东兴证券 DONGXING SECURITIES

技术优势保障高成长，估值回调带来机会

——东华科技（002140）2011 年度业绩快报点评

2012 年 2 月 29 日

强烈推荐/维持

东华科技 | 快报点评

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：

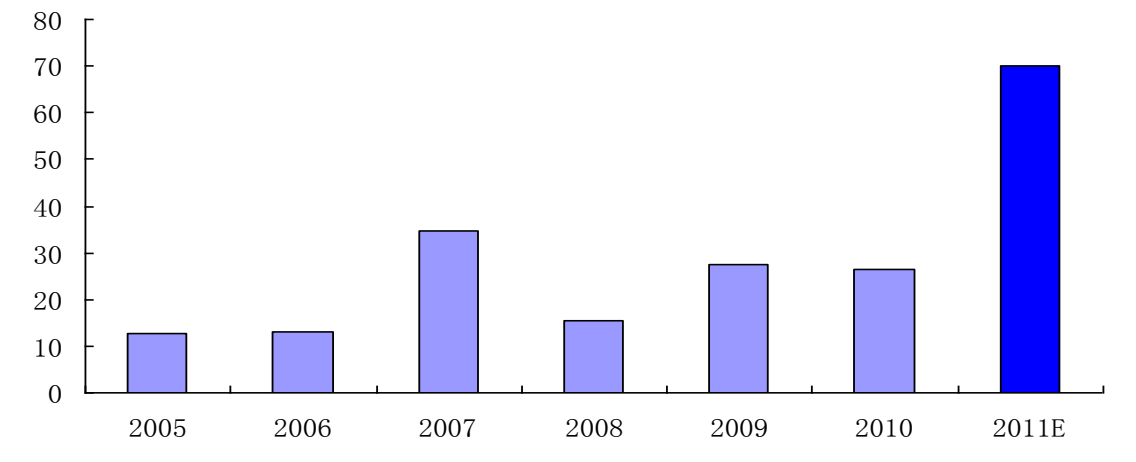
公司发布 2011 年度业绩快报，报告期内实现营业总收入 23.46 亿元，比上年同期增长 27.82%，营业利润 3.17 亿元，同比增长 39.10%，归属于上市公司股东的净利润 2.77 亿元，同比增长 40.78%，基本每股收益 0.62 元。平均净资产收益率 28.17%。

观点：

1. 新签合同额增速超一倍，导致营业总收入较快增长

公司 11 年合同签约额大约 70 亿，同比大幅增加，超出上年同期 1.6 倍，去年新签合同额 26.5 亿。报告期内工程设计与总承包项目顺利实施，并没有因为市场传言的项目盈利存疑或政策严限而停工或缓建，使营业总收入较快增长。同时设计咨询在主营构成中比重增加，11 年中报显示设计咨询收入占比 16.64%，超出 10 年的 8.76%及 10 年中期的 10.25%；精细化管理及人员合理调度使得设计业务毛利率高达 64.61%（中报数据），比去年同期提高 14 个百分点，导致净利润增速快于营收增速。

图 1：11 年新签订单大幅增长（亿元）



资料来源：东兴证券研究所

2. 11 年是公司业务开始爆发之年，未来受益于煤化工持续快速发展

公司在 11 年新签合同额远超 10 年主要是因为煤化工开始进入快速发展期，在所公告的共 65.9 亿项目合同中，包括煤制乙二醇 31 亿元，煤制气 14.48 亿元，煤制二甲醚 9 亿元，煤制尿素 10.7 亿元，可看出煤化工项目占据新签合同绝大部分。由于所签合同中 FMTP、两个煤制乙二醇、80 万吨尿素、煤制天然气项目只涉及前期设计，而后续工程总承包合同额一般为数十亿，此外，考虑到新型煤化工升级示范政策尚未公布，在原油价格持续高企的背景下，作为石油替代的煤化工，将新增大量项目（各项目“十二五”期间发展空间在之前相关报告中已有论述）。因此，可以预见公司作为在煤化工行业设计与承包已有众多历史业绩的工程公司，将受益于煤化工持续快速发展。

3. 后备技术实力强劲，确保业绩接力

化工行业技术更新换代很快，只有不断创新使得落后产能被上大压小、新产能不断研发出来，企业才能立于不败之地。公司一贯重视自主技术研发，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，其中公司已承接两个 FMTP 项目设计，预计今年工业化项目将顺利落地；煤制芳烃在国家石油化工“十二五”规划中首次被列入重点示范的新型煤化工项目，如果今年上半年工业试验装置进展顺利，百万吨级项目将很快开工建设；钛白粉生产工艺在国内基本为硫酸法，从国家限制新建硫酸法钛白粉的政策以及近期杜邦与攀钢钛业的技术纠纷可看出，氯化法工艺在国内发展的空间很大，公司将以自有技术或与杜邦、克斯特等掌握专利技术的企业合作，来参与工程设计与承包项目；氯化法钛白粉如能全部替代硫酸法，总投资额将大约 300 亿。前二者工业化项目投资额均在百亿以上，而公司年收入只有 23 亿左右，因此公司业绩弹性极大。

结论：

公司是化工设计与工程承包业务的服务企业，从存量订单及所处行业未来发展空间来看，公司未来业绩将维持高增长且弹性极大。近期煤化工行业政策与行业投资增速等因素导致公司估值回调，当前应是介入机会。我们预计公司11-13年EPS分别为0.66元、1.03元、1.45元，对应11-13年PE分别为34倍、21倍、15倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

订单增速下降的风险；订单不能顺利执行的风险

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	2,373.00	3,752.20	5,483.08
增长率（%）	28.12%	3.70%	29.26%	58.12%	46.13%
净利润（百万元）	129.98	196.97	294.11	460.77	648.08
增长率（%）	44.19%	51.54%	49.31%	56.67%	40.65%
每股收益(元)	0.930	0.710	0.659	1.033	1.453
PE	23.83	31.21	33.60	21.45	15.25
ROE	18.73%	22.64%	24.14%	28.21%	29.24%

附表：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的 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	宾尼斯化工集团日产 1800 吨硫磺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	内蒙古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 亿立方米/年工程总体院及气化基础设计合同	气化 9 个月，总体院 36 个月	3315
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

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。