

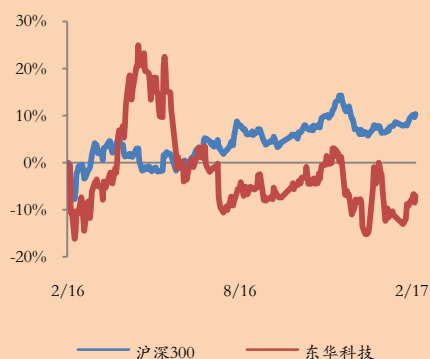


## 东华科技 (002140)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-02-17

### 股价走势:



研究员: 宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

联系人: 高欣宇  
0551-65161837  
gaoxy\_pro@126.com

联系人: 袁道升  
0551-65161592  
neilyds@163.com

# 煤化工望回暖, 煤制乙二醇龙头待起飞

——东华科技 (002140) 调研报告

### 主要观点:

#### 煤企亟待转型, 乙二醇项目仍具优势

近年来煤企转型诉求强烈, 2016年下半年煤价回升, 煤企业绩有所回暖, 煤化工投资有望提速。从投资成本来看, 煤制乙二醇项目较其他煤化工项目总额较低; 从需求端看, 近年来我国聚酯行业的蓬勃发展对乙二醇形成了有效支撑, 目前乙二醇进口依赖明显, 存在约为700-800万吨的产能缺口; 从产品成本端看, 目前煤制乙二醇相对油制乙二醇存在一定优势, 随油价低位回升, 竞争力有望进一步强化; 从项目环评看, 大部分煤化工项目(煤制油、煤制烯烃、煤制天然气等)需经发改委等审批通过, 而煤制乙二醇项目仅需省级环评审批。发改委虽自去年下半年对其他煤化工项目“开闸”放行, 但难言“放水”, 在我国环保政策不断趋严的预期下, 煤制乙二醇项目的优势有望进一步凸显。

#### 煤质乙二醇工程龙头, 竞争优势凸显

公司承建的新疆天业一期年产5万吨生产线于2013年正式投产。该项目一直是煤制乙二醇行业中的标杆, 在产品品质、催化剂使用年限、开工率及盈利能力等方面都具备一定优势, 二期年产20万吨生产线已于2015年8月顺利投产。2016年公司在乙二醇业务上持续推进: 1月完成了与新疆天盈一期年产15万吨生产线总包合同的正式签订; 4月与彬州化工新签一个年产30万吨乙二醇项目设计合同。随着煤化工行业景气度逐步复苏, 公司设计与工程总包合同签订均有望提速。

#### 环保技术行业领跑, 强化企业合作补承接短板

公司背靠化三院, 环保相关领域的技术优势明显, 尤其在化工污水处理这种技术壁垒较高的领域, 项目经验丰富, 承接能力强。在新疆、内蒙等只适宜建设零排放化工项目的地区, 公司拥有绝对优势。相比之下, 在普通污水处理和垃圾处理等技术门槛较低的项目上, 公司竞争优势并不明显。2016年以来, 公司通过参投科领环保、天泽环保、励源海博斯等公司, 强化了与环保企业间合作, 项目承接能力有所增强, 未来发展空间大。

#### PPP&海外业务齐发力, 保理业务添利润

PPP项目方面, 公司积极布局, 2016年新增PPP订单约10亿元, 这些项目风险相对较低、收益稳定, 可成为丰富公司营收的重要补充。海外业务方面, 2016年新签订单相对较少(仅突尼斯1项), 随着市场转暖及公司持续加码, 2017年项目有望进一步落地。保理业务方面, 公司2015年拟定增10亿元用于投资保理业务等, 因属跨界未获证监会审批通过, 但已于2016年4月成立东华保理公司。保理业务有助于公司维护上下游合作关系, 定增的终止虽限制了规模化进程, 但公司仍有意寻求契机, 在保理业务上实现新的利润增长点。

### □ 盈利预测与估值

公司技术实力雄厚，在煤制乙二醇、化工污水处理及零排放项目承建等领域龙头地位凸显，有望充分把握煤化工行业回暖、环保政策收紧、企业间合作加强的“天时”、“地利”、“人和”，扭转前期业绩的下滑趋势，实现订单量的增长。同时，公司积极布局 PPP 和海外业务，持续探索保理业务等产业链金融，2017 年业绩主营或有新增长点。我们预测，公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.20 元/股、0.36 元/股、0.48 元/股，对应的 PE 为 72.64 倍、40.20 倍、30.32 倍，给予“增持”评级。

#### 盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3633	2361	3070	3438
收入同比(%)	7%	-35%	30%	12%
归属母公司净利润	179	95	171	227
净利润同比(%)	-32%	-47%	81%	33%
毛利率(%)	12.8%	15.5%	15.7%	15.8%
ROE(%)	9.1%	4.9%	8.2%	10.0%
每股收益(元)	0.40	0.20	0.36	0.48
P/E	36.42	72.64	40.20	30.32
P/B	3.30	3.37	3.14	2.87
EV/EBITDA	37	53	32	25

资料来源：wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	5,186	4,518	5,164	5,024	<b>营业收入</b>	3,633	2,361	3,070	3,438
现金	1,535	1,755	1,679	1,586	营业成本	3,168	1,995	2,588	2,895
应收账款	628	591	705	748	营业税金及附加	11	12	15	17
其他应收款	31	30	30	35	销售费用	18	14	18	21
预付账款	709	733	776	556	管理费用	233	260	292	292
存货	1,989	1,247	1,813	1,885	财务费用	(14)	(5)	(6)	(4)
其他流动资产	294	163	161	213	资产减值损失	27	0	(0)	0
<b>非流动资产</b>	558	429	379	367	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	75	122	90	96	投资净收益	8	7	7	8
固定资产	234	220	205	190	<b>营业利润</b>	199	92	170	226
无形资产	68	64	59	55	营业外收入	8	7	6	7
其他非流动	180	24	25	26	营业外支出	1	3	3	4
<b>资产总计</b>	5,743	4,947	5,543	5,390	<b>利润总额</b>	205	96	172	229
<b>流动负债</b>	3,751	3,001	3,448	3,103	所得税	25	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	181	96	172	229
应付账款	1,967	1,222	1,660	1,809	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负	1,784	1,779	1,787	1,294	<b>归属母公司净利润</b>	179	95	171	227
<b>非流动负债</b>	2	(1)	1	3	EBITDA	213	106	183	240
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.20	0.36	0.48
其他非流动	2	(1)	1	3					
<b>负债合计</b>	3,753	3,000	3,449	3,106					
少数股东权益	12	13	14	16					
股本	446	471	471	471					
资本公积	91	(61)	(61)	(61)					
留存收益	1,442	1,524	1,670	1,858					
归属母公司股东	1,978	1,934	2,080	2,268					
<b>负债和股东权</b>	5,743	4,947	5,543	5,390					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金</b>	(111)	243	(96)	(61)
净利润	181	95	171	227
折旧摊销	29	19	19	19
财务费用	(1)	(5)	(6)	(4)
投资损失	(8)	(7)	(7)	(8)
营运资金变动	(320)	139	(274)	(296)
其他经营现	8	1	1	2
<b>投资活动现金</b>	(13)	111	39	2
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(2)	(47)	32	(6)
其他投资现	(11)	158	7	8
<b>筹资活动现金</b>	(41)	(135)	(20)	(34)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增	0	(151)	0	0
其他筹资现	(41)	(8)	(20)	(34)
<b>现金净增加额</b>	(165)	220	(76)	(93)

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.47%	-35.00%	30.00%	12.00%
营业利润	-34.92%	-53.98%	85.55%	32.99%
归属于母公司净利	-31.95%	-47.09%	80.71%	32.55%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	12.80%	15.50%	15.70%	15.80%
净利率(%)	4.93%	4.93%	4.01%	5.58%
ROE(%)	9.07%	4.91%	8.23%	10.01%
ROIC(%)	-2743.42%	30.29%	25.17%	21.85%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	65.34%	60.64%	62.22%	57.62%
净负债比率(%)	190.23%	102.58%	63.06%	81.53%
流动比率	1.38	1.51	1.50	1.62
速动比率	0.85	1.09	0.97	1.01
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.44	0.59	0.63
应收账款周转率	4.95	4.08	4.97	4.95
应付账款周转率	1.85	1.48	2.13	1.98
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.20	0.36	0.48
每股经营现金流(最新摊)	(0.25)	0.55	(0.21)	(0.14)
每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.34	4.66	5.09
<b>估值比率</b>				
P/E	36.4	72.6	40.2	30.3
P/B	3.3	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	36.75	52.81	31.82	24.97

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 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。