

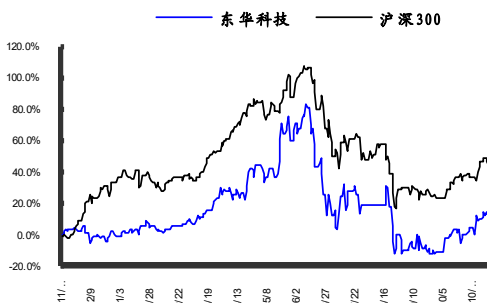
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn

联系人：王鑫 S0350115070006
010-88576686-810 wangx04@ghzq.com.cn

新能热电 EPC 项目生效有望改善经营状况，看好公司多元发展格局 —— 东华科技（002140）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
东华科技	14.1	-4.7	11.1
沪深 300	8.7	11.9	45.9

市场数据

2015-11-13

当前价格（元）	20.50
52 周价格区间（元）	14.41-33.74
总市值（百万）	9143.71
流通市值（百万）	8965.02
总股本（万股）	44603.45
流通股（万股）	43731.81
日均成交额（百万）	174.63
近一月换手（%）	30.53

相关报告

《东华科技（002140）：业绩下滑经营承压，看好供应链金融及环保业务发展，关注国企改革进程（增持）》20151109

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超该公司已发行股份的 1%

事件：

- 公司 11 月 12 日公告，与合肥新能热电有限公司（“新能热电”）签订的《合肥新能热电联产项目一期 A 标段工程总承包（EPC）合同》正式生效。合同标的为承包该热电厂工程所有设施的勘察、设计、采购、施工、安装、培训、调试以及试运行等工作，合同金额为 2.03 亿元，约占本公司 2014 年度经审计营业收入的 6.56%。合同工期约为 11 个月，计划于 2016 年 10 月 30 日实现竣工。

我们的观点：

- 经营承压下执行新项目，有望缓解不利局面。**公司受宏观经济增速下滑、投资动力不足等因素的影响，今年前三季度业绩出现下滑，新签合同额未达预期水平，预计全年归属净利润同比变动幅度为-50%至 0%。鉴于合肥新能热电 EPC 项目合同工期仅为 11 个月，且施工条件较好，我们判断该项目的履约能够有效改善公司 2015 年 4 季度至 2016 年上半年的收入和现金流状况。虽无法彻底扭转公司今年的经营状况，但有望缓解公司当前收入及利润下滑的不利局面。公司当前结转在手的各类合同约 170 亿元，可维持后续年度业绩的稳定性。
- 利用技术优势和项目管理经验，积极拓展非化工领域工程。**公司作为国内综合技术实力较强的化学工程设计、施工企业，具有工程设计综合甲级资质及多套化工项目热电联产的项目业绩，此次跨行业承揽市政热电项目，是公司利用自身技术和项目管理能力优势拓展化学工程主业以外新领域的一次成功尝试。我们认为公司作为以设计院为主体的工程企业，处于整个建筑产业链的前端，能够提供项目融资+勘察+设计+施工+运营的一体化综合服务，有望将业务拓展至房建、市政、环保、岩土等相关领域，看好公司受益于稳增长政策下的基建项目投资不断放量。
- 发力供应链金融业务，环保业务有较大潜力。**公司 8 月公告拟定增募资 6.5 亿元用于商业保理项目建设，我们认为公司发展供应链金融的战略有助于建立以公司为核心的良好商业生态，形成“产业+金融”的新发展格局。公司募投的供应链金融管理信息平台为公司开展供应链金融业务的子公司提供核心支持和数据服务，亦为公司未来申请包括非金融机构第三

方支付在内的金融牌照奠定业务设施基础。此外，环保业务也是公司的传统业务，国家级化学工程给排水、化学工业污水处理的技术中心也设于公司，公司下属的东华环境在煤化工污水处理及零排放业务领域拥有较为领先的技术，处于煤化工污水处理市场上的领先地位。我们认为公司在煤化工等化学工业污水处理领域优势明显，未来有望持续受益于“美丽中国”政策下环保事业的高速发展。

- **“一带一路”加速海外发展动力，国企改革具有较大空间。**公司具有对外承包工程资格和进出口经营权，拥有数十年国际工程经营建设经验，实现了境外业务经营的常态化。我们认为，石化化工是我国具有竞争优势的传统产业之一，也是对外产能合作的主要方向，在国家“一带一路”战略框架下，公司卡位行业内产业链前端，可充分发挥技术及装备优势，带动国内产业链上相关工程技术、装备物资与工程服务整体对外输出，有望成为石化化工行业“走出去”的实质性受益者。此外，公司与中国化学工程股份有限公司（“中国化学”）的实际控制人均为国资委直属的大型建筑央企——中国化学工程集团公司。中国化学通过化学工业第三设计院（“化三院”）持有公司 58.33% 股份（非公开发行前）。实际控制人在中国化学上市时承诺，中国化学上市后，视情况利用实际控制人地位促使中国化学采取换股或其他方式对公司进行整合。我们认为，随着国企改革顶层设计文件的正式推出，国企改革将是贯穿整个“十三五”期间的重要主题，而提高资产证券化率则是国改的一个重要方向。我们判断公司与实际控制人、中国化学之间的架构关系未来存有进行改革的合理性和可借鉴路径，看好公司通过国改获得更广阔的发展空间。
- **维持“增持”评级。**我们看好公司基于化学工程设计咨询及 EPC 总包主业下发展供应链金融业务，积极拓展非化工领域工程。公司环保业务具备较大潜力，受益于“一带一路”战略及国企改革不断推进，谨慎起见我们暂未考虑商业保理业务对公司利润的增厚及非公开增发因素的影响，预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.40 元、0.48 元、0.62 元，当前股价对应的市盈率估值分别为 50.7、42.9、33.2 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示。**宏观经济大幅波动风险，公司相关项目推进的不确定性风险，非公开发行未予通过风险，保理业务拓展不达预期风险，国企改革推进程度不达预期风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	3380	2807	3098	3498
增长率(%)	24.5%	-16.9%	10.4%	12.9%
净利润（百万元）	263	180	213	276
增长率(%)	11.9%	-31.5%	18.3%	29.4%
摊薄每股收益（元）	0.59	0.40	0.48	0.62
ROE(%)	14.22%	8.94%	9.64%	11.20%

表 1: 东华科技盈利预测

证券代码:	002140.sz	股票价格:	20.50	投资评级:	增持	日期:	2015-11-13		
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	14.2%	8.9%	9.6%	11.2%	摊薄EPS	0.59	0.40	0.48	0.62
毛利率	16.3%	16.5%	16.6%	16.6%	BVPS (最新股本)	4.12	4.49	4.93	5.49
期间费率	7.7%	9.8%	9.2%	8.3%	估值				
销售净利率	7.8%	6.4%	6.9%	7.9%	P/E	34.7	50.7	42.9	33.2
成长能力					P/B	5.0	4.6	4.2	3.7
收入增长率	24.5%	-16.9%	10.4%	12.9%	P/S	2.7	3.3	3.0	2.6
利润增长率	11.9%	-31.5%	18.3%	29.4%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.47	0.43	0.44	0.44	营业收入	3380	2807	3098	3498
应收账款周转率	3.51	3.51	3.51	3.51	营业成本	2829	2344	2585	2918
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	21	18	20	22
偿债能力					销售费用	18	18	19	19
资产负债率	74.2%	68.9%	68.9%	69.1%	管理费用	247	254	262	270
流动比	1.24	1.34	1.36	1.37	财务费用	(27)	(14)	(16)	(19)
速动比	0.79	0.89	0.90	0.92	其他费用/(-收入)	13	13	9	23
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	306	201	239	311
现金及现金等价物	1704	1882	2141	2456	营业外净收支	(2)	7	7	7
应收款项	963	799	882	996	利润总额	304	208	246	319
存货净额	2401	2005	2211	2496	所得税费用	40	27	32	42
其他流动资产	1541	1279	1412	1594	净利润	264	181	214	277
流动资产合计	6608	5966	6646	7542	少数股东损益	1	1	1	1
固定资产	250	200	160	128	归属于母公司净利润	263	180	213	276
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	68	68	61	54	经营活动现金流	390	202	279	350
长期股权投资	73	73	73	73	净利润	264	181	214	277
资产总计	7173	6481	7115	7971	少数股东权益	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	29	57	47	38
应付款项	1962	1639	1807	2040	公允价值变动	0	0	0	10
预收帐款	3144	2611	2881	3254	营运资金变动	96	1677	(860)	(1186)
其他流动负债	216	216	216	216	投资活动现金流	(12)	50	40	32
流动负债合计	5322	4466	4904	5509	资本支出	22	50	40	32
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	144	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(179)	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	(199)	(16)	(19)	(25)
负债合计	5322	4466	4904	5509	债务融资	0	0	0	0
股本	446	446	446	446	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1851	2015	2210	2462	其它	(199)	(16)	(19)	(25)
负债和股东权益总计	7173	6481	7115	7971	现金净增加额	178	236	300	357

资料来源: wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。