

东华科技 (002140)

证券研究报告

2017年04月04日

收入降幅较大，订单、现金流大幅增长将助业绩回升

订单回升，有望实现持续增长

2016年公司新签工程合同额32亿元，同比增长139.88%，剔除PPP项目合同，同比增长58.46%，其中：新签工程总承包项目合同（含项目管理）29亿元，同比增长195.39%；咨询、设计合同额为2亿元，同比下降29.36%。公司积极拓展PPP市场，2016年承揽PPP项目合同额10.78亿元。2016年公司完成乙二醇工程项目建设或正在建设的产能达200万吨/年，尽管我国煤炭资源丰富，但煤化工产品供给进口依赖较重，国际价格抬高和国内煤化工成本资源优势将在煤化工行业回暖条件下助力公司业绩反弹。

进度滞后致营收下降，毛利率小幅增长

2016年公司实现营业总收入17亿元，同比下降53.95%；实现归属于母公司所有者净利润8180万元，同比下降54.32%；由于近年来化工行业投资乏力，公司上游化工企业不景气引起工程进度滞后等原因致营收大幅下降。随着国际石油、PTA价格上涨，国内基础化工行业投资逐步回暖，公司营收在2017年有望迎来改善。

我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，用该指标计算得出2016年度的毛利率为17.75%，与去年相比增长5.25个百分点，主要系公司报告期内控制总承包项目成本费用支出，使总承包项目毛利率有所提升。

期间费用，经营活动现金流净额大幅上涨

期间费用率11.06%，较去年增加4.56个百分点，销售费用率基本不变；管理费用率同比增加4.71个百分点，但管理费用较上年同期下降，主要因为公司在报告期内根据经济指标目标值完成情况对职工薪酬进行了一定程度的调整；财务费用率基本不变。

公司经营活动产生现金流净额2亿元，同比增长290.11%，主要是与公司往来款和与其他经营活动有关现金流入增加有关。

投资建议

目前基础化工行业投资有回暖迹象，公司在手订单及新签订单回增，同时积极承接PPP项目，前景值得期待；2016年公司新建煤化工项目顺利通过环境影响测评，若煤化工行业出现新进展，公司凭借其技术优势有望在2017年实现业务和潜在订单增长。综上，我们预计2017-2019年EPS为0.28、0.36、0.45元/股。对应PE为53、40、32倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：主要工程进度滞后风险；煤化工政策风险

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	14.48元
目标价格	15.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	446.03
流通A股股本(百万股)	439.85
A股总市值(百万元)	6,458.58
流通A股市值(百万元)	6,369.07
每股净资产(元)	4.57
资产负债率(%)	64.88
一年内最高/最低(元)	19.50/13.03

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,632.97	1,672.97	2,342.16	3,058.10	3,804.69
增长率(%)	7.47	(53.95)	40.00	30.57	24.41
EBITDA(百万元)	212.82	98.99	159.48	206.74	252.65
净利润(百万元)	179.07	81.80	122.69	160.01	200.18
增长率(%)	(31.95)	(54.32)	49.99	30.42	25.11
EPS(元/股)	0.40	0.18	0.28	0.36	0.45
市盈率(P/E)	36.07	78.96	52.64	40.36	32.26
市净率(P/B)	3.26	3.17	2.99	2.78	2.56
市销率(P/S)	1.78	3.86	2.76	2.11	1.70
EV/EBITDA	36.64	42.13	31.95	21.05	17.22

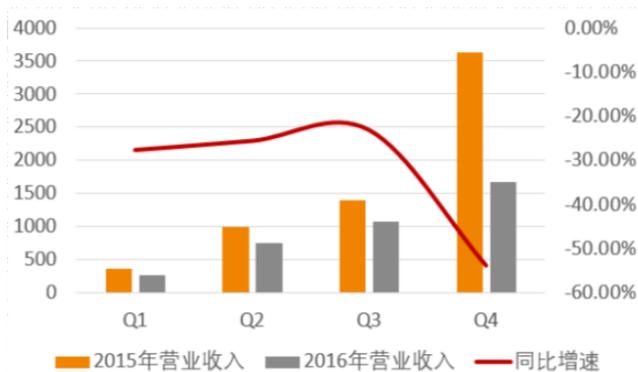
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：2016 年与 2015 年公司订单情况（亿）及增速



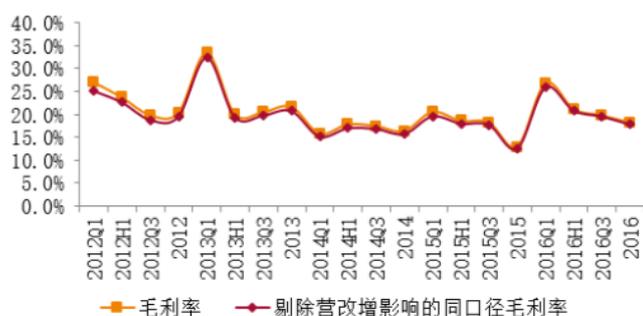
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2016 年与 2015 年公司营业收入（百万）及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：近五年公司毛利率及剔除营改增影响的同口径毛利率



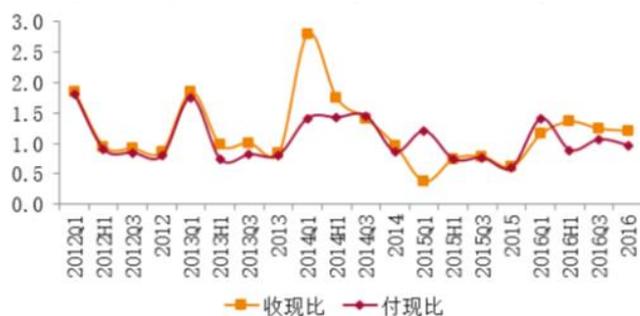
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：近五年公司三项费用率构成



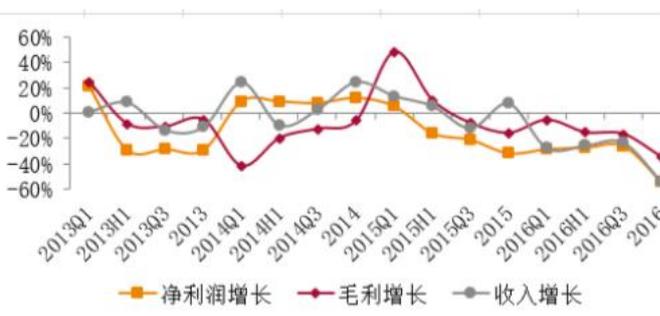
资料来源：wind、天风证券研究所

图 1：公司收现比和付现比呈下降趋势



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：公司净利润增长率和毛利增长率呈上升趋势



资料来源：wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,535.23	1,689.23	1,200.33	1,945.57	1,951.74
应收账款	628.46	820.95	740.49	1,468.14	1,279.69
预付账款	708.81	973.47	761.86	1,605.47	1,592.41
存货	1,988.74	1,779.18	2,482.21	3,078.58	3,844.06
其他	324.48	23.95	8.35	33.77	13.45
流动资产合计	5,185.72	5,286.77	5,193.24	8,131.52	8,681.36
长期股权投资	75.29	94.51	94.51	94.51	94.51
固定资产	234.45	214.05	211.13	206.40	199.87
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	68.16	66.34	59.34	52.08	44.56
其他	179.74	184.43	178.66	179.04	178.47
非流动资产合计	557.64	559.33	543.64	532.03	517.41
资产总计	5,743.36	5,846.10	5,736.88	8,663.55	9,198.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,979.70	1,785.83	1,438.21	3,045.55	2,887.68
其他	1,770.87	2,006.05	2,121.37	3,277.39	3,766.81
流动负债合计	3,750.57	3,791.88	3,559.57	6,322.94	6,654.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.00	0.79	0.93	1.24	0.99
非流动负债合计	2.00	0.79	0.93	1.24	0.99
负债合计	3,752.57	3,792.67	3,560.50	6,324.18	6,655.48
少数股东权益	12.40	13.51	15.80	18.79	22.52
股本	446.03	446.03	446.03	446.03	446.03
资本公积	90.63	90.63	90.63	90.63	90.63
留存收益	1,532.36	1,591.85	1,714.54	1,874.55	2,074.73
其他	(90.63)	(88.60)	(90.63)	(90.63)	(90.63)
股东权益合计	1,990.79	2,053.43	2,176.37	2,339.37	2,543.29
负债和股东权益总	5,743.36	5,846.10	5,736.88	8,663.55	9,198.77

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	180.54	83.33	122.69	160.01	200.18
折旧摊销	28.83	30.19	31.92	33.99	36.05
财务费用	(0.82)	(1.65)	(14.45)	(15.73)	(19.49)
投资损失	(8.22)	(11.44)	(12.01)	(12.61)	(13.25)
营运资金变动	(348.45)	116.73	(621.77)	570.26	(211.79)
其它	36.94	(26.05)	2.29	2.99	3.74
经营活动现金流	(111.17)	191.11	(491.33)	738.89	(4.56)
资本支出	12.33	27.27	21.86	21.69	22.25
长期投资	2.03	19.22	0.00	0.00	0.00
其他	(27.17)	(60.01)	(31.85)	(31.08)	(31.01)
投资活动现金流	(12.80)	(13.52)	(9.99)	(9.39)	(8.75)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	14.33	22.21	12.41	15.73	19.49
其他	(54.91)	(45.07)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(40.58)	(22.85)	12.41	15.73	19.49
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(164.56)	154.74	(488.90)	745.24	6.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,632.97	1,672.97	2,342.16	3,058.10	3,804.69
营业成本	3,167.79	1,369.21	1,917.62	2,502.35	3,115.19
营业税金及附加	11.14	6.86	9.60	12.54	15.60
营业费用	17.67	19.31	27.03	35.29	43.91
管理费用	232.69	185.94	234.22	305.81	380.47
财务费用	(14.33)	(20.18)	(14.45)	(15.73)	(19.49)
资产减值损失	27.35	33.17	38.15	41.96	46.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.22	11.44	12.01	12.61	13.25
其他	(16.44)	(22.88)	(24.03)	(25.23)	(26.49)
营业利润	198.86	90.11	142.00	188.48	236.09
营业外收入	7.55	10.06	8.00	7.00	8.35
营业外支出	0.96	0.48	0.48	0.48	0.48
利润总额	205.45	99.69	149.52	195.00	243.96
所得税	24.91	16.36	24.54	32.00	40.04
净利润	180.54	83.33	124.98	162.99	203.92
少数股东损益	1.47	1.53	2.29	2.99	3.74
归属于母公司净利润	179.07	81.80	122.69	160.01	200.18
每股收益(元)	0.40	0.18	0.28	0.36	0.45

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	7.47%	-53.95%	40.00%	30.57%	24.41%
营业利润	-34.92%	-54.69%	57.58%	32.73%	25.26%
归属于母公司净利润	-31.95%	-54.32%	49.99%	30.42%	25.11%
获利能力					
毛利率	12.80%	18.16%	18.13%	18.17%	18.12%
净利率	4.93%	4.89%	5.24%	5.23%	5.26%
ROE	9.05%	4.01%	5.68%	6.90%	7.94%
ROIC	-622.60%	21.19%	59.31%	18.11%	84.30%
偿债能力					
资产负债率	65.34%	64.88%	62.06%	73.00%	72.35%
净负债率	181.78%	107.98%	96.65%	100.89%	172.16%
流动比率	1.38	1.39	1.46	1.29	1.30
速动比率	0.85	0.93	0.76	0.80	0.73
营运能力					
应收账款周转率	4.75	2.31	3.00	2.77	2.77
存货周转率	1.66	0.89	1.10	1.10	1.10
总资产周转率	0.56	0.29	0.40	0.42	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.18	0.28	0.36	0.45
每股经营现金流	-0.25	0.43	-1.10	1.66	-0.01
每股净资产	4.44	4.57	4.84	5.20	5.65
估值比率					
市盈率	36.07	78.96	52.64	40.36	32.26
市净率	3.26	3.17	2.99	2.78	2.56
EV/EBITDA	36.64	42.13	31.95	21.05	17.22
EV/EBIT	42.26	59.63	39.95	25.20	20.09

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com