工	甲醇、合成氨	市场份额
现代煤化工	乙二醇	80%
化工涂料	钛白	主导
化肥	磷复肥	65%
	尿素, 合成氨	30%
化工材料	大型甲乙酮	垄断
	三聚氰胺	70%
无机化学	硫酸	2/3
	大型电石装置	较大份额
环境市政	废水处理	领先
其他	多晶硅, 有机硅	一定份额
	热电	一定份额
	民用建筑	一定份额

资料来源：公司网站 华安证券研究所

## 1.2. 业绩稳定性及持续性较好，部分年份受行业景气度影响波动

公司自 2007 年上市以来营收及净利润总额大部分年份保持良好的上升态势，部门年份受行业景气度影响增速具有波动性。2013 年是公司上市以来首次出现营收及净利润同比双降的年份，2013 年公司实现营业收入 27.61 亿元，同比降 10.97%，实现净利润 2.39 亿元，同比降 29.23%。2014 年公司业绩呈现触底反弹的势头，2014 年全年实现营业总收入 33.8 亿元，同比增 24.48%，实现净利润 2.64 亿元，同比增 10.68%。2014 年公司工程总承包业务已经稳定成为公司营业收入的主要来源，总承包收入增 32.2%，设计咨询收入同比降 29.63%。

图 5、上市以来公司主要业务营收及增速

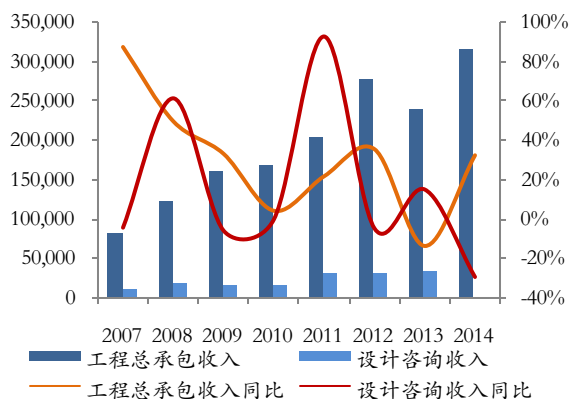
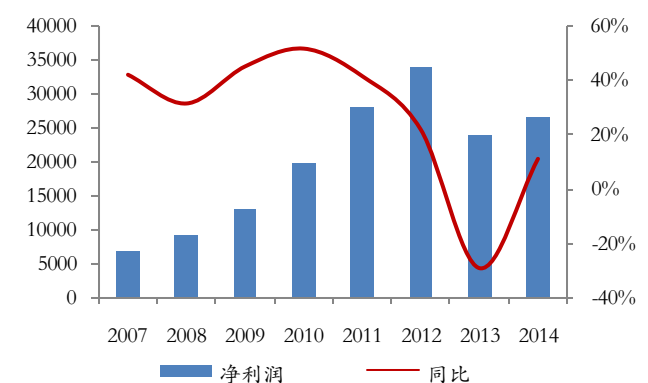


图 6、上市以来公司净利润及增速



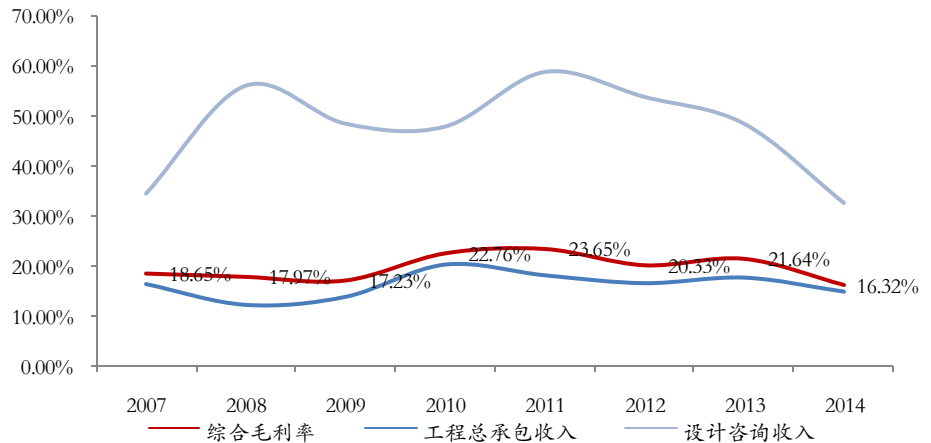
数据来源：WIND 华安证券研究所

上市以来公司毛利率近乎稳定于 20% 上下波动 2 个百分点区间内，波动主要由于工程总承包项目中，工程设备和工程材料的采购成本约占工程总成本的 60%。



设备和原材料的采购价格波动与市场供求因素变化密切相关。市场价格波动对总承包项目，尤其是对固定总价的EPC总承包项目的毛利率产生影响。2014年公司毛利率下降幅度较大，综合毛利率较去年同期下降5.32个百分点至16.32%，主要由于毛利率水平较低的工程总承包收入占主营业务收入的比重进一步增大（2014年公司工程总承包收入比重达92.94%）。

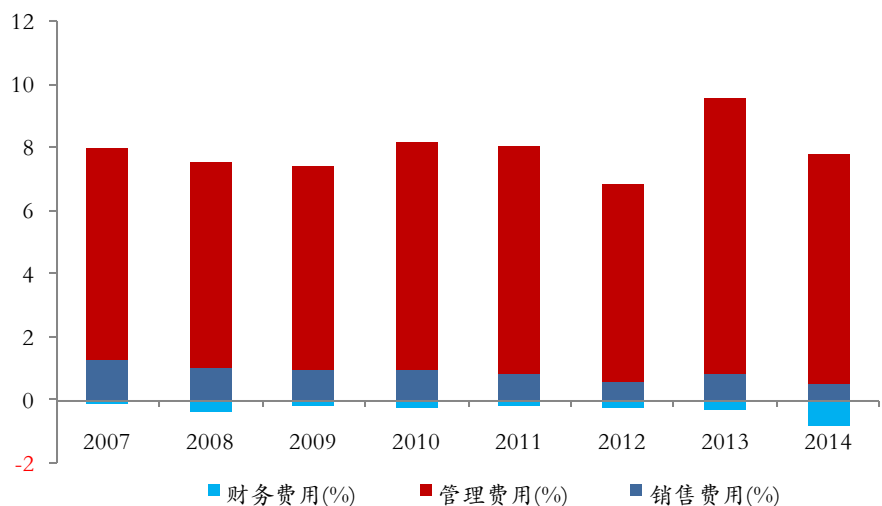
图 7、2007 年上市以来公司毛利率变化走势



数据来源：WIND、华安证券研究所

公司的主营业务模式为工程承包，业务模式决定了公司三费在营收中的占比不高，上市以来三费在总营收中的占比在 8% 上下，其中管理费用占绝对比重，管理费用构成主要以职工薪酬和研发费用为主。在既定的业务模式下，我们认为未来公司的三费仍将延续大致的比例构成。

图 8、2007 年上市以来公司三费在整个营收中所占比重趋势



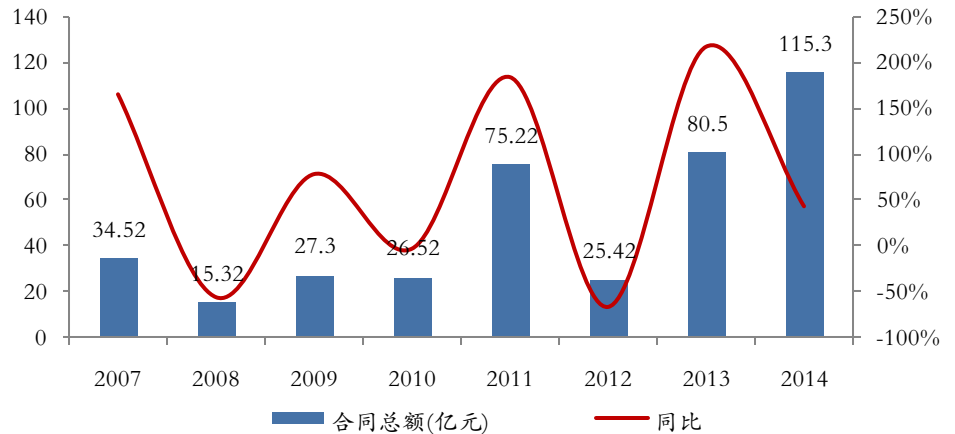
数据来源：WIND、华安证券研究所

可见营业成本在营收占比中占据绝对权重，营业成本的变动会对公司营业利润产生较大的影响，公司虽然毛利率波动幅度不大，但对利润的影响会敏感。利润的增幅归根结底取决于营收规模，公司上市以来营收稳步上升，但年度同比增



速波动很大，我们结合营收增速与年度签约订单总额波动趋势对比来看，订单放量的次年，公司的营收往往会出现较大幅度的改善。例如，2012 年公司签订合同总额约 25.42 亿元，同比减 66.21%，是上市以来第二少的年份，2013 年公司的营收增速首次出现同比负增长。而 2011 年公司订单的放量伴随的是公司 2012 年营收增速是近年来的高点。

图 9、2007 年上市以来公司年度签订合同订单总额及同比



数据来源：公司公告、华安证券研究所

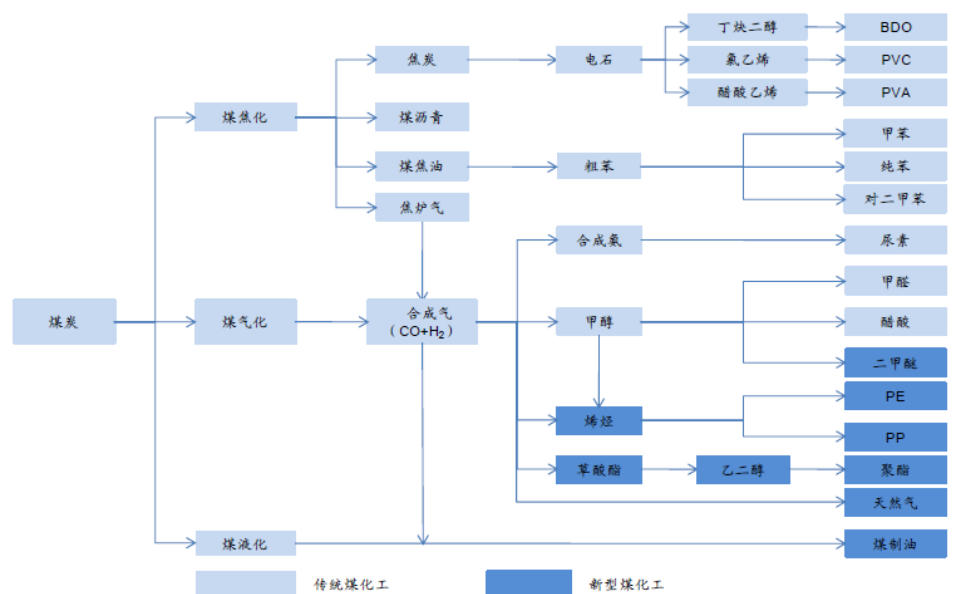
公司 2013 年签订订单 80.3 亿元，同比增 216.68%，2014 年新签订单再创新高 115.3 亿元，未来业绩增长有保障。2014 年前三季度公司的营收增速为 2.83%，而全年实现营收增速达 24.48%，呈加速态势。由于宏观经济下行及行业投资承压，总承包项目进度放慢，同时公司 13 年新签项目工程大，2014 年大都处于设备采购阶段，可确认收入少。我们认为 2015 年公司营收改善预期将更显著释放出来。

## 2. 新型煤化工行业分析

### 2.1. 新型煤化工行业介绍

煤化工是指所有以煤炭为原料的化学工业。理论上通过石油及天然气生产出来的化工品，均可通过煤炭生产出来。按生产线可分为煤焦化、煤气化和煤液化，按产品归属可分为煤焦化生产焦炭和电石，煤气化生产合成氨、甲醇、二甲醚和烯烃，煤液化生产油品。其中，煤焦化、合成氨制尿素等属于传统煤化工，煤制烯烃醇醚、煤制天然气、煤制油、煤制乙二醇等被称为新型现代煤化工。

图 10、煤化工产业链（传统煤化工与现代煤化工）



数据来源：宇博智业、华安证券研究所

### 2.2. 油价波动新考验下行业面临的挑战与机遇分析

近年来我国新型煤化工产业正从示范走向大规模商业化推广，在技术创新的推动下，新型煤化工发展突破已逐渐明晰。2013 年以来，国内陆续有 10 余个示范项目获得国家发改委批复，可开展前期研究论证。能源发展“十二五”规划、大气污染防治“国十条”等政策的陆续出台，行业在政策层面上也陆续获得支持和鼓励。而行业在政策、技术演进等层面发展出现转机的时点，国际油价从 2014 年 7 月份以来迎来暴跌，1 月份，国际油价逼近 45 美元/桶低点，而上次出现在该位置附近是在金融危机全面爆发的 2009 年 2 月份。石油价格的大幅波动，必然引起煤化工与油气化工产品竞争力的此消彼长，使得刚刚起步的新型煤化工面临新的考验。

在这样一个敏感的时间点，我们对行业的审视需要更为理性和深刻，充分认

识五大新型煤化工产品面临的挑战和考验，知晓底部在何方，空间有多大。

表 3、五大新型煤化工产品面临的挑战与机遇

新型煤化工产品	影响因素分析	机遇与挑战
煤制油	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 市场、技术、成本、政策</li> <li>● 项目投资大、折旧高</li> <li>● 原油 45/美元每桶以上才具备抗衡石油炼制项目能力</li> <li>● 转化效率：25%</li> <li>● 耗水量：8-10 吨/吨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 伊泰 2013 年前三季度相关产品曾取得 900 多元/吨的净利</li> <li>● 脱自强度大、高污染、资源利用效率低</li> <li>● 消费税冲击</li> <li>● 国家能源战略的变动</li> </ul>
煤制烯烃	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 市场、技术、成本运费</li> <li>● 国际油价高于 35 美元/桶，大型煤制烯烃 60 万 t/a 以上，建设在坑口附近，且煤价不高于 500 元/吨时具有竞争力</li> <li>● 转化效率：42%</li> <li>● 耗水量：20 吨/吨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 乙烯、丙烯等市场需求紧缺</li> <li>● 国内已经具备成功商业化运作</li> <li>● 技术成熟可靠</li> <li>● 石油价格影响煤制烯烃与石脑油制乙烯竞争力</li> </ul>
煤制天然气	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 生产成本与输送成本</li> <li>● 煤制天然气价格竞争力目前较为显著</li> <li>● 转化效率：52%</li> <li>● 耗水量：60-70 万吨/亿立方</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 技术成熟，成本与输气管道是最大的影响因素</li> <li>● 富煤地区目前建设煤制气项目成本优势突出</li> <li>● 无产能过剩的困扰</li> <li>● 环境友好型产品</li> <li>● 天然气进口潜在的价格冲击</li> </ul>
煤制乙二醇	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 油价、国外产品竞争、煤价、技术等</li> <li>● 内蒙通辽金煤项目数据：煤价 750 元/吨，总成本约 4000 元/吨，当油价不低于 67 美元/桶时，生产成本低于石油法 500-1000 元/吨，盈利空间大。</li> <li>● 转化效率：40%+</li> <li>● 耗水量：7-9 吨/吨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 产品对外依存度达 70%</li> <li>● 国外该产品产能是过剩的</li> <li>● 国内产品进入聚酯市场的少，成本优势意义不大</li> <li>● 国内 93%乙二醇用于聚酯生产、3%用于聚氨酯、3%用于防冻液，1%用于其他</li> <li>● 服装、化纤制品是消耗大户</li> </ul>
煤制芳烃	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 煤价和油价</li> <li>● 甲醇制芳烃，煤价 400 元/吨，生产 1T 芳烃消耗 5T 煤，芳烃价格约为 7000 元/t，石脑油产品售价 6500 元/t，芳烃价格约 11500 元/t，具有竞争力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 技术成熟度待提高</li> <li>● 国内是有路线的 PX 项目争议</li> <li>● 国内煤质芳烃项目有取代石油路线的趋势</li> </ul>

资料来源：《国内煤化工发展现状和前景分析》李红星，华安证券研究所

新型煤化工作为石化产品和能源的补充，通过对重点新型煤化工产品的影响因素及机遇挑战分析，在油价暴跌的背景下对行业的影响是绝对利空的。短期内投资冲动可能受到压制，部分项目建设甚至可能停滞都是可能的。但梳理我国煤

化工产业政策发展趋势来看，国内对煤化工发展一直是严格控制的，政策是延续的，只是鼓励技术创新开发，从未提及过大规模产业化建设，目前建设的大项目大部分都具有“示范性”，所以油价短期的剧烈波动对行业的影响也不会出现“大起大落”，对于订单饱满的专业建筑工程类企业来说，订单的执行仍有望保持延续性，特别是综合潜质较高的煤制乙二醇、煤制天然气、煤制烯烃项目延续性会更好。

### 2.3. 政策争议讨论：政策从来就没宽松过，同样也不会一棒子打死

由于现代煤化工的发展存在较大的争议，我国对现代煤化工的态度一直以示范观察为主，盘点十余年来我国煤化工行业政策的演变，我们认为政策从来就没有宽松过，同样以示范发展为目的的产业框定下也不会一棒子打死。

表 4、2004、2009 两阶段煤化工政策周期梳理

2004-2009	2009
背景：国际油价大幅飙升	背景：“气荒”频繁出现
事件：2004.6.30，国务院《能源中长期发展规划纲要》（2004-2020）	事件：发改委核准首个天然气示范项目大唐内蒙克什克腾 40 亿立方米/年煤制天然气项目
落地：2004.8 我国第一个煤制油项目神华鄂尔多斯煤 炭直接液化项目开工	落地：国家相机核准新疆庆华、内蒙古汇能、大唐 辽宁阜新等 3 个煤质天然气项目
2005.6 第一个煤制烯烃项目内蒙大唐多伦煤制烯烃 项目开工	
影响：富煤地区热情爆发，众多项目由地方政府主 导上马	影响：煤炭主产省份短期内兴起项目多达十几个
刹车：2008.8 发改委《关于加强煤制油项目管理有关 问题的通知》，规定除神华集团煤直接液化项目外， 一律停止实施其他煤制油项目，各级政府投资主管 部门要立即停止煤制油项目审核	刹车：2010 国家发改委收紧煤制天然气项目审批， 2011 国家发改委将年产 50 万吨以上的甲醇制烯烃、 年产 100 万吨下煤制甲醇和煤制二甲醚项目审批统 一上收，并表态未来五年由“适度”发展改为“谨 慎”发展
2009 国务院《关于抑制部分行业产能过剩和重复建 设引导产业健康发展的若干意见》，严格执行煤化工 政策，稳步开展煤化工示范工程建设，原则今后 3 年不再安排新的试点。	

资料来源：互联网 华安证券研究所

**2013 年以来政策的变动趋势：发路条，放水：**2013 年国家对于煤化工项目开闸放水，发放了一大批现代煤化工项目“路条”。2013 年 3 月，发改委集中批复了 13 个煤化工项目（北控集团等合作天然气项目以 3 个计），13 个项目投资总额在 2000 亿~3000 亿元，包括 8 个煤制天然气、4 个煤制烯烃和 1 个煤制油项目。其中还包含部分非“十二五”示范项目（约 15 个）。

2013 年煤制天然气政策推动效应最为显著，2013 年 9 月底，全国已有 20 多个煤制气项目获得了“路条”。随后国务院办公厅发布了《关于进一步加快煤层气

(煤矿瓦斯)抽采利用的意见》。早先国务院印发大气污染“国十条”中已明确为大型煤制天然气示范项目护航。11月国家发改委下发《国家能源局关于切实落实气源和供气合同确保“煤改气”有序实施的紧急通知》明确指出，各地要加强“煤改气”、燃气热电联产等替代项目规划与资源供应计划的衔接，确保用气需求与资源供应增长相适应，并将新建燃气热电联产项目必须纳入2013年至2015年电力布局规划。

## 2.4. 示范项目落地的有保障，新一批示范项目体量大，行业发展奠保障

“十一五”新型煤化工示范项目部分验证了煤制油、煤制烯烃的技术和经济可行性，为新型煤化工开闸提供了参考。“十一五”发改委共批准了9个煤炭深加工示范项目，其中五个项目已经商业化运行，并产生经济效益。

表5、“十一五”新型煤化工示范项目进展良好

建设地点	项目名称	投产日期	投资额
鄂尔多斯	神华集团鄂尔多斯直接煤制油项目	2008-12-30	100
内蒙伊泰	伊泰集团间接煤制油项目	2009-3-27	25
包头	神华集团包头煤制烯烃项目	2010-8-21	170
内蒙古	内蒙古金煤化工煤制乙二醇项目	2009-12-1	120
鄂尔多斯	中天合创能源煤制二甲醚	NA	430
内蒙古	内蒙古新奥集团煤制二甲醚	2009-9-1	NA
内蒙克旗	大唐内蒙克旗煤制气	2012年底	257
辽宁阜新	大唐集团阜新煤制气	2013年	320
鄂尔多斯	内蒙古汇能煤制气	NA	88.7

资料来源：互联网 华安证券研究所

“十二五”新型煤化工15个示范项目即将获得发改委批准。其中7个煤制天然气，3个煤制烯烃，2个煤制油，2个低质煤综合应用，1个煤制二甲醚。我们预计示范项目合计投资金额超过7000亿元。

表6、“十二五”15个示范项目概况及最新进展

建设地点	项目名称	业主	项目简介	备注	投资金额 (亿元)
1 新疆伊犁	55亿立方煤制造天然气	庆华集团	该项目总投资264.38亿元，设计总产能为55亿立方米/年，项目分两期四个系列建设。其中一期13.75亿方/年的产能已于2013年12月开始输入国家西气东输二线主网，于2014年2月开始进入稳定输气阶段	项目一期已投入运营	300
2 新疆伊犁	煤化电热一体化(煤制天然气为主)	新汶、中电投等企业比选或联合	新矿集团“百亿百年”工程规划总投资500亿元，分三期建设，其中一期40亿立方，二期40亿立方，三期40亿立方，经过三期建设最终实现年产100亿立方的天然气基地。其中	一期进入收尾阶段，二期处于前期规划阶段	600

一期由中国化学负责实施，已进入收尾阶段。

3	新疆准东	煤化电热一体化 (煤制天然气为主)	中石化牵头, 华能、兖矿、新疆龙宇能源、潞安、神华、中煤、新疆兵团等	新疆准东煤制气示范项目建设规模达 300 亿立方米/年, 项目共建设五彩湾、大井、西黑山、喀木斯特、和丰 5 个气源点工程, 估算总投资 1830 亿元。与之配套中石化将建成“新粤浙”和“新鲁”总长 1.3 万公里两大煤制天然气管道。	13 年 10 月获路条	2400
4	新疆准东	煤炭分质综合利用示范项目	华电牵头, 相关企业参与		项目通过可行性论证	300
5	内蒙古鄂尔多斯	300 万吨二甲醚 (注: 已改为煤制烯烃)	中天合创公司	中天合创鄂尔多斯煤炭深加工示范项目由中国石化、中煤能源、中能股份、内蒙古满世煤炭集团合资开发, 全部项目分两期工程建设, 总投资超过 500 亿元, 计划于 2016 年 7 月建成投产。项目主要包括建设 2500 万吨/年煤炭、360 万吨/年甲醇(中间产品)、130 万吨/年烯烃以及其他配套设施。目前装机工程基本接近尾声, 进入安装工程阶段。	该项目已改为煤制烯烃, 目前装机工程基本接近尾声, 进入安装工程阶段。	430
6	内蒙古西部	煤炭清洁高效综合利用项目(天然气、油品等)	煤电化企业优选和整合	内蒙古西部煤炭清洁高效综合利用项目是个打包项目, 呼和浩特市煤制天然气符合要求, 北控集团向北京市发改委申请文件正在走程序, 以煤制复合气申请自治区备案的可研已完成, 并已上报自治区发改委		300
7	内蒙古兴安盟	煤化电热一体化 (天然气为主产品)	煤电化企业比选	建设规模为年产 40 亿立方米褐煤制天然气, 计划总投资 345 亿元。	13 年 3 月获路条	300
8	陕西榆林	100 万吨煤间接液化	兖矿集团\延长石油集团	该工业示范项目由兖矿集团、兖州煤业、延长集团按 50% : 25% : 25% 的比例出资组建的未来能源建设运营, 规划总规模 1000 万吨/年, 一期建设 500 万吨/年, 起步建设工业示范项目 100 万吨/年。示范项目由中国化学工程第四建设有限公司承建。	2013 年 3 月开工, 2014 年 8 月试车成功	162
9	陕西	煤化电热一体化项目(煤制烯烃)	神华集团、陕西煤化、陶氏公司等	中国神华陶氏榆林循环经济煤炭综合利用项目为世界最大的单体煤化工项目。项目由核心化工区和大保当煤矿两部分组成, 项目总投资高达 1258.56 亿元, 建设期 2014-2016 年, 主要包括 400 万吨/年煤制甲醇, 151 万吨/年烯烃, 下游化工原料和制品约 218 万吨/年	进入项目实施阶段	250
10	山西	煤炭清洁高效利用	煤电化企业比选	中海油大同煤制气项目分两期实施, 一期年产天然气 40 亿立方米, 二期天然气年总产量达到 100 亿立方米, 其中一期项目建设期 2014-2018 年, 投资 500-1000 亿元。	13 年 3 月获路条, 13 年 7 月开工奠基	300



11	宁夏 东	400万吨煤间接液化	神华宁煤集团	该项目是目前世界单套装置规模最大的煤制油项目。项目总投资估算550亿元人民币，计划2016年建成投产。该项目经过10年的前期工作，打破了国外煤制油技术垄断。	13年9月开工奠基	550
12	安徽	煤化电热一体化	煤电化企业比选	皖能集团与国投新集集团合作，投资300亿元在淮南凤台建设年产40亿立方米的煤制天然气项目。其中一期年产天然气22亿立方米，总投资约104.5亿元。	14年4月获路条	300
13	云南	褐煤利用	煤电化企业比选	云南国能		300
14	贵州	煤化电热一体化(烯烃)	煤电化企业比选	中石化集团在贵州织金投资的60万吨煤制烯烃项目	13年3月获路条	300
15	河南	煤化电热一体化(烯烃)	煤电化企业比选	中石化与河南煤业集团合作在河南投资的60万吨煤制烯烃项目	13年3月获路条	300
	合计					7092

资料来源：中国产业信息网 中国石化联合会煤化工专业委员 华安证券研究所

2013年3月，发改委集中批复了13个煤化工项目（北控集团等合作天然气项目以3个计），13个项目投资总额在2000亿~3000亿元，包括8个煤制天然气、4个煤烯烃和1个煤制油项目。

表7、发改委集中批复13个项目概况及最新进展

序号	项目	地点	建设方	类型	估算投资
1	中电投霍城年产60亿立方米煤制气项目	新疆霍城	中电投集团	煤制气	450
2	新汶矿业年产40亿立方米煤制气项目	新疆伊犁	新汶矿业集团	煤制气	300
3	国电兴安盟年产40亿立方米煤制气项目	内蒙古兴安盟	国电集团	煤制气	300
4	中海油大同年产40亿立方米煤制气5项目	山西大同	中海油	煤制气	300
5	新蒙能源年产40亿立方米煤制气项目	内蒙		煤制气	238
6	中石化贵州织金60万吨煤制烯烃项目	贵州	中石化集团	煤制烯烃	170
7	中石化、河南煤业60万吨煤制烯烃项目	河南	中石化、河南煤业	煤制烯烃	170
8	中煤榆林煤制烯烃二期60万吨项目	陕西榆林	中煤集团	煤制烯烃	170
9	华鸿汇金公司平凉60万吨煤制烯烃项目		华鸿汇金公司	煤制烯烃	260
10	北京控股、中海油、河北省鄂尔多斯120亿立方米煤制气项目	鄂尔多斯		煤制气	690
11	潞安集团年产150万吨油品项目		惠生工程	煤制油	239
12	中石化准东煤制天然气7个项目			煤制气	NA
13	内蒙古伊泰200万吨煤制油项目			煤制油	350
	合计				3637

资料来源：中国产业信息网 中国石化联合会煤化工专业委员 华安证券研究所

15个示范项目及13个发改委集中批复项目体量大，投资估算超1万亿，为行业未来发展奠保障，从重点上市公司订单弹性已经开始显现出来。



## 2.5. 2014 年政策由热转冷，刹车与冲击并发

2014 年 6 月 7 日，国务院发布《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，指出稳妥实施煤制油、煤制气示范工程。按照清洁高效、量水而行、科学布局、突出示范、自主创新的原则，以新疆、内蒙古、陕西、山西等地为重点，稳妥推进煤制油、煤制气技术研发和产业化升级示范工程，掌握核心技术，严格控制能耗、水耗和污染物排放，形成适度规模的煤基燃料替代能力。

计划的出台让市场普遍渴望的新型煤化工项目全面放开，大规模产业化推广预期扑空，毕竟 2013 年大规模示范项目的路条批复曾让市场预期一度升温。也预示着未来的四年里，国家对于现代煤化工产业仍将保持谨慎发展的态度，主要还是作为技术示范储备来发展。

2014 年 7 月能源局发布《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展》的通知，拟在打击一些不顾环境、水资源现状和技术、经济实力而盲目发展的现象。

表 8、《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展》主要内容

- 
- 严格产业准入要求  
研究制定《关于有序推进煤制油示范项目建设的指导意见》，申报的示范项目必须符合产业政策相关规定，能源转化效率、能耗、水耗、二氧化碳排放和污染物排放等指标必须达到准入值。

---

  - 规范项目审批程序  
年产超过 20 亿立方米的煤制天然气项目和年产超过 100 万吨的煤制油项目报国务院投资主管部门核准。禁止建设年产 20 亿立方米及以下规模的煤制天然气项目和年产 100 万吨及以下规模的煤制油项目。各地发展改革部门和能源行业管理部门要严格把关，按照相关管理规定和审批程序，加强煤制油项目审批管理，严禁违规审批。

---

  - 强化要素资源配置  
严禁在煤炭净调入省发展煤制油；严禁挤占生活用水、农业用水和生态用水，以及利用地下水发展煤制油。对取水量已达到或超过控制指标、主要污染物排放总量超标地区，暂停审批新建煤制油示范项目；对不符合产业政策规定的项目，在资源配置、建设用地、环境评价、贷款融资等方面严格控制。

---

  - 统筹规划试点示范  
国家已支持开展煤制油示范项目前期工作的省区，要协调落实好煤炭资源、水资源、环境容量指标和项目建设用地等，集中精力推动示范项目建设各项工作。未能做好落实工作的，不宜申报新上项目。没有列入国家示范的项目，各地禁止擅自违规立项建设。

---

  - 做好项目监督评价、落实相关管理责任
- 

资料来源：国家能源局 华安证券研究所

2014 年 8 月份国家发改委正式发布《西部地区鼓励类产业目录》，按照国家财税政策，进入目录的产业将按 15% 的税率征收企业所得税，现行的企业所得税法

定税率则是 25%。新型煤化工项目被踢出该目录，之前该目录中新型煤化工项目是扎堆出现的。

屋漏偏逢连夜雨”，2014 年下半年国际油价“跌跌不休”，作为石油化工替代型行业，新型煤化工遭遇了政策刹车和油价下挫的双重打击。

## 2.6. 新的政策紧缩期？未来将何去何从？

除国家油价暴跌使煤化工项目投资风险激增外，煤化工行业自身的高耗能、高污染、高碳排放与国家倡导的“节约、清洁、安全”的能源利用总体原则以及构建低碳、高效、可持续的能源结构体系产生分歧。

在新的一轮行业“蛰伏期”，“示范”与“探路”仍将是主旋律。政策的刹车与转向对行业的影响在 2015 有望集中释放。2014 年大唐集团、国电集团、中海油和华电公司开始剥离化工板块业务，特别是大唐集团作为国内最早在新型煤化工领域开展示范的企业具有风向标意义。可以预见，2015 年行业可能面临较为活跃的并购重组活动。其次，政策刹车也可能导致某些“路条”项目搁置放缓甚至停建，如若此类事件发生可能对市场信心产生较为剧烈的影响。

但从中央经济工作会议及中央能源工作会议传递出的信息看，推进能源生产和消费革命仍是能源领域的总基调。我国富煤少油缺气的资源禀赋，煤炭地位短期内难以撼动，未来 50 年内煤炭仍将是主力能源。新型煤化工作为煤炭清洁高效利用的新兴产业，从长远看，其前景仍然被各方面看好，是我国今后 20 年的重要发展方向。我们认为行业已建成的项目以及在建的具有技术、环保、资源优势的项目仍应看好，毕竟这些项目承担着行业未来发展“示范”与“探路”的重任。

我们认为 2014 年虽然年初以来政策紧缩打压了投资者对于新型煤化工行业的投资热情，同时，也给已经拿到路条或者待审批的项目平添一层阴影。但我们认为政策定调就此下结论仍然偏早，两会上习近平总书记关于煤制气的脱稿表述以及近期国家能源局局长努尔·白克力密集调研煤化工项目，年内望出台《关于有序开展煤制气示范项目建设的指导意见》和《关于稳步推进煤制油产业化示范的指导意见》。我们认为项目储备已经很丰富，未来项目的进度年内望给予市场一个稳定的预期。

## 2.7. 能源结构中长期看现代煤化工前景仍将维持景气预期

从一次能源的资源禀赋来看，我国是典型的“富煤、少油、少气”能源结构，而由于天然气储量很大程度上由页岩气储量填充，而后者当前还不足以改变我国的能源结构情况，直接导致了我国一次能源消费中出了煤炭外，石油、天然气的消费进口依赖愈发显著，对外依存度持续攀升。

我国煤炭资源较为丰富，储量占比全球约 12.8%，居全球第三位，仅次于俄罗斯和美国。而石油、天然气储量不足，占比不足 2%，人均可采量仅为全球平均水

平的6%，2013年石油和天然气的对外依存度分别为58.7%和31.6%。

图 11、我国煤炭消费能够实现自给自足

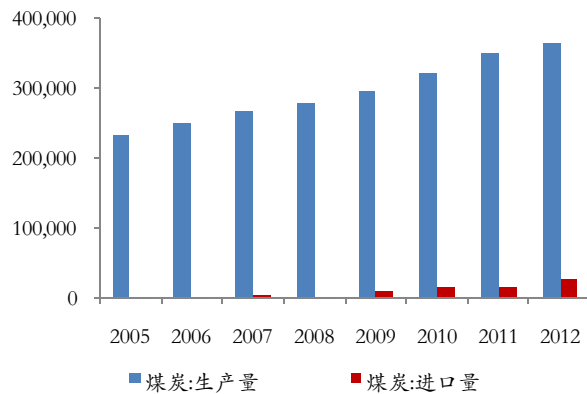
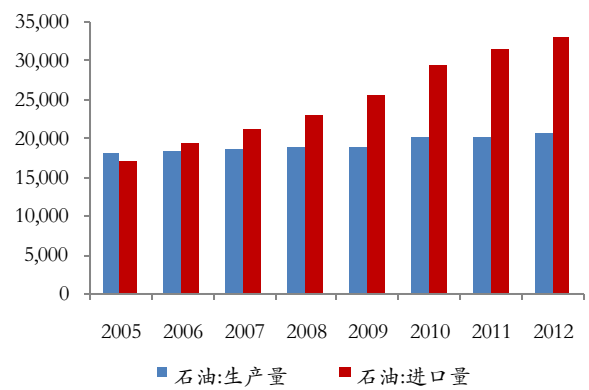


图 12、我国石油消费对外依赖加速攀升



数据来源: WIND 华安证券研究所

进入 21 世纪, 我国的炼油行业发展迅猛, 炼油能力从 2005 年的 3.25 亿 t/a 增长到了 2013 年底的 6.14 亿 t/a, 年均复合增速达 11%, 原油的进口量达到了 4.14 亿 t/a, 原油对外依存度达 58.7%, 已超过警戒线 50%, 迈向 70% 的高危线。

近年来我国天然气需求旺盛, 对外依存度不断抬升, 2013 年我国天然气对外依存度已达 31.6%, 而未来这一趋势望加速延续。根据《天然气发展十二五规划》的要求, 我国 2015 年天然气产量达 1825 亿立方米, 需求达 2760 亿立方米, 供需缺口 935 亿立方米, 缺口较 2013 年增近 100%。

图 13、我国天然气消费几乎全靠进口满足

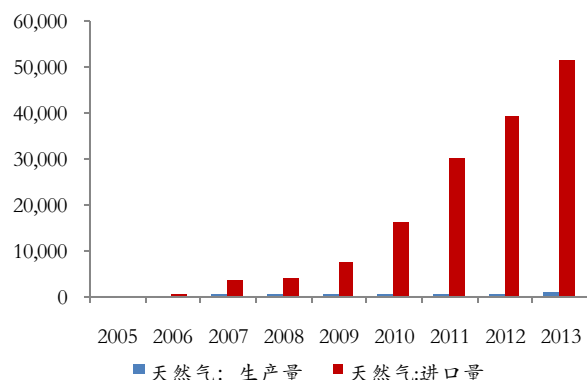
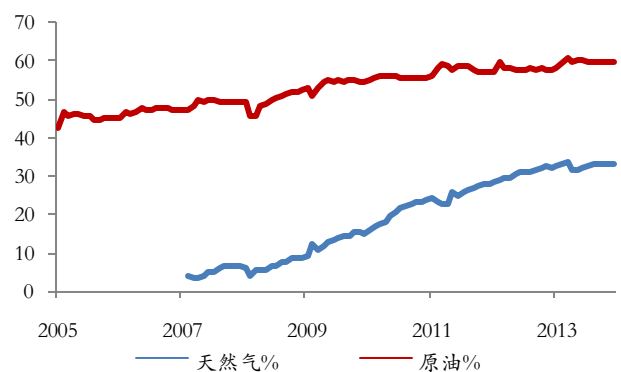


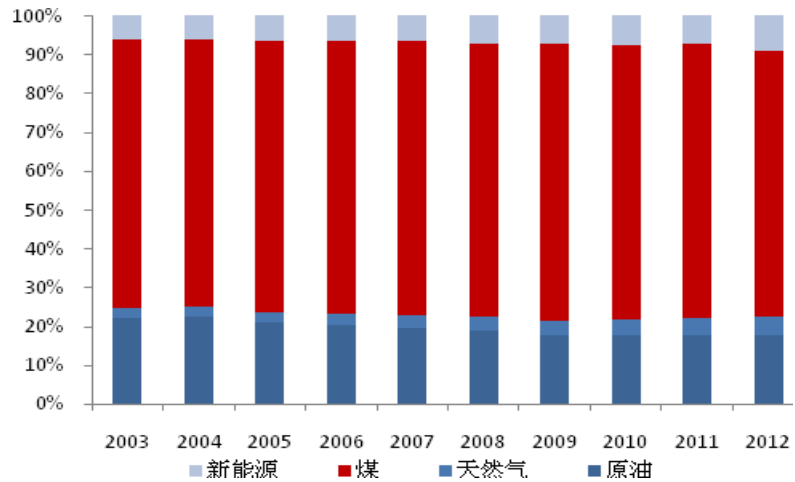
图 14、石油、天然气消费的对外依存度高企



数据来源: WIND 华安证券研究所

从国内一次能源的消费结构来看, 近年来新能源、天然气消费占比提升显著, 这种替代效应主要体现在一次能源消费中原油占比的下降, 而煤炭在消费结构中占比较为稳定, 煤炭作为一次性能源消费的核心地位仍难撼动。

图 15、我国一次能源消费结构及变动趋势



数据来源：WIND 华安证券研究所

综上，我们认为从国内资源禀赋条件决定了煤化工未来仍将是弥补油气储量不足，能源结构补充的重要手段。

### 3. 东华科技：有实力、有后劲、有看点且居历史估值底部的煤化工工程翘楚

#### 3.1. 实力翘楚订单充足，发展后劲强劲

近两年公司抓住了新型煤化工审批开工放松的窗口期，新签订单量呈爆发式增长。公司 2013 年签订订单 80.3 亿元，同比增 216.68%，2014 年预计新签订单 115.30 亿元，同比增 43.23%，再创历史新高。梳理公司 2014 年新签项目及前期发生仍在延续的订单情况，目前公司结转在手的订单规模约 180 亿元，前期发生且仍在延续的大项目中除了刚果（布）钾肥项目由于资金原因工程进度低于预期外，其他项目推进较为顺利，黔西乙二醇项目已进入设备安装阶段，白俄罗斯花费项目正在办理融资。

参照公司 2014 年营收规模为 34 亿左右，公司结转在手的订单规模是其近 6 倍，增长后劲强。一般情况下大中型项目的合同期都在 2-3 年左右，公司不存在人力资源负荷瓶颈及执行力问题，公司已形成了成熟的项目管理和运作系统，单个项目体量越大，公司业务吞吐量就越高。可见，只要这些项目工程进度能够加快进度，公司的业绩弹性将会得到充分的体现。

**表 9、公司本期及前期发生但仍在延续的合同及执行进度情况**

项目	日期	类型	合同金额	合同期限(月)	确认收入	应收账款	累计确认收入(亿)	累计进度(%)
内蒙康奈尔 60 万吨/年煤制乙二醇一期 30 万吨	2.11	设计合同	0.45	14				
黑龙江龙泰煤化工 60 万吨/年煤制烯烃	3.21	设计合同	0.535	14				
康奈尔 30 万吨/年煤制乙二醇	6.12	EPC	43.1	22	8.7 亿	--	8.7 亿	20.19%
新疆伊泰-华电甘泉堡 200 万吨/年煤制油	11.13	EPC	42.4	25				
<b>前期发生但仍在延续</b>								
伊犁新天年产 20 亿立方米煤制气及空分、污水处理项目	2011.1	EPC	14.14	--	1.73 亿	--	11.36	80.34%
中煤鄂尔多斯 200 万吨合成氨/年、350 万吨尿素/年项目一期	2011.9	EPC	10.42	--	6085 万	--	9.05 亿	86.85%
内蒙大新 120 万吨/年二甲醚一期、60 万吨/煤制甲醇 EP+M	2011.6	EP+M	9.06	--	2422 万	0.71 亿	7.85 亿	86.64%
安庆曙光煤制氢项目	2012.8	EPC	15	19.5	7.04 亿	--	8.82 亿	58.8%
刚果蒙哥钾肥项目	2013.7	EPC	32	37	1.31 亿	--	2.05 亿	6.4%
黔希煤化工 30 万吨/年乙二醇	2013.7	EPC	41.78	2015/3	5.72 亿	--	8.09 亿	19.36%
白俄罗斯 NPK 氮磷钾化肥项目	2013.8	EPC	--	36	--	--	--	--
中国神华新疆煤基新材料项目	2013.9	EPC	12.3	23	2.47	--	2.63	21.38%
安庆曙光精细化工项目	2013.11	EPC	5	11	--	--	--	--
合计			226.19				58.55	

资料来源：公司公告 华安证券研究所

### 3.2. 乙二醇项目优势突出，订单及业绩弹性大

我国乙二醇产品主要用于生产聚酯、防冻液以及粘合剂、油漆溶剂、耐寒润滑油、表现活性剂和聚酯多元醇等，其中聚酯是我国乙二醇的主要消费领域，消费量约占全国消费总量的 94%。

随着我国聚酯工业的快速发展，国内乙二醇消费激增，2004 年国内乙二醇的表现消费量为 450 万吨，2014 年表现消费量达 1400 万吨，复合增速达 12%。消费的旺盛并未真正激活国内产能的补缺，当前我国乙二醇的对外依存度已然高达 70% 以上。

从我国乙二醇产能与产量匹配来看，我国现有的乙二醇有效产能仍然不足，相当数量产能并不能满足聚酯工业的要求而成为过剩产能。对于缺油少气的资源禀赋特征，我国开展传统的乙烯制乙二醇工艺无论在核心技术还是在资源储量上都无优势，煤炭资源相对丰富特征下煤质乙二醇具有重要的战略意义。同传统的以石油为原料工艺相比，煤制乙二醇技术具有工艺流程短、能耗低、成本低、节约石油资源等优势，更符合国家政策导向和能源战略。

图 16、我国乙二醇表现消费量（万吨）与对外依存度

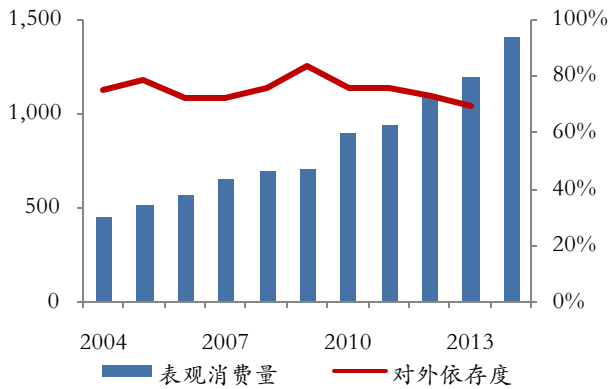
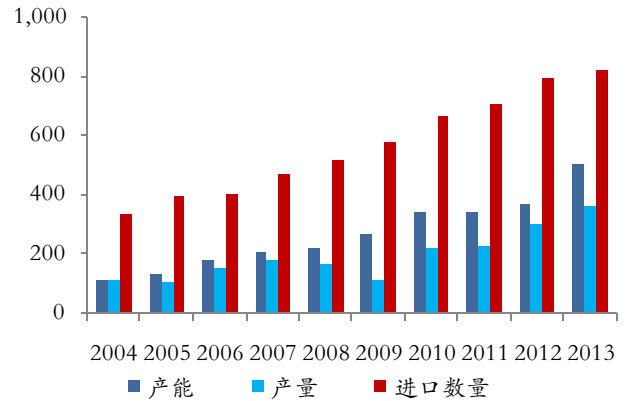


图 17、我国乙二醇产能、产量及进口量数据



数据来源：WIND 华安证券研究所

由于地缘政治等因素影响，国际油价从 2014 年下半年开始一路狂跌，再次触及上一轮历史低点。目前国际油价筑底反弹已成大概率事件。从乙二醇市场价（国内买家进口意向价）来看，本轮油价暴跌后乙二醇的筑底价格基本维持在 5500 元/吨，而上一轮金融危机油价暴跌底部的乙二醇价格在 3500 元/吨左右，说明当前乙二醇市场的需求已然较为强劲，随着油价复苏望快速回稳。

目前虽然油价处于低位，但叠加运输成本和关税等费用后，乙二醇的进口价格仍然比较高，同时，煤炭价格仍然处于低位，因此煤制乙二醇的利润空间仍然存在。

图 18、乙二醇市场价（国内买家意向价）筑底回稳



数据来源：WIND 华安证券研究所

根据中国化工报相关数据，截至 2015 年初国内已经有 7 套煤制乙二醇装置投产运行，合计产能为 110 万吨，预计 2015 年我国煤制乙二醇装置投产产能约 200 万吨。

东华科技目前承担了国内乙二醇在建项目 80% 的市场份额，目前市场上乙二



醇技术路线较多，成熟度与可靠性不一。而对于乙二醇质量来讲，200 纳米透光率是关键指标，达到 75% 以上的是优等品，方能用于聚酯原料，否则只能用于添加剂。公司同日本宇部合作开发的煤制乙二醇技术已经拥有商业化运行的生产装置（新疆天业 5W 吨煤制乙二醇项目 13 年投产），产品质量远高于国家标准。

### 3.3. 看点多：一带一路、环保概念与国企改革

**一带一路：**公司是拥有几十年国外经营建设经验的工程公司，公司设有国际事业部专门开展国外业务，国外业务在主营占比中年平均在 10% 左右，主要向海外输出硫酸、化肥等产品体系。公司相继承揽了越南海防化肥、突尼斯硫酸、刚果（布）钾肥、白俄罗斯化肥等大中型国外项目，项目集中于中东、东南亚、非洲等地，是国家“一带一路”的实质性受益者。

**环保概念：**公司近年来环保业务增速显著，环保业务的营收 2013 年达近 7.5 亿元，在公司整个营收占比的比重达 27.64%，且环保业务的毛利率提升显著，领先于公司的综合毛利率水平。2014 年公司环保行业收入 3.45 亿元，同比减少 53.97%，数据的下滑很大程度上归因于统计口径的问题，由于公司市政污水业务规模较少，而长项化工污水项目目前大都划归于公辅工程中，并为划归于环保行业收入。

图 19、公司环保业务收入增长迅速

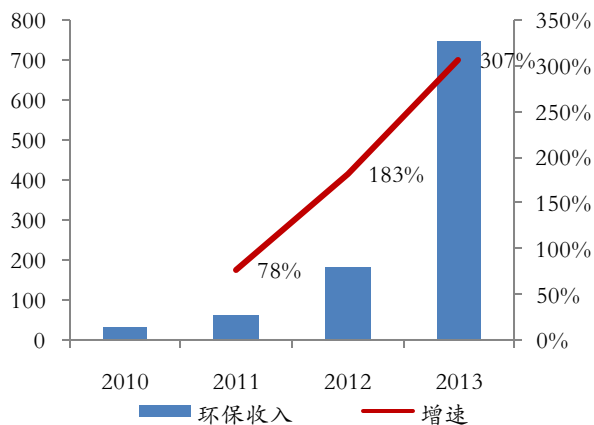
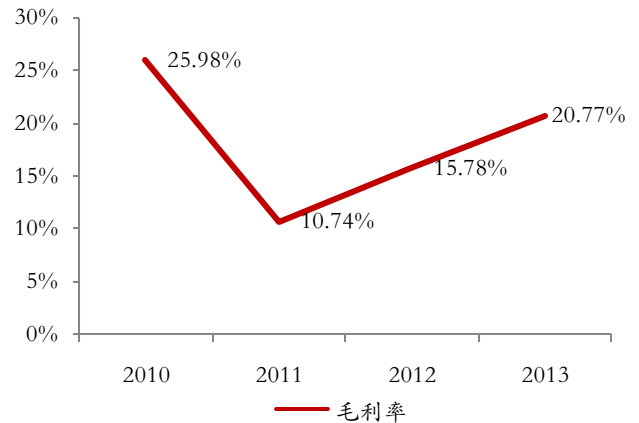


图 20、公司环保业务的毛利率走势



数据来源：WIND 华安证券研究所

环保产业是公司的传统优势领域，尚待市场足够认识。公司是“全国给排水设计技术中心站”挂靠单位，主管并编辑发行《工业用水与废水》杂志。并编制了《化学工业污水处理与回收设计规范》等多项国家和行业标准规范，受国家环保总局委托编制完成了通用的《中小城市污水处理厂规范工程设计》，并承担了山西长治、安徽亳州两个城市污水处理的示范项目，形成了一定的技术和品牌优势。目前国内市政污水门槛较低，竞争比较激烈，化工污水的处理难度大，公司在大型高难度煤化工等废水零排放项目上具有较高的竞争优势，当前公司承接项目产值构成中市政污水项目占比约三成，工业污水占比约七成。

公司环保业务大部分包含在项目的公辅工程中，2013 年 8 月公司签下 BOT 项目南充化学工业园区污水处理厂合同，总价约 3.35 亿元，为公司环保业务未来几



年保持高增长埋下基调，同时也标志着公司开始迈向市场空间更为广阔的工业污水领域。公司在大型高难度煤化工等废水零排放项目上较高的竞争优势确保了公司在新一轮煤化工投资中的优势地位，同时，全国工业园区 7000 余家的总规模也让公司进军工业污水领域蓝海市场充满想象空间。

**国企改革：**公司作为央企，在股权激励及改革改制方面存在一定的预期，目前公司的高管和核心骨干员工已持有公司一定的股份，在股权激励方面走在前列。

### 3.4. 估值触及历史下轨

从公司的估值来看，公司主要估值指标已经接近触及历史的下轨。公司的估值弹性具有明显的订单周期性，并伴随着煤化工行业的审批周期伸缩。2013 年新型煤化工行业新一轮审批宽松周期降临后，公司迎来了订单的爆发期，但估值的提升受项目进度及业绩弹性预期压制。我们认为公司 2014 年公告的项目进度来看，之前很多项目都已走向正规，2015 年订单转结较多，再加上近两年公司新签订单井喷，2015 年业绩增长压力不大。项目进度方面来看，我们认为公司订单项目前景乐观，经济效益及技术保障完善，在行业面临的不利外部环境下仍具有较高的竞争优势，一旦项目进度超预期，公司的估值反弹可期。

表 10、公司本期及前期发生但仍在延续的合同及执行进度情况

	2015 一季报	2014 年报	2013 年报	2012 年报	2011 年报	2010 年报	2009 年报	2008 年报	2007 年报
市盈率(P/E, ttm)									
平均值	34.25	31.93	34.14	33.70	56.97	55.46	38.17	56.55	103.69
最大值	40.00	38.40	43.00	42.52	80.86	81.41	55.28	119.65	150.36
最小值	32.42	25.75	28.81	25.91	40.28	36.00	24.11	16.74	56.85
期末值	38.51	32.71	29.97	31.15	42.52	75.38	54.74	29.35	107.70
市净率(P/B, mrq)									
平均值	4.90	4.84	7.72	8.52	13.12	10.52	5.94	6.99	10.82
最大值	5.72	5.65	10.38	10.53	15.85	15.96	9.13	13.16	14.92
最小值	4.64	4.47	5.43	6.60	9.97	7.01	3.40	2.46	5.78
期末值	5.51	4.67	5.63	7.93	10.53	14.78	9.05	4.31	11.85
市销率(P/S, ttm)									
平均值	3.14	2.86	3.60	3.95	6.23	4.38	2.55	4.67	9.15
最大值	3.81	3.21	4.75	4.98	7.99	7.43	3.68	10.24	13.56
最小值	2.91	2.57	2.73	2.84	4.55	2.61	1.73	1.20	5.13
期末值	3.00	2.91	2.99	3.42	4.81	6.88	3.64	2.10	9.21
市现率(P/CF, ttm)									
平均值	26.00	27.65	30.92	23.37	119.24	62.94	25.36	22.09	40.60
最大值	26.00	76.82	43.21	34.73	187.57	165.04	54.40	59.75	63.65
最小值	26.00	16.43	19.61	15.47	31.78	18.95	5.84	4.06	18.38
期末值	26.00	-56.97	20.98	31.50	33.55	152.81	53.87	7.11	53.78
EV/EBITDA									
平均值	22.74	21.96	22.91	25.09	45.04	43.08	24.23	38.84	85.78

最大值	28.70	26.47	32.24	30.35	53.56	74.53	41.96	75.37	121.60
最小值	20.56	19.23	16.30	20.74	27.07	25.63	11.34	8.81	0.13
期末值	27.42	20.56	24.35	20.79	27.07	44.69	31.69	15.24	66.88

资料来源：WIND 华安证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

预计公司 2015、2016 年营收增速分别为 30%、20%，对应的 EPS 分别为 0.99 元、1.18 元，对应的市盈率分别为 24 倍、20 倍，给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

行业政策及基本面向不利趋势发展，新签订单及执行不达预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	6,608	6,758	8,516	10,443	<b>营业收入</b>	3,380	4,394	5,273	6,064
现金	1,704	1,383	1,628	1,839	营业成本	2,829	3,494	4,192	4,821
应收账款	900	1,056	1,438	1,575	营业税金及附加	21	42	44	50
其他应收款	28	106	94	102	销售费用	18	31	35	41
预付账款	1,523	1,922	2,491	3,368	管理费用	247	325	392	468
存货	2,401	2,151	2,602	3,351	财务费用	(27)	(20)	(17)	(21)
其他流动资产	52	140	263	209	资产减值损失	(5)	1	(0)	(0)
<b>非流动资产</b>	565	546	518	475	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	73	160	150	128	投资净收益	8	0	0	0
固定资产	250	235	219	203	<b>营业利润</b>	306	523	628	704
无形资产	68	64	59	55	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	173	88	89	89	营业外支出	8	0	0	0
<b>资产总计</b>	7,173	7,304	9,034	10,919	<b>利润总额</b>	304	523	628	704
<b>流动负债</b>	5,322	6,100	7,619	9,673	所得税	40	78	94	106
短期借款	0	106	102	98	<b>净利润</b>	264	445	533	599
应付账款	1,957	1,939	2,474	2,952	少数股东损益	1	5	5	5
其他流动负债	3,366	4,055	5,042	6,623	<b>归属母公司净利润</b>	263	440	528	594
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	308	523	630	703
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.59	0.99	1.18	1.33
其他非流动负	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	5,322	6,100	7,619	9,673					
少数股东权益	11	16	21	26					
股本	446	446	446	446					
资本公积	91	(61)	(61)	(61)					
留存收益	1,303	1,693	2,170	2,705					
归属母公司股东权	1,839	2,078	2,555	3,091					
<b>负债和股东权益</b>	7,173	8,194	10,195	12,790					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	390	648	544	940
净利润	264	440	528	594
折旧摊销	30	20	20	20
财务费用	0	(20)	(17)	(21)
投资损失	(8)	0	0	0
营运资金变动	86	203	8	343
其他经营现金	18	5	5	5
<b>投资活动现金流</b>	(12)	64	10	22
资本支出	0	0	0	0
长期投资	144	(87)	10	22
其他投资现金	(157)	151	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(24)	(74)	(38)	(42)
短期借款	0	106	(4)	(4)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	(151)	0	0
其他筹资现金	(24)	(29)	(34)	(38)
<b>现金净增加额</b>	354	638	516	921

主要财务比率				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.48%	30.00%	20.00%	15.00%
营业利润	9.88%	71.26%	19.94%	12.25%
归属于母公司净利润	11.89%	67.22%	20.06%	12.43%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	16.32%	20.50%	20.50%	20.50%
净利率(%)	7.79%	10.01%	10.02%	9.80%
ROE(%)	14.27%	21.24%	20.71%	19.21%
ROIC(%)	87.03%	-7053.82%	30.58%	27.60%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	74.20%	74.44%	74.73%	75.63%
净负债比率(%)	69.99%	188.09%	169.45%	182.16%
流动比率	1.24	1.11	1.12	1.08
速动比率	0.79	0.76	0.78	0.73
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.61	0.65	0.61
应收账款周转率	4.07	4.82	4.60	4.31
应付账款周转率	2.20	2.26	2.39	2.24
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.99	1.18	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.45	1.22	2.11
每股净资产(最新摊薄)	4.12	4.66	5.73	6.93
<b>估值比率</b>				
P/E	39.6	23.7	19.7	17.5
P/B	5.7	5.0	4.1	3.4
EV/EBITDA	20.07	19.18	15.82	14.10

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。