

化工行业投资萎缩，开拓市政环保新业务

投资要点

- **事件:** 公司发布2016年度报告, 全年实现营收16.73亿元, 同比下降53.95%, 实现归母净利润0.82亿元, 同比下降54.32%。2016年第四季度公司实现营收5.94亿元, 同比下降73.36%; 实现归母净利润-34.4万元, 第四季度业绩加速下滑。
- **石化行业固定资产投资额连年下滑, 影响公司主业收入:** 2016年, 石油和化工行业价格总水平连续第5年下降, 固定资产投资连续第2年下降, 对公司主业产生了较大冲击。国内新型煤化工项目的投资需求也因油价维持低位而被抑制。公司全年新签工程合同额31.76亿元, 同比增长139.88%, 另有10亿PPP项目, 但无海外新签项目。在手合同余额超140亿, 但部分项目进展缓慢。
- **看好油价回升, 利好公司煤制乙二醇建设项目:** 我们认为, 考虑主要产油国财政支出平衡因素, 结合美国页岩气开采量接近极限, 新井发掘投资巨大, 以及国际油气固定资产投资连年下滑, 供给端很难快速提升的背景, 国际油价仍将回高位, 利好国内新型煤化工项目体现成本优势。公司已有三条煤制乙二醇生产线稳定产出优质产品, 技术和环保问题的解决将极大推动公司新型煤化工业务的开拓。
- **煤炭价格提升, 煤企盈利改善带来行业固定资产投资需求:** 2017年1、2月份规模以上工业企业利润增长31%, 其中上游企业盈利改善明显。作为煤化工项目投资主体的煤炭企业已开始享受供给侧改革带来结构优化、产品价格上升的红利, 加上未来新能源对火力发电的冲击, 煤企寻求煤炭新用途、投资新型煤化工以消化过剩产能的意愿将增强。
- **国内独家掌握氯化法制钛白粉技术, 环保业务由工业领域向市政领域开拓:** 目前国内钛白粉生产仍多数采用硫酸法技术, 污染较大, 公司是国内极少掌握氯化法制钛白粉技术的公司。另外, 公司凭借在工业环保领域的优势技术, 向市政环保领域拓展, 16年收入占比达7.97%, 新签PPP订单多为环保方向, 未来将有效平滑公司化工主业随经济周期的波动, 为公司贡献稳定现金流。
- **盈利预测与投资建议。** 因公司16年业绩低于我们之前的预测, 对未来三年的盈利预测也做相应调低, 我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.27元、0.33元、0.41元, 未来三年净利润复合增长率达30%, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 煤化工政策收紧的风险, 公司参建的生产线不能达产达标运行的风险, 工程推进及回款风险, 国际油价跌回低位导致新型煤化工难以盈利的风险。

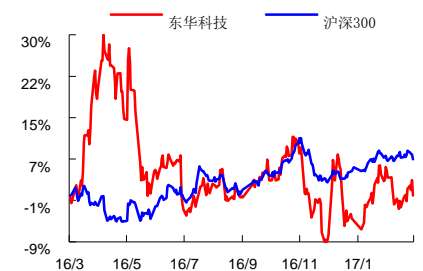
| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1672.97 | 2433.24 | 3121.28 | 3745.54 |
| 增长率 | -53.95% | 45.44% | 28.28% | 20.00% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 81.80 | 120.92 | 146.64 | 181.23 |
| 增长率 | -54.32% | 47.83% | 21.27% | 23.59% |
| 每股收益EPS(元) | 0.18 | 0.27 | 0.33 | 0.41 |
| 净资产收益率ROE | 4.06% | 5.67% | 6.51% | 7.53% |
| PE | 80 | 54 | 44 | 36 |
| PB | 3.17 | 3.02 | 2.85 | 2.67 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wanglz@swsc.com.cn
联系人: 高远
电话: 021-68415965
邮箱: gyuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 4.46 |
| 流通A股(亿股) | 4.39 |
| 52周内股价区间(元) | 13.34-19.06 |
| 总市值(亿元) | 65.17 |
| 总资产(亿元) | 58.46 |
| 每股净资产(元) | 4.57 |

相关研究

1. 东华科技(002140): 新型煤化工显回暖迹象, 东华业绩有望反弹 (2017-01-19)

关键假设：

假设 1：未来新型煤化工政策出现松动，2017 年新签订单额至少与 2016 年新签订单额 30 亿元持平；

假设 2：国际油价维持在 50 美元/桶以上，甚至回升至更高价位；

假设 3：公司新型煤化工工艺技术能保证达产、达标、稳定产出国标优质评级的产品；

假设 4：公司国内外仍未完工的大单中至少有 6-7 个能按进度推进。

表 1：分项业务收入预测表

| 单位/百万元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 合计 | 收入 | 1,672.97 | 2,433.23 | 3,121.28 | 3,745.53 |
| | 增速 | -53.95% | 45.44% | 28.28% | 20.00% |
| | 成本 | 1,369.09 | 2,059.04 | 2,647.41 | 3,176.89 |
| | 毛利率 | 18.16% | 15.38% | 15.18% | 15.18% |
| 工程总承包收入 | 收入 | 1,482.41 | 2,223.62 | 2,890.70 | 3,468.84 |
| | 增速 | -56.9% | 50.00% | 30.00% | 20.00% |
| | 成本 | 1,234.19 | 1,912.31 | 2,486.00 | 2,983.20 |
| | 毛利率 | 16.74% | 14.00% | 14.00% | 14.00% |
| 设计咨询收入 | 收入 | 190.56 | 209.62 | 230.58 | 276.69 |
| | 增速 | -0.6% | 10.00% | 10.00% | 20.00% |
| | 成本 | 134.90 | 146.73 | 161.40 | 193.69 |
| | 毛利率 | 29.21% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 1672.97 | 2433.24 | 3121.28 | 3745.54 | 净利润 | 83.33 | 122.45 | 148.68 | 183.82 |
| 营业成本 | 1369.21 | 2059.04 | 2647.41 | 3176.89 | 折旧与摊销 | 30.19 | 20.03 | 20.03 | 20.03 |
| 营业税金及附加 | 6.86 | 9.98 | 12.80 | 15.36 | 财务费用 | -20.18 | -2.49 | -3.88 | -5.47 |
| 销售费用 | 19.31 | 17.53 | 24.57 | 33.23 | 资产减值损失 | 33.17 | 30.00 | 25.00 | 20.00 |
| 管理费用 | 185.94 | 193.98 | 259.37 | 307.88 | 经营营运资本变动 | 46.99 | 52.38 | 16.27 | 26.98 |
| 财务费用 | -20.18 | -2.49 | -3.88 | -5.47 | 其他 | 17.60 | -48.82 | -17.94 | -19.14 |
| 资产减值损失 | 33.17 | 30.00 | 25.00 | 20.00 | 经营活动现金流净额 | 191.11 | 173.55 | 188.16 | 226.22 |
| 投资收益 | 11.44 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 资本支出 | 12.59 | -19.35 | -5.39 | -6.27 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -26.11 | -50.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -13.52 | -69.35 | -5.39 | -6.27 |
| 营业利润 | 90.11 | 135.19 | 166.02 | 207.64 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 9.58 | 7.91 | 8.30 | 8.37 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 99.69 | 143.11 | 174.32 | 216.01 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 16.36 | 20.66 | 25.64 | 32.19 | 支付股利 | -40.14 | -14.62 | -22.92 | -28.11 |
| 净利润 | 83.33 | 122.45 | 148.68 | 183.82 | 其他 | 17.29 | 10.46 | 13.88 | 15.47 |
| 少数股东损益 | 1.53 | 1.53 | 2.04 | 2.59 | 筹资活动现金流净额 | -22.85 | -4.16 | -9.04 | -12.64 |
| 归属母公司股东净利润 | 81.80 | 120.92 | 146.64 | 181.23 | 现金流量净额 | 156.39 | 100.04 | 173.73 | 207.31 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 1689.23 | 1789.27 | 1963.00 | 2170.31 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1818.09 | 1660.65 | 2329.62 | 2832.92 | 销售收入增长率 | -53.95% | 45.44% | 28.28% | 20.00% |
| 存货 | 1779.18 | 1554.30 | 2080.10 | 2742.75 | 营业利润增长率 | -54.69% | 50.03% | 22.80% | 25.07% |
| 其他流动资产 | 0.27 | 2.34 | 1.69 | 2.31 | 净利润增长率 | -53.84% | 46.95% | 21.42% | 23.64% |
| 长期股权投资 | 94.51 | 94.51 | 94.51 | 94.51 | EBITDA 增长率 | -53.07% | 52.54% | 19.27% | 21.97% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 214.05 | 199.13 | 184.21 | 169.28 | 毛利率 | 18.16% | 15.38% | 15.18% | 15.18% |
| 无形资产和开发支出 | 66.34 | 81.00 | 81.70 | 83.27 | 三费率 | 11.06% | 8.59% | 8.97% | 8.96% |
| 其他非流动资产 | 184.43 | 244.02 | 253.61 | 263.19 | 净利率 | 4.98% | 5.03% | 4.76% | 4.91% |
| 资产总计 | 5846.10 | 5625.22 | 6988.42 | 8358.54 | ROE | 4.06% | 5.67% | 6.51% | 7.53% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 1.43% | 2.18% | 2.13% | 2.20% |
| 应付和预收款项 | 3765.89 | 3430.97 | 4648.51 | 5844.06 | ROIC | 4.61% | 12.21% | 11.72% | 12.31% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 5.99% | 6.28% | 5.84% | 5.93% |
| 其他负债 | 26.78 | 35.02 | 54.93 | 73.79 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 3792.67 | 3465.99 | 4703.44 | 5917.84 | 总资产周转率 | 0.29 | 0.42 | 0.49 | 0.49 |
| 股本 | 446.03 | 446.03 | 446.03 | 446.03 | 固定资产周转率 | 7.46 | 11.78 | 16.28 | 21.19 |
| 资本公积 | 90.63 | 90.63 | 90.63 | 90.63 | 应收账款周转率 | 2.52 | 3.64 | 4.21 | 3.91 |
| 留存收益 | 1501.23 | 1607.53 | 1731.25 | 1884.37 | 存货周转率 | 0.73 | 1.24 | 1.46 | 1.32 |
| 归属母公司股东权益 | 2039.92 | 2144.19 | 2267.91 | 2421.04 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 120.81% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 13.51 | 15.04 | 17.07 | 19.66 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2053.43 | 2159.23 | 2284.99 | 2440.70 | 资产负债率 | 64.88% | 61.62% | 67.30% | 70.80% |
| 负债和股东权益合计 | 5846.10 | 5625.22 | 6988.42 | 8358.54 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.39 | 1.45 | 1.36 | 1.32 |
| | | | | | 速动比率 | 0.93 | 1.00 | 0.92 | 0.85 |
| | | | | | 股利支付率 | 49.07% | 12.09% | 15.63% | 15.51% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 100.13 | 152.73 | 182.17 | 222.20 | 每股收益 | 0.18 | 0.27 | 0.33 | 0.41 |
| PE | 79.66 | 53.89 | 44.44 | 35.96 | 每股净资产 | 4.60 | 4.84 | 5.12 | 5.47 |
| PB | 3.17 | 3.02 | 2.85 | 2.67 | 每股经营现金 | 0.43 | 0.39 | 0.42 | 0.51 |
| PS | 3.90 | 2.68 | 2.09 | 1.74 | 每股股利 | 0.09 | 0.03 | 0.05 | 0.06 |
| EV/EBITDA | 46.41 | 29.38 | 23.62 | 18.39 | | | | | |
| 股息率 | 0.62% | 0.22% | 0.35% | 0.43% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳 | 地区销售总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 徐也 | 机构销售 | 010-57758595 | 18612694479 | xye@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 010-57758566 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |