

东华科技 (002140)

煤制乙二醇和煤制气是未来订单承接的重要领域

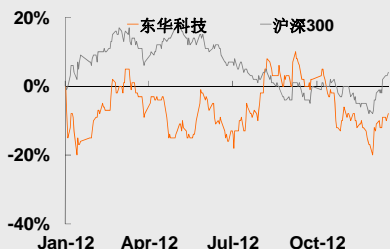
推荐 (维持)

现价: 21.23 元

主要数据 (20130104)

行业	平安基础化工
公司网址	www.chinaecec.com
大股东/持股	化学工业第三设计院 /60.01%
实际控制人/持股	中国化学工程集团 /40.03%
总股本(百万股)	446
流通 A 股(百万股)	433
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	94.69
流通 A 股市值(亿元)	92.00
每股净资产(元)	2.77
资产负债率(%)	72.8

行情走势图



证券分析师

伍颖
投资咨询资格编号
S1060511010017
010-66299575
wuying467@pingan.com.cn

鄢祝兵
投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
Yanzhubing290@pingan.com.cn

陈建文
投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
Chenjianwen@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如
经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎
重使用并注意阅读研究报告尾页的声明
内容。

投资要点

■ 在手订单支撑 2013 年业绩增长

2012 年,石化工业经济增速减缓,国内外市场需求扩张乏力,业内投资决策较为审慎,公司新签合同订单金额同比减少,前三季度公告的新签合同金额为 17.7 亿元。2013 年,依靠执行近两年新签合同订单,预计公司业绩仍将保持增长。由于国内传统煤化工产能逐渐饱和,预计未来公司新签订单将主要集中在新型煤化工领域,特别是煤制乙二醇、煤制天然气等。

■ 预计公司煤制乙二醇将于 2013 年初取得进展

国内乙二醇进口依存度 70%以上,煤制乙二醇依靠较好成本优势,未来具有良好市场发展空间。公司承担了较多国内煤制乙二醇在建装置产能,其中设计的一套装置正处于试生产阶段,预计将于 2013 年初取得进展。如果试生产成功,预计公司将获取更多煤制乙二醇相关订单。

■ 预计公司将分享煤制天然气投资增长

预计 2013 年中国将步入新型煤化工投资高峰期,煤制天然气市场前景较好,将成为新型煤化工投资的重要领域。公司煤制天然气技术来源于德国西门子,技术成熟,随着公司对中电投伊南、伊犁新天煤制气相关设计或工程承包经验的积累,我们预计未来公司将获取更多煤制气相关订单。

■ 其他新型煤化工技术储备丰富

甲醇制丙烯 (FMTA): 2009 年底公司完成 FMTA 工业化试验装置的总承包业务,目前公司已承接了远兴能源等 3 个相关设计合同。煤制芳烃: 目前国内规划产能超过 500 万吨/年;公司正在进行甲醇制芳烃 (FMTA) 工业实验装置试车,如试车成功,有望分享未来国内煤制芳烃的大规模投资。

■ 维持盈利预测,维持“推荐”

我们维持之前盈利预测,预计 2012~2014 年 EPS 分别为 0.81、1.11、1.44 元,对应 1 月 4 日收盘价的动态 PE 分别为 26.1、19.2、14.7 倍。我们看好未来公司在新型煤化工领域,特别是煤制乙二醇和煤制天然气领域订单的获取,预计公司业绩将持续稳定增长,维持“推荐”评级。

■ 风险提示

公司所依赖的石油化工行业固定资产投资规模增长幅度低于预期,煤制乙二醇、煤制天然气等项目的工程进展低于预期,国家对煤化工限制政策的出台。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,836	2,346	3,360	4,950	6,700
YoY(%)	3.7	27.8	43.2	47.3	35.4
净利润(百万元)	197	277	362	494	643
YoY(%)	51.5	40.8	30.7	36.3	30.2
毛利率(%)	22.8	23.6	21.3	20.5	20.1
净利率(%)	10.7	11.8	10.8	10.0	9.6
ROE(%)	22.6	25.1	25.6	26.9	27.0
EPS(摊薄/元)	0.44	0.62	0.81	1.11	1.44
P/E(倍)	48.1	34.1	26.1	19.2	14.7
P/B(倍)	10.9	8.6	6.7	5.2	4.0

一、在手订单支撑 2013 年业绩增长

2012 年，石油和化学工业经济增速减缓，国内外市场需求扩张乏力，业内投资决策较为审慎，公司新签合同订单金额同比减少，前三季度公告的新签合同金额为 17.7 亿元。

2011 年公司新签合同金额为 75.2 亿元，其中多个项目工期截至 2013 年，加上 2012 年已新签合同，公司在手订单储备丰富，这将支撑 2013 年业绩增长。

图表1 公司在手订单储备丰富

	类型	金额 (万元)	客户	项目	工期
2011 年 1 月 14 日	总承包	304710	黔西县黔希煤化工 投资有限责任公司	30 万吨/年乙二醇	26 个月
2011 年 1 月 27 日	工程承包	141482	伊犁新天	20 亿立方米煤制天然气项目空分 装置、污水处理及回用装置的工程 建设任务	截至 2013 年 6 月 30 日
2011 年 6 月 7 日	EP+M 承包	90600	内蒙古蒙大新能源 化工基地开发有限 公司	120 万吨/年二甲醚项目一期工程 60 万吨/年煤制甲醇	2013 年 7 月 1 日前实 现合同装置机械竣工
2011 年 9 月 13 日	EPC 总承包	104224	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	装置中间交接时间为 2013 年 6 月 30 日
2012 年 8 月 6 日	工程设计	7750	府谷县恒源煤焦电 化有限公司	甲醇制烯烃(20 万吨/年丙烯及副产 品)	17 个月
2012 年 8 月 6 日	EPC 工程总 承包	150000	安庆市曙光化工股 份有限公司	煤制氢项目	2012 年 8 月至 2014 年 3 月

资料来源：公司公告

二、预计 2013 年中国将步入新型煤化工投资高峰期

我国“富煤贫油少气”的能源结构，决定了煤炭在较长时期的国家能源消费中处于主导地位，以煤为原料生产化工产品将成为石油化工的重要替代补充。据统计，全国在建和拟建的煤制油项目产能达 5000 万吨，煤制烯烃产能 2800 万吨，煤制天然气产能 1620 亿立方米，煤制乙二醇产能 915 万吨。为稳定经济增长，2013 年《煤炭深加工示范规划》以及《煤炭深加工产业发展政策》有望正式出台，中国将步入新型煤化工投资高峰期。

图表2 未来新型煤化工潜在投资巨大

		已示范项目	预计“十二五”示范项目	在建或规划
	单位	产能	产能	产能
煤制油	万吨	137	500	5000
煤制天然气	亿立方米	151	360	1620
煤制烯烃	万吨	160	500	2800
煤制乙二醇	万吨	20	180	915

资料来源：平安证券研究所

三、煤制乙二醇和煤制气是未来订单承接的重要领域

公司业务主要集中在煤化工领域，2011 年新签合同金额在总新签合同金额中占比 90.6%。由于国内传统煤化工（煤制甲醇、二甲醚、氯碱等）产能逐渐饱和，预计未来公司新签订单将主要集中在新型煤化工领域，特别是煤制乙二醇、煤制天然气等。

2.1 预计公司煤制乙二醇将于 2013 年初取得进展

中国是世界乙二醇最大消费国，进口依存度 70%以上。相比传统乙烯法，煤制乙二醇依靠成本优势，将具有较好市场发展前景。2012 年 12 月丹化科技煤制乙二醇取得突破，其产品各项指标均已达到国家规定的优等品标准，优等品产出率稳定在 90%以上，生产负荷基本稳定在 85%以上。丹化科技的成功验证了煤制乙二醇工业化可行性，将促进国内煤制乙二醇产业的快速发展。

公司煤制乙二醇采用宇部技术。日本宇部自上世纪八十年代末开始即着力于煤基合成气制草酸二甲酯和碳酸二甲酯的工艺和工程放大装置的研究，其万吨级工业化羰基化装置的稳定运行经验至今已二十余年。

公司承担了较多国内煤制乙二醇在建装置产能，其中设计的一套装置正处于试生产阶段，预计将于 2013 年初取得进展。如果试生产成功，预计公司将获取更多煤制乙二醇相关订单。

图表3 相比乙烯法，煤制乙二醇具有较好成本优势（元/吨）（不含增值税）

	中国 草酸酯法	中国 乙烯法	东南亚 乙烯法	美国（页岩 气原料）	中东（乙烷 原料）
生产成本	4084	5691	5318	4327	1233
生产成本+运费	4784		中国 CFR	4708	1614
			中国国内售价	4966	1703

注：乙烯法均为乙烯自给，取980美元/吨（对应布伦特原油110美元/桶）；煤制乙二醇原料取褐煤214元/吨（除税价）。

资料来源：平安证券研究所

图表4 公司已承接的煤制乙二醇合同订单

	类型	金额 (万元)	客户	项目	工期
2011 年 1 月 14 日	总承包	304710	黔西县黔希煤化工投资有限责任公司	30 万吨/年乙二醇	26 个月
2011 年 5 月 18 日	工程设计	6200	山西襄矿泓通煤化工有限公司	30 万吨/年煤制乙二醇	480 天内
2011 年 5 月 24 日	工程设计	2700	锡林郭勒苏尼特碱业有限公司	10 万吨/年乙二醇-苏尼特碱业 节能降耗技术改造一期	380 天

资料来源：公司公告

2、预计公司将分享煤制天然气投资增长

我国天然气供应缺口逐年提高，将拉动对非常规天然气及替代天然气的需求，除页岩气之外，煤制天然气将成为重要选择。我们预计煤制天然气将成为新型煤化工投资的重要领域。公司煤制天然气

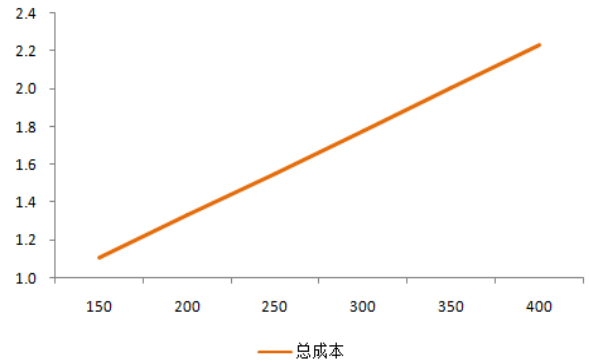
技术来源于德国西门子，技术成熟，随着公司对中电投伊南、伊犁新天煤制天然气相关设计或工程承包经验的积累，我们预计未来公司将获取更多的煤制天然气相关订单。

图表5 我国天然气进口依存度逐年提高（十亿立方英尺）



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 煤制天然气成本与煤价变动关系(元/立方米, 元/吨)



资料来源: 平安证券研究所

图表7 公司已承接的煤制天然气合同订单

日期	类型	金额 (万元)	客户	项目	工期
2011年1月27日	工程承包	141482	伊犁新天	20亿立方米煤制天然气项目空分装置、污水处理及回用装置的工程建设任务	空分装置机械竣工时间为2013年5月15日, 污水处理及回用装置机械竣工时间为2013年6月30日
2011年7月26日	基础设计	3315	中电投新疆能源有限公司	中电投伊南3×20亿Nm ³ /a煤制天然气项目一期20亿Nm ³ /a工程总体院及气化装置	关于气化装置基础设计的工期为9个月, 关于作为总体院承担总体协调和管理服务的工期为36个月

资料来源: 公司公告

四、其他新型煤化工技术储备丰富

甲醇制丙烯(FMTP)技术, 由中国化学工程集团公司作为投资主体, 东华科技参与投资开发。该技术拥有自主知识产权, 其中东华科技享有18%的知识产权和收益。2009年底东华科技完成FMTP工业化试验装置的总承包业务。目前公司已经承接远兴能源、翡翠能源、恒源煤焦化3个甲醇制烯烃的设计合同。

煤制芳烃, 目前国内规划产能超过500万吨/年, 其中包括华电集团计划总投资285亿元的山西榆横100万吨/年项目。公司正在进行甲醇制芳烃(FMTA)工业实验装置试车, 如试车成功, 有望分享未来国内煤制芳烃的大规模投资。

图表8 公司已承接的煤制烯烃合同订单

类型		金额 (万元)	客户	项目	工期
2010 年 8 月 2 日	工程设计	5000	内蒙古远兴能源股份有限公司	100 万吨/年甲醇制烯烃	基础工程设计工期为 5 个月 6 个月内完成工艺包编制；在工艺包完成后 2 个月内完成初步设计，在初步设计通过审查后 9 个月内完成施工图设计
2011 年 11 月 8 日	工程设计	3000	石河子市西部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	
2012 年 8 月 6 日	工程设计	7750	府谷县恒源煤焦电化有限公司	甲醇制烯烃(20 万吨/年丙烯及副产品)	
资料来源：公司公告					

五、盈利预测

我们维持之前盈利预测，预计2012~2014年EPS分别为0.81、1.11、1.44元，对应1月4日收盘价的动态PE分别为26.1、19.2、14.7倍。我们看好未来公司在新型煤化工领域，特别是煤制乙二醇和煤制天然气领域订单的获取，预计公司业绩将持续稳定增长，维持“推荐”评级。

六、风险提示

1、宏观经济及产业政策变化风险

公司从事的工程设计和工程总承包业务与宏观经济运行关系较为密切，与国民经济发展周期呈正相关关系。由于宏观经济增速下滑，公司所依赖的固定资产投资规模，特别是化工、石化行业的投资规模增长幅度可能低于预期；如果国家出台煤化工限制政策，公司承接煤化工订单将受到影响。

2、设备材料风险

工程总承包业务，尤其是固定总价的EPC模式是公司主要的业务模式，工程总承包业务中工程设备、工程材料的采购成本约占工程总成本的60%。设备材料的采购价格波动与供求因素周期性变化密切相关，这将对项目经济效益产生一定影响。

3、技术风险

随着化学工程基础研究和应用研究的发展、自动化装备和化工装备的进步、新材料的不断出现和更新换代，公司可能面临部分技术失去领先优势、市场竞争力降低的风险。公司积极推进的煤制乙二醇、煤制天然气等项目的工程进展可能低于预期。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	3388	4600	6745	9192
现金	1161	1368	1951	2678
应收账款	181	288	425	575
其他应收款	282	375	552	748
预付账款	571	847	1259	1713
存货	1125	1588	2360	3211
其他流动资产	67	134	198	268
非流动资产	440	563	578	591
长期投资	84	190	190	190
固定资产	271	289	306	323
无形资产	73	69	64	58
其他非流动资产	11	16	19	20
资产总计	3828	5163	7323	9783
流动负债	2714	3738	5476	7389
短期借款	0	0	0	0
应付账款	773	1191	1770	2408
其他流动负债	1941	2548	3706	4980
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	2714	3738	5476	7389
少数股东 权益	9	10	12	15
股本	446	446	446	446
资本公积	90	90	90	90
留存收益	569	878	1299	1843
归属母公司股东权益	1106	1414	1836	2380
负债和股东权益	3828	5163	7323	9783

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	473	389	675	837
净利润	278	364	496	646
折旧摊销	21	22	25	27
财务费用	-4	-13	-17	-23
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	162	-20	124	135
其他经营现金流	19	40	52	57
投资活动现金流	-37	-141	-35	-35
资本支出	52	40	40	40
长期投资	0	106	0	0
其他投资现金流	15	5	5	5
筹资活动现金流	-42	-41	-56	-76
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	167	0	0	0
资本公积增加	-84	0	0	0
其他筹资现金流	-126	-41	-56	-76
现金净增加额	392	206	584	726

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2346	3360	4950	6700
营业成本	1792	2646	3933	5352
营业税金及附加	33	49	72	97
营业费用	21	27	40	54
管理费用	169	235	347	469
财务费用	-4	-13	-17	-23
资产减值损失	23	-5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
营业利润	317	426	581	756
营业外收入	7	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	324	427	582	758
所得税	45	63	86	112
净利润	278	364	496	646
少数股东损益	1	2	2	3
归属母公司净利润	277	362	494	643
EBITDA	334	435	589	760
EPS (元)	0.62	0.81	1.11	1.44

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入(%)	27.8%	43.2%	47.3%	35.4%
营业利润(%)	39.1%	34.4%	36.4%	30.3%
归属于母公司净利润(%)	40.8%	30.7%	36.3%	30.2%
获利能力				
毛利率(%)	23.6%	21.3%	20.5%	20.1%
净利率(%)	11.8%	10.8%	10.0%	9.6%
ROE(%)	25.1%	25.6%	26.9%	27.0%
ROIC(%)	-187.8%	-242.4%	-157.2%	-128.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	70.9%	72.4%	74.8%	75.5%
净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.25	1.23	1.23	1.24
速动比率	0.83	0.81	0.80	0.81
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	11.5	11.2	10.8	10.5
应付账款周转率	2.5	2.7	2.7	2.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.81	1.11	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	0.87	1.51	1.88
每股净资产(最新摊薄)	2.48	3.17	4.12	5.34
估值比率				
P/E	34.1	26.1	19.2	14.7
P/B	8.6	6.7	5.2	4.0
EV/EBITDA	24.6	18.9	14.0	10.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257