



买入

37%↑

目标价格: 人民币 28.50

002140.SZ

原目标价格: 人民币 31.50

价格: 人民币 20.80

目标价格基础: 30倍12年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 预计公司2012年业绩增速稳定
- 公司将在“十二五”期间迎来高速发展的契机

我们的观点有何不同?

- 现代煤化工行业“十二五”发展空间

主要催化剂/事件

- 现代煤化工行业政策
- 大额合同的签订
- 新技术突破

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8)	(6)	(10)	(21)
相对新华富时A50指数	(14)	0	(14)	(2)

发行股数(百万)	446
流通股(%)	96.86
流通股市值(人民币 百万)	8,987
3个月日均交易额(人民币 百万)	40
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
化学工业第三设计院有限公司	60.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

煤化工: 设计总承包

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

*王喆为本报告重要贡献者

东华科技

继续受益于煤化工行业, 业绩仍将高速增长

2011年, 东华科技订单增速达到184%, 增速达到爆发性的一年。公司2011年实现净利润2.77亿元, 同比增长41%。展望2012年, 我们预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展, 公司的订单增速仍具有较大的空间, 结合目前在手超过百亿的订单, 我们预计其净利润仍将维持40%以上的高速增长。考虑公司未来2-3年仍将处在高增速的时期, 我们维持买入评级, 目标价格下调至28.50元。

主要发现

- **公司业绩符合预期。**2011年公司主营收入和净利润同比分别增长27.8%和40.8%。主要是由于公司合同签约额同比大幅增加, 工程总承包、工程设计与咨询项目按计划实施。
- **公司订单增速显著。**全年合同签约额75.22亿元, 较2010年增长184%。其中超过10亿的订单三个。合同签约总额和单个签约项目规模均创出历史新高。我们预计2012年公司新签合同将超过百亿。
- **公司综合毛利率继续提升。**2011年公司综合毛利率达到23.65%, 较2010年提升0.88个百分点, 主要原因是高毛利的设计咨询板块贡献利润的比重提高到近三分之一。我们预计公司仍将维持高毛利的水平。
- **公司煤化工项目比重继续增加。**2011年公司新签订单中煤化工比例超过90%。我们预计“十二五”期间, 大型煤化工项目公司的参与的比重将进一步增加。GSP气化炉、FMTP、乙二醇、褐煤提质和MTA等技术和工艺的工业化应用, 都有望成为公司股价的催化剂。

评级面临的主要风险

- 重要人才的流失; 核心技术泄露; 产品价格大幅下降; 公司下游客户需求放缓。

估值

- 考虑到公司技术、成本和渠道优势, 我们预测2011-2014年三年净利润年均复合增长将达到48%, 给予其30倍2012年预期市盈率, 目标价由31.50元下调为28.50元, 维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,836	2,346	3,473	5,431	8,527
变动(%)	4	28	48	56	57
净利润(人民币 百万)	197	277	422	603	899
全面摊薄每股收益(人民币)	0.707	0.622	0.947	1.352	2.017
变动(%)	142.5	(12.0)	52.3	42.8	49.2
市场预期每股收益(人民币)			0.984	1.387	
核心每股收益(人民币)	0.707	0.622	0.947	1.352	2.017
变动(%)	142.5	(12.0)	52.3	42.8	49.2
全面摊薄市盈率(倍)	29.4	33.5	22.0	15.4	10.3
核心市盈率(倍)	29.4	33.5	22.0	15.4	10.3
每股现金流量(人民币)	(0.50)	1.30	0.43	2.19	2.51
价格/每股现金流量(倍)	(41.9)	15.9	48.0	9.5	8.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	23.0	16.4	10.0	5.8
每股股息(人民币)	0.327	0.047	0.124	0.189	0.270
股息率(%)	1.6	0.2	0.6	1.0	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

展望 2012 年，我们预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展，公司的订单增速仍具有较大的空间，结合目前在手超过百亿的订单，我们预计公司 2011-2014 年净利润复合增长率将维持在 40%以上的高速增长。考虑公司未来 2-3 年仍将处在高增速的时期，我们维持**买入**评级，目标价格下调至 28.50 元。

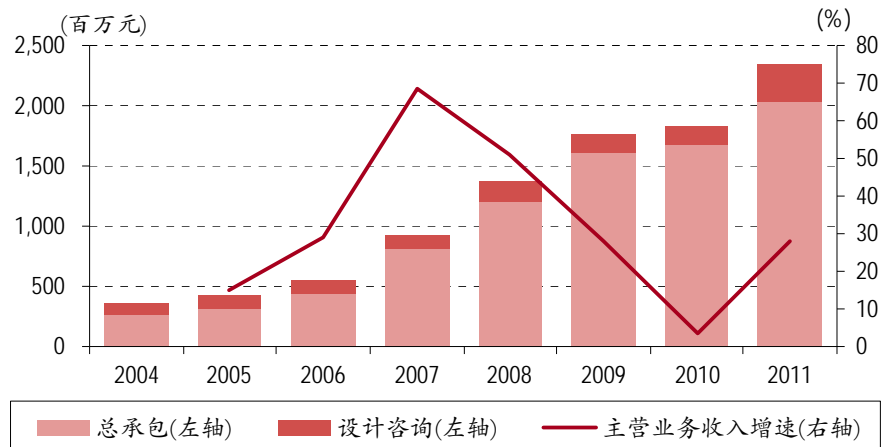
2011 年公司净利增长 41%，基本符合预期

东华科技 2011 年实现主营收入 23.46 亿元，归属于上市公司股东净利润 2.77 亿元，同比分别增长 27.8%和 40.8%，基本符合我们预期。报告期内，公司主营业务收入增长较快，主要是由于公司合同签约额同比大幅增加，工程总承包、工程设计与咨询项目按计划实施，致使营业总收入较快增长；公司净利润实现大幅增长主要得益于高毛利公司设计咨询板块收入 92.3%的增长。

图表 1. 2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
营业额	1,835.84	2,346.49	28
销售税金	(34.53)	(33.42)	(3)
净销售额	1,801.31	2,313.07	28
销售成本	(1,417.95)	(1,791.66)	26
毛利润	383.36	521.41	36
销售费用	(17.61)	(20.65)	17
管理费用	(133.33)	(168.93)	27
经营利润	232.42	331.83	43
投资收益	4.89	4.84	(1)
财务费用	3.87	3.55	(8)
资产减值	(13.42)	(23.42)	75
其它	2.28	6.85	200
税前利润	230.04	323.65	41
所得税	(32.54)	(45.21)	39
少数股东权益	(0.53)	(1.15)	117
净利润	196.97	277.29	41
主要比率(%)			
毛利率	20.9	22.2	
经营利润率	12.7	14.1	
净利率	10.7	11.8	

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 2. 公司营业收入大幅增长


资料来源：公司数据及中银国际研究

公司订单增速较快，未来业绩增速明确

2011 年公司全年合同签约额 75.22 亿元，较 2010 年增长 184%。其中过 10 亿的订单有黔希化工煤制乙二醇项目、伊犁新天煤制天然气项目和中煤集团成氨、尿素项目。合同签约总额和单个签约项目规模均创出历史新高，经营档次和合同质量不断提升，为公司主营业务收入和经营业绩的稳步增长奠定了基础。

其中工程总承包项目签约额为 71.32 亿元，较 2010 年增长 208%；设计咨询项目签约额为 3.9 亿元，较 2010 年增长 15%。

公司签约项目涉及煤化工、化工、石化、环境工程和建筑等行业，其中煤化工项目合同签约额为 68.15 亿元，占全年合同总额的 90.60%。其中包括煤制丙烯 (FMTP)、煤制乙二醇、煤制天然气等新型煤化工项目和合成氨、尿素、甲醇等传统煤化工项目。考虑到新型煤化工行业“十二五”高速发展的趋势和单套新型煤化工项目投资较大，我们预计 2012 年公司新签项目将突破百亿，其中煤化工项目的比例仍将保持在 90% 以上的高位。

图表 3. 2011 年以来公司公告的订单情况

公告日期	业主	项目	类型	合同额 (亿元)
11.1.14	黔希化工	乙二醇	EPC	30.47
11.1.28	伊犁新天	天然气	EPC	14.15
11.5.18	山西襄矿	乙二醇	E	0.5
11.5.24	锡林郭勒苏尼特碱业	乙二醇	E	0.27
11.6.7	蒙大新能源	甲醇	EP+M	9.06
11.6.28	沧州正源	合成氨、尿素	E	0.3
11.7.26	中电投	煤制气	E	0.33
11.9.13	中煤	合成氨、尿素	EPC	10.4
11.11.9	西部翡翠能源化工	FMTP、PP	E	0.3
2011 年其他				9.44
合计				75.22
12.3.6	锡林郭勒盟创源煤化工	褐煤低温热解	E	0.6

备注：E 设计、P 采购、C 建设、M 项目管理

资料来源：公司公告、中银国际研究

我们预计公司目前在手订单超过百亿元，相当于 2011 年全年营业收入的四倍多，我们预计公司的主营业务收入在“十二五”期间仍将保持较高的增速。

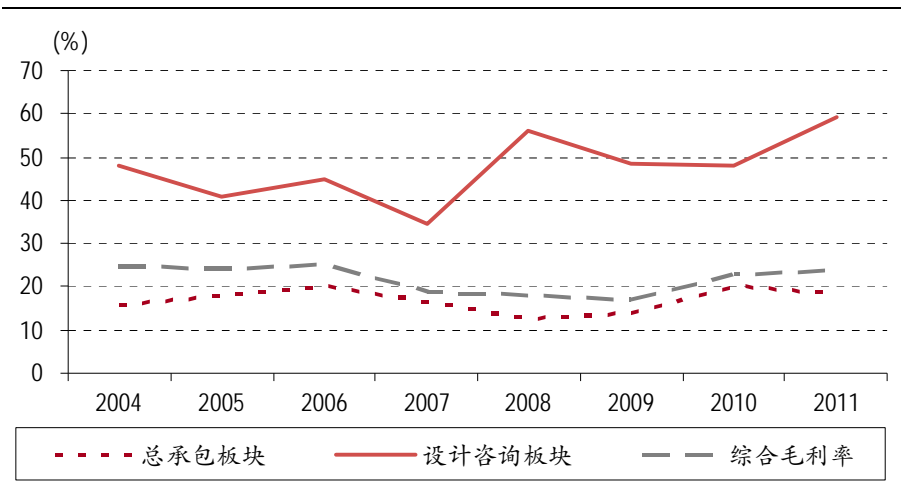
公司综合毛利率继续提升

2011 年公司综合毛利率达到 23.65%，较 2010 年提升 0.88 个百分点，主要原因是高毛利的设计咨询板块贡献利润的比重提高到总利润的三分之一。

其中，设计咨询业务的毛利率较上年同期增加 11.02 个百分点，随着设计咨询合同额的提升，单项目的毛利也不断增加，此外也和公司管理水平、人力资源和成本控制等方面有所相关；工程总承包项目毛利率同比减少 2.08 个百分点，主要原因是由于个别项目毛利较低。

我们认为随着现代煤化工项目数量的增加，公司设计咨询板块的毛利仍将维持在 50-60% 的高毛利水平；工程总承包板块将恢复到毛利仍将维持

图表 4. 公司毛利率稳定



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司将继续受益于新型煤化工行业的高速发展

我们预计“十二五”期间，相较于其他现代煤化工项目，煤制烯烃和煤制天然气项目发展速度相对较快。煤制烯烃将在示范技术完善和优化的基础上，预计到“十二五”末，产能从目前的 160 万吨/年提高到 400-500 万吨/年；煤制天然气将在煤炭资源丰富、管输条件成熟的，建设煤制天然气示范项目，缓解天然气供求矛盾，预计在新疆和蒙东地区将会有多套装置建成投产，预计到“十二五”末，产能达到 150-250 亿标方/年左右。煤制油将会新建百万吨级的间接液化示范性装置。煤制乙二醇随着技术的不断突破发展，预计将会形成 50-120 万吨/年左右的产能，估计 2012-2015 年实现固定资产总投资达到 2,000-3,000 亿。

2011 年公司新签订单中煤化工比例超过 90%，达到 68 亿元。我们预计“十二五”期间，国内大型煤化工项目中，公司的参与的比重将进一步增加。将主要体现在 GSP 气化炉、FMTP、乙二醇、褐煤提质等方面。

目前公司成功开发了流化床甲醇制丙烯 (FMTP) 并正工程化；煤制乙二醇领域承担国内在建装置 80%以上的产能，其中一套装置将于 2012 年第三季度开车；承担了煤制天然气项目核心装置的工程设计工作；同时正积极跟踪和关注甲醇制芳烃技术和褐煤综合利用技术。上述新技术和新产品核心技术的掌握，将进一步提高公司在新型煤化工领域的技术地位和实力。

我们预计，在 2011 年公司主营业务收入和净利润同比增幅 40-60%的基础上，公司 2012 年将会继续保持较高的增速。尤其是工程总承包板块，我们预计该板块 2012 年总收入增幅超过 80%，毛利率如果仍能维持在 16-18%的水平，将会给公司业绩带来超过 30%的增长。此外，设计板块由于毛利率水平较高，预计在近几年也将维持 30%以上的增速。

因此，我们预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 34.7、54.3 和 85.3 亿元，2012-2014 年的净利润分别为 4.22、6.03 和 9.00 亿元，2012-2014 年每股收益分别为 0.95 元、1.35 元和 2.02 元。按照 2011 年 3 月 30 日收盘价 20.80 元计算，对应的动态市盈率分别为 22 倍、15 倍和 10 倍。

预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展，公司的订单增速仍具有较大的空间，结合目前在手超过百亿的订单，我们预计公司 2011-2014 年净利润复合增长率将维持在 50%以上的高速增长。考虑公司未来 2-3 年仍将处在高增速的时期，我们维持**买入**评级，目标价格下调至 28.50 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,836	2,346	3,473	5,431	8,527
销售成本	(1,418)	(1,792)	(2,672)	(4,225)	(6,695)
经营费用	(170)	(202)	(309)	(485)	(775)
息税折旧前利润	248	353	492	722	1,058
折旧及摊销	(15)	(21)	(21)	(31)	(35)
经营利润(息税前利润)	232	332	471	690	1,022
净利息收入/(费用)	4	6	48	66	105
其他收益/(损失)	(7)	(14)	(20)	(44)	(64)
税前利润	230	324	499	712	1,063
所得税	(33)	(45)	(75)	(107)	(159)
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)
净利润	197	277	422	603	899
核心净利润	197	277	422	603	899
每股收益(人民币)	0.707	0.622	0.947	1.352	2.017
核心每股收益(人民币)	0.707	0.622	0.947	1.352	2.017
每股股息(人民币)	0.327	0.047	0.124	0.189	0.270
收入增长(%)	4	28	48	56	57
息税前利润增长(%)	53	43	42	47	48
息税折旧前利润增长(%)	54	42	39	47	47
每股收益增长(%)	142	(12)	52	43	49
核心每股收益增长(%)	142	(12)	52	43	49

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	230	324	499	712	1,063
折旧与摊销	15	21	21	31	35
净利息费用	(4)	(6)	(48)	(66)	(105)
运营资本变动	(2)	(4)	(2)	(3)	(3)
税金	(33)	(45)	(75)	(107)	(159)
其他经营现金流	(310)	182	(202)	408	290
经营活动产生的现金流	(104)	473	193	976	1,121
购买固定资产净值	(53)	(44)	(38)	(107)	(43)
投资减少/增加	5	5	5	5	5
其他投资现金流	(1)	1	0	0	0
投资活动产生的现金流	(49)	(37)	(33)	(102)	(38)
净增权益	(70)	(84)	(89)	0	0
净增债务	126	59	0	0	0
支付股息	(91)	(21)	(55)	(84)	(121)
其他融资现金流	4	4	48	66	105
融资活动产生的现金流	(31)	(42)	(97)	(18)	(16)
现金变动	(184)	393	63	856	1,067
期初现金	953	769	1,161	1,224	2,080
公司自由现金流	(149)	441	208	940	1,188
权益自由现金流	(23)	500	208	940	1,188

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	769	1,161	1,224	2,080	3,147
应收帐款	656	1,125	1,678	2,420	4,081
库存	736	1,102	1,425	2,319	3,742
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,160	3,388	4,328	6,819	10,970
固定资产	262	271	286	297	306
无形资产	73	76	141	138	136
其他长期资产	89	93	32	102	105
长期资产总计	425	440	459	537	548
总资产	2,585	3,828	4,787	7,356	11,518
应付帐款	1,533	2,529	3,182	5,146	8,420
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	176	184	211	296	401
流动负债总计	1,709	2,714	3,393	5,442	8,821
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	279	446	446	446	446
储备	591	660	937	1,456	2,235
股东权益	870	1,106	1,383	1,902	2,681
少数股东权益	6	9	10	13	17
总负债及权益	2,585	3,828	4,787	7,356	11,518
每股帐面价值(人民币)	3.12	2.48	3.10	4.26	6.01
每股有形资产(人民币)	2.86	2.31	2.79	3.95	5.70
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.76)	(2.60)	(2.75)	(4.66)	(7.06)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.5	15.0	14.2	13.3	12.4
息税前利润率(%)	12.7	14.1	13.6	12.7	12.0
税前利润率(%)	12.5	13.8	14.4	13.1	12.5
净利率(%)	10.7	11.8	12.2	11.1	10.5
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2
利息覆盖率(倍)	2,474.0	5,489.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	29.4	33.5	22.0	15.4	10.3
核心业务市盈率(倍)	29.4	33.5	22.0	15.4	10.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	42.5	48.3	31.7	22.2	14.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	6.7	8.4	6.7	4.9	3.5
价格/现金流(倍)	(41.9)	15.9	48.0	9.5	8.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	23.0	16.4	10.0	5.8
周转率					
存货周转天数	183.7	187.2	172.6	161.7	165.2
应收帐款周转天数	99.3	138.5	147.3	137.7	139.1
应付帐款周转天数	303.5	315.9	300.1	279.8	290.4
回报率					
股息支付率(%)	46.3	7.5	13.1	14.0	13.4
净资产收益率(%)	25.2	28.1	33.9	36.7	39.3
资产收益率(%)	8.1	8.9	9.3	9.7	9.2
已运用资本收益率(%)	29.9	33.9	41.4	45.7	48.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371