

东华科技 (002140)

强烈推荐

行业：化学工程

新签订单创新高，在手项目明年预计将加速确认

事件：公司近日发布公告，与伊泰新疆能源有限公司签订伊泰-华电甘泉堡200万吨/年煤制油项目总承包合同，项目工期25个月，金额为42.41亿元的固定总价。此项目算是公司去年承接伊泰煤综合利用设计项目的后期合同，年均合同额占公司13年营业收入的74.96%，我们认为如果项目进展正常，对明后年业绩增长将贡献显著。

投资要点：

◇ **新签订单再创历史新高。**公司拿下伊泰合同后，仅依靠伊泰和康乃尔项目便实现今年新签EPC订单超过85亿元，已经赶超去年80亿元的订单总量。我们保守估计年底即便没有新签大单，今年全年订单也将在90-100亿元区间，公司连续两年新签订单创历史新高。

◇ **在手订单保障明年业绩大幅好转。**公司目前在手订单估计接近200亿元，在手订单/收入比例约在6倍左右。根据三季报来看，除海外的刚果和白俄罗斯项目进展较慢之外，国内订单均已处于正常推进状态，公司预收账款/预付账款持续大幅增长，三季度末已达32.23/23.18亿元，康乃尔、黔希和安庆项目已累积收款达34.2亿元，却仅确认12.74亿元。其中安庆项目收款金额已接近合同金额，而收入仅确认一半；另外康乃尔项目已预收10亿元，考虑冬天气候原因，我们预计明年上半年主设备运达项目地点将会加速确认收入和业绩。综合来看，市场今年对公司有订单无业绩的担心将在明年显著缓解，高订单保障倍数将给公司明后年的业绩增长带来较大弹性向上空间。

◇ **今年煤化工行业热度有所降低，但中长期发展仍不必过分担忧。**今年新型煤化工并不平静，电力企业陆续退出行业、行业被排除在西部鼓励产业目录之外等事件都给行业发展增加了一些不确定，行业的争议声也一直不断。然而我们对此持有不同看法，从能源战略、盈利多角度来看，产业未来趋势仍是有序推进和鼓励，今年相关负面新闻是必经的产业洗牌和格局优化的过程，未来强者越强、以及决心执行力突出的业主有望引领行业正确发展方向，同时像公司这样具备核心竞争力的企业仍将获取充足订单。

◇ **维持“强烈推荐”评级。**考虑到公司部分大项目今年可能未达到大比例确认收入的节点，我们暂先下调公司14-16年EPS至0.63、0.88、1.09元，目前股价对应PE29.8/21.1/17.1。但考虑目前市场对公司普遍预期较低，而公司在手订单充裕，明后年收入业绩确认将持续加速，且行业发展正逐渐摆脱低谷，因此仍可逢低配置，目标价22元。

◇ **风险提示：**资金面紧使业主的煤化工投资延后、公司新签订单低于预期

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2716	3456	4315	5045
收入同比(%)	-11%	27%	25%	17%
归属母公司净利润	235	280	394	487
净利润同比(%)	-29%	19%	41%	24%
毛利率(%)	21.6%	18.1%	18.7%	18.9%
ROE(%)	14.7%	15.1%	17.5%	17.9%
每股收益(元)	0.53	0.63	0.88	1.09
P/E	35.41	29.78	21.13	17.10
P/B	5.21	4.49	3.70	3.06
EV/EBITDA	23	24	16	13

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李凡

S0960511030012
0755-82026745
lifan@china-invs.cn

署名：王博

S0960514090001
0755-82026754
wangbo3@china-invs.cn

6-12个月目标价： 22.00

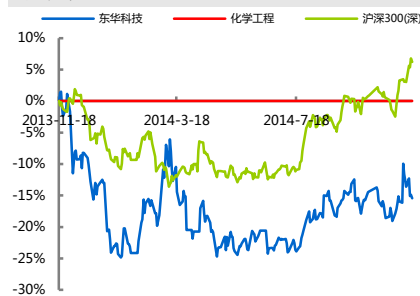
当前股价： 18.18

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	446
流通股本(百万股)	436
总市值(亿元)	81
流通市值(亿元)	79
成交量(百万股)	6.00
成交额(百万元)	108.31

股价表现



相关报告

《东华科技-仍处在复苏道路上，下半年业绩好转将加速》2014-08-27

《东华科技-业绩反转向上已出现积极信号》2014-04-28

《东华科技-13年年报点评：看好公司今年反转向上机会》2014-03-31

表 1 截至 2014/9/30 公司主要 EPC 订单的执行情况(单位: 亿元)

项目	合同金额	预计项目工 期	公司收款 情况	累计确认 进度	累计确认收 入	13 年确认 收入	14 年 Q1-3 确认收入
康乃尔化学煤 制乙二醇项目	43.1	22 个月	9.96	1.7%	0.73	-	0.73
刚果蒙哥钾肥 项目	32	37 个月	1.23	3.2%	1.02	0.74	0.29
黔希煤化工乙 二醇项目	41.78	2015/3 前竣 工	11.22	13.8%	5.75	1.10	3.37
白俄罗斯 NPK 化肥装置项目	6.06	36 个月	-	0%	0	0	-
神华新疆煤基 新材料项目	12.3	23 个月	2.87	12.0%	1.47	0.15	1.32
安庆曙光化工 精细化工项目	5	11 个月	0.15	0%	0	0	-
安庆曙光化工 煤制氢项目	15	19.5 个月/延 后	13.02	41.7%	6.26	1.70	4.48

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 公司上市以来公告的煤制乙二醇相关订单情况:

公告日期	合同项目	项目 性质	合同金 额	业主	合同周期
20110114	30 万吨/年乙二醇项目总承包合同	EPC	41.7784 亿元	黔希化工	2015.3 前完 工
20110518	30 万吨/年煤制乙二醇项目工程设计 合同	E	6200 万 元	山西襄矿泓通煤化工	16 个月
20110524	苏尼特碱业节能降耗技术改造项目 一期 10 万吨/年乙二醇项目工程设 计合同	E	2700 万 元	锡林郭勒苏尼特碱业有 限公司	380 天
20130512	电石炉气综合利用制 20 万吨/年乙 二醇及配套工程项目设计合同	E	4500 万 元	新疆天智辰业化工有限 公司	2014.4 前

20131206	阳煤集团寿阳化工 40 万吨/年乙二 醇项目(一期)工程设计合同	E	6000 万 元	阳煤集团寿阳化工	21 个月
20140212	内蒙古康乃尔化学工业有限公司 60 万吨/年煤制乙二醇项目(一期 30 万 吨/年)工程设计合同	E	4500 万 元	内蒙古康乃尔	14 个月
20140311	康乃尔化学工业股份有限公司 30 万 吨/年煤制乙二醇项目工程 EPC/交 钥匙工程总承包合同	EPC	43.1 亿 元	康乃尔化学工业股份有 限公司	22 个月

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4027	5143	6032	7202
现金	1339	1802	1968	2618
应收账款	789	733	739	650
其它应收款	57	140	172	202
预付账款	688	849	1053	1228
存货	846	1273	1754	2251
其他	309	346	345	252
非流动资产	584	560	538	516
长期投资	217	220	220	220
固定资产	273	255	238	220
无形资产	72	67	62	57
其他	21	18	19	19
资产总计	4611	5703	6570	7718
流动负债	2999	3831	4301	4975
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1115	1415	1579	1842
其他	1884	2416	2722	3133
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	2999	3831	4301	4975
少数股东权益	13	16	19	23
股本	446	446	446	446
资本公积	91	91	91	91
留存收益	1062	1319	1713	2183
归属母公司股东权益	1599	1856	2250	2719
负债和股东权益	4611	5703	6570	7718

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	105	418	83	568
净利润	239	282	397	491
折旧摊销	25	23	23	23
财务费用	-8	-65	-78	-95
投资损失	-6	-5	-5	-5
营运资金变动	-178	136	-257	165
其它	33	47	2	-10
投资活动现金流	-34	2	5	5
资本支出	25	0	0	0
长期投资	-27	3	0	0
其他	-36	5	5	5
筹资活动现金流	-25	43	78	77
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-25	43	78	77
现金净增加额	44	463	166	650

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2716	3456	4315	5045
营业成本	2128	2829	3509	4093
营业税金及附加	25	31	35	40
营业费用	23	31	39	45
管理费用	238	294	324	378
财务费用	-8	-65	-78	-95
资产减值损失	38	10	25	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	5	5	5
营业利润	278	331	467	577
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	279	332	469	579
所得税	41	50	71	88
净利润	239	282	397	491
少数股东损益	3	2	3	4
归属母公司净利润	235	280	394	487
EBITDA	295	289	412	505
EPS (元)	0.53	0.63	0.88	1.09

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-11.0%	27.3%	24.8%	16.9%
营业利润	-27.7%	19.0%	41.1%	23.6%
归属于母公司净利润	-29.4%	18.9%	41.0%	23.5%
获利能力				
毛利率	21.6%	18.1%	18.7%	18.9%
净利率	8.7%	8.1%	9.1%	9.7%
ROE	14.7%	15.1%	17.5%	17.9%
ROIC	696.7	-133.3	536.1	-353.4
偿债能力				
资产负债率	65.0%	67.2%	65.5%	64.5%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.34	1.34	1.40	1.45
速动比率	1.06	1.01	0.99	0.99
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.67	0.70	0.71
应收账款周转率	4	4	5	6
应付账款周转率	1.93	2.24	2.34	2.39
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.63	0.88	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.94	0.19	1.27
每股净资产(最新摊薄)	3.58	4.16	5.04	6.10
估值比率				
P/E	35.41	29.78	21.13	17.10
P/B	5.21	4.49	3.70	3.06
EV/EBITDA	23	24	16	13

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2014-08-27	《东华科技-仍处在复苏道路上，下半年业绩好转将加速》
2014-04-28	《东华科技-业绩反转向上已出现积极信号》
2014-03-31	《东华科技-13 年年报点评：看好公司今年反转向上机会》
2014-03-11	《东华科技-再拿总包大单，煤制乙二醇市场地位进一步凸显》
2014-02-28	《东华科技-13 年触底落定，瞄准今年业绩复苏》
2014-02-10	《东华科技-政策、订单力助公司今年走出低谷》
2013-12-24	《东华科技-新型煤化工投资重启在即，明年有望迎来业绩复苏》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4 年行业从业经验,7 年证券行业从业经验。
王博,中投证券研究总部建筑行业研究员。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434