



东兴证券
DONGXING SECURITIES

甲醇制丙烯合同签订，潜在市场巨大

2011年11月11日

强烈推荐/维持

东华科技

事件点评

——东华科技（002140）公告点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
联系人：杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

事件：

东华科技与石河子市西部翡翠能源化工有限公司正式签订了10万吨/年甲醇制丙烯及配套聚丙烯项目工程设计合同，合同价格3000万元人民币，占10年收入的1.63%。基础工程设计工期为合同生效后5个月。

观点：

1. 公司自主研发的甲醇制丙烯技术市场开拓取得实质性进展，潜在市场空间巨大

本项目是公司继10年8月与远兴能源签订100万吨/年甲醇制烯烃项目工程设计合同之后，签订的第二个FMTP项目，虽然合同金额只有3000万，对明年两年营业收入影响很小，但是本合同标志着公司甲醇制丙烯技术市场化又取得实质性进展，在该领域的优势地位得到进一步稳固。由于本项目规模只有工业化试验装置规模的10倍，远小于一般煤化工项目工业放大倍数，预计项目进展将会非常顺利。

更大的意义在于后期潜在合同额巨大。本项目与之前同远兴能源签订的项目只是设计合同，由于化工行业设计与工程建设的关系非常密切，预计后期工程总包交由公司来做的可能性很大。根据已在建的宁波禾元60万吨甲醇制烯烃项目投资58.3亿元预测，吨烯烃投资额在1亿元左右，远兴与翡翠两个项目产能大约为50万吨，后续工程总包合同额为50亿。

“十二五”期间煤制烯烃的发展潜力巨大，是目前地方政府与企业在煤化工行业中最重要投资方向。我国2010年进口分别进口聚乙烯与聚丙烯736万吨、387万吨，乙烯与丙烯单体进口量分别为82万吨、152万吨，煤制烯烃来实现石油替代已迫在眉睫。当前神华包头、神华宁煤、中石化SMTO项目已投产，大唐多伦、宁波禾元、陕西蒲城、陕西延长项目在建中，技术与盈利已不成问题。预计未来五年将新增煤制烯烃产能500万吨，投资额1500亿。公司将凭借业绩与技术优势受益于高度景气的煤制烯烃行业。

2. 企业对煤化工投资热情依然高涨，国家政策规范引导市场健康发展

尽管国家一再对煤化工行业实施规政策，企业投资热情依然高涨。国家在11年4月出台的《关于规范煤化工产业有序发展的通知》中明确指出在新的核准目录出台之前禁止建设年产50万吨及以下煤经甲醇制烯烃项目，但企业仍可采取直接以甲醇原料制烯烃或发展烯烃下游衍生物来规避。目前开展前期工作及在建中的煤或甲醇制烯烃项目已超过20个，近期内国家将出台现代煤化工“十二五”规划，政策规范将引导烯烃产业健康发展，对如公司等拥有技术与业绩优势的企业将受益最大。

3. 公司自主研发技术开始进入收割期，新技术储备使公司占得先机

工程公司下游普遍强周期属性，合成氨、多晶硅等产能过剩现象严重，在这种形势下，技术创新能力将使得落后产能被上大压小、新产能不断研发出来。公司一贯重视自主研发，已储备了 FMTP、煤制天然气、煤制芳烃、氯化法钛白粉、石化与煤化工污水处理等一系列独有技术，从翡翠项目可看出，自有技术在产业化方面开始进入收割期，将新增更多的盈利增长点，而且将在未来产业升级中占得先机。

4. 在手订单充足，未来三年继续 50%以上高增长

公司 11 年已公告的新签订合同额为 65.9 亿，加上去年未执行完的订单，预计目前在手订单 80 亿左右。下半年历来为公司签单旺季，因此今年全年公司订单量将远超去年的 26.5 亿。所签订单风险小、质量高，即使明年订单量维持今年水平不变，未来三年业绩也能够实现 50%以上的高增长。

结论：

公司在甲醇制烯烃项目上再签订设计订单，显示在该领域市场化拓展方面取得实质性进展，将受益于“十二五”期间烯烃项目快速发展。公司自主研发的技术开始进入业绩收割期，后续项目合同额值得关注，技术优势型企业理应享有估值溢价。预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.75 元、1.16 元、1.80 元，最新收盘价为 25.73 元，对应 PE34 倍、22 倍、14 倍。未来 6 个月目标价 34.8 元，维持对公司的“强烈推荐”评级。

风险提示：

新签订单不能顺利执行的风险；行业周期性风险

表 1：2010 年至目前公司公告的新签订单一览表

公告时间	项目	合同期	合同额（万）
2010.8.5	内蒙古远兴能源在鄂尔多斯 100 万吨/年甲醇制烯烃项目工程设计	-	5000
2010.9.28	瓮福紫金化工公司 10 万吨/年湿法净化磷酸、20 万吨/年磷酸二铵项目 EPC 总承包	18 个月	45058
2010.10.8	安徽华塑公司 100 万吨/年聚氯乙烯及配套项目一期工程 EPC 总承包	6.6 个月	70558.58
2010.10.12	江苏中能硅业公司多晶硅技改项目设计合同	至 2011.4	2300
2010.10.26	突尼斯化工集团日产 1800 吨硫酸制酸及低位热能回收项目总承包	26 个月	73981
2010 年合计	-	-	196897.58
2011.1.14	黔西县黔希煤化工公司 30 万吨/年乙二醇项目总承包	26 个月	304710
2011.1.28	与中国化学签订伊犁新天 20 亿立方米/年煤制天然气项目空分装置、污水处理及回用装置工程建设	至 2013.6	141482
2011.5.21	山西襄矿泓通煤化工公司 30 万吨/年煤制乙二醇项目工程设计	16 个月	6200
2011.5.26	锡林郭勒苏尼特碱业公司节能降耗技改一期 10 万吨/年乙二醇项目	380 天	2700
2011.6.9	内蒙大新能源化工基地开发公司 120 万吨/年二甲醚项目一期 60 万吨/年煤制甲醇项目 EP+M 承包	至 2013.7.1	90600
2011.6.30	沧州正元化肥公司年产 60 万吨合成氨、80 万吨尿素项目工程设计	15 个月	3000
2011.7.28	中电投新疆能源公司伊南 3×20 亿立方米/年煤制天然气项目一期 20 亿	气化 9 个月，总	3315

	立方米/年工程总体院及气化基础设计合同	体院 36 个月	
2011.9.15	中煤鄂尔多斯能源化工有限公司 200 万吨/年合成氨、350 万吨/年尿素项目一期工程公用装置 EPC 总承包合同	2013.6.30 中交	104223.67
2011.11.10	翡翠能源化工有限公司 10 万吨/年甲醇制丙烯及配套聚丙烯项目工程设计合同	基础设计 5 个月	3000
2011 年合计	—	—	659231
总计	—	—	856128.25

资料来源：公司公告，东兴证券整理

表 2 公司财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	1,770.40	1,835.84	2,856.00	4,309.60	6,505.36
增长率（%）	28.12%	3.70%	55.57%	50.90%	50.95%
净利润（百万元）	129.98	196.97	332.78	516.85	801.37
增长率（%）	44.19%	51.54%	68.95%	55.31%	55.05%
每股收益(元)	0.930	0.710	0.746	1.159	1.797
PE	28	36	34	22	14
ROE	18.73%	22.64%	24.42%	28.27%	31.44%

分析师简介

杨若木

工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

杨伟

工学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。