

东华科技(002140)

在手合同储备丰富，业绩增长确定性较强

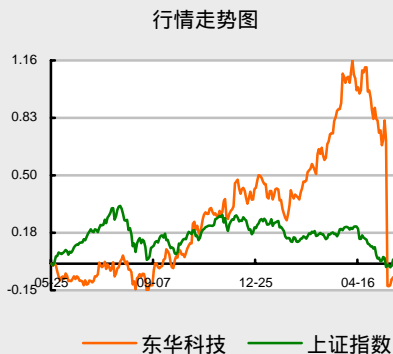
推荐（首次）

现价：24.78 元

主要数据

行业	化工行业
公司网址	www.chinaecec.com
大股东/持股	化三院/60%
实际控制人/持股	中化工程/55%
总股本(百万股)	278
流通 A 股(百万股)	102
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值(亿元)	69
流通 A 股市值(亿元)	25
每股净资产(元)	5.0
资产负债率(%)	69.8

行情走势图



相关研究报告

研究员

伍颖 S1060210040004
010-59734884
wuying467@pingan.com.cn

投资要点

■ 实际控制人将视情况对其进行整合

东华科技主营化工类工程总承包业务，在化工细分领域竞争优势明显，其中在大型甲乙酮生产装置建设、氯化法钛白市场具有绝对竞争优势，在煤化工领域、尿素和合成氨项目市场占有率约 30%。实际控制人——中国化学将视情况对东华科技进行整合。

■ 长期受益于化工行业较高固定资产投资增速

公司业务发展主要依赖于化工行业固定资产投资。随着国民经济稳定增长，“石化产业调整和振兴规划”稳步实施，化工企业加大对产品升级、技术改造、扩大生产规模以及节能减排等方面的投入，我们预计，化工行业固定资产投资未来仍将保持 15% 以上的年均增长速度。公司将长期受益于化工行业较高固定资产投资增速，业绩将持续稳定增长。

■ 订单获取能力强，在手合同储备丰富

2009 年年末公司在手合同金额高达 52.7 亿元。公司项目主要集中在传统煤化工领域，业务占比达 80% 以上。公司综合毛利率保持稳定，基本在 15-20% 之间。海外市场业务是公司新的业务增长点。

■ 现代煤化工是公司未来发展重点领域

现代煤化工具有较好的市场发展前景，其技术和市场是公司重点发展方向。公司甲醇制取丙烯（FMTF）技术研发及市场推广取得阶段性成果，煤制乙二醇技术也已成熟，正在争取订单。

■ 看好公司长期发展潜力，首次给予“推荐”评级

我们预计，2010、2011 年公司新签合同金额分别为 30.0、35.0 亿元，在手合同金额分别为 52.4、59.9 亿元，EPS 分别为 0.65、0.80 元，对应的动态市盈率分别为 38、31 倍。公司在手合同储备丰富，未来两年业绩增长确定性较强，FMTF 项目和煤制乙二醇项目承揽优势将推动公司 2012 年后业绩持续快速增长。公司面临的主要风险是宏观经济及产业政策的变化风险。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	916	1382	1770	2070	2750
YoY(%)	68.3	50.8	28.1	16.9	32.9
净利润(百万元)	69	90	130	181	223
YoY(%)	41.5	30.6	44.2	39.3	23.1
毛利率(%)	18.6	18.0	17.2	18.3	17.7
净利率(%)	7.5	6.5	7.3	8.7	8.1
ROE(%)	11.9	13.8	18.7	21.2	21.4
EPS(摊薄/元)	1.03	0.84	0.93	0.65	0.80
P/E(倍)	100.1	76.6	53.1	38.2	31.0
P/B(倍)	11.9	10.5	10.0	8.1	6.6

正文目录

一、公司介绍	4
1、主营化工类工程总承包业务	4
2、化工细分领域竞争优势明显，市场占有率较高	4
3、上下游产业状况	5
4、实际控制人将视情况对东华科技进行整合	5
二、长期受益于化工行业较高固定资产投资增速	6
三、经营分析	7
1、综合毛利率基本保持稳定	7
2、在手合同储备丰富	8
3、目前业务主要集中在传统煤化工领域	8
4、海外市场业务是新的业务增长点	8
四、现代煤化工是公司未来发展重点领域	9
1、现代煤化工技术和市场是公司重点发展方向	9
2、现代煤化工具有较好的市场发展前景	9
3、甲醇制取丙烯（FMTF）技术研发及市场推广取得阶段性成果	9
4、公司煤制乙二醇技术已成熟，正在争取订单	11
五、业绩预测和估值	12
1、业绩预测	12
2、首次给予“推荐”评级.....	13
六、风险	13
1、宏观经济及产业政策变化风险	13
2、设备材料风险	13
3、技术风险	13

图表目录

图表 1 营业收入和营业利润（右图）变动情况（百万元）	4
图表 2 行业上下游产业状况	5
图表 3 公司与实际控制人之间的产权及控制关系	6
图表 4 固定资产投资完成额增长情况（亿元）	7
图表 5 公司营业收入变动（百万元）	7
图表 6 主营业务综合毛利率和分产品毛利率（右图）走势	7
图表 7 2009 年以来签订的重大合同	8
图表 8 各年份新签合同金额（亿元）	8
图表 9 公司海外业务收入及在主营业务中的占比	9
图表 10 国际原油期货价格（美元/桶）	10
图表 11 国内煤制烯烃项目	10
图表 12 我国乙二醇供需情况（万吨）	12
图表 13 长三角地区乙二醇价格走势（元/吨）	12
图表 14 主营业务预测	12
图表 15 东华科技与实际控制人（中国化学）估值对比	13

一、公司介绍

1、主营化工类工程总承包业务

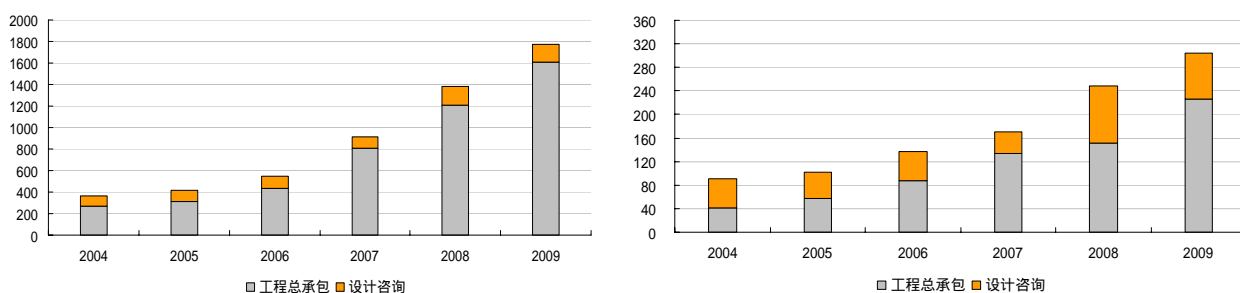
东华科技是一家专业从事以服务化工行业为主的设计咨询与工程总承包业务的大型工程公司。其中，设计咨询业务主要系从事技术开发、技术转让、工程咨询、工程设计和技术服务业务；工程总承包是受业主委托，按照合同约定对工程项目的勘察、设计、采购、施工、试运行（竣工验收）等实行全过程或若干阶段的承包。

公司主要服务的化工工程领域，具体包括煤化工、化肥、无机化学品、涂料以及精细化工等领域。另外，公司还服务于石油化工工程、建筑工程、市政工程等领域。

公司拥有化工、石油化工、医药、市政、建筑等十多个领域的设计、咨询及工程总承包甲级资质，具有对外工程总承包权和进出口自营权。

公司营业收入和利润的主要来源是工程总承包业务，其次是设计咨询业务。2009年，工程总承包业务的营业收入占比为90.9%，营业利润占比为74.3%；设计咨询业务的营业收入占比为9.1%，营业利润占比为25.7%。近几年，公司主营业务收入和利润增长迅速，其中以工程总承包业务增长最快。

图表1 营业收入和营业利润（右图）变动情况（百万元）



资料来源：公司定期报告，平安证券研究所

2、化工细分领域竞争优势明显，市场占有率较高

公司工程设计、总承包业务的竞争优势主要表现在专有的核心工艺技术、工程转化能力和为业主提供全过程、多功能、全方位的服务能力上，拥有较高的技术和资金门槛。目前，公司主要竞争对手来自化工行业的工程公司，如：中国寰球工程公司、中石化洛阳工程公司、中石化南京工程公司、中石化宁波工程公司等。

公司在主营业务细分市场的技术优势明显，具有较好的市场占有率。

(1) 化工材料领域。公司在国内大型甲乙酮生产装置的建设市场上目前处于绝对垄断地位；在三聚氰胺项目上，尤其是现代大型三聚氰胺生产装置，公司承担了绝大多数装置的设计工作，市场占有率达70%左右。

(2) 化肥领域。公司在磷复肥、尿素和合成氨项目的建设市场拥有较高的市场占有率。其中磷复肥项目市场占有率达65%；尿素和合成氨项目市场占有率约30%。

(3) 无机化学领域。公司在硫酸项目中拥有较强的技术优势，市场份额达2/3，特别是在大型装置上拥有更大的业绩优势。在大型电石装置建设中，紧紧抓住国内领先的电石炉技术，开拓了市场。

(4) 煤化工领域。公司拥有丰富的煤气化工程设计业绩，市场占有率约30%。在煤制甲醇、合成氨的产品领域以及焦炉气加工方面，主要竞争对手为中石化宁波公司等大型工程公司，还有部分民营的中小型设

计单位；公司在煤制气和焦炉气综合利用项目上技术领先，占有较多的市场份额；在甲醇转化制烯烃领域，有来自洛阳石化工程公司、寰球工程公司的竞争。

公司重视对现代煤化工技术的开发与储备工作，在甲醇转化制丙烯、煤制二甲醚、天然气、乙二醇以及褐煤提质综合利用等领域的技术研发均取得实质性进展，具有较强的技术领先优势，为公司在现代煤化工领域经营与盈利能力的持续性和稳定性提供技术保障。

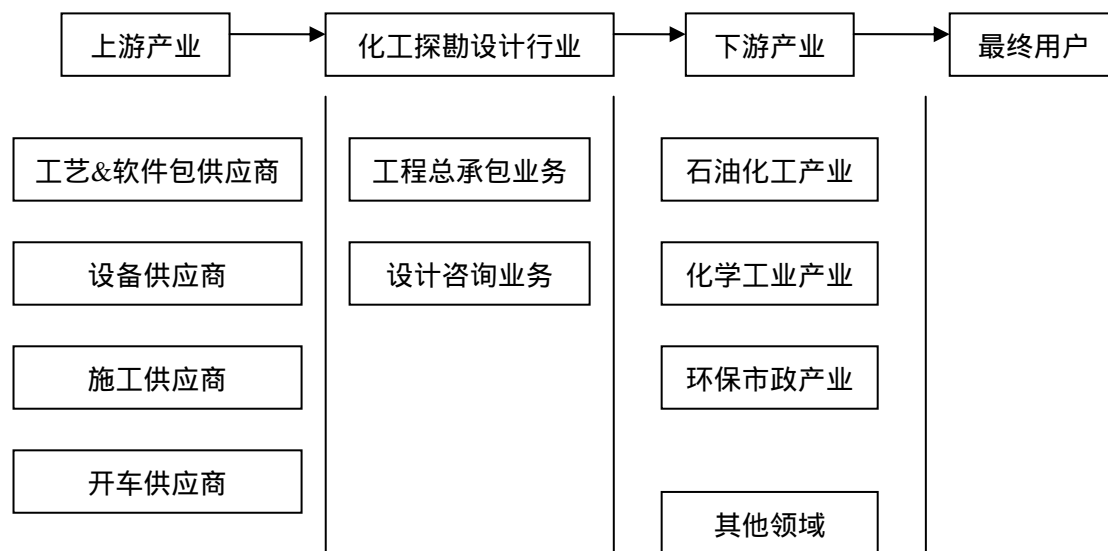
(5) 化工涂料领域。公司在钛白项目中具有传统的技术和市场优势，在较大规模的钛白建设项目中处于主导地位，特别是在国家鼓励的氯化法钛白市场具有绝对的竞争优势，占有市场份额较大，并在可预见的时间内，不会产生有力的竞争对手。同时，公司将抓住钛白技术升级换代机遇，巩固氯化法钛白的工程建设市场，稳固钛白行业工程建设市场的垄断地位。

除上述领域外，公司还在环境保护、市政工程、热电项目等其他领域或行业占有一定的市场份额。

3、上下游产业状况

公司上游产业包括工艺和软件包供应商、设备供应商、施工供应商、开车供应商，下游产业包括石化产业、化工产业、环保市政产业等。

图表2 行业上下游产业状况



资料来源：招股说明书

4、实际控制人将视情况对东华科技进行整合

公司于 2007 年 7 月 12 日在深圳证券交易所挂牌上市。

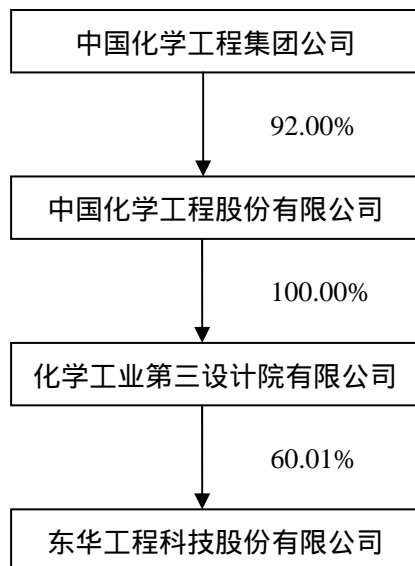
公司控股股东为化学工业第三设计院有限公司（简称“化三院”），其主要从事资产管理的工作，不开展具体的业务经营。

公司实际控制人为中国化学工程集团公司（简称“中化工程”），其依照职权主要对所属企业国有股权进行管理、行使出资人的权利和义务、行业标准的研究、指导等工作。

2008 年 9 月，中化工程以所属勘察设计单位、建设单位的主要生产经营性净资产作为出资，联合神华集团有限责任公司、中国中化集团公司共同发起设立了“中国化学工程股份有限公司”，并于 2010 年 1 月 7 日挂牌上市（股票名称“中国化学”，代码 601117），化三院业务及资产亦进入中国化学。

中国化学在招股说明书中承诺，其将视情况对东华科技进行整合，采取的方式可能是换股或其他方式。

图表3 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司定期报告

二、长期受益于化工行业较高固定资产投资增速

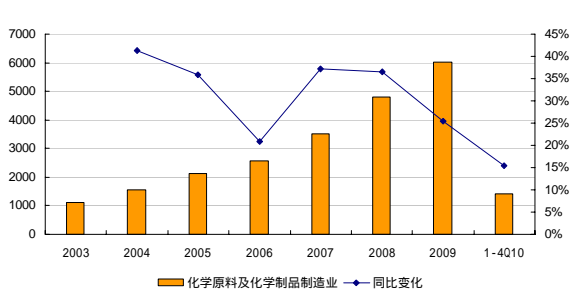
公司从事的工程设计与工程总承包业务与宏观经济运行关系较为密切，与国民经济发展周期呈正相关关系。公司业务的发展主要依赖于国民经济运行状况、国家固定资产投资规模，特别是在化工行业的投资。

在我国宏观经济高速增长背景下，2004-2008年，化工行业固定资产投资增速很快。以公司业务主要集中的化学原料及化学制品制造业为例，除2006年外，其固定资产投资完成额的同比增速都在36%以上。对应的，公司主营收入快速增长，其中，2007、2008年增速分别高达68.3%、50.8%。

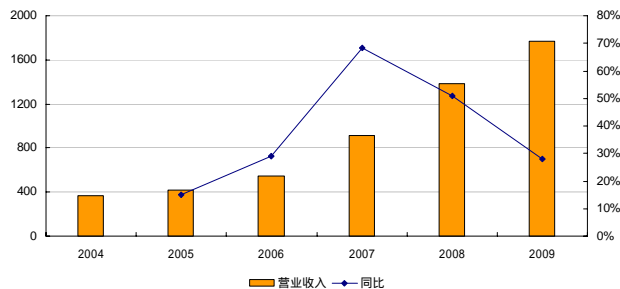
2009年是我国经济发展最为困难的一年，受全球性金融危机影响，化工产品市场需求相对低迷，化工建设项目数量有所减少，或者，部分化工建设项目因资金及产品市场等因素建设速度放缓，化工行业固定资产投资增速下滑，但绝对增速仍然保持较高水平。以化学原料及化学制品制造业为例，其固定资产投资完成额2009年、2010年前4月的同比增速分别为25.5%、15.5%。

虽然化工行业整体固定投资增速下滑，但公司抓住煤化工行业快速发展机遇，加大市场开发力度，获取了大量的煤化工领域合同，使得2009年公司主营收入同比增长28.1%。

图表4 固定资产投资完成额增长情况（亿元）



图表5 公司营业收入变动（百万元）



资料来源：Wind资讯，平安证券研究所

■ 长期受益于化工行业较高固定资产投资增速

化工行业属于重化工业，是国民经济的重要基础和支柱产业，在宏观经济的发展中占有举足轻重的地位，在国民经济稳定增长的大环境下，我国化工行业将会保持较高的增长速度。2010 年国家将继续推行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，进一步巩固企稳回升的经济形势，同时“石化产业调整和振兴规划”的稳步实施，将为化工行业的持续发展创造较大的市场空间，对化工行业的建设投资起到较大的推动作用，直接或间接拉动化工项目建设市场的需求。另外，为进一步提升企业的市场竞争力，国内化工企业将加大对产品升级、技术改造、扩大生产规模以及节能减排等方面的投入，化工产业固定资产投资仍将保持较好的增长。我们预计，化工行业固定资产投资未来仍将保持 15%以上的年均增长速度。

因此，公司将长期受益于化工行业较高固定资产投资增速，业绩将持续稳定增长。

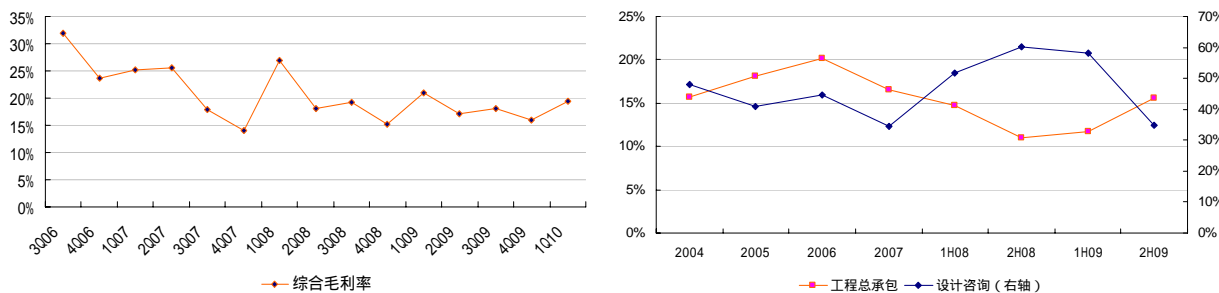
三、经营分析

1、综合毛利率基本保持稳定

2008 年第二季度开始，公司综合毛利率保持稳定，基本在 15-20%之间。

分业务来看，工程总承包和设计咨询业务的毛利率有所波动。其中，2009 年工程总承包项目毛利率同比增长 1.55 个百分点，主要原因为公司加强项目成本费用控制，节约了项目成本费用支出；设计咨询业务毛利率同比降低 7.66 个百分点，主要原因为公司综合人力成本同比有所增加，以及个别项目的毛利率水平还与签约时业主对相关技术的掌握，定价能力有关。

图表6 主营业务综合毛利率和分产品毛利率（右图）走势



资料来源：公司定期报告，平安证券研究所

2、在手合同储备丰富

公司具有良好的业务拓展能力，虽然 2008 年受金融危机影响，新签的总承包订单有较大幅度下降，但随着经济复苏，2009 年新接订单快速增长。2007、2008、2009 年公司新签合同金额分别为 34.5、15.3、27.3 亿元，其中 2009 年新签三项大合同，分布在焦炉气制甲醇、风电场项目及氯碱化工领域。

图表7 2009年以来签订的重大合同

签订日期	业主	项目	金额	工期
2009-12-29	安徽华塑股份有限公司	100 万吨/年聚氯乙烯及配套项目一期工程电石装置（56 万吨/年电石）EPC 总承包	10.3 亿	2011 年 7 月 31 日前实现机械竣工
2009-8-4	太原诚达集团繁峙县云雾峪风电有限公司	云雾峪风电场（4.95 万千瓦）项目工程总承包	4.2 亿	合同生效后 12 个月完成机械竣工
2009-7-24	沧州中铁装备制造材料有限公司	20 万吨/年焦炉气制甲醇项目 EPC 总承包	4.83 亿	合同生效后 18 个月完成机械竣工

资料来源：公司报告，平安证券研究所

我们假设，2003 年公司在手合同金额为零（简化处理），公司每年的在手合同金额等于前一年在手合同金额，加上当年新签合同金额，再减去当年主营业务收入。由此我们估算，2009 年年末公司在手合同金额高达 52.7 亿元。

图表8 各年份新签合同金额（亿元）

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
新签合同金额	3.8	12.7	13.1	34.5	15.3	27.3
其中：工程总承包				31.4	12.2	25.2
设计咨询				3.1	3.1	2.1
主营业务收入	3.7	4.2	5.4	9.2	13.8	17.7
在手合同金额	0.2	8.6	16.3	41.6	43.1	52.7

注：1、假设2003年在手合同金额为零（简化处理）。

2、在手合同金额=前一年在手合同金额+当年新签合同金额-当年主营业务收入

资料来源：公司定期报告，平安证券研究所

3、目前业务主要集中在传统煤化工领域

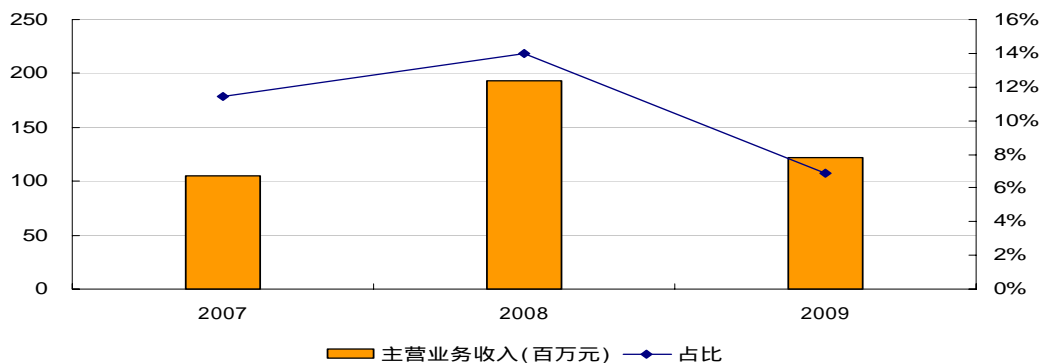
随着近几年国内煤化工投资高速增长，公司设计咨询和工程总承包项目主要集中在传统煤化工领域（煤制氯碱、煤制甲醇等），2009 年煤化工领域的业务占比高达 80%以上。

4、海外市场业务是新的业务增长点

公司海外市场优势主要集中于东南亚、中东、非洲等国家。

公司不断拓展海外业务。从发展趋势来看，公司未来几年海外业务的规模仍将呈现快速增长势头，业务规模将不断扩大。

图表9 公司海外业务收入及在主营业务中的占比



资料来源：公司定期报告，平安证券研究所

四、现代煤化工是公司未来发展重点领域

1、现代煤化工技术和市场是公司重点发展方向

公司重点发展方向是：大力巩固传统优势市场，积极开拓新产品、新技术领域，尤其是重视研发和储备现代煤化工技术。

公司积极探索技术研发与市场营销互为促进的新模式，广泛寻求与具有良好市场前景的专利商和生产厂家开展产学研合作，推动了在煤制乙二醇、BGL 煤气化、U-GAS 煤气化、硅烷法流化床技术生产颗粒多晶硅生产工艺等领域的市场开发。

在煤化工领域，公司取得了重要进展：甲醇制取丙烯（FMTP）技术研发及市场推广取得阶段性成果，煤制乙二醇、新型多晶硅等新产品新技术取得较大进展，新型多晶硅技术研发合作初见成效，并成功进入风电、褐煤提质综合利用、煤制甲烷气等工程新领域。

2、现代煤化工具有较好的市场发展前景

煤炭是我国的基础能源，在油气资源逐步减少、能源竞争日趋激烈、能源安全更加突出、能源结构多元化发展的大背景下，以煤为原料的煤化工产品在生产上具备了较大的成本优势，煤化工产品将成为我国最主要的能源产品。我国政府已将“煤的清洁高效开发利用、液化及多联产”列入了《国家中长期科学和技术发展规划纲要》，将其确定为 2006-2020 年 68 项优先发展主题之一。在未来几年，煤化工将进入一个新的发展阶段，逐步由传统煤化工向现代煤化工过渡，大型煤气化技术将进入成熟应用阶段，甲醇制烯烃、煤制乙二醇等将进入工业化阶段，同时褐煤提质将为大量的低品质煤找到更好的应用之路，煤炭资源的清洁高效开发利用，将依靠自主创新技术，实现化工和石化工业的可持续发展。

3、甲醇制取丙烯（FMTP）技术研发及市场推广取得阶段性成果

■ （1）甲醇制烯烃项目发展潜力大

A、甲醇产能严重过剩

由于近几年快速扩张，甲醇行业走向产能过剩，供求关系严重失衡。据工信部的数据显示，2009 年，我国甲醇产能达到 2350 万吨，产量却仅为 1133 万吨，装置开工率只有 48.2%。预计 2010 年，我国拟投产的甲醇装置总产能超过 500 万吨，甲醇供应量预计达到 1860 万吨，同比增长 23%左右，供给增速将远远超过需求增速，市场严重过剩的局面仍将持续。

B、丙烯需求缺口很大

中投顾问发布的《2010~2015年中国化工行业投资分析及前景预测报告》显示，2000年以后，丙烯下游产品开发提速，丙烯需求增幅较大而国内供应不足。预计2010年，我国丙烯总产量将达到1049~1096万吨，而当量需求将达到1905万吨，供需缺口高达42~45%。

C、煤制烯烃具有较好成本优势

FMTP技术从甲醇到丙烯的转化比例约为3:1左右。由于目前煤制烯烃项目处于试点阶段，尚未进行商业运行，因此，具体的成本测算还需时间。但我们了解，根据上马煤制烯烃项目企业的内部核算，由煤炭开采到合成烯烃，对应的原油成本大约为60美元/桶。目前，国际原油价格在70美元/桶上方运行，煤制烯烃具有较好的成本优势。

图表10 国际原油期货价格（美元/桶）

	现货	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2010	2011	2012	2013
NYMEX WTI									
预测		80.5	82.5	84.5	85.0	80.0	87.5	95.5	93.8
当前远期	70.0	76.2	73.0	74.9	76.0	75.7	77.2	79.3	81.0
ICE 布伦特									
预测		80.0	82.5	86.0	84.0	80.5	90.0	92.5	88.5
当前远期	71.7	78.2	73.4	75.1	76.5	76.0	77.8	80.3	82.1

资料来源：Bloomberg（2010-5-23）

一方面，甲醇产能过剩，另一方面，丙烯供需缺口大，因此，甲醇制丙烯项目将在缓解甲醇产能过剩矛盾的同时，又能缩小丙烯供需缺口，同时还具有较好的成本优势。因此，甲醇转化丙烯项目将具有较好的市场发展前景。

目前国内煤制烯烃项目处于示范阶段。据不完全统计，目前各地规划的煤制烯烃总产能2000万吨。

图表11 国内煤制烯烃项目

项目	技术	备注
1 神华包头180万吨/年甲醇，30万吨/年聚乙烯，30万吨/年聚丙烯	大连化物所DMTO技术	2009年12月工艺生产装置联运试车全面启动，计划2010年9月全面投产
2 神华宁煤167万吨/年甲醇，50万吨/年聚丙烯	鲁奇公司MTP技术	预计于2010年上半年投运
3 大唐167万吨/年甲醇，50万吨/年聚丙烯	鲁奇公司MTP技术	预计于2010年上半年投运
4 淮化集团有限公司煤制170万吨/年甲醇，聚丙烯49万吨/年	FMTP技术	建设周期2009-2011年，总投资136.1亿元
5 陕西蒲城清洁能源化工公司200万吨烯烃（一期68万吨/年）	大连化物所第二代DMTO	
6 陶氏/神华榆林一体化化学品项目，332万吨/年甲醇、122万吨/年甲醇制烯烃（MTO）		计划于2016年投产

资料来源：平安证券研究所

■ （2）FMTP 技术研发及市场推广取得阶段性成果

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的“流化床甲醇转化丙烯技术项目”（FMTP），具有完全自主知识产权，其主要指标处于世界领先水平。

该技术拥有自主知识产权，在知识产权和收益中，清华大学、中国化学、天辰公司、东华科技、淮化集团分别占30%、24%、18%、18%、10%。其中，天辰公司还将负责与FMTP工程相关的催化剂制备装置工程的设计与总承包业务，东华科技还将负责与FMTP工程相关的工业化装置的设计与总承包项目。

FMTF 对公司而言，不仅可以获取技术转让费，而且更重要的是，公司有望获取技术转让后随之而来的工程设计与总承包的部分收益。

公司承接了淮化集团 FMTF 工业化实验装置建设（3 万吨，工程总承包金额 2 亿元）。作为该套工业试验装置的工程总承包商，公司全面参与了 FMTF 技术的开发和建设工作，积累了相当的 FMTF 项目工程建设经验，从而为公司开拓 FMTF 项目建设市场奠定了坚实的基础。

2009 年 5 月，《石化产业调整和振兴规划细则》发布，其中提出要稳步开展煤化工示范：“今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，原则上不再安排新的煤化工试点项目，重点抓好现有煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类示范工程。”

因此，我们认为，煤制烯烃项目将在 2012 年之后可以得到审批，我们看好未来公司在甲醇制烯烃领域工程设计咨询和工程总承包业务的订单获取优势。

4、公司煤制乙二醇技术已成熟，正在争取订单

■ （1）乙二醇供需缺口大

近年来，随着我国聚酯工业快速发展，我国乙二醇消费量不断增加。2003 年我国乙二醇的表观消费量只有 346 万吨，2009 年增长到 777 万吨。

近几年我国乙二醇生产能力和产量快速增长，但仍满足不了需求，产品自给率仍较低。自 2002 年以来，进口依存度一直保持在 70%以上。2009 年全年进口 582 万吨。

2010 年随着中石化镇海炼化公司 65 万吨/年乙二醇装置、中石化天津石化公司 42 万吨/年乙二醇装置、内蒙古通辽金煤化工公司煤制乙二醇项目一期 20 万吨/年煤制乙二醇项目的建成投产，国内将增加 127 万吨乙二醇产能。预计到 2010 年底，我国乙二醇生产能力将近 400 万吨。

亚化咨询的研究报告称，到 2012 年，我国乙二醇总产能为 460 万吨/年。而需求方面，预计到 2012 年，我国乙二醇消费将超过 1050 万吨，供需缺口仍将很大。

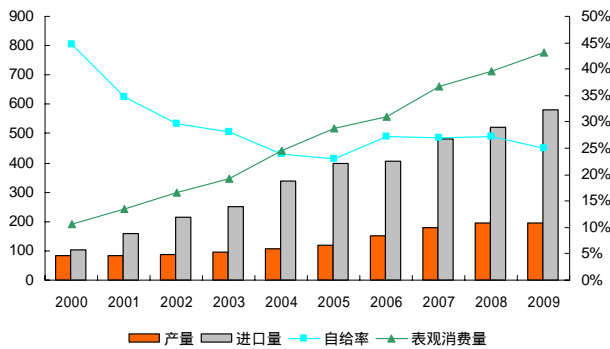
■ （2）成本较低

根据丹化科技公告，其煤制乙二醇完全成本（包括期间费用）为 3263 元/吨，而 2010 年至今长三角地区的乙二醇市场均价为 7800 元/吨，可见煤制乙二醇的成本优势非常明显。

■ （3）煤制乙二醇具有广阔市场发展前景

我国乙二醇供需缺口大，煤制乙二醇具有非常明显的成本优势。作为现代煤化工五大示范之一，煤制乙二醇于 2009 年被列入国家石化振兴规划，煤制乙二醇具有广阔的市场发展前景。截至 2010 年一季度，我国规划中的煤制乙二醇项目近 20 个，总投资近 500 亿元。

图表12 我国乙二醇供需情况(万吨)



图表13 长三角地区乙二醇价格走势(元/吨)



资料来源：平安证券研究所

五、业绩预测和估值

1、业绩预测

公司具有优异的订单承揽能力，在手合同储备丰富。我们预计 2010、2011 年公司新签合同金额分别为 30.0、35.0 亿元，在手合同金额分别为 52.4、59.9 亿元。

毛利率方面，我们预计，随着宏观经济逐步复苏，公司各项业务的毛利率将有所提高，预计 2010、2011 年公司综合毛利率分别为 18.3%、17.7%。（2011 年综合毛利率低于 2010 年是因为：低毛利率的工程总承包业务占比增长较快。）

我们预计，2010、2011 年归属于母公司的净利润分别为 1.81、2.23 亿元，分别同比增长 39.2%、23.2%，EPS 分别为 0.65、0.80 元，对应的动态市盈率分别为 38、31 倍。

图表14 主营业务预测

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
工程总承包						
收入	433	810	1,210	1,609	1850	2500
成本	346	676	1,058	1,382	1582	2138
毛利率	20.2%	16.6%	12.5%	14.1%	14.5%	14.5%
设计咨询						
收入	112	107	172	162	220	250
成本	62	70	75	83	110	125
毛利率	44.7%	34.5%	56.3%	48.6%	50.0%	50.0%
合计						
总收入	545	916	1382	1770	2070	2750
总成本	407	745	1133	1465	1692	2263
综合毛利率	25.2%	18.6%	18.0%	17.2%	18.3%	17.7%
新签合同						
新签合同合计	13.1	34.5	15.3	27.3	30.0	35.0
在手合同金额	16.3	41.6	43.1	52.7	52.4	59.9

资料来源：平安证券研究所

2、首次给予“推荐”评级

公司在手合同储备丰富，未来两年业绩增长确定性较强，FMTP 项目和煤制乙二醇项目承揽优势将推动公司 2012 年后业绩持续快速增长。我们看好公司长期发展潜力，首次给予“推荐”评级。

图表15 东华科技与实际控制人（中国化学）估值对比

		EPS		PE	
		2010E	2011E	2010E	2011E
002140.SZ	东华科技	0.65	0.80	39.2	31.9
601117.SH	中国化学	0.24	0.30	17.4	14.2

资料来源：平安证券研究所

六、风险

1、宏观经济及产业政策变化风险

公司从事的工程设计与工程总承包业务和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。2009 年我国经济总体形势企稳向好，但基础还不牢固，需求不足仍是当前我国经济发展的主要矛盾，化工行业投资决策谨慎，观望气氛浓厚。2009 年 9 月 26 日，国务院《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见》，提出遏制传统煤化工的重复建设，公司在传统煤化工业务上可能面临市场需求降低的风险。

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的一定影响。

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。

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	2061	1988	2172	2880
现金	854	953	985	1295
应收账款	137	161	198	263
其他应收款	24	19	26	35
预付账款	656	453	508	679
存货	341	343	389	520
其他流动资产	47	59	66	88
非流动资产	232	354	435	446
长期投资	82	84	86	87
固定资产	71	81	193	234
无形资产	26	73	70	68
其他非流动资产	53	116	86	57
资产总计	2293	2342	2607	3326
流动负债	1632	1642	1746	2277
短期借款	0	9	9	0
应付账款	270	529	508	679
其他流动负债	1362	1104	1230	1598
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	1632	1642	1746	2277
少数股东 权益	5	6	7	8
股本	107	139	279	279
资本公积	276	244	174	174
留存收益	272	311	401	588
归属母公司股东权益	655	694	854	1041
负债和股东权益	2293	2342	2607	3326

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	88	305	113	349
净利润	90	131	182	224
折旧摊销	21	10	19	30
财务费用	-5	-3	-39	-47
投资损失	-6	-4	0	0
营运资金变动	-21	165	-52	131
其他经营现金流	9	8	3	11
投资活动现金流	-29	-121	-100	-41
资本支出	19	71	100	40
长期投资	1	2	2	1
其他投资现金流	-10	-47	2	0
筹资活动现金流	-39	-78	18	2
短期借款	0	9	-0	-9
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	40	32	139	0
资本公积增加	-27	-32	-70	0
其他筹资现金流	-52	-88	-51	11
现金净增加额	21	106	32	310

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1382	1770	2070	2750
营业成本	1133	1465	1692	2263
营业税金及附加	37	22	52	69
营业费用	15	18	20	26
管理费用	90	114	135	179
财务费用	-5	-3	-39	-47
资产减值损失	10	9	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	4	0	0
营业利润	109	150	212	261
营业外收入	1	2	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	108	151	212	261
所得税	18	20	30	37
净利润	90	131	182	224
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	90	130	181	223
EBITDA	125	156	191	244
EPS (元)	0.84	0.93	0.65	0.80

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力				
营业收入(%)	50.8%	28.1%	16.9%	32.9%
营业利润(%)	44.9%	37.6%	41.5%	23.1%
归属母公司股东权益(%)	30.6%	44.2%	39.3%	23.1%
获利能力				
毛利率(%)	18.0%	17.2%	18.3%	17.7%
净利率(%)				
ROE(%)	13.8%	18.7%	21.2%	21.4%
ROIC(%)	-30.8%	-37.5%	-70.7%	-53.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	71.2%	70.1%	67.0%	68.5%
净负债比率(%)	0.00%	0.57%	0.52%	0.00%
流动比率	1.26	1.21	1.24	1.26
速动比率	1.05	1.00	1.02	1.04
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.76	0.84	0.93
应收账款周转率	11	10	10	10
应付账款周转率	4.69	3.67	3.27	3.81
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.47	0.65	0.80
每股经营现金流	0.47	0.91	0.41	1.25
每股净资产	2.35	2.49	3.06	3.73
估值比率				
P/E	76.6	53.1	38.2	31.0
P/B	10.5	10.0	8.1	6.6
EV/EBITDA	47.2	37.8	30.8	24.1

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±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±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）

风险提示：

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。客户并不能尽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 2010 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 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257