

# 东华科技 (002140)

证券研究报告

2022年08月17日

## 被忽视的新能源工程龙头，工程+实业前景可期

### 煤化工有望复苏，新能源工程及实业布局提供新增长点

公司煤化工与化工工程业务占比超9成，我们认为新型煤化工行业在原料用煤不纳入能耗指标后，或已逐步回暖，盐湖提锂、POE以及熔盐储热等新能源相关业务方向亦有望贡献工程收入。中长期来看，对PBAT及更先进降解材料的战略布局有望增厚实业利润。22H1公司新签订单84亿，同比增195%，超去年全年收入，订单高增为公司成长奠定基础。

### 新能源工程端具备先发优势，有望享受行业高景气红利

- 盐湖提锂：**公司去年中标西藏扎布耶盐湖一期EPC+O项目，项目金额建设21.2亿+运营10.7亿，计划三年达产有望领先行业，是国内能够提供盐湖提锂项目完整工程服务的龙头公司之一，我们预计后续公司仍有望在盐湖提锂领域斩获更大规模订单。
- POE：**公司与母公司中国化学共同研发POE中试装置，项目开发工期为21-23年，在化工工程公司中，公司POE工艺包研发优势显著。后续若POE持续放量带动行业扩产，公司有望充分受益。
- 熔盐储热：**2014年公司与中科院等离子体物理研究所，共同完成10MWh熔盐储热测试，目前已完成内蒙乌拉特光热项目，并为振发新能源、中船前海（深圳）综合能源等客户编制了熔盐储热技术方案，公司还为陕西煤业集团、新疆天业集团、甘肃金川集团、陕西北元集团等多个客户量身打造了“新能源+熔盐储热+化工”技术方案，实现化工项目绿电、绿氢、绿色蒸汽一体化供应。后续化工项目中该项技术的渗透率提升有望为公司化工EPC提供额外收入增量。
- 此外公司今年以来在磷酸铁、六氟磷酸锂等工程领域也有较大突破。

### PBAT一期开车成功，后续有望沿可降解领域持续布局实业

公司与新疆天业合资PBAT项目规模为50万吨/年，并通过配套建设30万吨原料BDO，锁定成本获得稳定利润，目前一期10万吨PBAT项目装置已经开车成功，顺利产出优质PBAT聚酯产品，性能指标全面优于国家标准。同时成立天业祥泰，布局PBAT的销售工作，公司处于新疆区域，市场开拓方面或具备一定优势。公司拟通过定增引入战投陕煤集团，定增完成后陕煤持股比例将达到20.77%，成为公司第二大股东，后续双方有望在PBAT、PBS、PHA、DMC等实业领域进一步取得合作成果。

### 看好赛道和公司中长期成长性，维持“买入”评级

我们认为公司新签订单大幅增长有望增厚业绩，后续若激励机制改善，公司业绩有望超预期，预计22-24年归母净利润3/3.6/4.3亿元，对应PE为20.1/16.8/14.1倍，参考可比公司估值，给予22年30倍PE，对应目标价16.58元，维持“买入”评级。

**风险提示：**碳酸锂产能释放不及预期，国内可降解塑料产能或过剩，合同履行进度不及预期，项目回款不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,210.30	6,003.12	6,837.50	8,156.41	9,955.58
增长率(%)	15.32	15.22	13.90	19.29	22.06
EBITDA(百万元)	821.68	562.08	455.11	509.50	578.24
归属母公司净利润(百万元)	198.09	248.77	301.23	359.72	428.70
增长率(%)	11.95	25.58	21.09	19.42	19.17
EPS(元/股)	0.36	0.46	0.55	0.66	0.79
市盈率(P/E)	30.55	24.33	20.09	16.82	14.12
市净率(P/B)	2.55	2.35	2.16	1.99	1.81
市销率(P/S)	1.16	1.01	0.89	0.74	0.61
EV/EBITDA	1.86	8.86	6.23	4.20	2.40

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	买入（维持评级）
当前价格	12.21元
目标价格	16.58元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	545.19
流通A股股本(百万股)	535.67
A股总市值(百万元)	6,656.79
流通A股市值(百万元)	6,540.54
每股净资产(元)	4.85
资产负债率(%)	71.20
一年内最高/最低(元)	16.20/7.84

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**王雯** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521120005  
wangwena@tfzq.com

**朱晓辰** 联系人  
zhuxiaochen@tfzq.com

### 股价走势



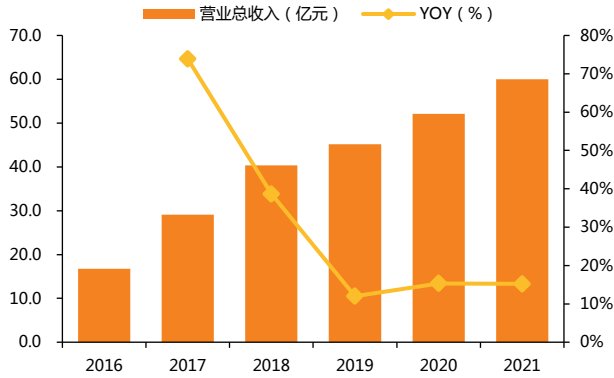
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《东华科技-年报点评报告:PBAT/新能源工程进展顺利，工程+实业渐入佳境》2022-04-28
- 《东华科技-首次覆盖报告:化工建设龙头，新能源工程及实业带来新增长动能》2022-02-11
- 《东华科技-季报点评:三季度营业收入提速，PPP项目拓展初见成效》2017-10-24

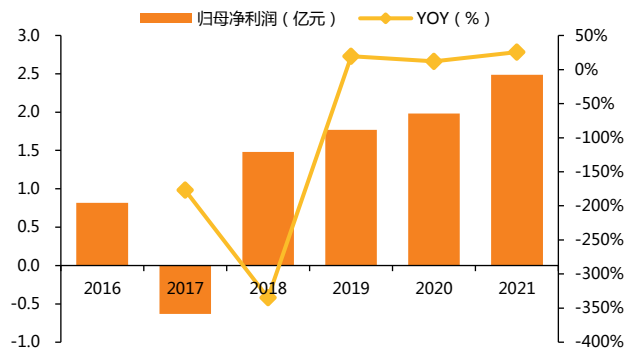
## 公司收入和业绩及可比公司估值情况

图 1：2016-2021 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016-2021 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
601117.SH	中国化学	585.90	9.59	0.76	0.97	1.22	1.42	12.65	9.93	7.89	0.54
300487.SZ	蓝晓科技	292.82	88.86	0.94	1.63	2.26	2.83	94.20	54.68	39.24	31.37
300631.SZ	久吾高科	35.96	29.32	0.57	0.83	1.09	1.45	51.28	35.36	26.91	20.26
	平均								33.32	24.68	17.39
002140.SZ	东华科技	66.57	12.21	0.46	0.55	0.66	0.79	26.76	22.10	18.51	15.53

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：股价时间截止 2022/08/17；除东华科技外，其他预测源自 Wind 一致预期；

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,771.41	2,250.28	2,563.05	3,057.44	3,322.42
应收票据及应收账款	933.13	907.79	1,113.03	1,206.97	1,514.17
预付账款	931.30	638.07	1,166.35	1,032.45	1,708.22
存货	615.44	150.20	680.11	272.96	844.44
其他	282.71	516.10	693.91	3,822.02	1,896.01
<b>流动资产合计</b>	<b>4,534.00</b>	<b>4,462.45</b>	<b>6,216.45</b>	<b>9,391.84</b>	<b>9,285.27</b>
长期股权投资	310.45	367.24	367.24	367.24	367.24
固定资产	162.21	421.44	690.90	639.07	587.24
在建工程	0.00	321.29	0.00	0.00	0.00
无形资产	136.85	367.46	350.09	332.72	315.34
其他	1,187.71	1,968.61	1,413.17	1,520.60	1,627.87
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,797.22</b>	<b>3,446.04</b>	<b>2,821.40</b>	<b>2,859.63</b>	<b>2,897.69</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,134.71</b>	<b>9,921.59</b>	<b>9,037.85</b>	<b>12,251.47</b>	<b>12,182.96</b>
短期借款	10.00	10.00	77.65	166.34	0.00
应付票据及应付账款	3,244.61	4,074.76	3,150.90	5,291.99	5,288.67
其他	753.60	885.16	2,386.37	3,290.87	3,287.31
<b>流动负债合计</b>	<b>4,008.21</b>	<b>4,969.92</b>	<b>5,614.92</b>	<b>8,749.21</b>	<b>8,575.98</b>
长期借款	563.27	989.02	381.37	206.92	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.72	17.69	12.64	14.02	14.78
<b>非流动负债合计</b>	<b>574.99</b>	<b>1,006.71</b>	<b>394.01</b>	<b>220.93</b>	<b>14.78</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,730.68</b>	<b>7,121.51</b>	<b>6,008.94</b>	<b>8,970.14</b>	<b>8,590.76</b>
少数股东权益	33.34	222.87	230.13	240.47	254.61
股本	545.37	545.31	545.19	545.19	545.19
资本公积	128.87	139.16	138.84	138.84	138.84
留存收益	1,769.36	1,964.12	2,173.75	2,424.59	2,719.60
其他	(72.91)	(71.38)	(59.00)	(67.77)	(66.05)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,404.03</b>	<b>2,800.08</b>	<b>3,028.92</b>	<b>3,281.33</b>	<b>3,592.20</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,134.71</b>	<b>9,921.59</b>	<b>9,037.85</b>	<b>12,251.47</b>	<b>12,182.96</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	202.38	265.81	301.23	359.72	428.70
折旧摊销	30.46	34.58	69.20	69.20	69.20
财务费用	15.73	35.00	(16.40)	(35.91)	(55.69)
投资损失	(14.13)	(65.99)	(20.00)	(21.00)	(22.05)
营运资金变动	128.12	(321.35)	449.12	278.81	279.86
其它	15.04	734.95	10.43	14.83	20.55
<b>经营活动现金流</b>	<b>377.59</b>	<b>683.00</b>	<b>793.59</b>	<b>665.66</b>	<b>720.57</b>
资本支出	12.92	894.24	5.05	(1.38)	(0.77)
长期投资	4.73	56.79	0.00	0.00	0.00
其他	(16.02)	(1,414.44)	121.78	4.57	(0.92)
<b>投资活动现金流</b>	<b>1.63</b>	<b>(463.41)</b>	<b>126.83</b>	<b>3.20</b>	<b>(1.69)</b>
债权融资	(32.83)	441.30	(524.82)	(52.32)	(315.52)
股权融资	(46.70)	(70.01)	(82.83)	(122.14)	(138.38)
其他	(0.45)	(119.81)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(79.97)</b>	<b>251.47</b>	<b>(607.65)</b>	<b>(174.46)</b>	<b>(453.90)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>299.25</b>	<b>471.07</b>	<b>312.77</b>	<b>494.39</b>	<b>264.98</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5,210.30</b>	<b>6,003.12</b>	<b>6,837.50</b>	<b>8,156.41</b>	<b>9,955.58</b>
营业成本	4,406.79	5,361.24	6,049.39	7,236.77	8,858.23
营业税金及附加	11.84	15.14	18.12	20.24	25.40
销售费用	38.67	52.54	55.11	66.70	83.92
管理费用	122.75	112.34	126.59	149.37	180.33
研发费用	186.76	198.15	224.33	265.97	322.64
财务费用	4.63	(5.72)	(16.40)	(35.91)	(55.69)
资产/信用减值损失	(199.49)	(31.13)	(36.93)	(36.93)	(36.93)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.13	65.99	20.00	21.00	22.05
其他	366.06	(73.94)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>258.18</b>	<b>308.51</b>	<b>363.44</b>	<b>437.34</b>	<b>525.85</b>
营业外收入	1.65	0.75	0.75	0.75	0.75
营业外支出	25.49	6.18	8.83	8.83	13.50
<b>利润总额</b>	<b>234.35</b>	<b>303.08</b>	<b>355.36</b>	<b>429.26</b>	<b>513.10</b>
所得税	31.97	37.27	43.70	54.71	63.86
<b>净利润</b>	<b>202.38</b>	<b>265.81</b>	<b>311.66</b>	<b>374.55</b>	<b>449.24</b>
少数股东损益	4.29	17.05	10.43	14.83	20.55
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>198.09</b>	<b>248.77</b>	<b>301.23</b>	<b>359.72</b>	<b>428.70</b>
每股收益(元)	0.36	0.46	0.55	0.66	0.79

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.32%	15.22%	13.90%	19.29%	22.06%
营业利润	28.12%	19.49%	17.80%	20.33%	20.24%
归属于母公司净利润	11.95%	25.58%	21.09%	19.42%	19.17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.42%	10.69%	11.53%	11.28%	11.02%
净利率	3.80%	4.14%	4.41%	4.41%	4.31%
ROE	8.36%	9.65%	10.76%	11.83%	12.84%
ROIC	55.01%	197.92%	-67.01%	-83.98%	-47.18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.45%	71.78%	66.49%	73.22%	70.51%
净负债率	-45.01%	-40.19%	-65.35%	-78.08%	-89.03%
流动比率	1.23	1.06	1.11	1.07	1.08
速动比率	1.11	1.03	0.99	1.04	0.98
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.51	6.52	6.77	7.03	7.32
存货周转率	4.40	15.68	16.47	17.12	17.82
总资产周转率	0.70	0.66	0.72	0.77	0.81
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.36	0.46	0.55	0.66	0.79
每股经营现金流	0.69	1.25	1.46	1.22	1.32
每股净资产	4.35	4.73	5.13	5.58	6.12
<b>估值比率</b>					
市盈率	30.55	24.33	20.09	16.82	14.12
市净率	2.55	2.35	2.16	1.99	1.81
EV/EBITDA	1.86	8.86	6.23	4.20	2.40
EV/EBIT	1.93	9.40	7.35	4.86	2.72

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com