

## 煤制油再获大单，订单业绩拐点在明年

东华科技 (002140.SZ)

推荐 维持评级

### 核心观点:

### 1. 事件

2014年11月13日，公司签订伊泰-华电甘泉堡200万吨/年煤制油项目净化、尾气制氢装置及部分公辅工程EPC合同，工期25个月，合同价约42.41亿元。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 新签订单再创新高，增量主要来自煤制乙二醇及煤制油

该项目年均合同额约占本公司2013年度经审计营业收入的74.96%，按我们预计对2014年业绩影响不大，但对2014年的预收账款、经营性现金流，以及2015-16年的业绩将产生积极影响。今年以来公司新签合同金额约90亿元，较去年全年增长约17%。目前在手合同170多亿元，合同收入比达6.3倍。

公司在煤制乙二醇/煤制油/天然气/烯烃芳烃/污水处理及海外项目方面储备充足，煤制乙二醇市占率有望达80%，煤制气跟踪项目体量巨大。我们判断公司短期增长点主要是煤制乙二醇、煤制油、煤制气，2014-15年新签订单有望持续创新高。

#### (二) 项目结算趋于正常，15年业绩拐点向上

主要项目结算趋于正常。截至13年底，公司14个大项目累计确认收入30亿元，收款40亿元（不完全统计）。其中，黔西乙二醇合同改闭口，目前业主完成投资24亿元；新汶项目资金问题得以解决，年前将试车；康乃尔乙二醇项目预收款8.7亿元；刚果（布）项目分包商中国武夷截至2014年上半年末确认收入2.53亿元，若获得贷款后项目推进将进一步加快。（2）低毛利项目基本消化完毕。

（3）基于高额在手合同及新签订单良好预期，我们判断2015年起公司收入将步入快速增长期。

#### (三) 环保将成未来重要增长点，油气管网及国企改革有助估值提升

该项目公辅工程包括污水处理，是公司在环保领域取得的又一重要突破。2010-2013年环保板块收入CAGR高达174%，2013年收入占比27.6%，毛利率回升至20%以上。作为污水处理领域的“国家队”，公司承接伊犁新天、中电投、神华等多项煤化工污水零排放项目，我们判断公司未来环保将持续快速增长。

### 分析师

鲍荣富

☎: 021-20252629

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

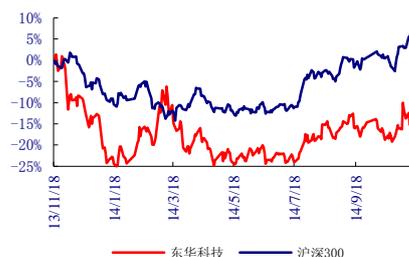
执业证书编号: S0130514050003

### 市场数据

时间 2014.11.14

A股收盘价(元)	18.18
A股一年内最高价(元)	22.24
A股一年内最低价(元)	16.01
上证指数	2581.09
市净率	5.07
总股本(万股)	44603.45
实际流通A股(万股)	43580.87
限售的流通A股(万股)	1022.58
流通A股市值(亿元)	79.23

### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

### 相关研究



油气管网领域等下游领域的混合所有制改革将加快煤化工项目投资进度。公司作为中国化学系统第一个吸引社会资本及管理层持股的公司，2013 年末高管持股 2.8%，后续改革值得期待。公司总经理吴光美先生 2014 年以来累计增持公司股份 30 万股，释放股价低估重要信号。

#### (四) 新型煤化工有序示范发展预期明确，预计项目核准有望在明年初启动

(1) 煤制油气产业政策即将出台，煤化工行业有序示范发展的政策导向不会改变，示范项目开工许可有放松迹象。(2) 煤化工行业驱动力没有发生根本性改变，富煤少油缺气的资源禀赋结构，地方政府增加 GDP、税收及就业的驱动未变，油煤价比处于上升通道中、经济性不断提高，主要参与者有序进退、行业竞争环境进一步优化，环保水耗等已不是核心问题。(3) 我们测算 2014-2020 年期间新型煤化工总投资规模约 1.23 万亿元，其中煤制天然气/油/烯烃 4000/4000/3000 亿元。(4) 我们判断项目正式核准有望在明年初启动，神华陶氏烯烃项目国家环评已过，年前获批概率极大。煤制气进展较快的三个项目苏新能源、中电投、龙宇能源初步设计已做好，已报国家环评，乐观预计明年初能招标。

### 3. 投资建议

我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.65/1.03/1.49 元，2014~2016 年 CAGR 达 42%。给予公司 2015 年 20-25 倍 PE，对应目标价 20.60-25.80 元，维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示

煤化工产业政策、项目投资进度低于预期等。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3050	2716	3344	4936	6849
增长率 YoY%	30.0	-11.0	23.1	47.6	38.7
净利润(百万元)	333	235	291	459	663
增长率 YoY%	20.2	-29.4	23.6	57.7	44.5
毛利率%	20.3	21.6	20.0	20.7	20.5
净资产收益率 ROE%	24.1	14.7	15.8	20.5	23.7
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.75	0.53	0.65	1.03	1.49
每股净资产(元)	3.11	3.58	4.14	5.01	6.28
PE	24	34	28	18	12
PB	5.9	5.1	4.4	3.6	2.9

资料来源：中国银河证券研究部，股价为 2014 年 11 月 16 日股价

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**鲍荣富、傅盈，建筑与工程行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)