

王小勇
 0755-82960440
 wxy@cmschina.com.cn

2010年4月23日

东华科技(002140.SZ)/58.66元

一季报业绩不具参考意义，上调目标价

工业·建筑工程

目标估值：75-90元

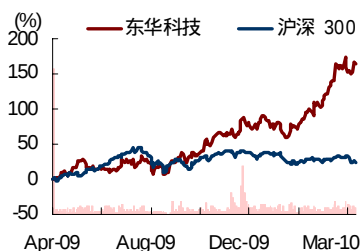
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2999
总股本(万股)	13939
已上市流通股(万股)	5062
总市值(亿元)	82
流通市值(亿元)	30
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	18.9
资产负债率	69.8%
主要股东	化学工业第三设计院
主要股东持股比例	60.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	90	143
相对表现	22	94	122



相关报告

1、《东华科技(002140)一新技术将促公司业绩腾飞，把握“TENBAGGER”的难得机遇》
 2010/03/29

2、《新技术研发收获在即，高成长的故事才刚刚开始》2010/03/22

3、《超预期发展，FMTP技术将进一步助推业绩持续高速增长》
 2010/03/03:

4月23日，公司公布10年一季报：营业收入为2.14亿元，同比增长39%；归属母公司净利润为8626万，同比增长48%；实现基本每股收益0.06元。同时，公司预告称上半年将实现归属母公司净利润同比增长30-50%。

- 一季度业绩占全年业绩比重较小，参考意义不大。考察公司历年来的一季度业绩，基本占全年业绩的4%左右，因此从这个意义上来说，参考意义不大。实际上，尽管如此，我们还是看到一季度业绩增速还是达到48.2%，另外，我们也从一季报中看到了公司正努力提升管理效率，三项费用率下降了3.1个百分点，其中管理费用率下降了2.3个百分点。
- 全年业绩有保障，维持盈利预测不变。六盘水、桐梓、大黄山三个项目，总金额在28个亿，按进度要求10年都要开车。这三个项目也将在当年确认收入进入决算，预计金额有15个亿。按照工程结算的特点，大部分利润均在项目后期体现，预计这三个项目将在10年贡献1元左右的业绩，这就确保了公司10年业绩的稳定增长。我们维持公司盈利预测不变，10年、11年业绩分别为1.57元、2.41元，分别增长68%、53%。
- 我们强调公司以市场需求为导向的新技术研发是核心竞争力所在，并是公司赖以高成长的基础。公司积极探索技术研发与市场营销互为促进的新模式，广泛寻求与具有良好市场前景的专利商和生产厂家开展产学研合作，甲醇制取丙烯(FMTP)技术研发及市场推广取得阶段性成果，煤制乙二醇技术取得较大进展。我们认为，下半年“煤制乙二醇”技术(单个项目20亿元左右)一旦签约，将大幅提升公司11年业绩。而FMTP技术与“煤制乙二醇”相比，投资更大，单个项目投资达到100亿元左右，即使如果煤气化不做，单是甲醇制丙烯这个工艺投资都是几十个亿。一旦FMTP技术成功签单，公司的成长性将更具想象空间。
- 维持“强烈推荐”投资评级。公司股价近期大幅上涨，接近我们此前的目标价63元，我们认为必须以成长的眼光看公司，上调公司目标价至75-90元。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1382	1770	2454	3103	4467
同比增长	51%	28%	39%	26%	44%
营业利润(百万元)	109	150	253	387	571
同比增长	45%	38%	69%	53%	47%
净利润(百万元)	90	130	219	336	496
同比增长	31%	44%	68%	53%	48%
每股收益(元)	0.84	0.93	1.57	2.41	3.56
PE	51.9	46.8	27.8	18.1	12.3
PB	7.1	8.8	7.5	6.1	4.8

资料来源：招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	同比	环比
营业收入	70	243	170	433	118	465	273	525	154	550	371	696	214	39%	-69%
营业毛利	18	62	31	61	32	84	53	80	32	95	67	111	42	29%	-63%
营业费用	2	3	2	4	3	2	2	7	3	3	3	9	2	-30%	-80%
管理费用	11	23	12	15	19	14	19	37	21	20	31	41	25	16%	-40%
财务费用	0	0	0	-1	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-2	-1	29%	-53%
投资收益	1	0	1	1	1	1	1	4	1	1	1	1	1	-24%	-16%
营业利润	2	29	13	30	6	57	24	22	7	59	27	57	10	47%	-83%
归属母公司净利润	3	25	13	29	5	42	17	26	6	51	23	50	9	48.2%	-83%
EPS (元)	0.04	0.37	0.19	0.43	0.04	0.39	0.16	0.25	0.04	0.36	0.17	0.36	0.06	50%	-83%
各季度营业收入占全年比	7.6%	26.5%	18.5%	47.3%	8.5%	33.7%	19.8%	38.0%	8.7%	22.4%	12.0%	15.6%			
各季度归属母公司净利润占全年比	4.0%	35.7%	18.9%	41.5%	5.0%	46.5%	19.3%	29.2%	4.5%	39.1%	18.0%	38.4%			

主要比率

毛利率	25.3%	25.5%	18.0%	14.0%	26.9%	18.1%	19.3%	15.2%	20.9%	17.2%	18.0%	16.0%	19.4%	-1.5%	3.4%
营业费用率	3.1%	1.4%	1.2%	0.9%	2.5%	0.5%	0.8%	1.4%	1.8%	0.5%	0.8%	1.3%	0.9%	-0.9%	-0.4%
管理费用率	16.4%	9.3%	7.3%	3.6%	16.2%	3.1%	6.9%	7.1%	13.9%	3.7%	8.3%	5.9%	11.6%	-2.3%	5.7%
财务费用率	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	0.0%	-0.2%
三项费用率	19.7%	10.7%	8.4%	4.4%	18.9%	3.6%	7.8%	8.2%	15.2%	4.0%	8.7%	7.0%	12.1%	-3.1%	5.1%
营业利润率	2.8%	12.1%	7.8%	7.0%	5.1%	12.3%	8.6%	4.2%	4.2%	10.8%	7.2%	8.2%	4.5%	0.2%	-3.7%
有效税率	0.8%	2.0%	1.1%	0.4%	1.2%	3.0%	2.2%	-0.8%	0.3%	1.6%	0.9%	1.2%	0.7%	0.4%	-0.5%
净利率	4.0%	10.1%	7.7%	6.6%	3.8%	9.0%	6.3%	5.1%	3.9%	9.3%	6.3%	7.2%	4.1%	0.2%	-3.1%

YoY

收入	#DIV/0!	#DIV/0!	149%	93%	69%	92%	61%	21%	30%	18%	36%	33%	39%		
归属母公司净利润	#DIV/0!	#DIV/0!	83%	42%	66%	70%	33%	-8%	28%	21%	35%	89%	48%		

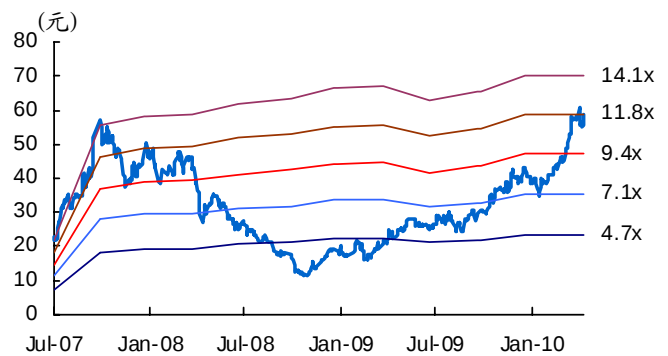
资料来源: 公司报表, 招商证券整理

图 1: 东华科技历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 东华科技历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《东华科技（002140）—新技术将促公司业绩腾飞，把握“TENBAGGER”的难得机遇》2010/03/29

我们提出，加强研发不断开发新技术是公司核心竞争力所在，同时也是公司高成长的基础。

2、《新技术研发收获在即，高成长的故事才刚刚开始》2010/03/22

凭借在煤化工领域的传统优势，以生产经营和市场为导向加大研发，并在 FMTP 项目、煤制乙二醇获得突破，尤其是乙二醇项目极有可能在 2010 年获得订单，高成长的故事才刚刚开始，发展空间、成长潜力巨大。

3、《超预期发展，FMTP 技术将进一步助推业绩持续高速增长》2010/03/03:

公司属于典型的大行业小龙头，09 年营业收入仅为 17 亿元，发展空间无限；掌握多项化工工程子行业核心技术并获得市场先机，难以复制；股权结构体现了管理层与股东权益的一致性，促进了管理层做业绩的动力；未来三年净利润增速达到 50% 左右。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2061	1988	2672	3364	4782
现金	854	953	1400	1786	2517
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	47	57	80	101	145
应收款项	137	161	186	235	338
其它应收款	24	19	27	34	49
存货	341	343	468	577	828
其他	656	455	512	631	906
非流动资产	232	354	361	369	387
长期股权投资	82	84	87	87	87
固定资产	71	81	201	214	234
无形资产	26	73	66	59	53
其他	53	116	7	9	13
资产总计	2293	2342	3033	3733	5169
流动负债	1632	1642	2211	2724	3885
短期借款	0	9	0	0	0
应付账款	270	529	722	890	1277
预收账款	1213	912	1245	1535	2204
其他	149	192	244	299	405
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1632	1642	2211	2724	3885
股本	107	139	139	139	139
资本公积金	276	244	244	244	244
留存收益	272	311	431	616	889
少数股东权益	5	6	7	9	12
母公司所有者权益	655	694	814	999	1272
负债及权益合计	2293	2342	3033	3733	5169

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	132	253	583	570	992
净利润			219	336	496
折旧摊销			29	38	40
财务费用			(4)	(6)	(8)
投资收益			(5)	(7)	(9)
营运资金变动			336	198	452
其它			8	10	20
投资活动现金流	(85)	(72)	(38)	(45)	(55)
资本支出			(35)	(45)	(55)
其他投资			(3)	0	0
筹资活动现金流	(39)	(82)	(99)	(138)	(207)
借款变动			(9)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(99)	(151)	(223)
其他			9	13	17
现金净增加额	7	99	447	386	730

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1382	1770	2454	3103	4467
营业成本	1133	1465	1999	2464	3537
营业税金及附加	37	22	32	40	58
营业费用	15	18	25	30	40
管理费用	90	114	155	194	277
财务费用	(5)	(3)	(4)	(6)	(8)
资产减值损失	10	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	4	5	7	9
营业利润	109	150	253	387	571
营业外收入	1	2	2	3	6
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	108	151	255	390	577
所得税	18	20	34	53	78
净利润	90	131	220	338	499
少数股东损益	0	1	1	2	3
母公司所有者净利润	90	130	219	336	496
EPS (元)	0.84	0.93	1.57	2.41	3.56

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	51%	28%	39%	26%	44%
营业利润	45%	38%	69%	53%	47%
净利润	31%	44%	68%	53%	48%
获利能力					
毛利率	18.0%	17.2%	18.6%	20.6%	20.8%
净利率	6.5%	7.3%	8.9%	10.8%	11.1%
ROE	13.8%	18.7%	26.9%	33.6%	39.0%
ROIC	13.1%	17.8%	26.2%	32.7%	37.9%
偿债能力					
资产负债率	71.2%	70.1%	72.9%	73.0%	75.2%
净负债比率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9
存货周转率	4.8	4.3	4.9	4.7	5.0
应收帐款周转率	13.0	11.9	14.2	14.7	15.6
应付帐款周转率	4.7	3.7	3.2	3.1	3.3
每股资料(元)					
每股收益	0.84	0.93	1.57	2.41	3.56
每股经营现金	1.23	1.82	4.18	4.09	7.11
每股净资产	6.11	4.98	5.84	7.17	9.13
每股股利	0.85	0.15	0.71	1.08	1.60
估值比率					
PE	51.9	46.8	27.8	18.1	12.3
PB	7.1	8.8	7.5	6.1	4.8
EV/EBITDA	103.7	82.9	45.7	30.2	21.0

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面多角度挖掘上市公司潜力。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。