

# 东华科技 (002140)

证券研究报告  
2017年10月24日

## 三季度营业收入提速, PPP 项目拓展初见成效

### 营业收入大幅增长, 毛利率有所回落

公司 17 年前三季度营业收入 14.86 亿元, 比去年同期增长 37.68%, 三季度提速较快, 主要原因是公司承建的新疆天业乙二醇等总承包项目进展正常, 按完工进度确认的收入相应提高。公司积极拓展 PPP 业务, 出资 2.04 亿元参与设立“中化工程集团基础设施建设有限公司”以提高 PPP 项目市场竞争力; 已中标的惠水涟江河道治理等 PPP 项目稳步推进中, 现已出资参与组建 SPV 公司, 截止三季度末 PPP 项目已产生 1.19 亿元长期应收账款、1.18 亿无形资产和 3.42 亿项目贷款。

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, 计算得出 2017 前三季度的毛利率为 14.17%, 较去年下降 5.37 个百分点, 主要原因是化工行业投资规模没有改善, 工程建设及设计业务竞争激烈, 使得设计、总承包项目整体毛利率有所下降。

### 期间费用率显著下降, 归母净利润上升

公司 17 年前三季度费用率 9.91%, 较去年下降 3.28 个百分点。公司 17 年前三季度销售费用率 0.91%, 财务费用率-0.66%, 基本与去年保持一致; 管理费用率 9.66%, 较去年下降 3.36 个百分点, 这是由于规模效应下管理费用具有相对刚性。

资产减值损失为-0.46 亿元, 较上年同期下降 209.77%, 这是因为公司收回了部分金额较大、账龄较长的项目欠款和部分去年支付的大额投标保证金, 相应冲回了较大金额的坏账准备。综合起来, 报告期内实现归母净利润 0.98 亿元, 同增 19.5%, 公司预计 2017 年全年归母净利润为 0.94 亿元~1.27 亿元, 变动幅度为 15%—55%, 较半年报预计调高了 20 个百分点。

### 付现比上升, 经营性现金流大幅下滑

公司 17 年前三季度付现比 1.14, 较去年同期下降 0.10; 付现比 1.24, 较去年同期上升 0.18, 原因为公司签约了新疆天业、内蒙古蒙东、河北金牛、新疆绿原、神华榆林等乙二醇项目的设计、咨询合同, 加大了现金的流出。综合起来, 公司 2017 年前三季度经营活动现金流量净额为-1.16 亿元, 较上年同期下降 190.86%。

### 投资建议

公司在化工行业的工程建设中占据优势地位, 现有总承包项目正常推进, 新拓展的 PPP 项目已初见成效, 营业收入预计仍将提速。我们相应调高我们的业绩预测, 预计 2017-2019 年 EPS 为 0.26、0.33、0.43 元/股, 对应 PE 为 49、37、29 倍, 维持公司“增持”评级。

**风险提示:** PPP 项目拓展不达预期 化工固定资产投资持续下行

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	2,310.12	3,010.41	3,932.90
增长率(%)	7.47	(53.95)	38.08	30.31	30.64
EBITDA(百万元)	212.82	98.99	160.10	208.91	260.61
净利润(百万元)	179.07	81.80	114.73	149.11	189.64
增长率(%)	(31.95)	(54.32)	40.26	29.96	27.19
EPS(元/股)	0.40	0.18	0.26	0.33	0.43
市盈率(P/E)	31.09	68.05	48.52	37.33	29.35
市净率(P/B)	2.81	2.73	2.59	2.42	2.23
市销率(P/S)	1.53	3.33	2.41	1.85	1.42
EV/EBITDA	36.64	42.13	26.65	16.70	13.77

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	12.48 元
目标价格	15 元
上次目标价	15 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)	5,566.51
流通 A 股市值(百万元)	5,489.37
每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	65.57
一年内最高/最低(元)	16.80/11.34

### 作者

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

岳恒宇 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人  
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人  
chenhangjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《东华科技-半年报点评:PPP 项目有所成效, 营业收入提升》 2017-08-26
- 《东华科技-公司深度研究:主营业务持续恢复性增长, 多元业务逐步进入收获期》 2017-06-01
- 《东华科技-首次覆盖报告:收入降幅较大, 订单、现金流大幅增长将助业绩回升》 2017-04-04

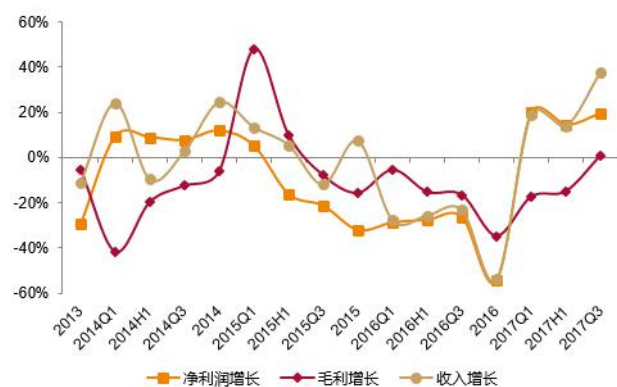
图 1：资产负债率

图 2：销售费用率、管理费用率、财务费用率



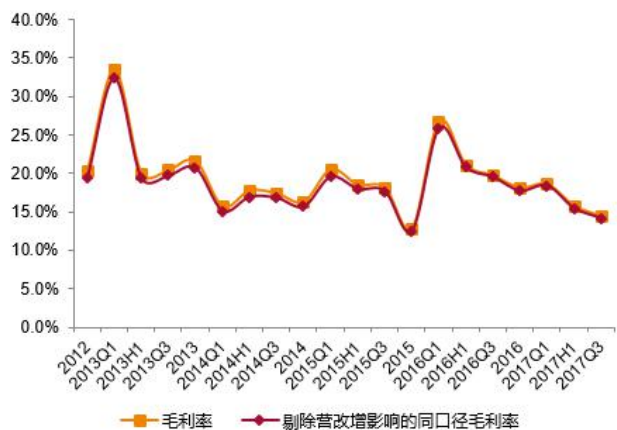
资料来源: wind、天风证券研究所

图 3: 成长能力



资料来源: wind、天风证券研究所

图 5: 毛利率

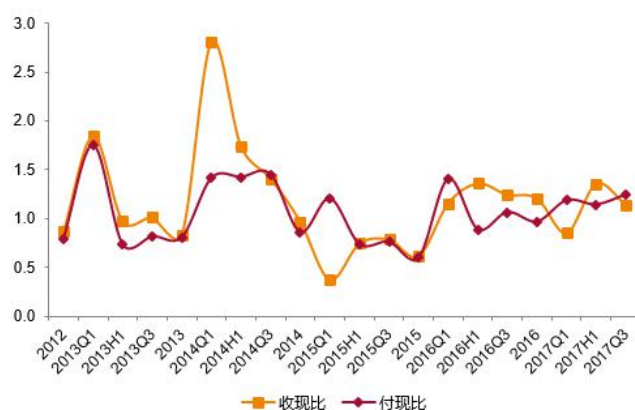


资料来源: wind、天风证券研究所



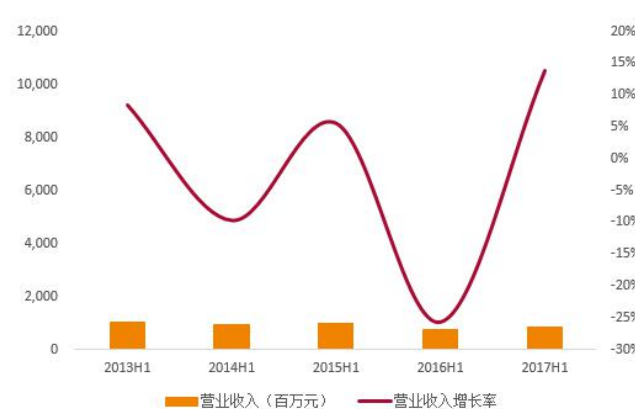
资料来源: wind、天风证券研究所

图 4: 收现比、付现比



资料来源: wind、天风证券研究所

图 6: 营业收入、营业收入增长率



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)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,535.23	1,689.23	1,136.87	1,917.56	1,821.44	营业收入	3,632.97	1,672.97	2,310.12	3,010.41	3,932.90
应收账款	628.46	820.95	719.13	1,455.05	1,385.38	营业成本	3,167.79	1,369.21	1,936.81	2,519.07	3,294.88
预付账款	708.81	973.47	779.23	1,603.92	1,778.42	营业税金及附加	11.14	6.86	9.47	12.35	16.13
存货	1,988.74	1,779.18	2,524.85	3,073.09	4,248.86	营业费用	17.67	19.31	26.66	34.74	45.39
其他	324.48	23.95	7.99	33.59	15.05	管理费用	232.69	185.94	231.01	270.94	340.20
<b>流动资产合计</b>	<b>5,185.72</b>	<b>5,286.77</b>	<b>5,168.07</b>	<b>8,083.22</b>	<b>9,249.15</b>	财务费用	(14.33)	(20.18)	(4.13)	(0.27)	1.30
长期股权投资	75.29	94.51	94.51	94.51	94.51	资产减值损失	27.35	33.17	(10.00)	11.00	25.00
固定资产	234.45	214.05	211.13	206.40	199.87	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	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
无形资产	68.16	66.34	59.34	52.08	44.56	其他	(16.44)	(22.88)	(24.03)	(25.23)	(26.49)
其他	179.74	184.43	178.66	179.04	178.47	<b>营业利润</b>	<b>198.86</b>	<b>90.11</b>	<b>132.31</b>	<b>175.20</b>	<b>223.25</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>557.64</b>	<b>559.33</b>	<b>543.64</b>	<b>532.03</b>	<b>517.41</b>	营业外收入	7.55	10.06	8.00	7.00	8.35
<b>资产总计</b>	<b>5,743.36</b>	<b>5,846.10</b>	<b>5,711.71</b>	<b>8,615.25</b>	<b>9,766.56</b>	营业外支出	0.96	0.48	0.48	0.48	0.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>205.45</b>	<b>99.69</b>	<b>139.83</b>	<b>181.71</b>	<b>231.12</b>
应付账款	1,979.70	1,785.83	1,470.47	3,043.25	3,232.22	所得税	24.91	16.36	22.95	29.82	37.93
其他	1,770.87	2,006.05	2,072.04	3,250.60	4,020.00	<b>净利润</b>	<b>180.54</b>	<b>83.33</b>	<b>116.88</b>	<b>151.89</b>	<b>193.19</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,750.57</b>	<b>3,791.88</b>	<b>3,542.50</b>	<b>6,293.85</b>	<b>7,252.22</b>	少数股东损益	1.47	1.53	2.14	2.78	3.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>179.07</b>	<b>81.80</b>	<b>114.73</b>	<b>149.11</b>	<b>189.64</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.40	0.18	0.26	0.33	0.43
其他	2.00	0.79	0.93	1.24	0.99						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.00</b>	<b>0.79</b>	<b>0.93</b>	<b>1.24</b>	<b>0.99</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,752.57</b>	<b>3,792.67</b>	<b>3,543.44</b>	<b>6,295.09</b>	<b>7,253.21</b>						
少数股东权益	12.40	13.51	15.65	18.43	21.98	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	446.03	446.03	446.03	446.03	446.03	<b>成长能力</b>					
资本公积	90.63	90.63	90.63	90.63	90.63	营业收入	7.47%	-53.95%	38.08%	30.31%	30.64%
留存收益	1,532.36	1,591.85	1,706.59	1,855.69	2,045.34	营业利润	-34.92%	-54.69%	46.83%	32.41%	27.43%
其他	(90.63)	(88.60)	(90.63)	(90.63)	(90.63)	归属于母公司净利润	-31.95%	-54.32%	40.26%	29.96%	27.19%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,990.79</b>	<b>2,053.43</b>	<b>2,168.27</b>	<b>2,320.16</b>	<b>2,513.35</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,743.36</b>	<b>5,846.10</b>	<b>5,711.71</b>	<b>8,615.25</b>	<b>9,766.56</b>	毛利率	12.80%	18.16%	16.16%	16.32%	16.22%
						净利率	4.93%	4.89%	4.97%	4.95%	4.82%
						ROE	9.05%	4.01%	5.33%	6.48%	7.61%
						ROIC	-622.60%	21.19%	59.60%	17.15%	83.96%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	65.34%	64.88%	62.04%	73.07%	74.27%
						净负债率	181.78%	107.98%	97.01%	103.72%	174.17%
						流动比率	1.38	1.39	1.46	1.28	1.28
						速动比率	0.85	0.93	0.75	0.80	0.69
						<b>营运能力</b>					
						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	1.07	1.08	1.07
						总资产周转率	0.56	0.29	0.40	0.42	0.43
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.40	0.18	0.26	0.33	0.43
						每股经营现金流	-0.25	0.43	-1.22	1.77	-0.19
						每股净资产	4.44	4.57	4.83	5.16	5.59
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	31.09	68.05	48.52	37.33	29.35
						市净率	2.81	2.73	2.59	2.42	2.23
						EV/EBITDA	36.64	42.13	26.65	16.70	13.77
						EV/EBIT	42.26	59.63	33.29	19.94	15.98

资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com