

# 东华科技 (002140.SZ)

乘新疆煤化工东风，化工建设领航者加速新兴业务转型

## 核心观点:

- **化工建设领先者，三纵三横铸就增长引擎。**公司前身为 1963 年成立的 中国化学工业部第三设计院，由中国化学工程股份有限公司控股（持股 47.08%）。聚焦化学工程建设，公司纵向推进“差异化、实业化、国际化”发展战略，横向布局“新材料、新能源、新环保”产业领域，2019-2024 年，公司营收/归母净利润 CAGR 为 16%/18%。
- **工程：“三新”业务打开第二增长曲线，新疆煤化工带来订单弹性。**公司传统业务聚焦化工业务，钛白、磷&硫化工等，煤化工和“三新业务”打开第二增长曲线。目前公司海外订单比重提升，24 年已提升至 39%。从新业务看，**煤化工：**新疆煤化工有望带来额外订单弹性，据我们统计，近期已公布/正推进的新疆煤化工项目总额达 9555 亿元，前期公司已中标陕煤集团榆林化 50 亿元及中化学内蒙新材 37 亿元乙二醇项目。公司二股东为陕煤集团，关注公司未来在相关业务领域的订单承接潜力。**“三新”：**公司在新材料上聚焦可降解、电池级材料等；在新能源上承接绿色电源项目；在新环保中致力污水处理、土壤修复等，24 年，新材料新能源领域新签订单 43 亿元，占总订单约 19%。**传统业务：**钛白、磷&硫化工等传统优势领域驱动稳定发展。
- **实业：多元布局绿色实业促业绩增长，持有工业污水运营资产、污水运营国内领先。**材料：公司聚焦环保塑料、乙二醇、石墨烯等。公司控股的东华天业 PBAT 项目，产能达 6 万吨/年 PBAT、4 万吨/年 PBT，且向上下游拓展布局。**运营：**公司是中国领先的工业污水领域综合运营商，并且其碳酸锂项目运营合同长 3 年，合同额 10.7 亿元。
- **盈利预测及投资建议：**预计公司 25-27 年归母净利润为 4.94/6.06/7.04 亿元，参考公司自身增速及可比公司估值，给予公司 25 年 18 倍 PE 估值，对应合理价值 12.57 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**煤化工进展不及预期；应收账款风险；汇率波动预期。

## 盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,558	8,862	10,151	12,150	14,075
增长率 (%)	21.2	17.3	14.5	19.7	15.8
EBITDA (百万元)	379	609	678	807	928
归母净利润 (百万元)	344	410	494	606	704
增长率 (%)	19.2	19.3	20.5	22.6	16.2
EPS (元/股)	0.49	0.58	0.70	0.86	0.99
市盈率 (P/E)	17.50	17.05	13.12	10.70	9.21
ROE (%)	8.6	9.4	10.2	11.1	11.5
EV/EBITDA	11.28	8.69	6.35	4.15	2.46

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

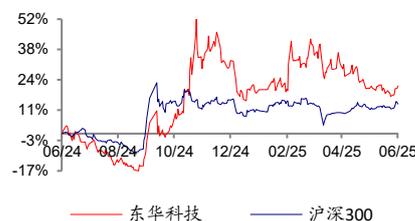
## 公司评级

	买入
当前价格	9.16 元
合理价值	12.57 元
报告日期	2025-06-29

## 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	708.0/543.4
总市值/流通市值 (百万元)	6485/4978
一年内最高/最低 (元)	11.64/6.35
30 日日均成交量/成交额 (百万)	4.38/39.96
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-10.37/-8.43

## 相对市场表现



## 分析师:

耿鹏智



SAC 执证号: S0260524010001



021-38003620



gengpengzhi@gf.com.cn

## 分析师:

尉凯旋



SAC 执证号: S0260520070006



021-38003576



yukaixuan@gf.com.cn

## 分析师:

乔钢



SAC 执证号: S0260524100001



SFC CE No. BVX103



021-38003769



qiaogang@gf.com.cn

请注意，耿鹏智、尉凯旋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、化工建设领先者，三纵三横铸就增长引擎.....	5
(一) 化工部第三设计院改制上市，实控人国务院国资委.....	5
(二) 聚焦化工建设业务，三纵三横推进综合性战略.....	6
(三) 近5年营收/归母净利润 CAGR16%/18%，研发费用率高.....	7
二、工程：“三新”业务打开第二增长曲线，新疆煤化工带来订单弹性.....	11
(一) 聚焦化工与三新业务，海外订单比重提升.....	11
(二) 煤化工：掌握煤化工核心技术，新疆煤化工东风起、有望释放订单弹性.....	13
(三) “三新”业务：三新项目占比约20%，绿能与环保技术助力减碳治污.....	19
(四) 传统业务：钛白、磷&硫化工等传统优势领域驱动稳定发展.....	22
三、实业：多元布局绿色实业促业绩增长，持有工业污水运营资产、国内领先.....	24
(一) 材料：环保背景凸显环保塑料、乙二醇、石墨烯等实业增长点.....	24
(二) 运营：中国领先的工业污水领域综合运营商.....	27
四、盈利预测与估值.....	29
(一) 盈利预测.....	29
(二) 投资建议.....	30
五、风险提示.....	31
(一) 新疆煤化工进展不及预期.....	31
(二) 应收账款回收风险.....	31
(三) 汇率波动风险.....	31

## 图表索引

图 1: 作为现代科技型企业, 公司在 2001 年实现股份制改造, 在 2007 年成功上市	5
图 2: 截至 24 年底东华科技股权结构: 中国化学工程为第一大股东, 持股 47.08%	5
图 3: 公司提供"科技+工程+实业"全过程服务	6
图 4: 业务梯度发展驱动新兴产业与全球化市场双维突破	6
图 5: 基本盘+三纵三横战略推进, 三新产业布局助力企业发展	7
图 6: 2019-2024 年, 公司营收 CAGR+16.08%	8
图 7: 2019-2024 年, 公司归母净利 CAGR+17.72%	8
图 8: 2024 年, 公司总承包收入营收合计占 95.15%	9
图 9: 2024 年, 公司总承包收入毛利合计占 93.37%	9
图 10: 2017-2024 年, 公司化工行业营收占比最大且呈上升趋势	9
图 11: 2017-2024 年, 公司化工行业毛利率较为稳定	9
图 12: 2018-2024 年, 期间费用率略有下降	10
图 13: 化学工程是核心业务, 三新业务为战略重点	11
图 14: 2024 年, 公司研发投入金额 3.12 亿元, 占营收比例 3.52%	12
图 15: 2024 年, 公司获得授权专利 35 项, 同比+25%	12
图 16: 2024 年, 公司新签合同额同比+24.05%	12
图 17: 2021-2024 年, 公司累计已签约未完工订单总额大幅增加	12
图 18: 2024 年, 海外新签订单 87.6 亿元, 占总订单 39.3%	13
图 19: 煤化工工艺流程一般包括煤制合成气生产、合成气预处理及深加工转化	14
图 20: 2024 年, 中国天辰总资产达 320.77 亿元, 东华科技总资产达 161 亿元	15
图 21: 五环、华陆、东华等公司净利润呈现上升趋势(单位: 亿元)	15
图 22: 2024 年, 新材料、新能源领域合同签约计 42.69 亿元, 占合同签约总额 19.16%	20
图 23: 乌拉特中旗光热发电项目作为公司代表性项目, 产能达 100MW	20
图 24: 2023 年, 中国硫酸/磷肥的产量为 985.73/9770.86 万吨, 同比+0.17%/6.13%	23
图 25: 2023 年, 中国钛白粉出口数量 164.18 万吨, 同比+16.78%	23
图 26: 东华天业以 PBAT/PBT 为基, 向上下游及横向拓展, 加速全产业链布局	25
图 27: 购物袋、一次性餐饮具、快递包装等将产品是 PBAT 的主要需求方向	25
图 28: 中国 PLA 和 PBAT 产能快速发展, 产量增长空间显著(2021-2025E)	26
图 29: 石墨烯具有优异的电学、力学和热学等性能	27
图 30: 东华公司石墨烯相关关键技术获奖	27
图 31: 公司化工运营项目扎布耶碳酸锂项目, 合同总额 31.9 亿元, 其中运营合同 10.7 亿元	28

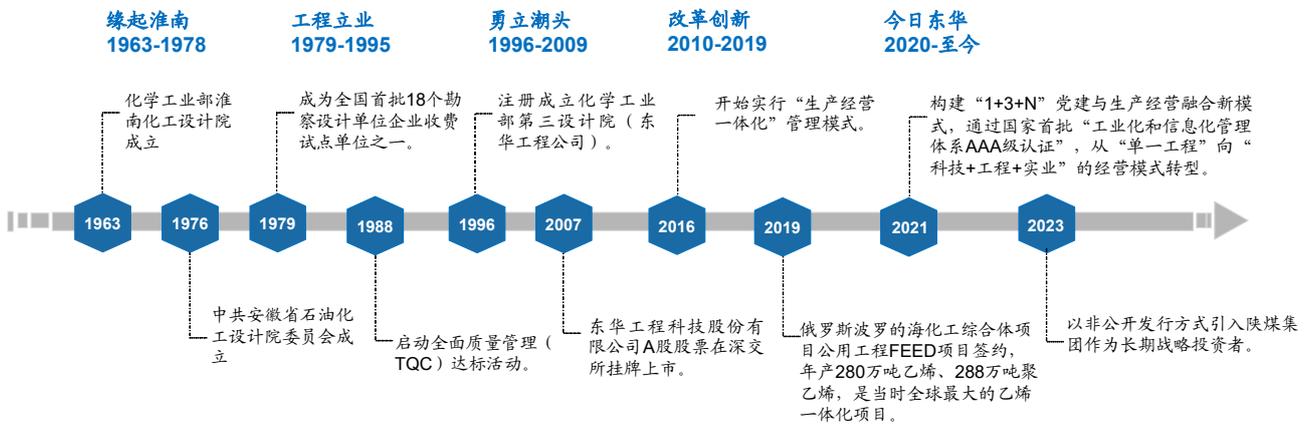
表 1: 2018-2024 年, 公司营收 CAGR+14.02%、实现快速发展 (单位: 亿元)	8
表 2: 25Q1, 公司海外重大项目执行情况	13
表 3: 公司发展差异化竞争优势, 聚焦乙二醇、甲乙酮等产品	14
表 4: 陕煤集团榆林化学乙二醇项目合同总价达 42.07 亿元	15
表 5: 陕煤集团榆林化学 1500 万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目建设	16
表 6: 伊利新天项目为公司代表性煤化工污水处理项目	17
表 7: 新疆地区近两年公布/正推进煤化工项目一览	17
表 8: 新材料项目众多, 涵盖可降解材料、电池级材料、有机硅行业和多种新技术	21
表 9: 国内早期环保企业, 工业废水处理领域领先	21
表 10: 钛白、磷&硫化工承袭公司传统化工优势, 项目承接仍持续	22
表 11: 2024 年, 公司高端化学品生产情况	24
表 12: 公司四大实业主力, 强化化工新材料和危固废处置的实业发展	24
表 13: 30 万吨/年煤制乙二醇项目总投资 64.1 亿元, 依靠内蒙古资源优势和榆林化学销售体系	26
表 14: 公司致力于工业污水运营服务产品化	27
表 15: 新签合同和订单预测表 (单位: 亿元)	29
表 16: 分业务营收预测表 (单位: 百万元)	30
表 17: 可比公司估值表 (2025.6.27)	31

# 一、化工建设领先者，三纵三横铸就增长引擎

## (一) 化工部第三设计院改制上市，实控人国务院国资委

公司是中国工程勘察设计行业较早进行股份制改造并上市的现代科技型企业，源于1963年成立的原中国化学工业部第三设计院，2001年股份制改造，2007年在深交所上市，业务涵盖化工、石油化工、新材料、新能源、生态环保、基础设施等多领域工程建设，在天然气化工、焦炉气化工、设计和建设市场有主导性竞争优势。公司始终占据化工建设领域领先地位，累计完成2000余项工程项目，获400余项省部级以上荣誉，持有260余项专利和专有技术，其合成气制乙二醇技术国内市场占有率超70%。

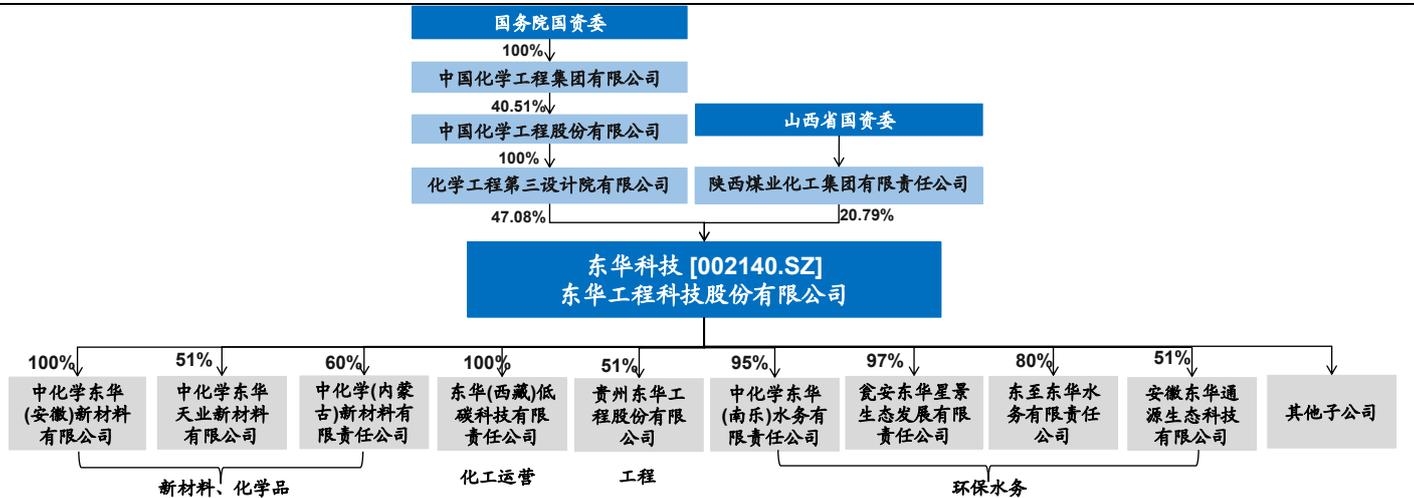
图 1：作为现代科技型企业，公司在 2001 年实现股份制改造，在 2007 年成功上市



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

实控人国务院国资委，第一大股东中国化学工程股份有限公司持股47.08%。截至24年末，中国化学工程股份有限公司（以下简称“中国化学”）直接持有公司股份47.08%，为直接控股股东，实控人为国资委；陕西煤化工集团有限责任公司持股20.79%，为第二大股东。公司下属中控股占比超50%的未注销公司共11家，涉及化工、新材料、污水处理、景观生态件建设等领域。

图 2：截至 24 年底东华科技股权结构：中国化学工程为第一大股东，持股 47.08%

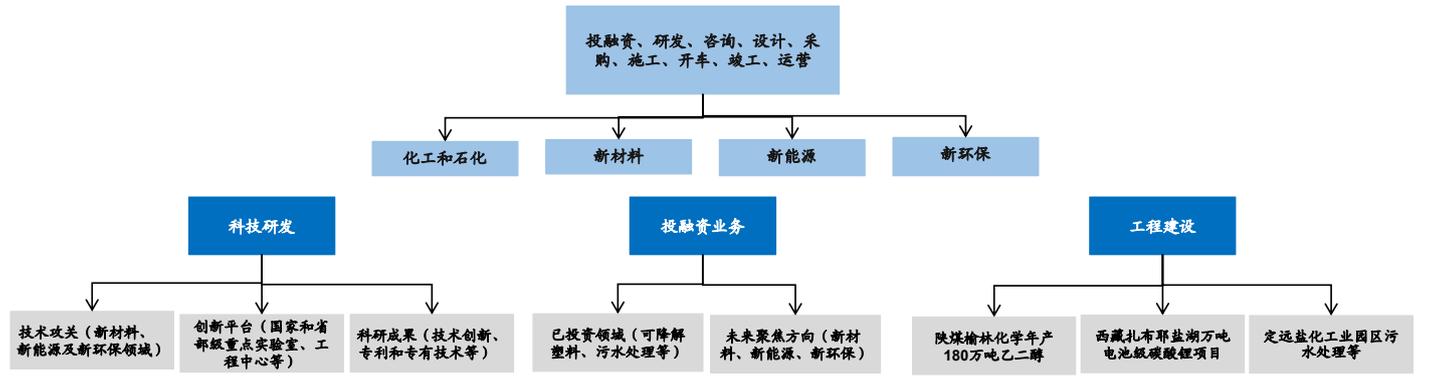


数据来源：iFinD，公司年报、广发证券发展研究中心

## (二) 聚焦化工建设业务，三纵三横推进综合性战略

聚焦工程建筑板块，三纵三横开拓市场。依据公司官网，公司纵向推进“差异化、实业化、国际化”发展战略，横向布局“新材料、新能源、新环保”产业领域。投融资领域，公司聚焦新材料、新能源、新环保方向，以投资拉动业务增长，已建成可降解塑料、污水处理等标杆项目；科技研发端，依托国家级实验室攻克关键技术，构建专利壁垒；工程建设板块，依托2000余项项目经验，覆盖化工石化、新材料、新能源、新环保以及国际工程等领域。

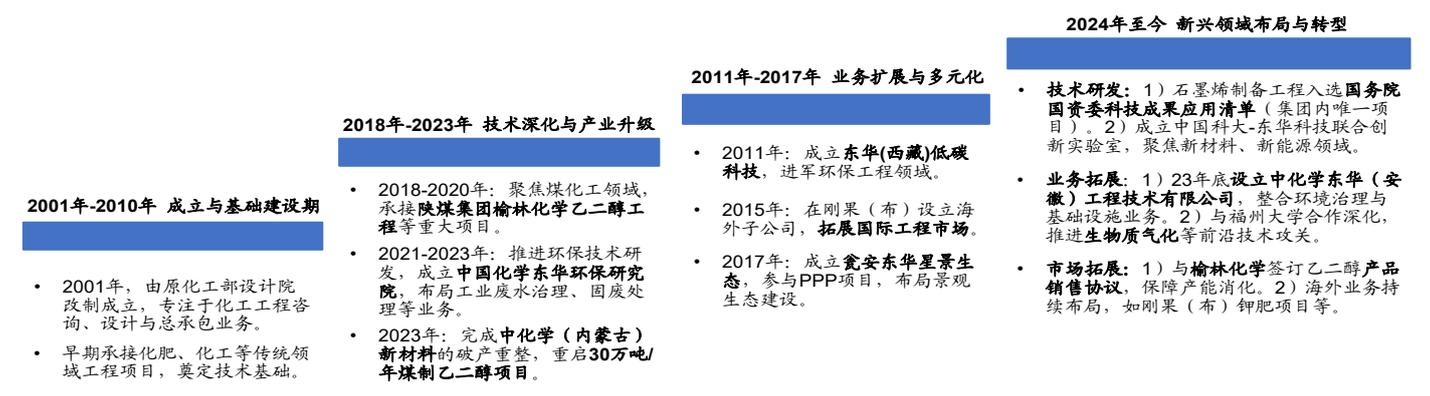
图 3：公司提供“科技+工程+实业”全过程服务



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

梯形业务发展，积极布局化工、“三新”和海外市场。(1) 2023年，公司通过破产重整获得中化学(内蒙古)新材料60%的控股权，30万吨/年煤制乙二醇项目于2024年一次性打通全流程。2024年底，内蒙新材与榆林化学签订《产品销售合同》，这一举措为公司带来新的利润增长点。(2) 公司积极拓展海外市场，建立完善的海外营销布局，如2015年在刚果(布)设立海外子公司。(3) 公司注重技术研发与创新，不断加大在新材料、新能源、新环保等领域的研发投入。

图 4：业务梯度发展驱动新兴产业与全球化市场双维突破

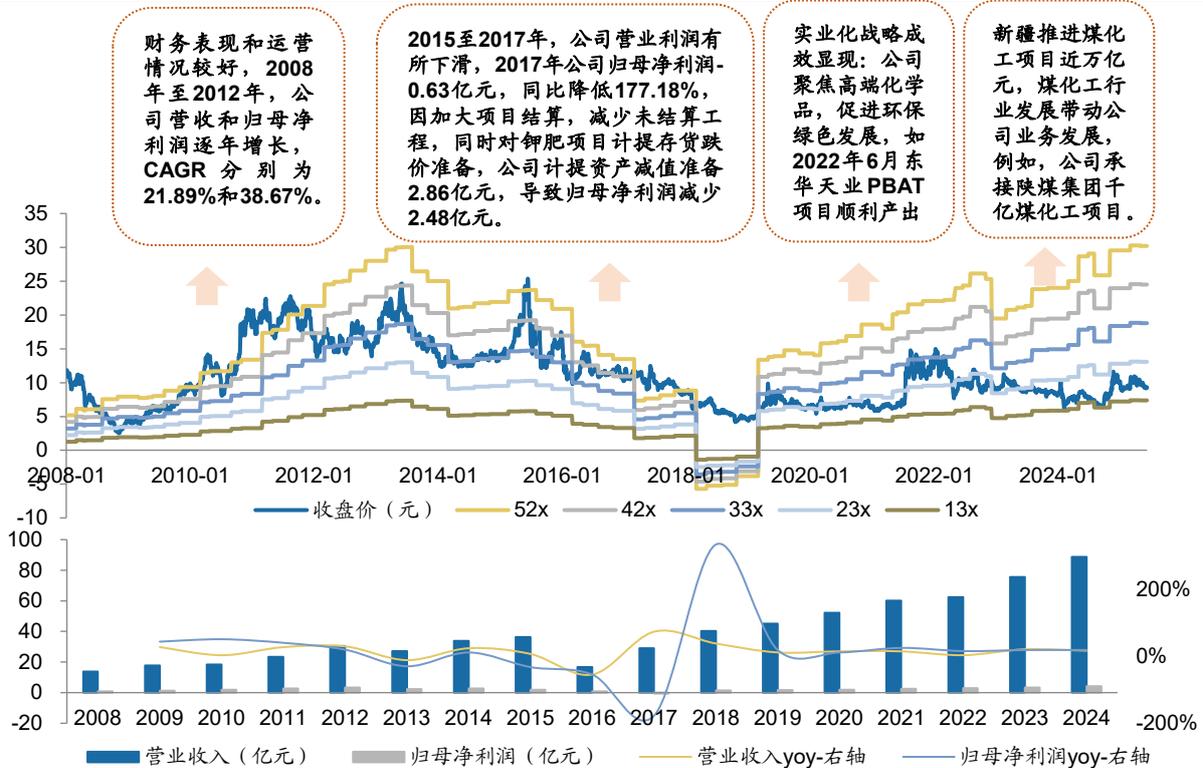


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

股价驱动：2021年系新能源、新材料等“三新”业务驱动，2024年以来受益煤化工行业景气度向上。2008至2012年，公司财务表现和运营情况逐年向好，营收和归母净利润CAGR分别21.89%和38.69%，助力股价上涨。2015至2017年，公司营业利润有所下滑，2017年公司归母净利润-0.63亿元，同比降低177.18%，因加大项目结算，减少未结算工程，计提存货跌价准备等，公司计提资产减值准备

2.86 亿元，利润下滑致使短期内股价快速下跌。2020 至 2022 年，公司股价上涨，实业化战略成效显著，聚焦高端化学品，促进环保绿色发展。2024 年以来，煤化工行业发展带动公司业务发展，新疆推进煤化工项目近万亿元，公司承接陕煤集团千亿煤化工项目，股价顺势上扬。

图5: 基本盘+三纵三横战略推进, 三新产业布局助力企业发展



数据来源: iFinD、Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

### (三) 收入、归母净利润快速增长, 高研发投入引领实业及工程

营收与归母净利润逐年增长, 2019-2024年, CAGR+16.08%/+17.72%。收入端, 2019至2024年, 公司营收由45.18亿元增至88.62亿元, CAGR+16.08%, 保持持续且较高增速。2020年由于高质量战略调整, 华北和西北区域市场增速下降等原因, 营业收入增幅有所下降。2024年, 公司实现营收88.62亿元, 同比+17.25%。利润端, 2019至2024年, 公司归母净利润由1.77亿元增至4.10亿元, CAGR+17.72%。2024年, 公司实现归母净利润4.1亿元, 同比+19.28%。

图 6: 2019-2024 年, 公司营收 CAGR+16.08%

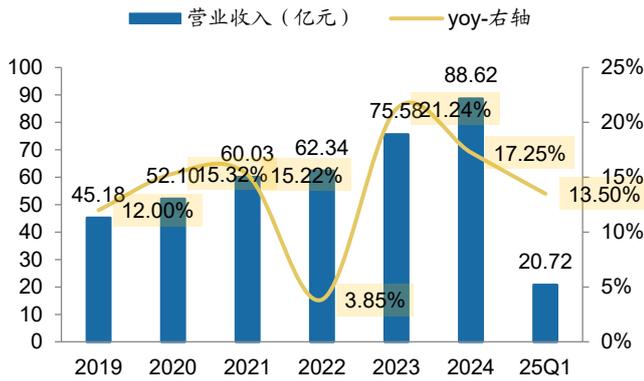
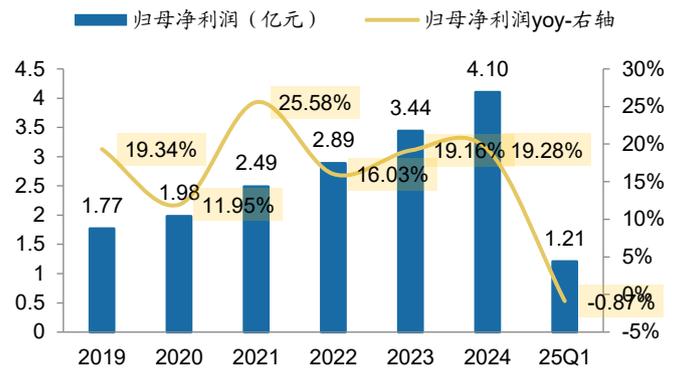


图 7: 2019-2024 年, 公司归母净利润 CAGR+17.72%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

以总承包收入为主, 设计、技术性收入毛利率稳超 25%。营收端: 2024 年, 公司实现营收 88.62 亿元, 其中, 总承包收入 84.33 亿元, 占比 95.15%; 设计、技术性收入 2.59 亿元, 占比 2.92%; 其他业务实现营收 1.71 亿元, 占比 1.93%。毛利端: 2024 年, 公司毛利 10.7 亿元。其中, 总承包收入实现毛利 9.99 亿元, 毛利占比 93.37%; 设计、技术性收入实现毛利 0.76 亿元, 毛利占比 7.09%; 其他业务实现毛利 -0.05 亿元, 毛利占比 -0.46%。

表 1: 2018-2024 年, 公司营收 CAGR+14.02%、实现快速发展 (单位: 亿元)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>营业总收入</b>							
营业收入	40.34	45.18	52.10	60.03	62.34	75.58	88.62
增长率	38.7%	12.0%	15.3%	15.2%	3.8%	21.2%	17.3%
毛利	4.50	5.51	8.04	6.42	7.59	7.82	10.70
<b>总承包收入</b>							
营业收入	37.85	42.60	49.11	58.21	58.94	71.64	84.33
增长率	39.6%	12.5%	15.3%	18.5%	1.3%	21.5%	17.7%
营收占比	93.8%	94.3%	94.3%	97.0%	94.5%	94.8%	95.2%
毛利	3.90	4.77	7.00	5.84	6.68	6.99	9.99
毛利率	10.3%	11.2%	14.3%	10.0%	11.3%	9.8%	11.8%
<b>设计、技术性收入</b>							
营业收入	2.31	2.31	2.74	1.46	2.23	2.02	2.59
增长率	20.5%	0.0%	18.6%	-46.5%	52.3%	-9.6%	28.3%
营收占比	5.7%	5.1%	5.3%	2.4%	3.6%	2.7%	2.9%
毛利	0.60	0.60	0.89	0.44	0.69	0.58	0.76
毛利率	25.8%	26.0%	32.7%	29.9%	30.9%	28.7%	29.3%
<b>其他</b>							
营业收入	0.18	0.28	0.25	0.36	1.17	1.93	1.71
增长率	167.4%	50.5%	-7.9%	40.3%	228.7%	64.7%	-11.5%
营收占比	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	1.9%	2.6%	1.9%
毛利	--	0.13	0.14	0.15	0.21	0.26	-0.05
毛利率	--	48.6%	54.3%	40.9%	18.3%	13.4%	-2.9%

数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图 8: 2024 年, 公司总承包收入营收合计占 95.15%

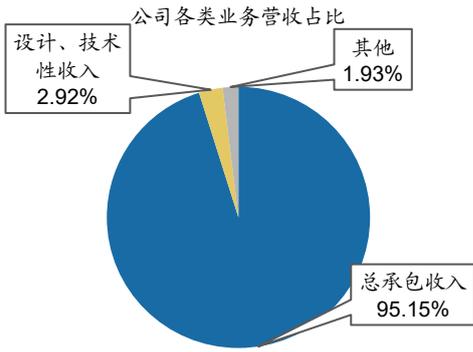
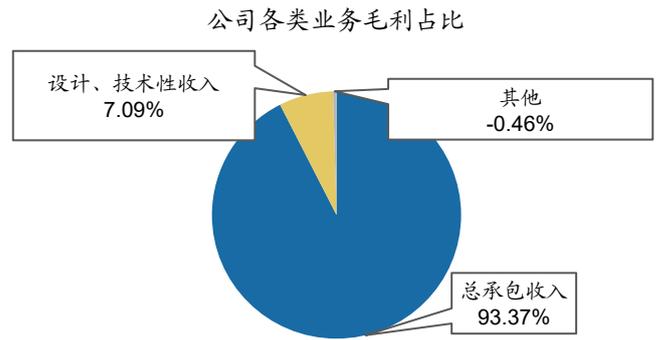


图 9: 2024 年, 公司总承包收入毛利合计占 93.37%

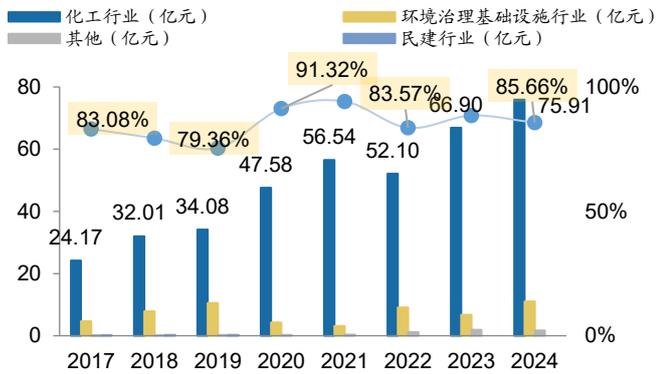


数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

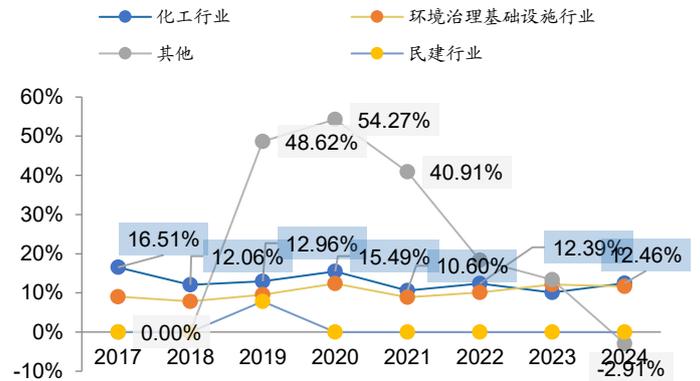
公司业务领域主要涵盖化工工程、民建行业和环境治理基础设施行业, 毛利率稳定且维持在10%以上。营收端, 2017至2014年, 化工行业营收从24.17亿元增长至75.91亿元, 2024年营收占比85.66%, 始终处于高位, 其次为环境治理基础设施行业。毛利端, 化工行业毛利率高于10%, 2024年毛利率12.46%, 整体平稳。综上, 公司工程业务仍是营收主力, 化学工程依赖技术优势保持稳定, 环境治理和非化工程则实现较快增长。

图 10: 2017-2024 年, 公司化工行业营收占比最大且呈上升趋势



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

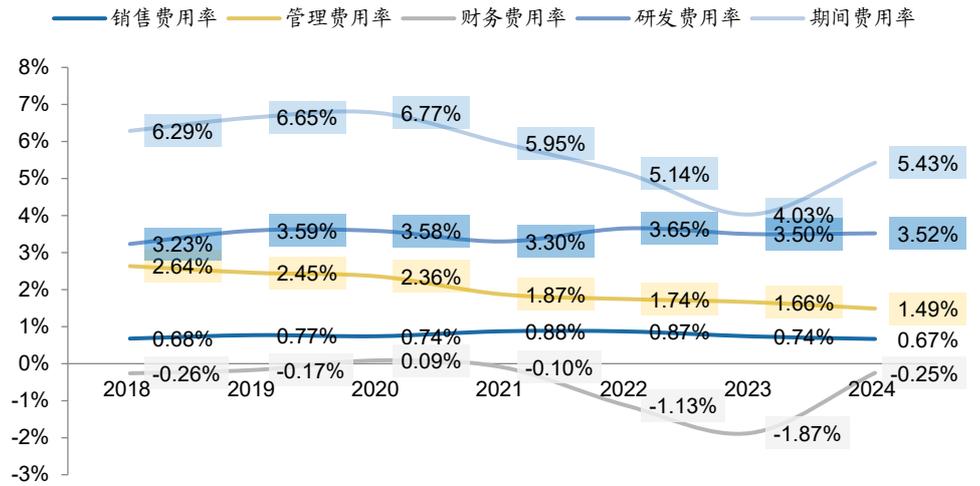
图 11: 2017-2024 年, 公司化工行业毛利率较为稳定



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

费用管控良好, 研发费用率最为突出。2018至2024年, 公司期间费用率略有下降, 财务、销售和管理费用率保持较低水平。2024年, 期间费用率5.43%, 同比+1.4pct; 研发费用率3.52%, 同比+0.02pct。公司高度重视研发, 研发投入金额持续增长, 并通过平台建设、技术合作及成果转化形成系统性研发能力。

图12: 2018-2024年, 期间费用率略有下降



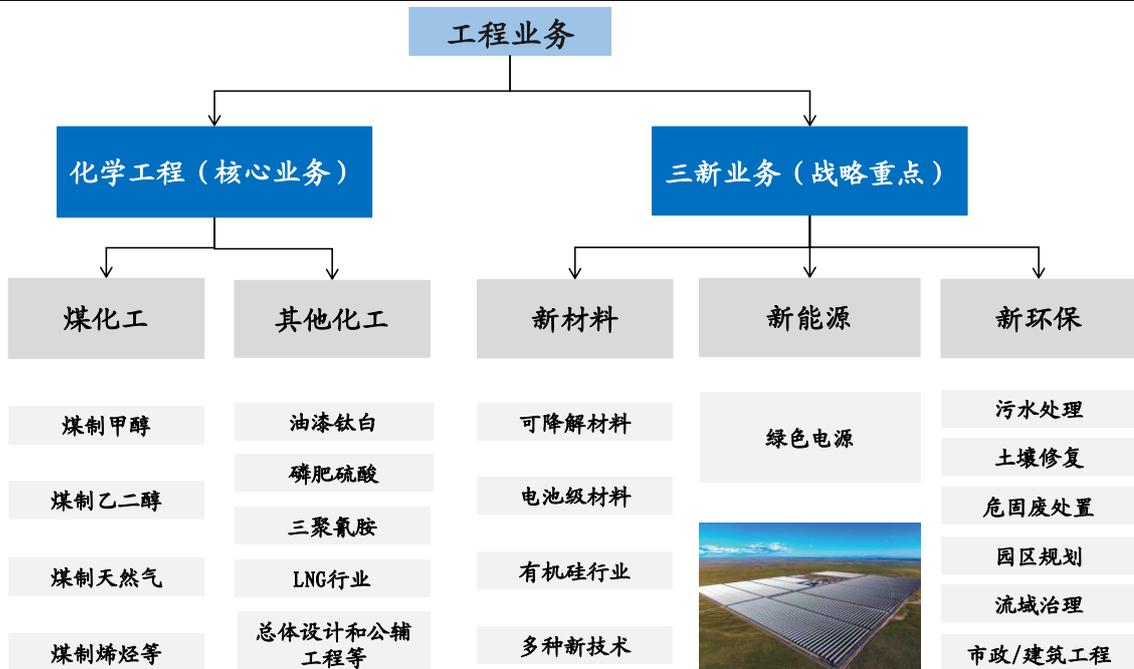
数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

## 二、工程：“三新”业务打开第二增长曲线，新疆煤化工带来订单弹性

### （一）聚焦化工与三新业务，海外订单比重提升

**聚焦化学工程与三新业务。**化学工程领域，公司重点发展煤化工：煤制甲醇、煤制乙二醇、煤制天然气、煤制烯烃等项目；其他化工板块：油漆钛白、磷肥硫酸、三聚氰胺、LNG行业等。**三新领域**，公司发展新材料、新能源、新环保。新材料方面，致力于可降解材料、电池级材料等；新能源领域，聚焦绿色电源项目；新环保业务则涵盖污水处理、土壤修复等。公司依托此布局，在煤化工领域保持优势并拓展新兴领域，助力可持续发展。

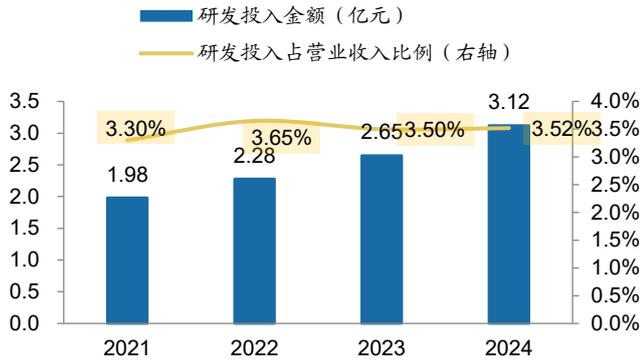
图13：化学工程是核心业务，三新业务为战略重点



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

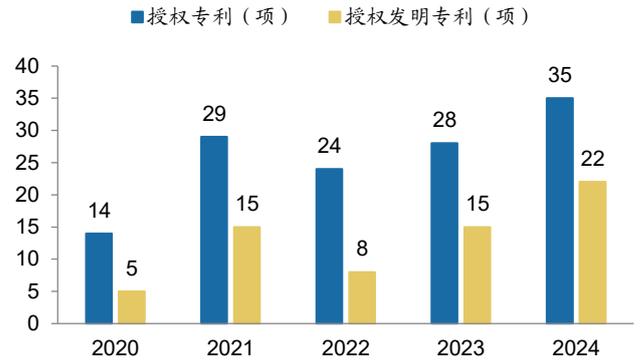
**以技术为核心竞争力，表现在人才、资质与研发方向。**第一，公司紧贴业务发展需求，有序补充与优化人力资源。第二，公司工程设计综合甲级资质顺利延续；综甲资质是我国工程设计资质的最高层级，根据公司年报，目前国内拥有该项综甲资质的工程勘察设计企业仅有90多家，约占全国勘察设计企业的0.3%。第三，公司研发投入持续增长，2024年，公司研发投入金额3.12亿元，同比增长17.89%，占营收比例3.12%；2024年，公司获得授权专利35项，同比+25%。

图 14: 2024 年, 公司研发投入金额 3.12 亿元, 占营收比例 3.52%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 15: 2024 年, 公司获得授权专利 35 项, 同比 +25%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

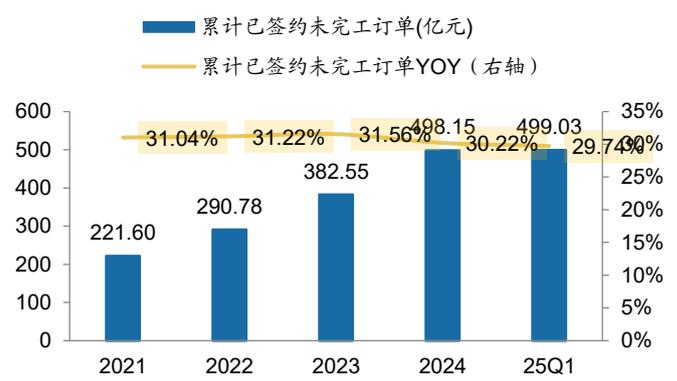
新签订单大幅增长, 业绩高成长可期。2021 年至 2024 年, 公司新签合同额和累计已签约未完工订单总额逐年增长。2024 年, 公司全年新签额达 222.85 亿元, 同比 +24.05%; 累计已签约未完工订单达 498.15 亿元, 同比 +30.22%。

图 16: 2024 年, 公司新签合同额同比 +24.05%



数据来源: 公司年报、经营情况简报、广发证券发展研究中心

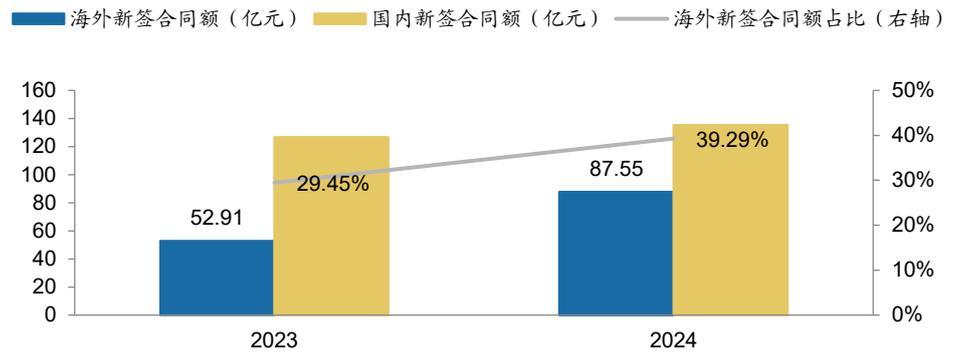
图 17: 2021-2024 年, 公司累计已签约未完工订单总额大幅增加



数据来源: 公司年报、经营情况简报、广发证券发展研究中心

海外新签占比比例较高, 约为 40% 左右。2024 年, 公司海外新签合同额 87.6 亿元, 占比 39.3%。公司承接利维亚 IBQ 基础化工、伊拉克原油发电等大型总承包项目, 带动中国标准、中国技术、中国装备走向海外。

图18: 2024年, 海外新签订单87.6亿元, 占总订单39.3%



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

表2: 25Q1, 公司海外重大项目执行情况

项目名称	服务模式	合同金额	累计确认收入 (亿元)	建设工期 (月)	目前情况
刚果(布)蒙哥 1200kt/a 钾肥工程项目工程总承包合同	工程总承包	5.22 亿美元	2.08	36	已处于停工状态, 总承包合同履行具有不确定性, 项目结算和回款存在一定风险
南非尼安扎公司 8 万吨/年硫酸法钛白项目 EPC 总承包合同	工程总承包	4.91 亿美元	0.71	36	正在开展部分项目设计工作, 业主履约能力未发生重大变化, 未来结算与回款不存在重大风险
玻利维亚 IBQ 基础化工项目 EPC 总承包合同	工程总承包	25.57 亿玻币	0.91	46	履行中, 业主履约能力未发生重大变化, 未来结算与回款不存在重大风险
伊拉克 AL-Shemal2x350MW 热电厂项目 EPC 总承包合同	工程总承包	7.40 亿美元	-	36	业主正在推进项目融资的落地工作, 公司已开立履约保函等

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

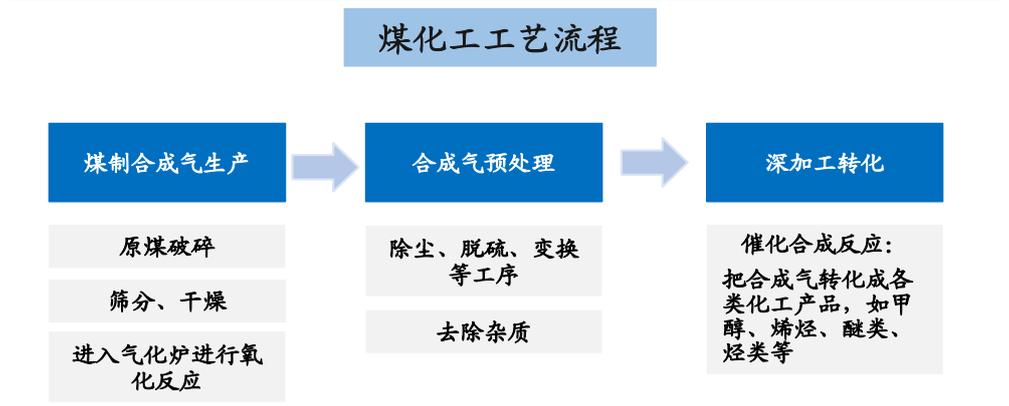
## (二) 煤化工: 掌握煤化工核心技术, 新疆煤化工东风起、有望释放订单弹性

公司凭借水煤浆气化、GSP粉煤气化等关键技术, 在煤化工领域形成差异化优势, 落地多项重大工程, 尤其是乙二醇项目。同时, 新疆万亿煤化工项目推进, 为行业带来广阔空间, 公司有望受益。

### 1. 掌握煤化工关键技术, 赋能差异化发展优势

**掌握煤化工工艺关键技术并形成优势。**依据吴玉兵的《煤化工工艺与设备的关键技术应用》, 煤化工工艺流程包括煤制合成气生产、合成气预处理及深加工转化。公司掌握多种水煤浆气化、GSP粉煤气化和U-GAS气化核心技术等多种煤化工关键技术。2023年, 公司的甲烷-二氧化碳重整制合成气技术获中国专利银奖。依据索荣的《看煤化工企业如何打破同质化》, 该技术可消耗工艺系统内部二氧化碳、消纳外部碳源, 实现负碳, 减少转化单元20%~30%的工艺蒸汽消耗、减少25%~35%的燃料消耗。

图19：煤化工工艺流程一般包括煤制合成气生产、合成气预处理及深加工转化



数据来源：吴玉兵《煤化工工艺与设备的关键技术应用》、广发证券发展研究中心

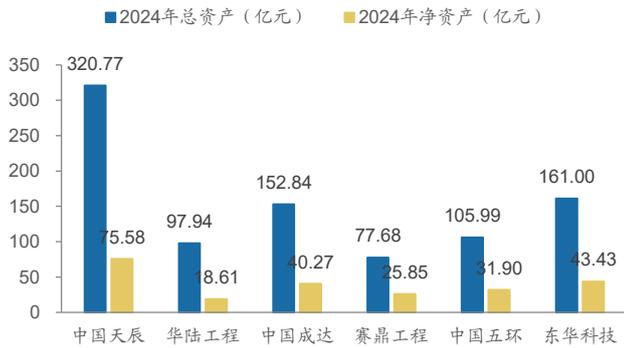
公司在乙二醇领域优势显著，中国化学体内仅次于中国天辰。从工程地位来看，依据中国勘探设计协会发布的工程总承包营业额 2024 年排名，公司 2023 年总承包营业额 66.69 亿元，排名 42。依据 2023 年年度董事会经营评述，公司在合成气制乙二醇产品领域具有较强市场竞争力，承建装置产能累计达 1000 万吨/年，市场占有率达到 70%。从总资产和净利润来看，2024 年，公司总资产 161 亿元，仅次于中国天辰，净利润自 2020 年以来呈现稳步上升态势。

表3：公司发展差异化竞争优势，聚焦乙二醇、甲乙酮等产品

设计院/工程公司	主要核心技术	服务的主要细分化学工业领域	2023 年总承包营业额 (亿元)
东华科技	甲乙酮生产装置的工艺技术、磷复肥工业中的工艺技术、钛白工业中的工艺技术、大型甲醇装置的工艺技术、煤化工技术、工业及城市污水处理的工艺技术和化工装置关键设备生产技术	乙二醇、甲乙酮、三聚氰胺、硫酸、钛白、磷复肥、合成氨、甲醇、二甲醚、煤制甲醇、工业及城市污水处理的工业工程和化工关键设备制造	66.69
赛鼎工程有限公司(原化二院)	异丙苯法苯酚丙酮生产工艺技术、甲苯二异氰酸酯(TDI)生产技术、双压法硝酸装置工艺技术、硝酸生产工艺技术和 CO2 和纯 O2 气化焦炭生产高纯度 CO 工艺技术	苯酚、丙酮、光气及异氰酸酯、硝酸、硝酸铵、焦化和城市煤气工业工程	69.55
天辰公司	电石气烧石灰窑国产化技术、丙烯酸及酯生产技术、氨碱法纯碱技术、离子膜烧碱技术、环己酮生产技术和丁烷、丙烷球罐生产技术	电石、丙烯酸及酯、纯碱、烧碱、合成纤维及单体、制药工业工程和储罐设计和安装	134.44
五环公司	甲醇液相氧化羰基合成碳酸二甲酯、CO 气相催化合成草酸酯水解制草酸、BT 生物农药、新型尿素合成塔塔盘技术、尿素深度水解技术磷酸术、磷肥、复合肥生产技术	碳酸二甲酯、草酸、尿素、合成氨和硝酸工业工程	85.27
华陆公司	有机胺(包括一、二、三甲胺)、无水氟化氢、千吨级四氟乙烯和聚四氟乙烯、邻二甲苯法制苯酐、有机硅和甲烷氯化物的工业生产技术	重水、液氢、有机氟、有机硅、有机胺、胶片、薄膜、苯酐、顺酐、工程塑料、BDO(丁二醇)、MDI(异氰酸酯)和甲烷氯化物工业工程	73.36
成达公司	联碱法和氨碱法纯碱装置技术、离子膜烧碱技术、钾盐离子膜法制钾碱及碳酸钾、换热式转化造气制合成氨、乙炔法氯丁橡胶，一步法三聚氰氨，硫化钠法聚苯硫醚技术	纯碱、烧碱、钾碱及碳酸钾、乙烯、丙烯、甲醇、聚氯乙炔、三聚氰氨、乙炔工业工程	85.06
桂林公司	橡胶机械及其制品的制造技术	橡胶、轮胎工业工程	/

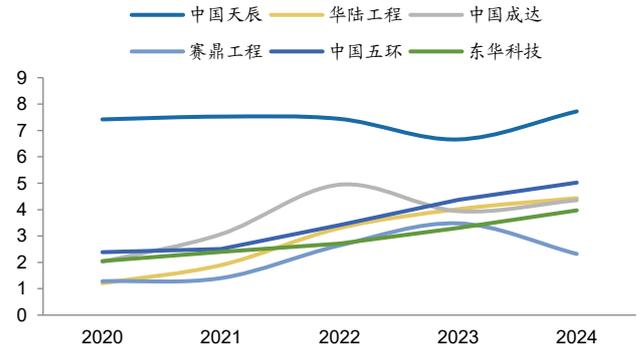
数据来源：公司招股说明书、中国勘察设计协会、广发证券发展研究中心

图20: 2024年, 中国天辰总资产达320.77亿元, 东华科技总资产达161亿元



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 21: 五环、华陆、东华等公司净利润呈现上升趋势 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

## 2. 众多煤化工项目落地, 乙二醇项目突出

煤化工总承包项目经验丰富, 乙二醇项目尤为突出。其中, 陕煤集团榆林化学乙二醇项目(草酸二甲酯装置和乙二醇装置建设)总金额分别为32.91亿元和16.95亿元。截至2024年底, 累计确认收入分别为28.22亿元和13.85亿元, 累计收款分别为29.42亿元和15.16亿元。2023年, 公司经破产重整持有中化学(内蒙古)新材料60%股权。此外, 中化学(内蒙古)新材料有限公司煤制乙二醇项目总金额36.96亿元, 截至2023年6月, 累计确认收入23.99亿元, 累计收款21.30亿元。2024年10月, 其30万吨/年煤制乙二醇项目全流程打通, 产出聚酯级乙二醇。同年, 内蒙古新材料与榆林化学签订销售合同。

表4: 陕煤集团榆林化学乙二醇项目合同总价达42.07亿元

项目名称	合同签订时间	合同类型	建设工期 (月)	合同总价款 (亿元)	截至时间	累计确认收入 (亿元)	累计收款 (亿元)	累计确认工程结算 (亿元)
安徽碳鑫科技有限公司焦炉煤气综合利用项目 EPC 总承包	2019年8月	工程总承包	22	13.67	2024-12-31	12	13.25	12
陕煤集团榆林化学有限责任公司煤炭分质利用制化工新材料示范项目一期 180 万吨/年乙二醇工程项目草酸二甲酯装置建设工程	2020年5月	工程总承包	15	32.91	2024-12-31	28.22	29.42	27.77
陕煤集团榆林化学有限责任公司煤炭分质利用制化工新材料示范项目一期 180 万吨/年乙二醇工程项目乙二醇装置建设工程总承包	2020年5月	工程总承包	15	16.95	2024-12-31	13.85	15.16	14.46
安徽碳鑫科技有限公司甲醇综合利用项目除去乙醇联合装置以外的工程 EPC 总承包合同	2022年2月	工程总承包	20	16.98	2024-12-31	13.58	13.52	13.80
山西美锦华盛化工新材料有限公司综合尾气制 30 万吨/年乙二醇联产 LNG 项目 PC (采购、施工) 总承包合同及 PMC 项目管理合同	2019年4月	总承包及 PMC 项目管理	16	17.89+0.25	2024-12-31	19.43	20.20	19.27
广西华谊能源化工有限公司工业气体岛项目乙二醇装置工程总承包合同	2018年12月	工程总承包	24	9.46	2023-9-30	7.75	8.67	7.75
中化学(内蒙古)新材料有限责任公司 30 万吨/年煤制乙二醇项目工程 EPC/交钥匙工程总承包	2014年3月	工程总承包	22	36.96	2023-6-30	23.99	21.3	19.41

项目名称	合同签订时间	合同类型	建设工期 (月)	合同总价款 (亿元)	截至时间	累计确认收入 (亿元)	累计收款 (亿元)	累计确认工程结算 (亿元)
黔西县黔希煤化工投资有限责任公司 30 万吨/年乙二醇 EPC 总承包工程	2011 年 1 月	工程总承包	50	31.56	2021-12-31	27.85	27.9	28.92

数据来源：公司经营情况简报、广发证券发展研究中心

二股东为陕煤集团，关注公司未来在相关业务领域的订单承接潜力。公司第二大股东为陕煤集团，二者股权关系紧密。陕煤集团榆林化学 1500 万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目烯烃、芳烃及深加工工程是目前单体投资最大的煤化工项目，二期化工装置总投资达 1760 亿。根据公司经营数据公告，公司已深度参与该项目，承接了可研修编、基础工程设计总体院及部分装置基础工程设计等工作。

表 5：陕煤集团榆林化学 1500 万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目建设

陕煤集团榆林化学 1500 万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目	建设内容	投资金额
一期	180 万吨/年乙二醇和 120 万吨/年煤热解装置，以及 50 万吨/年 DMC 装置	一期一阶段 180 万吨/年乙二醇工程总投资 265 亿元
二期	<p>一阶段主要建设煤气化、甲醇合成、甲醇制烯烃、烯烃下游相关装置，生产 560 万吨/年甲醇、150 万吨/年甲醇制烯烃、30 万吨/年聚乙烯、30 万吨/年聚丙烯等产品</p> <p>二阶段以煤热解、煤焦油加氢、粉煤气化技术为龙头，通过将煤热解、煤/半煤气化及下游深加工技术系统集成，进一步拓展和延伸产业链，探索煤基烯烃和煤基芳烃耦合发展的新路径，生产高附加值材料、电池电解液溶剂、可降解材料及特种油品等 4 大类 30 余种产品</p>	二期工程化工装置总投资 1760 亿元，其中二期一阶段项目估算总投资 620 亿元

数据来源：中华人民共和国生态环境部、煤化工信息网、流程工业网、西部网、广发证券发展研究中心

通过技术推进煤化工废水处理，累计节约新鲜水约 5000 万吨/年。依据 2024 年董事会工作报告以及央广网报道，在“碳达峰、碳中和”背景下，公司抓紧绿色低碳发展热点，依靠分质分类处理等手段，实现煤化工废水中水和盐的回收及资源化利用，降低运行成本。公司积极开展陕煤集团、国能集团、巨化集团、新疆天业等大型煤化工污水处理项目，以及省内低碳智慧化工园区建设。公司煤化工废水零排放及资源化利用项目开发的系列方法、工艺和设备已被成功应用于新疆、内蒙古、陕西、安徽等地多个煤化工废水处理项目中，截至 2024 年 3 月，累计节约新鲜水约 5000 万吨/年，相当于 100 万人一年的生活用水量。

**表6: 伊利新天项目为公司代表性煤化工污水处理项目**

项目名称	项目位置	服务模式	处理难度	绿色效果体现
伊犁新天煤化工项目	新疆伊宁巴彦岱	EPC	伊犁 20 亿方/年煤制天然气项目是全球最大的煤制天然气项目，气化采用碎煤加压工艺，其产生的废水是业内公认的高难度有机废水	公司技术团队历经八年，将水处理系统进行合理划分，分质处理、分质回用。污水经处理后全部用于循环水补充水和脱盐站原水，结晶产生的混盐送危废填埋场填埋，开车及运行期间无废水外排。
中煤鄂尔多斯图克煤化工污水处理零排放工程	内蒙古鄂尔多斯乌审旗	EPC	中煤图克化肥项目为年产合成氨 100 万吨/年，尿素 175 万吨/年，是世界上最大的化肥项目，采用碎煤熔渣加压气化技术	本项目为国内煤化工领域污水零排放项目，全厂无废水外排，结晶分盐装置产生的 NaCl 和 Na <sub>2</sub> SO <sub>4</sub> 达到工业级纯度

数据来源：公司官网、东华科技 ECEC、广发证券发展研究中心

### 3.空间测算：新疆推进煤化工项目近万亿元，“十五五”空间广阔

**新疆煤化工东风再起，审批项目持续增加。**当前来看，多个新疆煤化工及相关项目正稳步推进：根据中化新网，今年2月23日，规划总投资达338亿元的山东能源兖矿新疆能化准东煤化一体化项目开工建设；3月22日，国家能源准东年产20亿立方米煤制天然气项目正式开工。3月28日，总投资190亿元的东方希望集团准东煤电一体化项目正式开工。**横向看**，山西、内蒙等地有重大项目持续推进，**新疆煤化工投资力度突出**。根据中国拟在建网，25Q1，国内煤化工共有10个超过百亿的大体量项目，其中9个均位于新疆。其中4个项目投资额超过300亿元，均位于新疆。分别为：国家能源集团哈密能源集成创新基地项目、陕煤集团新星投资有限公司新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程、新疆其亚化工有限公司20亿立方米/年煤制天然气项目和陕煤集团新星投资有限公司新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程。**经我们统计，新疆在建及待建的煤化工项目对应投资额合计约9555亿元。**

**表7: 新疆地区近两年公布/正推进煤化工项目一览**

项目类型	投资主体	项目	投资额 (亿元)	产能 (10kt/100Mm <sup>2</sup> )	状态	项目动态
煤制甲醇	新疆中泰新材料股份有限公司	资源化综合利用制甲醇升级示范项目	60.0	100.0	在建	25年4月接近投产
	新星惠尔绿色科技有限公司	荒煤气资源化综合利用项目	50.0	40.0	在建	25年4月建设达总进度80%
	新疆能源集团	120万吨/年甲醇	171.3	120.0	待建	24年11月签约
	新疆蓝山屯河化学有限公司	110万吨/年煤制甲醇项目	75.0	110.0	待建	24年8月启动环评
	新疆国源科技有限责任公司	100万吨煤制甲醇项目	-	100.0	待建	24年12月启动可研
	新疆其亚新材料有限公司	600万吨/年煤基甲醇项目	300.0	600.0	在建	24年6月开工
煤制烯烃	山东能源集团兖矿新疆能化有限公司	新疆准东80万吨煤制烯烃项目	338.0	80.0	在建	25年4月开工
	新疆东明塑胶有限公司	80万吨/年煤制烯烃项目	190.0	80.0	待建	24年1月取得环评
	新疆中新建煤炭产业有限公司	煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程150万吨/年煤制烯烃项目	370.0	150.0	待建	24年11月签约
	独山子石化公司	120万吨/年二期乙烯及配套绿色低碳示范工程项目	290.0	120.0	在建	24年5月开工

项目类型	投资主体	项目	投资额 (亿元)	产能 (10kt/100Mm <sup>3</sup> )	状态	项目动态
	新疆东明塑胶有限公司	80万吨/年煤制烯烃项目	211.0	80.0	待建	24年1月取得环评
	山东能源集团	80万吨煤制烯烃项目	198.2	80.0	待建	23年11月签约
	新疆山能化工有限公司	80万吨/年煤制烯烃项目	209.0	80.0	待建	24年1月取得环评
煤焦化	新疆黑猫煤化工有限公司	年产640万吨焦化及焦炉煤气综合利用	396.0	640.0	待建	24年4月签约
	新疆中鑫环泰能源有限公司	260万吨焦炭/年煤焦化多联产(化产深加工)项目	51.8	260.0	在建	24年9月开工
	新疆拜城龙宇新材料有限公司	150万吨煤焦化项目	117.8	150.0	待建	24年7月开始设计
	新疆中鑫环泰能源有限公司	260万吨煤焦化项目	45.4	260.0	待建	24年8月项目报批
	新疆嘉信能源科技有限公司	新疆嘉信洁净能源多联产工程	28.7	300.0	在建	24年12月完成重要节点
煤制气	新疆天池能源有限责任公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	170.4	20.0	待建	计划25年3月开工
	新疆其亚化工有限公司	年产60亿立方米煤制天然气项目	359.0	60.0	在建	24年开工,计划27年建成
	新疆中新建煤炭	煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程40亿立方米/年煤制天然气项目	300.0	40.0	待建	24年11月签约
	新疆庆华能源集团有限公司	庆华煤制天然气二期项目	168.0	40.0	待建	24年12月进行地质勘查
	新疆准能化工有限公司	准东20亿立方米/年煤制天然气项目	170.4	20.0	待建	25年3月公布
	国能新疆煤制气有限公司	20亿立方米年煤制天然气项目	167.9	20.0	在建	25年3月开工
	国家能源集团新疆能源有限责任公司	40亿立方米/年煤制天然气示范项目	250.0	40.0	在建	24年4月大件组装厂厂房正式进入安装阶段
	国家能源集团新疆能源有限责任公司	20亿立方米/年煤制天然气	168.0	20.0	待建	24年9月启动招标
	中国华能集团公司新疆准东公司	40亿立方米/年煤制天然气项目	260.0	40.0	待建	24年8月启动可研
	中煤集团新疆能源有限公司	40亿方/年煤制天然气项目	320.0	40.0	待建	24年1月水资源论证报告编制服务采购公示
	新疆天池能源有限责任公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	230.0	20.0	待建	25年3月环评受理
	新疆新业国有资产经营(集团)有限责任公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	155.0	20.1	待建	24年8月获得国家赋码
	新疆其亚化工有限公司	20亿立方米/年煤制天然气项目	160.0	20.0	待建	24年3月环评公示
	精细化工	新疆天业(集团)有限公司	乙醇制乙烯法PVC项目	139.0	-	待建
新疆中和合众新材料有限公司		新疆100万吨醋酸一体化项目	50.0	100.0	在建	预计2025年4月投产
新疆中和合众新材料有限公司		年产100万吨羧酸及下游一体化项目	50.0	100.0	在建	24年7月进行设备安装
煤制油	伊泰伊犁能源有限公司	伊泰伊犁100万吨/年煤制油项目	183.0	100.0	在建	25年4月开工
	国家能源集团新疆哈密能源化工有限公司	哈密能源集成创新基地项目(年产400万吨煤制油)	1700.0	400.0	在建	24年12月电仪楼实现中交
综合利用	新疆生产建设兵团天盈石油化工有限公司	天盈石化20万吨/年合成气制乙二醇综合技术改造项目	23.0	20.0	待建	25年3月二次环评公示
	新疆燃焱能源产业有限公司	年转化原料2000万吨富燃煤炭分级分质清洁高效综合利用项目	388.8	2000.0	待建	24年7月签约
	东方希望集团	东煤电化一体化项目	190.0	600.0	在建	25年3月开工
	新疆嘉国伟业新能源有限公司	600万吨/年低阶煤清洁高效综合利用项目	73.0	600.0	在建	25年3月复工

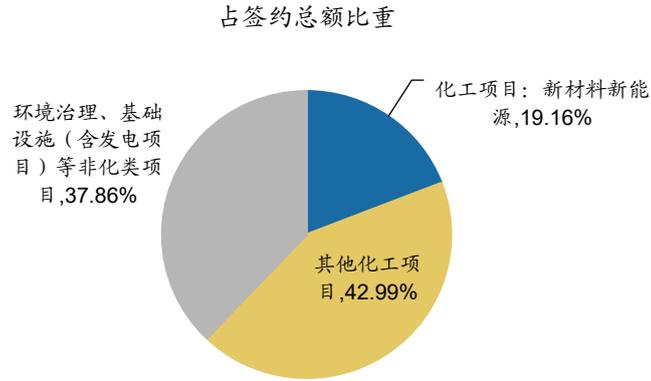
项目类型	投资主体	项目	投资额 (亿元)	产能 (10kt/100Mm <sup>3</sup> )	状态	项目动态
	新疆慧能煤清洁高效利用有限公司	新疆慧能煤清洁高效利用有限公司 1500 万吨/年煤炭清洁高效利用项目	88.6	130.0	在建	24 年 10 月开始滑膜施工
	新疆昊源化工有限公司	光电制氢耦合资源清洁利用低碳一体化项目	70.7	0.0	在建	25 年 3 月开工
	新疆宝丰煤基新材料有限公司	煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目	70.0	-	待建	24 年 7 月环评公示
	新疆众友新材料科技有限公司	40 万吨/年煤基 MMA (甲基丙烯酸甲酯) 项目	55.0	40.0	待建	25 年 2 月签约
	新疆广汇新材料科技有限公司	1500 万吨年煤炭分质分级利用示范项目	165.0	-	待建	24 年 10 月环评启动
	疆龙都石油化工有限公司	年产 40 万吨煤基劣质物清洁综合利用项目	19.6	40.0	待建	项目 24 年 7 月签约
煤分质	新疆新冀能源化工有限公司	150 万吨/年新型水溶复合肥联产 30 万吨/年柴油机尾气处理剂循环经济联合化工项目	58.6	-	在建	24 年 12 月点火成功
	新疆泰亨能源化工有限责任公司	1000 万吨/年低阶煤分质分级清洁高效综合利用示范项目	100.0	-	待建	24 年 8 月开始设计
	新疆宣东能源有限公司	新疆 1000 万吨煤炭分质分质清洁高效利用产业链项目	150.0	-	在建	24 年 6 月进入到调试阶段
	待建项目投资金额		5046.0			
	在建项目投资金额		4509.2			
	总计		9555.2			

数据来源：煤化工信息网、中国石油化工网、其亚集团官网、国能 e 招、中国化工报、广发证券发展研究中心

### (三) “三新” 业务：三新项目占比约 20%，绿能与环保技术助力减碳治污

聚焦新能源、新材料、新环保，三新业务占比约 20%。在新材料、新能源方面，2024 年，新材料、新能源领域合同签约计 42.69 亿元，占合同签约总额 19.16%。在新环保方面，作为国内早期涉足环保治理的企业，公司多年来紧跟国家环保形势，发展环保技术与工程业务。2024 年，环境治理、基础设施(含发电项目)等非化类项目计 84.36 亿元，占合同签约总额 37.86%。

图22: 2024年, 新材料、新能源领域合同签约计42.69亿元, 占合同签约总额19.16%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

### 1. 新能源

布局太阳能风能发电业务, 锚定“新能源+绿色化工”耦合业务。公司积极布局“源网荷储控一体化”“风光热储多能互补”等太阳能风能发电业务, 锚定“新能源+绿色化工”耦合业务, 在风光储氢氨醇领域实现重大突破, 经过40余个设计、咨询项目的积累, 成功签约深能鄂托克旗风光制氢总承包等项目。其中, 乌拉特中旗光热发电项目作为代表性项目, 产能达100MW, 项目投产后, 年发电量约4亿千瓦时, 年节省标煤约13万吨, 减排二氧化碳33万吨, 减少硫氧化物排放9800吨, 减少氮氧化物排放4900吨。

图23: 乌拉特中旗光热发电项目作为公司代表性项目, 产能达100MW



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

### 2. 新材料

作为国资央企在新材料领域多点发力, 作为战略布局和科技创新重点方向。可降解材料领域, “禁塑令”带动可降解材料市场走强, 公司围绕PBAT、PLA等产品布局上下游产业链, 完成关键核心技术攻关; 电池级材料领域, 低碳背景下, 锂电池材料需求增长, 公司专注盐湖提锂技术研发及锂产业链延伸, 依盐湖资源现状定制方案, 推动我国盐湖卤水制取碳酸锂技术进步; 有机硅领域, 有机硅是非石油路线的化工新材料, 公司自2007年起承接浙江新安迈图有机硅项目等诸多项目, 承接多种新技

术项目，为打造高端化学品和先进材料供应商战略储能。

**表 8: 新材料项目众多，涵盖可降解材料、电池级材料、有机硅行业和多种新技术**

类型	项目名称	位置	服务模式	规模/产能	特点
可降解材料	中化学东华天业 PBAT 项目	新疆石河子市	承担全厂工艺生产装置、公用系统、公用工程及辅助设施等满足本工程需要的 E+PC 总承包建设工作	10 万吨/年 PBAT，副产 1.1 万吨/年 THF	应用自主知识产权技术推动公司实业发展
	新疆曙光绿华 BDO 联产 PBAT 项目	新疆铁门关市	EPC	10 万吨/年 BDO，12 万吨/年 PBAT	积极推进可降解材料上下游产业链协同发展
电池级材料	格尔木藏格锂业碳酸锂项目	青海格尔木	工程设计	1 万吨/年电池级碳酸锂	在青藏高原跑出东华速度
	西藏扎布耶电池级碳酸锂项目	西藏日喀则	EPC+O	9600 吨电池级碳酸锂，2400 吨工业级碳酸锂，15.6 万吨工业级氯化钾	西藏地区首个现代化大型工业项目
	磷酸铁、六氟磷酸锂、电池级磷酸二氢铵项目	贵州	总承包	4 万吨/年磷酸铁，10 万吨/年电池用磷酸二氢铵，1 万吨/年六氟磷酸锂	从传统磷化工行业向新材料领域转型
有机硅行业	浙江新安迈图有机硅项目	浙江	工程设计	10 万吨/年有机硅单体	公司第一个有机硅领域项目
多种新技术	神华新疆、利华益、皖维高新项目	新疆，山东，安徽	EPC 总承包建设，工程设计，	68 万吨/年煤基新材料，13 万吨/年聚碳酸酯，6 万吨/年乙烯法特种聚乙烯醇树脂	迎接化工新材料的挑战和机遇

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

### 3. 新环保

在国内工业废水处理领域处于领军地位，将污水处理和危（固）废处置技术应用于大型化工项目、化工产业基地、化工园区等。公司曾承担多项污水处理项目，斩获多项国家荣誉：如采用 EPC 模式的伊犁新天煤制天然气项目（20 亿立方米/年）、高浓度有机废水厌氧生物处理技术及应用、中煤鄂尔多斯图克煤化工污水处理零排放工程等。2024 年，公司先后承揽伊拉克热电、鲁北浓盐水处理零排、沫河口污水处理、合肥市医疗器械检验检测中心、长春北湖公共管廊、范县中试基地产业园等总承包、设计项目，以及合肥循环经济示范园第二污水处理厂委托运营项目。

**表 9: 国内早期环保企业，工业废水处理领域领先**

项目名称	位置	服务模式	规模/产能	特点
伊犁新天煤制天然气项目	新疆伊宁巴彦岱	EPC（污水处理及回用装置）	20 亿立方米/年	获得国家优质工程金奖
高浓度有机废水厌氧生物处理技术及应用	-	工程设计	30 万吨乙烯/年	斩获多项国家级荣誉
中煤鄂尔多斯图克煤化工污水处理零排放工程	内蒙古鄂尔多斯乌审旗	EPC	100 万吨合成氨/年，175 万吨尿素/年	世界上最大的化肥项目，国内煤化工领域污水零排放项目
南京市化学工业园区工业污水处理工程	江苏南京市	EPC	2.5 万立方米/日	国家级化工园区-南京化工园配套建设的污水处理厂
池州电子信息产业园污水处理项目	安徽池州市	EPCO	2000m <sup>3</sup> /d 污水处理一期技改工程，新建 8000m <sup>3</sup> /d 污水处理二期工程，新建 9 千米污水收集管网管沟等和污水处理厂 3 年运营管理工作	工业环保印制电路板污水处理领域新突破

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

#### (四) 传统业务：钛白、磷&硫化工等传统优势领域驱动稳定发展

凭借经验和氯化法钛白等技术优势，公司在钛白、磷&硫化工领域承接多个国内外项目。在钛白领域，2024年，公司先后承接茂名华钛氯化法钛白咨询、南非尼安扎钛白运维服务等项目。在磷化工、硫化工等领域，公司持续保持较高占有率，同时与多个“一带一路”国家和地区开展项目合作。2024年，公司承接玻利维亚IBQ基础化工、晨曦金属硫酸制酸、云南磷化碳酸二氢钾技改、广西鹏越磷酸浓缩等总承包、设计、咨询项目。

表10: 钛白、磷&硫化工承袭公司传统化工优势，项目承接仍持续

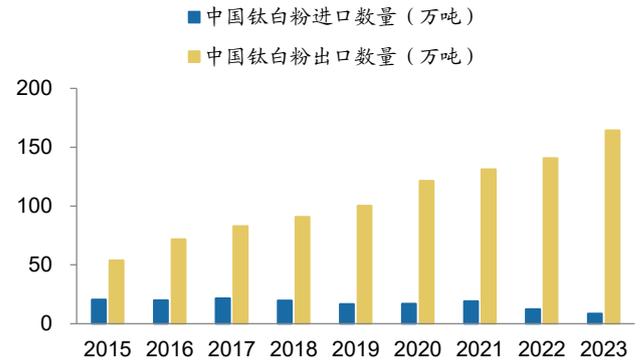
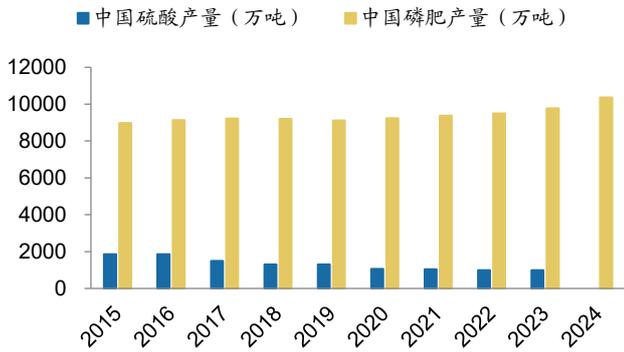
项目名称	位置	服务模式	规模/产能	特点	
南京油脂化工厂项目	南京	/	1975年，1000吨/年化纤消光钛白，其中包含900吨/年涤纶消光钛白、100吨/年锦纶消光钛白；1991年，化三院承接重庆渝港1.5万吨/年硫酸法钛白项目	中国自行研制和设计的成套化纤钛白生产装置	
油漆 钛白	阿尔巴尼亚地拉那年产1000吨/年油漆厂设计项目	阿尔巴尼亚	E	1000吨/年民用及工业用漆	确立了公司在国内油漆行业的技术地位
	朝鲜油漆厂合成树脂、油漆设计项目	朝鲜	E	400吨/年合成树脂、200吨/年油漆	被授予朝鲜二级国旗勋章、三级国旗勋章和功劳奖章
	1000吨/年氯化法钛白中试装置	厦门	/	1000吨/年氯化法（一氧化碳法）钛白全流程工业试验装置	首次获得国家科技进步奖
铜陵磷铵厂磷酸、磷铵项目	安徽铜陵	E	6万吨/年磷酸、12万吨/年磷铵	中国第一套大中型磷酸磷铵装置	
磷肥	云南富瑞 DAP 项目	云南	EPC	30万吨/年湿法磷酸装置，60万吨/年磷酸二铵装置，80万吨/年硫酸装置	中国第一套大型国产化DAP装置
	越南海防 DAP 项目	越南	EPC	日产1250吨硫酸、540吨磷酸、1000吨磷酸二铵	获得化学工业境外优质工程奖
硫酸	铜陵硫酸项目	安徽铜陵	E	20万吨/年硫酸	第一套自行设计的大型国产化硫酸项目
	贵州瓮福硫酸项目	贵州省福泉	E	年产80万吨硫酸、30万吨磷酸	当时世界规模最大的硫铁矿制酸项目
	突尼斯硫酸和 TSP 项目	突尼斯国加夫萨省	EPC	60万吨/年硫酸、40万吨/年重钙	以独立承包商身份参与“一带一路”建设
	韩国 COSMO 硫酸项目	韩国釜山	PDP+E+P	20万吨/年硫酸	硫酸技术第一次出口到发达国家

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

中国钛白粉出口量每年稳定增长，拉动相关工程建设需求。从行业层面数据看，传统农业、新能源产业等带动磷化工行业发展。2023年，中国硫酸/磷肥的产量为985.73/9770.86万吨，同比+0.17%/+6.13%。涂料业、塑料业、造纸业等下游需求增长带动钛白粉的消费量提升，依据Wind数据，2023年，中国钛白粉出口数量164.18万吨，同比+16.78%。

图 24：2023 年，中国硫酸/磷肥的产量为 985.73/9770.86万吨，同比+0.17%/6.13%

图 25：2023 年，中国钛白粉出口数量 164.18 万吨，同比+16.78%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心  
备注：暂未 2024 年中国硫酸产量数据

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### 三、实业：多元布局绿色实业促业绩增长，持有工业污水运营资产，污水运营国内领先

#### （一）材料：环保背景凸显环保塑料、乙二醇、石墨烯等实业增长点

依托工程和技术上的优势，公司强化环保塑料、乙二醇、石墨烯等方向的实业发展。依据公司官网，公司以控股的东华天业、中化学内蒙新材、东华低碳和东华通源为主体，强化化工新材料和危固废处置的实业发展，形成四个主力产业齐头并进的良好态势。从2024年公司高端化学品的生产情况来看，公司在可降解环保塑料方面聚焦东华天业和曙光绿华的PBAT项目，开发聚乳酸（PLA）等生产工艺；公司依托内蒙新材乙二醇项目生产煤制乙二醇；公司积极推进建设石墨烯和DMC产品生产。

表 11：2024 年，公司高端化学品生产情况

类型	项目名称	规模/产能	进行情况
PBAT 等可降解材料产品生产	东华天业 PBAT 项目	6 万吨/年 PBAT，4 万吨/年 PBT	在国内首创推出全生物降解防尘网，自主研发全生物降解地膜
	曙光绿华 PBAT 项目	10 万吨/年 BDO，12 万吨/年 PBAT	建设中
	可降解材料产业链，开发聚乳酸（PLA）等生产工艺	-	-
乙二醇产品生产	内蒙新材乙二醇项目	30 万吨/年煤制乙二醇	实施系列产业提升和改造，向产业链下游高端化学品延伸，形成“一头多尾”的产品布局
石墨烯产品生产	安徽新材石墨烯项目	年产 200 吨石墨烯粉体配套 4000 吨石墨烯功能浆料	建设中
碳酸二甲酯产品生产	榆东科技 DMC 项目	50 万吨/年 DMC，一期产能为 10 万吨/年 DMC	建设中

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 12：公司四大实业主力，强化化工新材料和危固废处置的实业发展

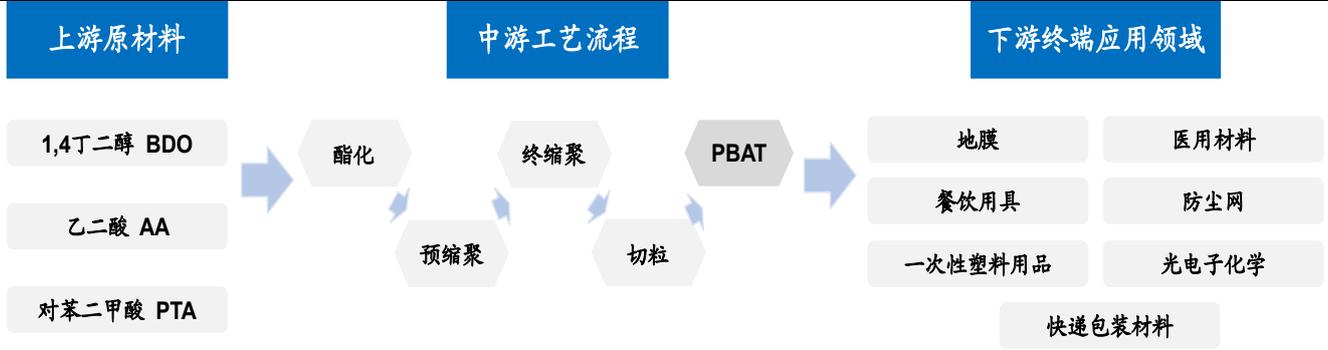
子公司名称	持股比例	主要经营业务	2024 年营业收入（万元）	2024 年净利润（万元）
东华(西藏)低碳科技	100%	环保科研和技术开发；环保工程咨询、设计、工程总承包、环保设施运营；环保设备、环保产品生产和销售。	822	191
安徽东华通源生态科技	51%	工业废弃物收集、处理及综合利用	2228	(3810)
中化学东华天业新材料有限公司	51%	生物降解聚酯类材料及相关副产品的生产和销售	9700	10
中化学(内蒙古)新材料有限责任公司	60%	化学原料和化学制品制造业	2115	163

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

抓住环保塑料热点，积极布局PBAT及PLA等可降解材料。“十四五”期间，公司将横向布局PBAT、PLA、PBS产品组合，力争打造成为可降解材料产业链。从项目上看，其控股的东华天业PBAT项目，经技改后掌握灵活转产PBAT、PBT、PBS的能力，产能达6万吨/年PBAT、4万吨/年PBT。东华天业以PBAT/PBT为基础，向上游布局BDO、丁二酸等原料产业，向下游拓展改性制品，横向布局全生物降解材料集群，自主研发推广全生物降解地膜、防尘网等终端产品。2024年，公司在国内

首创推出全生物降解防尘网，自主研发地膜已进行应用示范。同时，公司参股的曙光绿华PBAT项目产能为10万吨/年BDO联产12万吨PBAT，目前处于建设阶段。此外，公司积极拓展可降解材料产业链，开发聚乳酸（PLA）等生产工艺。

图26: 东华天业以PBAT/PBT为基，向上下游及横向拓展，加速全产业链布局



数据来源: 东华天业产品手册、广发证券发展研究中心

未来购物袋、一次性餐饮具、快递包装、农用地膜等下游制品将是PBAT的主要需求方向。依据降解塑料专委会报告，2024年，全国塑料制品产量7707.6万吨，废塑料产量6200万吨。其中一次性塑料制品超2000万吨。生物降解塑料制品已成功替代部分传统塑料。2024年，我国一次性购物袋销售收入占生物降解塑料制品比例最高，达71.7%。委员会认为未来购物袋、一次性餐饮具、快递包装、农用地膜等下游制品将是PBAT的主要需求方向。

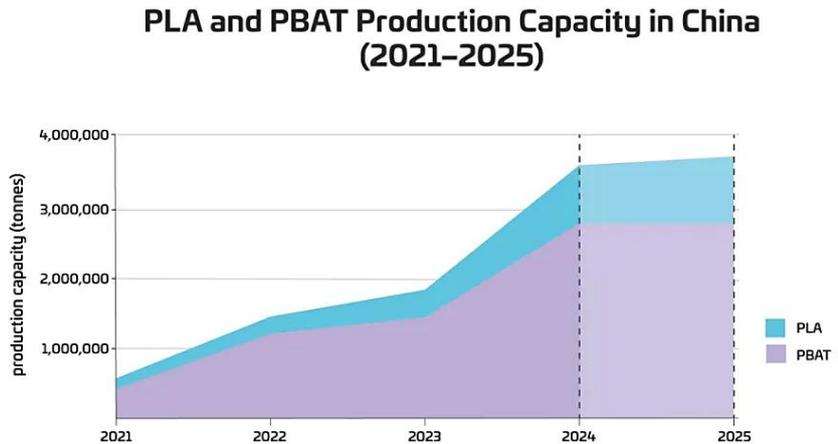
图27: 购物袋、一次性餐饮具、快递包装等产品是PBAT的主要需求方向



数据来源: 东华天业产品手册、广发证券发展研究中心

环保材料大力发展，PBAT和PLA等成为公司利润增长点。2020年，国家发改委、生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》（新版“禁塑令”），随着环保意识增强，可生物降解塑料行业也在此背景下迎来黄金发展时期。依据汕头市塑料行业商会报道，到2023年，中国PLA和PBAT（主要是化石燃料）的年综合产能为150万吨，而实际产量仅为26万吨。到2025年，PLA和PBAT的年总产能预计将达到360万吨，平均复合年增长率为65%。

图28: 中国PLA和PBAT产能快速发展, 产量增长空间显著 (2021-2025E)



数据来源: 汕头市塑料行业协会、nova-Institute、广发证券发展研究中心

**承接内蒙新材乙二醇项目, 借助榆林化学销售渠道稳定下游。**公司以设计、总承包等方式承建的乙二醇装置产能累计达1000万吨/年以上。从技术上看, 公司联合开发合成气制乙二醇工艺技术 (SEG®), 并取得国际PCT专利1项等多项专利, 是国际公认的最先进的合成气制乙二醇技术, 能耗、物耗优于行业标杆, 聚酯级乙二醇产品收率可达100%。从项目上看, 公司承接内蒙古新材30万吨/年乙二醇项目。项目2016年因资金问题停建, 2023年5月通过破产重整由公司和榆林化学接手, 分别占股60%和40%。2024年10月, 该项目一次性打通全流程, 产出聚酯级乙二醇产品。2024年底, 内蒙新材与榆林化学签订《产品销售合同》, 约定榆林化学销售内蒙新材生产的乙二醇及副产品。

表13: 30万吨/年煤制乙二醇项目总投资64.1亿元, 依靠内蒙古资源优势和榆林化学销售体系

类别	具体内容
项目概况	投资方: 东华科技 (60%) 与榆林化学 (40%) 合资 位置: 内蒙古通辽市扎鲁特旗鲁北产业园, 占地 1183 亩 产能: 年产 30 万吨聚酯级乙二醇 总投资: 64.1 亿元
发展历程	2013年: 原项目开工, 后因资金等多种问题, 项目只完成 76%, 于 2016 年底停工。 2022年: 重新规划的项目共分三期建设, 总体规划投资 280 亿元。东华科技参与接手重整。 2024年: 顺利产出聚酯级乙二醇产品 远期规划: 公司计划依托该项目, 将内蒙新材打造成集“化工新材料、新能源、高端装备制造、技术研发”为一体的新型煤化工基地
建设内容	厂内铁路、煤储运、热电装置、空分装置、气化装置、净化装置、DMO 装置、乙二醇装置、辅助工程、公用装置等
辅助工程	氨罐区、DMO 中间罐区、乙二醇中间罐区、酸碱罐区、汽车装车、火车装车、车间变电所、公用装置等
核心优势	资源优势: 内蒙古褐煤资源丰富; 技术优势: 采用国际领先的煤制乙二醇工艺; 销售网络: 依托榆林化学的销售体系, 覆盖国内及亚洲市场;
市场机遇	乙二醇需求增长、国家鼓励现代煤化工发展、与光伏、氢能等产业协同发展
经济效益	投产后预计年产值超 15 亿元, 利税 3 亿元, 直接或间接提供超过 2000 个就业岗位

数据来源: 人民网、煤化工信息网、气化界、广发证券发展研究中心

在石墨烯和DMC领域积极布局。公司全资的安徽新材石墨烯项目年产200吨石墨烯粉体配套4000吨石墨烯功能浆料，目前正处于建设阶段，项目实施初期主要聚焦“石墨烯-浆料-涂料”产业链条，进入稳定运营期后，将专注于石墨烯的制备技术、性能优化及应用拓展，致力于打造石墨烯产业链“链长”企业；公司参股的榆东科技DMC项目规划为50万吨/年DMC，一期产能为10万吨/年DMC，应用于锂电池电解液溶剂等领域，公司作为总承包商承担工程建设工作。

图29: 石墨烯具有优异的电学、力学和热学等性能



数据来源: 中国化学、广发证券发展研究中心

图30: 东华公司石墨烯相关关键技术获奖



数据来源: 中国化学、广发证券发展研究中心

## (二) 运营: 中国领先的工业污水领域综合运营商

具备环保领域的优质运营能力，尤其是在污水领域。从资质上看，依据公司年报，公司拥有工业废水处理设施运营服务资质证书、城镇集中式污水处理设施运营服务资质证书。从模式和项目上看，公司采用BOT、TOT、EPC+O、PPP和委托运营等多种模式，成功运营管理了多个工业园区污水处理厂、市政污水处理厂、园区污水零排放、园区综合管廊、化工园区尾水湿地等重要项目，代表性项目有定远盐化工业园工业污水处理厂、合肥循环经济示范园第二污水处理厂、东至东华水务有限责任公司等。

表14: 公司致力于工业污水运营服务产品化

项目	内容/规模	运营时间
定远盐化工业园工业污水处理厂	项目规模为 20000t/d，其中回用水装置处理能力为 15000t/d，产水量可达 10000t/d，浓水处理实现 5000t/d	2023 年 8 月-2026 年 7 月 2 日
合肥循环经济示范园第二污水处理厂	污水处理厂占地约 100 亩，设计处理水量为 40000t/d，分为两股不同的水源进入处理系统	2024 年 1 月 31 日-2026 年 12 月 31 日
东至东华水务有限责任公司	一期日处理污水 0.5 万 t/d；二期项目 1.5 万 t/d	2017 年 6 月 15 日-2047 年 6 月 14 日
合肥王小郢污水处理厂	处理能力为 30 万立方米/日	2004 年 11 月 10 日-2034 年 11 月 9 日
南充柏华污水处理有限公司	总投资 3.4 亿元，工业废水处理能力为 1.7 万 t/d	2013 年 10 月-2043 年 9 月
芜湖东华六郎水务有限责任公司	日处理规模 0.24 万 t/d，其中工业废水占比达到 50%	2018 年 8 月 1 日-2045 年 12 月 30 日
池州市电子信息产业污水处理厂(二期)	日处理规模 10000t/d，其中，一期工程规模为 2000t/d，二期工程规模为 8000t/d，主要处理各种含金属污水	2023 年 3 月 1 日-2026 年 2 月 28 日
平塘水库尾水湿地	设计总规模为 10000t/d，一阶段提标改造实施 5000t/d，二阶段提标改造(2025 年) 5000t/d	2023 年 8 月 1 日-2026 年 7 月 31 日
定远危化品停车场运营项目	解决了定远盐化园封闭化管理和危化品车辆管理难题	2022 年 5 月 20 日-2027 年 5 月 19 日

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

**碳酸锂运营合同长三年，合同额10.7亿元。**公司2021年9月签订的西藏扎布耶盐湖绿色综合利用万吨电池级碳酸锂项目，合同总额达31.9亿元，其中运营合同10.7亿元，公司负责项目具备投产条件后三年运营期内的日常生产运行、安全管理等工作，同时保证在三年期的运营中通过考核验收。截至2025Q1，项目累计确认收入16.7亿元。

**图31: 公司化工运营项目扎布耶碳酸锂项目，合同总额31.9亿元，其中运营合同10.7亿元**



数据来源：人民网、太阳能光热产业技术创新战略联盟、广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测与估值

### （一）盈利预测

2024年，煤化工行业市场环境向好，公司抓住机遇，煤化工订单增长迅速。其中，化工相关工程业务增速显著；得益于煤化工订单和工程业务，公司的业绩弹性预计得到显著提高，2026年煤化工订单增速快，展现出良好的发展潜力。

订单端：随着煤化工行业的快速发展，未来公司工程业务收入有较大的营收空间，订单获取方面具有显著优势。我们预计2025年至2027年公司订单增速维持在15%的水平，对应新签订单分别为256.28/294.72/338.93亿元，其中工程业务收入增长显著，达99.63/119.43/138.48亿元。

表15: 新签合同和订单预测表 (单位: 亿元)

当期新签合同额	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新签合同额合计	53.55	51.72	89.19	119.98	165.52	179.65	222.85	256.28	294.72	338.93
YoY		-3.40%	72.42%	34.53%	37.96%	8.54%	24.05%	15%	15%	15%
实际在手订单	181.20	143.30	169.11	221.60	290.78	382.55	498.15	628.61	769.32	926.13
		-20.92%	18.01%	31.04%	31.22%	31.56%	30.22%	26.19%	22.39%	20.38%
测算在手订单		188.3	180.6	229.4	325.9	396.8	518.5	654.8	803.9	969.8
订单损耗率					10.8%	3.6%	3.9%	4.0%	4.3%	4.5%
化工业务收入	32.01	34.08	47.58	56.54	52.10	66.90	75.91	87.67	107.49	124.63
环保业务收入	7.89	10.53	4.27	3.14	9.07	6.75	11.00	11.96	11.94	13.85
工程业务收入	39.91	44.62	51.85	59.68	61.17	73.65	86.92	99.63	119.43	138.48
订单转化率						23.01%	19.84%	20%	19%	18%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

营收端：公司收入主要包括化学工程业务、环保工程业务及其他业务三类。其中化学工程业务、环保工程业务主要根据订单及其转换率预测，其中2024年公司化学工程业务业务占公司工程业务收入的87%，我们考虑到煤化工业务收入逐渐增加，预计公司化学工程业务收入占比未来将略有提升，25-27年化学工程业务占工程业务收入的88%/90%/90%，则环保工程业务则分别占工程业务收入的12%/10%/10%。

公司2024年新签合同额222.85亿元，同比+24.05%，预计往后收入将持续上升。基于公司分业务营收预测，我们假设2025-2027年：

（1）化学工程业务营收分别87.67、107.49、124.63亿元，yoy+15.5%、+22.6%、+15.9%，而2024年公司化学工程业务毛利率约为12.5%，过去多年毛利率中枢处于12%-13%之间，我们假设公司未来3年毛利率稳定在12.4%；

（2）环保工程业务增速分别8.7%、-0.2%、16.0%，对应2025-2027年营收分别11.96、11.94、13.85亿元，2024年公司环保工程业务毛利率约为11.7%，过去5年毛利率中枢约为11%，我们假设公司未来3年毛利率稳定在11.5%。

（3）其他主营业务在公司总收入中占比较低，考虑到公司未来的整体稳定增长，

假设公司其他主营业务与公司整体增长保持一致，假设25-27年收入增速均为10.0%，对应2025-2027年营收分别1.88、2.07、2.27亿元；毛利率方面，其他主营业务主要为非工程业务（实业业务），24年公司其他主营业务因收入放缓成本增长而导致该业务亏损，预计实业业务未来在价格稳定销售稳定的背景下，收入稳定增长，毛利率回到23年水平，假设未来三年毛利率与23年毛利率水平保持一致，约为13.0%。

对应得到2025-2027年公司总营收分别101.51、121.50、140.75亿元，同比增速分别14.5%、19.7%、15.8%，综合毛利率均为12.3%。

表16: 分业务营收预测表（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>化工工程</b>										
营业收入	3201	3408	4758	5654	5210	6690	7591	8767	10749	12463
增长率	32.5%	6.5%	39.6%	18.8%	-7.9%	28.4%	13.5%	15.5%	22.6%	15.9%
毛利	386	442	737	600	646	675	946	1087	1333	1545
毛利率	12.1%	13.0%	15.5%	10.6%	12.4%	10.1%	12.5%	12.4%	12.4%	12.4%
<b>环保工程</b>										
营业收入	789	1053	427	314	907	675	1100	1196	1194	1385
增长率	69.0%	33.4%	-59.5%	-26.5%	189.1%	-25.6%	63.1%	8.7%	-0.2%	16.0%
毛利	62	100	53	28	92	82	128	138	137	159
毛利率	7.8%	9.5%	12.4%	8.8%	10.1%	12.1%	11.7%	11.5%	11.5%	11.5%
<b>其他主营业务</b>										
营业收入	18	28	25	36	117	193	171	188	207	227
增长率	167.4%	50.5%	-7.9%	40.3%	228.7%	64.7%	-11.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	9	13	14	15	21	26	-5	24	27	30
毛利率	46.9%	48.6%	54.3%	40.9%	18.3%	13.4%	-2.9%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>总计</b>										
营业收入	4034	4518	5210	6003	6234	7558	8862	10151	12150	14075
增长率	38.7%	12.0%	15.3%	15.2%	3.8%	21.2%	17.3%	14.5%	19.7%	15.8%
毛利	458	558	804	642	759	782	1070	1249	1497	1734
毛利率	11.4%	12.3%	15.4%	10.7%	12.2%	10.3%	12.1%	12.3%	12.3%	12.3%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## （二）投资建议

公司在化工建设领域处于领先地位，化学工厂相关可比公司主要包括中国化学、三维化学、航天工程、利柏特等，其中中国化学体量较大，从业绩弹性上较小，而航天工程主要业务为设备，与公司商业模式存在较大差别，故化学工程标的我们选取三维化学及利柏特作为可比公司。除此之外，中粮科工、中国海诚均为各自细分领域的二级建筑央企，商业模式与东华科技类似。综合考虑，我们选取三维化学、利柏特、中粮科工、中国海诚作为可比公司。

从公司未来业绩展望看，我们预计公司25-27年归母净利润分别为4.94/6.06/7.04亿元，按照公司的自身增速以及参考可比公司估值，给予公司**25年18倍PE估值**，对

应合理价值12.57元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表17: 可比公司估值表 (2025.6.27)

股票代码	公司简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PE(TTM)(倍)	PB(倍)
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
002469.SZ	三维化学	8.39	0.60	0.77	0.98	14.07	10.89	8.53	20.91	2.08
605167.SH	利柏特	11.92	0.50	0.59	0.71	23.96	20.32	16.68	21.99	2.86
301058.SZ	中粮科工	10.92	0.54	0.63	0.73	20.12	17.27	15.01	23.44	2.63
002116.SZ	中国海诚	10.20	0.77	0.82	0.88	13.32	12.46	11.54	14.50	1.93
均值						17.87	15.24	12.94	20.21	2.37

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注释: 表中 25-27E 数据均为 Wind 一致预期

## 五、风险提示

### (一) 新疆煤化工进展不及预期

由于经济性等原因，新疆煤化工建设放缓，总投资不及预期。

### (二) 应收账款回收风险

公司应收账款年末余额较大，主要原因为公司承接的工程施工项目按进度付款、客户付款审批存在一定周期。随着公司业务规模的增长，公司应收账款余额仍可能继续保持较高水平，若不能及时回收，将对公司经营产生不利影响。

### (三) 汇率波动风险

公司海外业务收入占比较高，若汇率波动太大，将对公司财务状况产生较大影响。

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>9,050</b>	<b>9,806</b>	<b>10,966</b>	<b>13,217</b>	<b>15,530</b>
货币资金	3,115	3,698	4,174	5,135	6,206
应收及预付	3,450	3,240	3,710	4,441	5,144
存货	96	447	293	350	406
其他流动资产	2,389	2,421	2,789	3,291	3,774
<b>非流动资产</b>	<b>5,286</b>	<b>6,294</b>	<b>6,495</b>	<b>6,644</b>	<b>6,760</b>
长期股权投资	563	604	604	604	604
固定资产	500	491	492	491	487
在建工程	2,232	3,199	3,399	3,549	3,669
无形资产	632	620	620	620	620
其他长期资产	1,359	1,381	1,381	1,381	1,381
<b>资产总计</b>	<b>14,337</b>	<b>16,100</b>	<b>17,461</b>	<b>19,861</b>	<b>22,290</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,914</b>	<b>9,365</b>	<b>10,260</b>	<b>12,073</b>	<b>13,821</b>
短期借款	180	289	100	100	100
应付及预收	4,051	4,927	5,122	6,129	7,100
其他流动负债	4,683	4,149	5,038	5,844	6,621
<b>非流动负债</b>	<b>1,035</b>	<b>1,745</b>	<b>1,745</b>	<b>1,745</b>	<b>1,745</b>
长期借款	930	1,638	1,638	1,638	1,638
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	105	107	107	107	107
<b>负债合计</b>	<b>9,949</b>	<b>11,110</b>	<b>12,005</b>	<b>13,819</b>	<b>15,566</b>
股本	708	708	708	708	708
资本公积	897	898	898	898	898
留存收益	2,410	2,742	3,237	3,843	4,547
归属母公司股东权益	4,009	4,353	4,835	5,441	6,145
少数股东权益	378	638	622	602	579
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,337</b>	<b>16,100</b>	<b>17,461</b>	<b>19,861</b>	<b>22,290</b>

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>7,558</b>	<b>8,862</b>	<b>10,151</b>	<b>12,150</b>	<b>14,075</b>
营业成本	6,776	7,793	8,902	10,653	12,341
营业税金及附加	29	37	41	49	56
销售费用	56	59	71	85	100
管理费用	126	132	152	182	211
研发费用	265	312	355	425	493
财务费用	-141	-22	-24	-25	-25
资产减值损失	-99	-93	-96	-88	-87
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	58	44	45	45	45
<b>营业利润</b>	<b>414</b>	<b>506</b>	<b>606</b>	<b>742</b>	<b>861</b>
营业外收支	-4	-7	-4	-4	-4
<b>利润总额</b>	<b>410</b>	<b>499</b>	<b>602</b>	<b>738</b>	<b>857</b>
所得税	47	103	124	152	176
<b>净利润</b>	<b>362</b>	<b>397</b>	<b>478</b>	<b>586</b>	<b>681</b>
少数股东损益	18	-13	-16	-20	-23
<b>归属母公司净利润</b>	<b>344</b>	<b>410</b>	<b>494</b>	<b>606</b>	<b>704</b>
EBITDA	379	609	678	807	928
EPS (元)	0.49	0.58	0.70	0.86	0.99

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>512</b>	<b>593</b>	<b>729</b>	<b>1,155</b>	<b>1,234</b>
净利润	362	397	478	586	681
折旧摊销	72	79	49	51	54
营运资金变动	11	40	191	496	479
其它	66	77	11	21	20
<b>投资活动现金流</b>	<b>-637</b>	<b>-740</b>	<b>-209</b>	<b>-159</b>	<b>-129</b>
资本支出	-353	-739	-254	-204	-174
投资变动	-287	-21	0	0	0
其他	2	19	45	45	45
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-24</b>	<b>723</b>	<b>-44</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>
银行借款	113	584	-189	0	0
股权融资	0	273	0	0	0
其他	-137	-134	144	-35	-35
<b>现金净增加额</b>	<b>-149</b>	<b>576</b>	<b>476</b>	<b>961</b>	<b>1,071</b>
期初现金余额	3,247	3,092	3,698	4,174	5,135
期末现金余额	3,092	3,672	4,174	5,135	6,206

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	21.2%	17.3%	14.5%	19.7%	15.8%
营业利润增长	17.3%	22.4%	19.6%	22.4%	16.1%
归母净利润增长	19.2%	19.3%	20.5%	22.6%	16.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.3%	12.1%	12.3%	12.3%	12.3%
净利率	4.8%	4.5%	4.7%	4.8%	4.8%
ROE	8.6%	9.4%	10.2%	11.1%	11.5%
ROIC	10.3%	12.8%	15.2%	20.7%	27.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.4%	69.0%	68.8%	69.6%	69.8%
净负债比率	9.6%	12.4%	11.5%	10.1%	9.0%
流动比率	1.02	1.05	1.07	1.09	1.12
速动比率	0.80	0.81	0.85	0.87	0.90
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.58	0.58	0.60	0.65	0.67
应收账款周转率	5.54	5.77	5.79	5.79	5.79
存货周转率	54.68	28.73	30.42	30.42	30.42
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.49	0.58	0.70	0.86	0.99
每股经营现金流	0.72	0.84	1.03	1.63	1.74
每股净资产	5.66	6.15	6.83	7.68	8.68
<b>估值比率</b>					
P/E	17.50	17.05	13.12	10.70	9.21
P/B	1.50	1.61	1.34	1.19	1.06
EV/EBITDA	11.28	8.69	6.35	4.15	2.46

## 广发建筑行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。  
尉凯旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可

能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。