

2010年11月14日

## 东华科技 (002140)

## 在手合同储备丰富，现代煤化工产业发展促公司腾飞

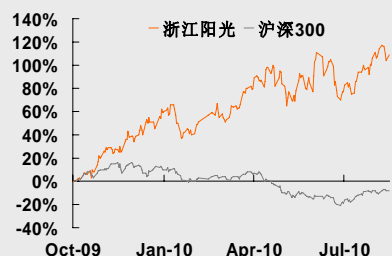
## 强烈推荐 (维持)

现价: 36.39 元

## 主要数据

行业	建筑业
公司网址	www.chinaecec.com
大股东/持股	化学工业第三设计院有限公司/60.01%
实际控制人/持股	中国化学工程集团公司/55.21%
总股本(百万股)	279
流通 A 股(百万股)	269
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	101.44
流通 A 股市值(亿元)	97.94
每股净资产(元)	2.78
资产负债率(%)	66.6

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 研究员

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

陈建文 S1060210050001  
0755-22625476  
chenjianwen002@pingan.com.cn

## 投资要点

## ■ 快速发展受益于化工行业较高固定资产投资增速

公司主营化工类工程总承包业务，在部分化工细分领域竞争优势明显（甲乙酮、三聚氰胺、磷复肥、硫酸、钛白等）。公司业务发展主要依赖于化工行业固定资产投资。随着工程总承包业务毛利率提高，公司综合毛利率快速提升至 23.2%（2010 年前三季度）。海外市场业务是公司新的业务增长点。

## ■ 在手合同储备丰富，保障公司未来 2 年业绩高速增长

预计 2010 年三季度末公司在手合同金额高达 58 亿元，而 2009 年主营收入仅为 17.7 亿元，高额的在手合同储备，将保障公司未来 2 年业绩高速增长。

## ■ 未来公司将重点发展具有较好市场前景的现代煤化工

公司目前业务主要集中在传统煤化工领域，但由于其产能过剩，公司未来在该领域的新订单获取将受到抑制。因此，未来公司将重点发展具有较好市场前景的现代煤化工，如甲醇制取丙烯、煤制乙二醇等。

## ■ 2011 年看好煤制乙二醇项目的订单获取

由于供需缺口大、成本优势明显，煤制乙二醇具有广阔市场前景。公司的煤制乙二醇技术国内领先。虽然目前只是试点，但我们看好煤制乙二醇的市场发展前景，预计国家放开的时间可能提前，并看好 2011 年公司相关订单的获取。

## ■ 2012 年看好甲醇制丙烯项目的订单获取

由于甲醇行业产能严重过剩、而丙烯需求缺口很大，加上具有较好成本优势，甲醇制丙烯产业发展潜力大。公司的“流化床甲醇转化丙烯技术项目”技术研发及市场推广取得阶段性成果。随着国内已有煤制烯烃项目投料试车成功，2012 年我们看好公司甲醇制丙烯项目的订单获取。

## ■ 现代煤化工产业发展促公司腾飞，“强烈推荐”

我们预计，公司 2011、2012 年新签合同订单分别为 30、50 亿元，2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.75、1.18、1.44 元，对应前收盘价的动态市盈率分别为 49、31、25 倍。公司在手合同储备丰富，我们看好未来公司在煤制乙二醇、甲醇制丙烯领域的订单获取，预计未来业绩高速增长，给予“强烈推荐”的投资评级，6 个月内目标价 45 元。公司面临的主要风险是宏观经济及产业政策的变化风险，以及煤制乙二醇、甲醇制丙烯等技术的产业化、客户认同风险。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1382	1770	1620	2890	3560
YoY(%)	50.8%	28.1%	-8.5%	78.4%	23.2%
净利润(百万元)	90	130	209	329	402
YoY(%)	30.6%	44.2%	60.8%	57.3%	22.4%
毛利率(%)	18.0%	17.2%	23.2%	21.6%	21.3%
净利率(%)	6.5%	7.3%	12.9%	11.4%	11.3%
ROE(%)	13.8%	18.7%	23.7%	28.1%	26.7%
EPS(摊薄/元)	0.32	0.47	0.75	1.18	1.44
P/E(倍)	112.5	78.0	48.5	30.9	25.2
P/B(倍)	15.5	14.6	11.5	8.7	6.7

# 正文目录

<b>一、公司介绍</b> .....	<b>4</b>
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
<b>二、公司快速发展受益于化工行业较高固定资产投资增速</b> .....	<b>6</b>
<b>三、经营分析</b> .....	<b>7</b>
1、设计咨询业务毛利率较高，工程总承包业务毛利率快速提升.....	7
2、在手合同储备丰富，未来2年业绩高速稳定增长。.....	8
3、海外市场业务是新的业务增长点.....	9
<b>四、现代煤化工是公司未来发展重点领域</b> .....	<b>9</b>
1、目前业务主要集中在传统煤化工领域.....	9
2、未来公司重点发展方向是现代煤化工技术和市场.....	9
3、现代煤化工具有较好的市场发展前景.....	9
<b>五、2011年看好煤制乙二醇项目的订单获取</b> .....	<b>9</b>
1、我国乙二醇供需缺口大.....	9
2、煤制乙二醇成本优势明显，具有广阔市场发展前景.....	10
3、公司煤制乙二醇技术已成熟，正在争取订单.....	10
<b>六、2012年看好甲醇制丙烯项目的订单获取</b> .....	<b>10</b>
1、甲醇行业产能严重过剩.....	10
2、丙烯需求缺口很大.....	11
3、煤制烯烃具有较好成本优势.....	11
4、甲醇制丙烯产业的发展潜力大.....	11
5、MTP技术研发及市场推广取得阶段性成果.....	11
6、2012年看好甲醇制丙烯项目的订单获取.....	12
<b>七、业绩预测和估值</b> .....	<b>13</b>
<b>八、风险</b> .....	<b>14</b>

## 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 各年份新签合同金额（亿元） .....	7
图表 7 主营业务毛利率和综合毛利率（右图）走势 .....	8
图表 8 2010 年签订的重大合同 .....	8
图表 9 各年份新签合同金额（亿元） .....	8
图表 10 我国乙二醇供需情况（万吨） .....	10
图表 11 长三角地区乙二醇价格走势（元/吨） .....	10
图表 12 WTI 原油期货价格走势（美元/桶） .....	11
图表 13 国内煤制烯烃项目 .....	12
图表 14 主营业务预测 .....	13
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

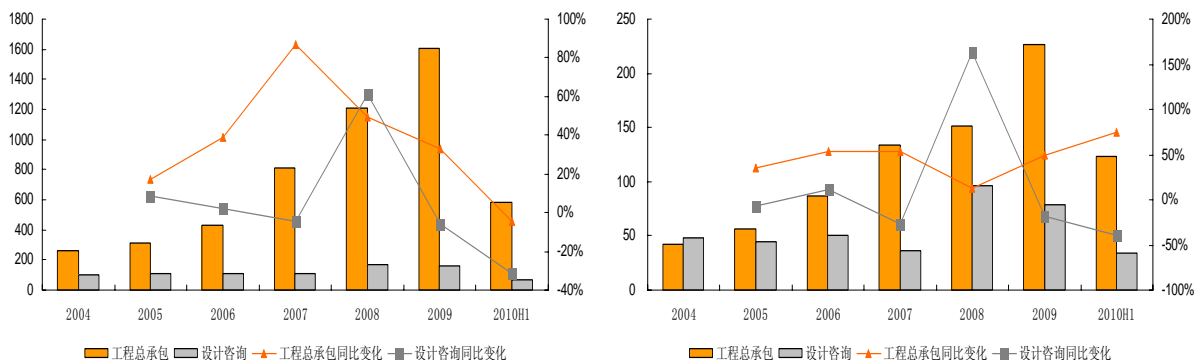
东华科技是一家专业从事以服务化工行业为主的设计咨询与工程总承包业务的大型工程公司。其中，设计咨询业务主要系从事技术开发、技术转让、工程咨询、工程设计和技术服务业务；工程总承包是受业主委托，按照合同约定对工程项目的勘察、设计、采购、施工、试运行（竣工验收）等实行全过程或若干阶段的承包。

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。2010年上半年，工程总承包业务营业收入占比为 89.8%，营业利润占比为 78.6%；设计咨询业务营业收入占比为 10.3%，营业利润占比为 21.4%。近五年，公司主营业务-工程总承包业务营业利润增长迅速，年复合增长率为 40.2%。

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，市场占有率达 70%左右。

(2) 化肥领域。公司在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%。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。

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。

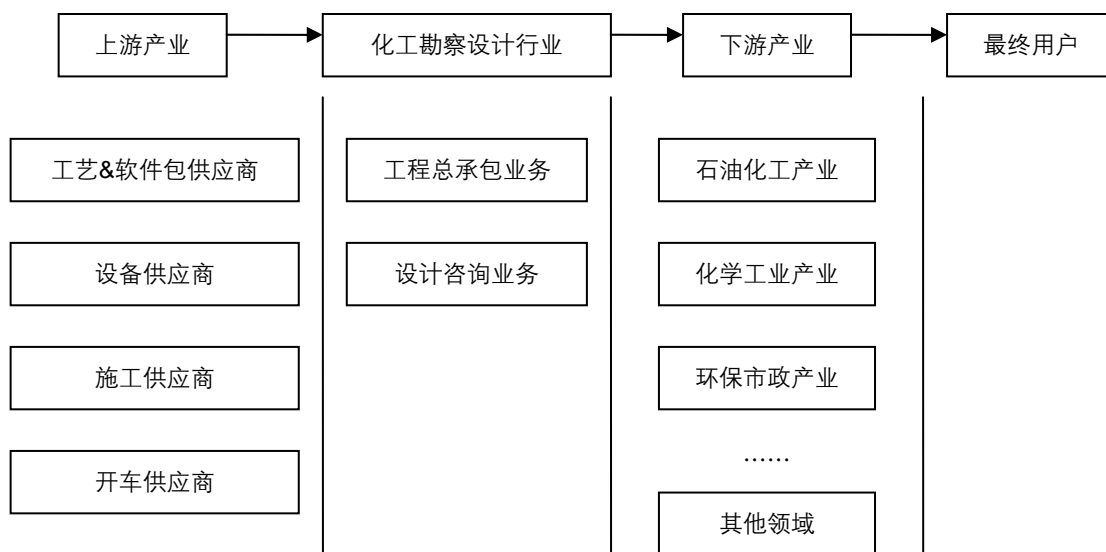
(5) 化工涂料领域。公司在钛白项目中具有传统的技术和市场优势，在较大规模的钛白建设项目中处于主导地位，特别是在国家鼓励的氯化法钛白市场具有绝对的竞争优势，占有市场份额较大。

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

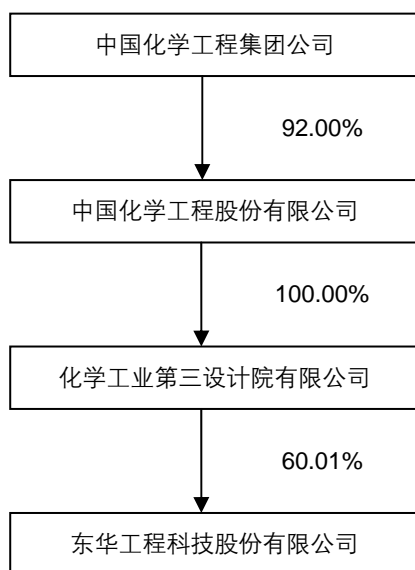
公司于 2007 年 7 月 12 日在深圳证券交易所挂牌上市。

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（“中国化学”，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、公司快速发展受益于化工行业较高固定资产投资增速

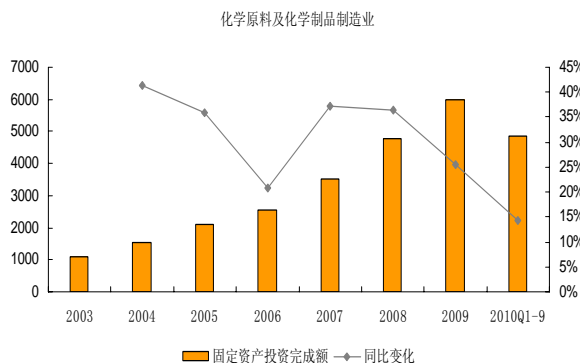
公司从事的工程设计与工程总承包业务与宏观经济运行关系较为密切，与国民经济发展周期呈正相关关系。公司业务的发展主要依赖于国民经济运行状况、国家固定资产投资规模，特别是在化工行业的投资。

2004-2008 年，在我国宏观经济高速增长背景下，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%。

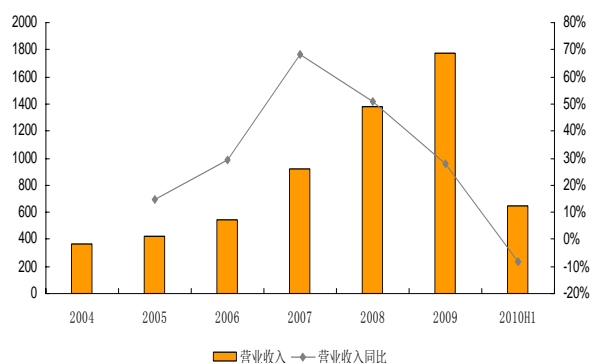
2009 年是我国经济发展最为困难的一年，化工产品市场需求相对低迷，化工建设项目数量有所减少，或者，部分化工建设项目因资金及产品市场等因素建设速度放缓，化工行业固定资产投资增速下滑，以化学原料及化学制品制造业为例，2009 年其固定资产投资完成额同比增速为 25.5%。公司主营收入同比增长下降到 28.1%，但新签合同金额 27.3 亿元，仅次于 2007 年的历史最高水平。

2010 年，化工行业整体固定投资增速继续下滑（2010 年前 9 月化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额同比增速为 14.2%），但公司加大市场开发力度，继续获取了大额工程总承包合同，使得 2010 年截至至今的新签合同金额为 24.4 亿元，处于历史较高水平。

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

图表6 各年份新签合同金额（亿元）

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010年至今
新签合同金额	3.8	12.7	13.1	34.5	15.3	27.3	24.4
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	9.7

资料来源：公司定期报告，平安证券研究所

### ■ 未来继续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。宏观经济逐步转好，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的市场需求。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，公司未来将继续受益于化工行业较高固定资产投资增速。

## 三、经营分析

### 1、设计咨询业务毛利率较高，工程总承包业务毛利率快速提升

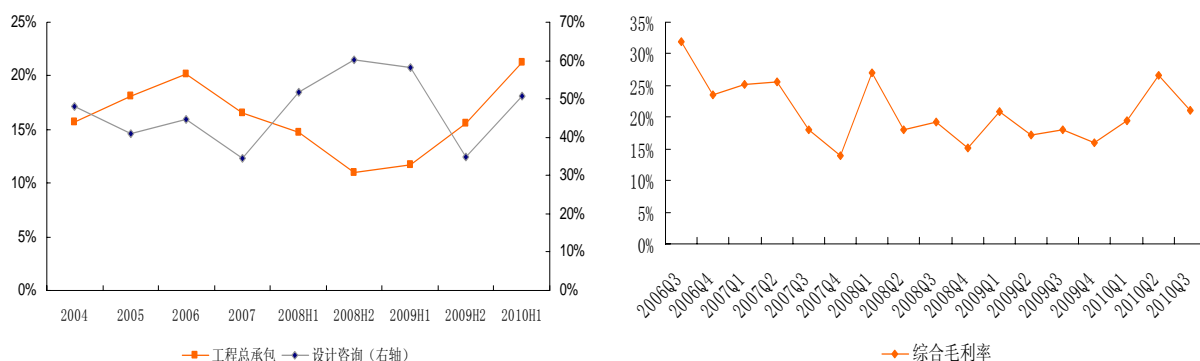
公司设计咨询业务毛利率较高，除 2006 年度外，都在 40% 以上，2010 年上半年为 50.8%。

公司工程总承包业务毛利率快速提升，由 2008 年的 12.5% 提升至 2010 年上半年的 21.3%。2010 年上半年毛利率提升的主要原因是：一是对工程总承包项目的一些重大的技术方案，组织专家进行科学论证，进行优化设计和重大工艺流程的改进，节约了项目成本费用。二是公司不断总结工程总承包项目管理经验，项目管理水平有较大提升，项目成本控制和人力资源运用较为合理，提高了项目的盈利能力。

工程总承包业务毛利率的提升，推动综合毛利率由 2008 年 18.0% 上升到 2010 年前三季度的 23.2%。



图表7 主营业务毛利率和综合毛利率（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，未来 2 年业绩高速稳定增长。

公司具有良好的业务拓展能力，虽然 2008 年受金融危机影响，新签合同下降，但随着经济复苏，2009 年之后新签订单快速增长。2009、2010 年公司新签合同金额分别为 27.3、24.4 亿元。

图表8 2010年签订的重大合同

签订日期	业主	项目	金额	工期
2010-9-25	瓮福紫金化工股份有限公司	10 万吨/年湿法净化磷酸、20 万吨/年磷酸二铵项目公用工程总承包合同、锅炉余热发电装置总承包合同	45058 万元	2010 年 10 月至 2012 年 3 月底
2010-9-29	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公辅工程 EPC (设计、采购、施工) 总承包合同	70559 万元	2011 年 4 月 18 日机械竣工
2010-10-21	突尼斯化工集团 (GCT)	日产 1800 吨硫磺制酸及低位热能回收项目的总承包合同	73981 万元	合同工期 (即自合同生效之日至装置临时接收) 为 26 个月

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。我们估算，2010 年三季度末公司在手合同金额高达 58 亿元，而 2009 年主营收入仅为 17.7 亿元，高额的手在合同储备，将保障公司未来 2 年业绩高速稳定增长。

图表9 各年份新签合同金额（亿元）

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010Q3	2010年至今
新签合同金额	3.8	12.7	13.1	34.5	15.3	27.3	16.8	24.4
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	9.7	
在手合同金额	0.2	8.6	16.3	41.6	43.1	52.7	58.0	

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、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。2010年10月21日，公司与突尼斯化工集团（GCT）在突尼斯市签署日产1800吨硫磺制酸及低位热能回收项目的总承包合同，合同金额73981万元人民币，工程建设地在突尼斯，合同工期（即自合同生效之日起至装置临时接收）为26个月。

## 四、现代煤化工是公司未来发展重点领域

### 1、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业务主要集中在传统煤化工领域（煤制氯碱、煤制甲醇、煤制尿素等），煤化工领域的业务占比高达80%以上。

但是，近几年由于尿素、甲醇、氯碱等行业产能快速扩张，超过下游需求增速，传统煤化工行业产能过剩，行业开工率不高，这将压制公司未来在传统煤化工领域的新订单获取。

### 2、未来公司重点发展方向是现代煤化工技术和市场

未来公司将重点发展现代煤化工，加大甲醇制取丙烯（FMTP）、煤制乙二醇、煤制天然气、焦炉气综合利用等领域的技术研发和市场推广力度，为承接新型煤化工的工程建设项目奠定基础。

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。

### 3、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。

## 五、2011年看好煤制乙二醇项目的订单获取

### 1、我国乙二醇供需缺口大

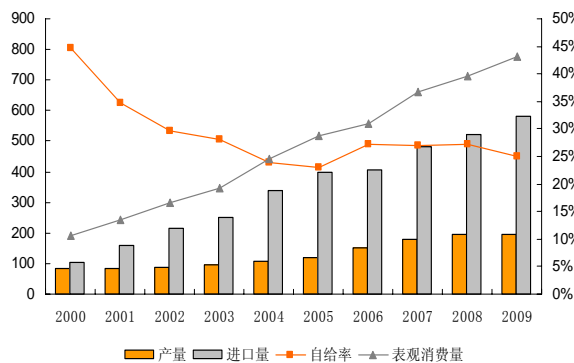
近年来，随着我国聚酯工业快速发展，我国乙二醇消费量不断增加。2003年我国乙二醇的表现消费量只有346万吨，2009年增长到777万吨。

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。

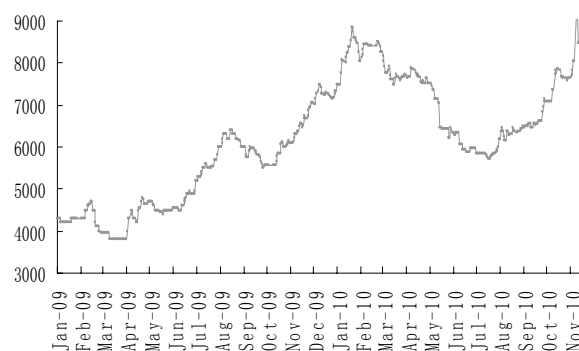
2010 年随着中石化镇海炼化公司 65 万吨/年乙二醇装置、中石化天津石化公司 42 万吨/年乙二醇装置、内蒙古通辽金煤化工公司煤制乙二醇项目一期 20 万吨/年煤制乙二醇项目的建成投产，国内将增加 127 万吨乙二醇产能。预计到 2010 年底，我国乙二醇生产能力将近 400 万吨。

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。

图表10 我国乙二醇供需情况（万吨）



图表11 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

## 2、煤制乙二醇成本优势明显，具有广阔市场发展前景

煤制乙二醇具有非常明显的成本优势。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 7100 元/吨，可见煤制乙二醇的成本优势非常明显。

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。据了解，目前建设和规划中的煤制乙二醇项目累计已达 300 万吨产能。

## 3、公司煤制乙二醇技术已成熟，正在争取订单

公司的煤制乙二醇技术是从日本宇部化学（UBE）引进，技术国内领先。

虽然目前只是试点，但我们看好具有成本优势的煤制乙二醇产业的市场发展前景，预计国家放开的时间可能提前，并看好 2011 年公司相关订单的获取。

（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。”）

# 六、2012 年看好甲醇制丙烯项目的订单获取

## 1、甲醇行业产能严重过剩

由于近几年快速扩张，甲醇行业目前已经产能过剩，供求关系严重失衡。目前我国甲醇生产能力已突破 3000 万吨，行业整体开工率不到 50%。

未来，我国还有 25 个拟建或处于规划阶段的甲醇项目，产能合计 2440 万吨。如果甲醇行业仍然保持现有的产能扩张速度，到“十二五”中期，即 2013 年左右，国内甲醇产能将很有可能超过 5000 万吨。即使在这一时期淘汰掉 900~1000 万吨落后产能，国内甲醇仍然处于严重过剩的局面。

全球甲醇产能也是过剩。预计到 2013 年，全球甲醇生产能力将达 11144 万吨，而需求量约 6103 万吨，到 2018 年，生产能力约 11532 万吨，需求量只有 8109 万吨。

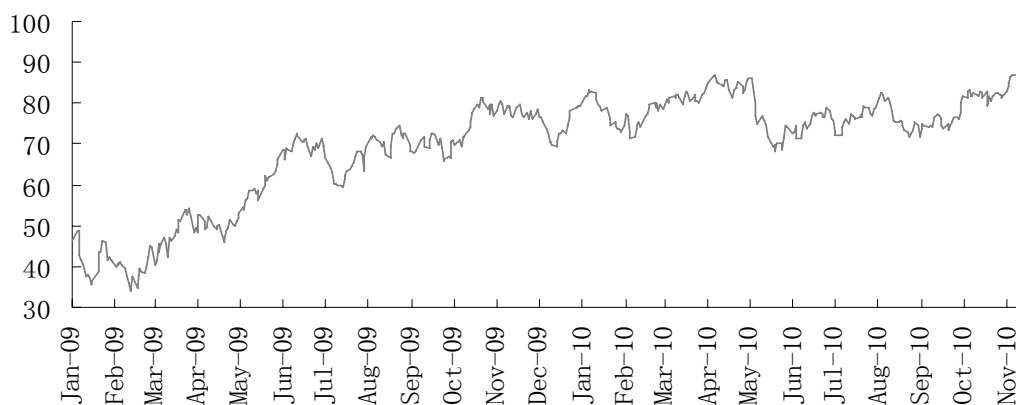
## 2、丙烯需求缺口很大

随着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，丙烯需求量约 1905 万吨，产量约 1315 万吨，供需缺口约 590 万吨。

## 3、煤制烯烃具有较好成本优势

FMTF 技术从甲醇到丙烯的转化比例约为 3:1。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，根据已上马煤制烯烃项目企业的内部核算，从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 80 美元/桶上方运行，煤制烯烃具有较好的成本优势。

图表12 WTI原油期货价格走势（美元/桶）



资料来源：化工在线

## 4、甲醇制丙烯产业的发展潜力大

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。据统计，到 2010 年底，我国甲醇制低碳烯烃技术许可合同总规模将超过 600 万吨烯烃，3~5 年内，总产能将达 800~1000 万吨。

## 5、MTP 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”（FMTF），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。

FMTP 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 FMTP 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 FMTP 技术的开发和建设工作，积累了相当的 FMTP 项目工程建设经验，从而为公司开拓 FMTP 项目建设市场奠定了坚实的基础。

公司已取得重要进展：2010 年 8 月 2 日与内蒙古远兴能源股份有限公司签订了 100 万吨/年甲醇制烯烃项目工程设计合同，合同总价 5000 万元。

## 6、2012 年看好甲醇制丙烯项目的订单获取

目前，国内已有煤制烯烃项目投料试车成功，例如神华包头项目（180 万吨/年甲醇、30 万吨/年聚乙烯、30 万吨/年聚丙烯）和神华宁煤项目（167 万吨/年甲醇、50 万吨/年聚丙烯）。

我们预计，煤制烯烃项目将在 2012 年之后可以得到审批，我们看好 2012 年之后公司在甲醇制丙烯领域的工程设计咨询和工程总承包业务的订单获取。特别的，如果公司与远兴能源签订的 100 万吨/年甲醇制烯烃项目工程设计合同履行顺利，我们乐观预计，公司获取后续的总承包合同将具有较大优势。

（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。”）

图表13 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	总投资170亿元，2010年8月工业化投料试车一次成功
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	总投资170亿元，2010年10月4日投料试车成功
3 大唐国际内蒙古多伦169万吨/年甲醇，46万吨/年聚丙烯	鲁奇公司MTP技术	总投资180亿元，2010年9月底进入全面开车准备阶段
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 嘉兴港区甲醇制烯烃项目（180万吨/年甲醇，乙烯30万吨/年，丙烯30万吨/年）	大连化物所第二代DMTO	总投资约120亿元，预计2012年建成投产
7 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
8 泰国正大集团甲醇制烯烃项目		2010年9月28日签约，项目总投资达12亿美元

资料来源：平安证券研究所

## 七、业绩预测和估值

### ■ 关键假设：

(1) 预计 2011 年公司获取一个煤制乙二醇项目的订单 (20 亿元, 20 万吨/年产能), 加上其他订单, 合计新签订单 30 亿元;

(2) 预计 2012 年公司获取一个甲醇制丙烯项目的订单 (40 亿元, 100 万吨/年甲醇转化产能), 加上其他订单, 合计新签订单 50 亿元;

(3) 企业所得税 15%。

我们预计, 公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.75、1.18、1.44 元, 对应前收盘价的动态市盈率分别为 49、31、25 倍。

公司在手合同储备丰富, 我们看好未来公司在煤制乙二醇、甲醇制丙烯领域的订单获取, 预计未来业绩高速增长, 给予“强烈推荐”的投资评级, 6 个月内目标价 45 元。

图表14 主营业务预测

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>工程总承包</b>							
收入	433	810	1,210	1,609	1400	2650	3300
成本	346	676	1,058	1,382	1134	2147	2673
毛利率	20.2%	16.6%	12.5%	14.1%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>设计咨询</b>							
收入	112	107	172	162	220	240	260
成本	62	70	75	83	110	120	130
毛利率	44.7%	34.5%	56.3%	48.6%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>合计</b>							
总收入	545	916	1382	1770	1620	2890	3560
总成本	407	745	1133	1465	1244	2267	2803
综合毛利率	25.2%	18.6%	18.0%	17.2%	23.2%	21.6%	21.3%
<b>新签合同</b>							
新签合同合计	13.1	34.5	15.3	27.3	30	30	50
在手合同金额	16.3	41.6	43.1	52.7	66.5	67.6	82.0

资料来源：平安证券研究所

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	2012E	2010E	2011E	2012E
002140.SZ	东华科技	0.75	1.18	1.44	48.5	30.9	25.2
601117.SH	中国化学	0.29	0.36	0.44	18.0	14.2	11.6

资料来源：平安证券研究所

## 八、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。经历金融危机后的国家化工市场虽起稳回升，但仍处于低位运行，化工、石化等建设工程项目的投资在短期内难以恢复至危机前的水平，在一定程度上存在着市场需求的不足。同时，公司面向市场自主研发的新技术、新产品等科技成果，向现实生产力的转化需要一定的周期，并存在着客户认同的风险。

### ■ 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。



资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	
<b>流动资产</b>	1988	2636	4603	5773	
现金	953	1606	2737	3468	
应收账款	161	194	347	427	
其他应收款	19	32	58	71	
预付账款	453	373	680	841	
存货	343	373	680	841	
其他流动资产	59	57	101	125	
<b>非流动资产</b>	354	386	309	322	
长期投资	84	88	0	0	
固定资产	81	148	186	209	
无形资产	73	73	73	73	
其他非流动资产	116	77	50	40	
<b>资产总计</b>	2342	3021	4912	6094	
<b>流动负债</b>	1642	2133	3736	4580	
短期借款	9	0	0	0	
应付账款	529	498	907	1121	
其他流动负债	1104	1635	2829	3459	
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	0	0	0	
<b>负债合计</b>	1642	2133	3736	4580	
少数股东 权益	6	6	7	8	
股本	139	279	279	279	
资本公积	244	174	174	174	
留存收益	311	429	716	1053	
归属母公司股东权益	694	882	1169	1506	
<b>负债和股东权益</b>	2342	3021	4912	6094	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	
<b>经营活动现金流</b>	253	695	1084	777	
净利润	131	209	329	403	
折旧摊销	10	14	22	28	
财务费用	-3	-25	-41	-59	
投资损失	-4	-4	0	0	
<b>营运资金变动</b>	113	536	767	405	
其他经营现金流	7	-34	7	0	
<b>投资活动现金流</b>	-72	-38	48	-40	
资本支出	77	40	40	40	
长期投资	0	4	-88	0	
其他投资现金流	4	6	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	-82	-5	-0	-6	
短期借款	9	-9	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	32	139	0	0	
资本公积增加	-32	-70	0	0	
其他筹资现金流	-91	-66	-0	-6	
<b>现金净增加额</b>	99	653	1131	731	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	
<b>营业收入</b>	1770	1620	2890	3560	
营业成本	1465	1244	2267	2803	
营业税金及附加	22	31	55	68	
营业费用	18	19	35	43	
管理费用	114	105	188	231	
财务费用	-3	-25	-41	-59	
资产减值损失	9	6	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	4	4	0	0	
<b>营业利润</b>	150	244	388	474	
营业外收入	2	3	0	0	
营业外支出	0	0	0	0	
<b>利润总额</b>	151	246	388	474	
所得税	20	37	58	71	
<b>净利润</b>	131	209	329	403	
少数股东损益	1	0	1	1	
<b>归属母公司净利润</b>	130	209	329	402	
EBITDA	156	232	368	443	
EPS (元)	0.93	0.75	1.18	1.44	

#### 主要财务指标

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入 (%)	28.1%	-8.5%	78.4%	23.2%
营业利润 (%)	37.6%	63.0%	58.9%	22.4%
归属母公司股东权益 (%)	44.2%	60.8%	57.3%	22.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	17.2%	23.2%	21.6%	21.3%
净利率 (%)	7.3%	12.9%	11.4%	11.3%
ROE (%)	18.7%	23.7%	28.1%	26.7%
ROIC (%)	-37.5%	-22.9%	-18.8%	-18.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	70.1%	70.6%	76.1%	75.2%
净负债比率 (%)	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.21	1.24	1.23	1.26
速动比率	1.00	1.06	1.05	1.08
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.60	0.73	0.65
应收账款周转率	10	8	11	9
应付账款周转率	3.67	2.42	3.23	2.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.47	0.75	1.18	1.44
每股经营现金流	0.91	2.49	3.89	2.79
每股净资产	2.49	3.16	4.19	5.40
<b>估值比率</b>				
P/E	78.0	48.5	30.9	25.2
P/B	14.6	11.5	8.7	6.7
EV/EBITDA	58.5	39.2	24.8	20.6



## 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）

### 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