

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

东华科技 (002140)

强烈推荐 (维持)

逆势增长的工程龙头企业

2009 年 03 月 16 日

现价 23.91 元

程磊 化工行业高级研究员

021-62481265

chenglei@pasc.com.cn

独到见解

- 1、东华科技是一个“卖脑力”的高科技公司，具有独特的商业模式。
- 2、我们不同于市场认为公司将受经济危机较大影响的观点，我们认为目前是进行化工项目建设的大好时机，东华科技已经受益。
- 3、FMTP 成功将带给东华科技巨大的发展机遇。

投资要点

- 1、东华科技是一家专业从事工程设计咨询与总承包业务的大型高科技工程公司。公司在化学工业建设的诸多细分领域具有较强的技术优势、领先的市场地位和较高的市场占有率。
- 2、工程公司的商业模式是“卖脑力”，这一模式决定了工程公司具有较高的毛利率，同时人才也是制约工程公司发展的瓶颈。东华科技在高速发展过程中已通过并购贵州省设计院实现了人才和工程资质的储备，保障了公司的可持续发展能力。
- 3、当前的设备、钢材、水泥等原料价格相对便宜，项目建设的成本较低。而化工项目的建设周期一般为 2~3 年，在目前低迷的情况下进行项目建设，在投产时将很可能迎来能源和化工行业的新一轮景气周期。可以说目前是化工项目建设的大好时机，相关工程公司受益。
- 4、从我们了解的情况来看，东华科技及华陆工程公司 09 年以来都不断接到新的订单合同，特别是东华科技 09 年初所接工程设计订单已经超过历史同期最好水平。
- 5、石化产业调整振兴规划中对煤制烯烃有所侧重，煤经甲醇制烯烃即能较好的解决我们的能源战略问题，也能有效的化解甲醇产能过剩的问题。我们预计 FMTP 技术成功应用后，东华科技将迎来跨越式发展。
- 6、我们预计公司 09 和 10 年的业绩分别为：1.18 元、1.60 元，考虑到公司独特的商业模式，而且公司是化工行业细分领域的工程设计与总承包龙头，未来 FMTP 技术突破将带给公司跨越式发展的巨大机遇，我们维持公司“强烈推荐”评级。

主要数据

行业	专业、科研服务
公司代码	002140
公司网址	chinaecec.com
总股本(万股)	10721.98
流通股(万股)	3892.00
流通市值(百万)	930.58
每股净资产(元)	5.87
净资产收益率(%)	10.15
总资产负债率(%)	69.15

相关研究报告

《煤化工之利器》

《09 年化工行业投资策略——寻找转型成功企业》

行情走势图



— 东华科技 — 上证指数

请务必参阅文后免责条款

风险提示

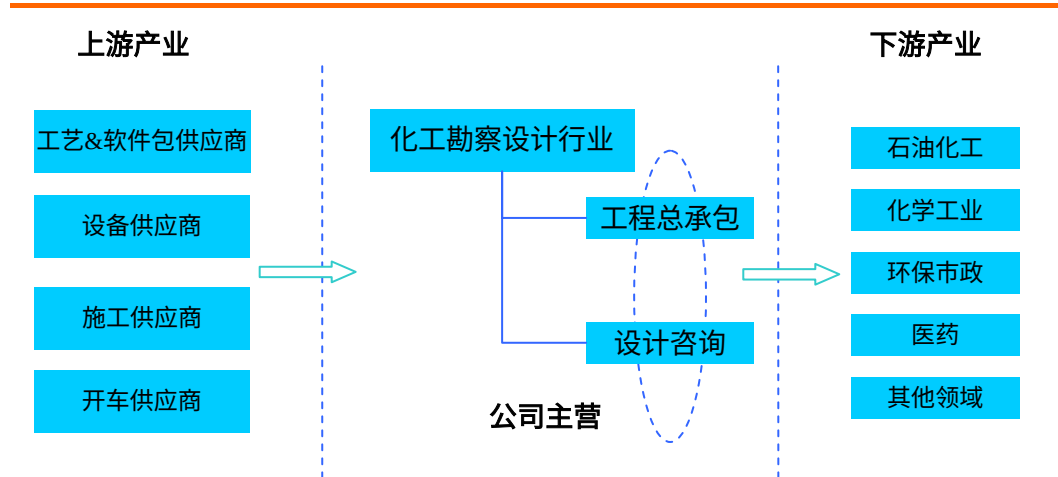
- 1、经济形势的进一步恶化有可能会影响相关化工项目的建设进度，从而影响公司业绩。

12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万)	421.51	544.51	916.30	1382.20	1686.00	2030.00
净利润(百万)	36.33	48.77	69.00	89.88	126.26	171.20
净利润增长率(%)	25.39	34.27	41.48	30.26	40.48	35.59
每股盈利(元)	0.34	0.46	0.64	0.84	1.18	1.60
市盈率(倍)	70.42	52.46	37.08	28.46	20.26	14.94

一、公司概况

公司是一家专业从事工程设计、咨询与工程总承包业务的大型高新技术工程公司，主要服务于化工工程、石油化工工程、市政工程等领域，拥有化工、石油化工、医药、市政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。

图表1 公司所属行业产业链



资料来源：平安证券综合研究所

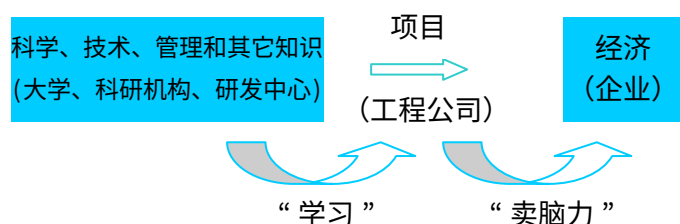
公司在化学工业建设的诸多细分领域具有较强的技术优势、领先的市场地位和较高的市场占有率。例如：在大型甲乙酮生产装置的建设市场中处于垄断地位；在化肥工业的磷复肥、尿素及合成氨项目的建设市场中分别拥有 65%、30%左右的占有率；在无机化学品领域的大型硫酸、甲醇项目建设市场中分别拥有 65%、30%左右的占有率；在化工涂料领域的钛白项目建设市场中拥有 45%的占有率；在煤化工领域比较全面涉及了各种当今世界上最先进的煤化工技术，并与具有自主知识产权的国内各科研机构，保持着良好的合作关系。

二、工程公司的商业模式是“卖脑力”

2.1 工程公司的商业模式是“卖脑力”

当今时代是知识经济时代，要使知识转化(或称技术转化)为经济，必须通过项目来实现，其简单的转化流程如下：

图表2 工程公司是技术转化的桥梁，通过学习来“卖脑力”



资料来源：平安证券综合研究所

工程公司是专业的以业主和建设项目为服务对象的项目公司，是实施项目的最佳角色，是实现知识向经济转化即技术转化的桥梁。工程公司的这一特性决定了其是智力密集型的企业，通过“卖脑力”来实现其经济价值，从而也决定了该行业具有较高的毛利率水平。

2.2 工程公司的瓶颈在于人才，拥“人才”者为王

由于工程设计和总承包行业属于人才密集型，当一个工程公司发展达到一定规模后将面临人才的匮乏的瓶颈，而工程行业的产能扩张就在于通过并购获得相关的人才和资质，从而促进公司持续高速增长。

东华科技已通过成立贵州东华实现了人才和资质的并购。贵州东华以东华科技为主发起人，联合贵州省化工医药规划设计院（以下简称“贵州院”）44名管理和技术骨干人员共同发起设立。贵州东华承继了贵州院的各项资质和人才，从而解决了公司发展过程中遇到的人才瓶颈问题；同时也可充分利用贵州乃至西南地区的资源优势，切实把握国家西部大开发的历史机遇，将进一步提升公司生产经营能力和核心竞争力。

三、化工项目建设的大好时机到来，东华科技已从中受益

3.1 应对经济危机，国家重视投资对经济的拉动效果

为应对经济危机，国家启动了4万亿的政府投资。考虑到投资对中国GDP的拉动作用巨大，国家对项目投资也更加重视。目前化工项目审批的进度在获得环评后将会较以往加快，好项目能够较快的获得批准，这也让工程设计和总承包单位有了更多的机会。

当然我们也发现有部分项目因业主的资金压力被延缓和取消，但这种情况的比例目前仍较小。

3.2 此时项目建设成本较低

从项目建设的成本来看，未来2年是建设化工项目的大好时机。相比于经济过热的项目建设高峰时期，当前的装置设备、钢材、水泥等原料价格相对便宜，施工单位也能够集中精力做好工程质量。

3.3 项目建成将迎来新的景气周期

化工项目的建设周期一般为2~3年，在目前低迷的情况下进行项目建设，在投产时将很可能迎来能源和化工行业的新一轮景气周期。

从我们目前了解的情况来看，东华科技及华陆工程公司09年以来都不断接到新的订单合同，特别是东华科技09年初所接工程设计订单已经超过历史同期最好水平。

四、煤制烯烃迎来新机遇，公司迎来跨越式发展的良机

4.1 石化产业调整振兴规划中对煤制烯烃有所侧重

石化产业调整振兴规划中明确指出“要控制总量，淘汰落后产能；停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，坚决遏制煤化工盲目发展势头。”但对煤制烯烃等新型

煤化工项目，国家是鼓励发展的，并积极支持其工业化示范和产业化发展。

图表3 煤化工发展方向

发展方向	国家政策	备注
煤制油	进行工业化示范，成功前不盲目规划发展	宜作为战略储备，而不宜大面积推广
煤制甲醇	遏制其产能的盲目扩张	通过技术进步促进其向下游发展，延长产业链，而不是简单盲目的扩能
煤制烯烃	鼓励发展，并积极支持其工业化示范和产业化发展	一旦煤制烯烃技术取得成功，得到推广，则对甲醇的需求将大幅增长
煤制乙二醇	鼓励发展	

资料来源：平安证券综合研究所

图表4 国内煤制烯烃项目

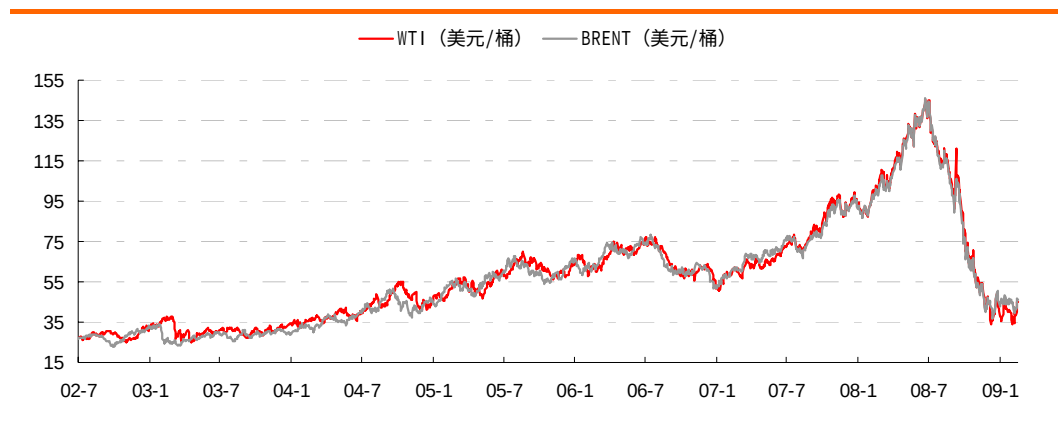
项目	技术	备注
神华包头180万吨甲醇，30万吨聚乙烯，30万吨聚丙烯	大连化物所DMTO技术	甲醇装置计划09年11月完工，整个煤制烯烃装置计划于10年8月投料试车； 国家重点支持的规划项目
神华宁煤167万吨甲醇，50万吨聚丙烯	鲁奇公司MTP技术	预计于2010年建成
大唐167万吨甲醇，50万吨聚丙烯	鲁奇公司MTP技术	预计于2009年4月建成
淮化集团有限公司煤制170万吨/年甲醇及转化烯烃项目	FMTP技术	环评已通过，工业试验装置预计于09年5月初投料试车

资料来源：平安证券综合研究所

4.2 煤经甲醇制烯烃是解决甲醇问题的最佳方式

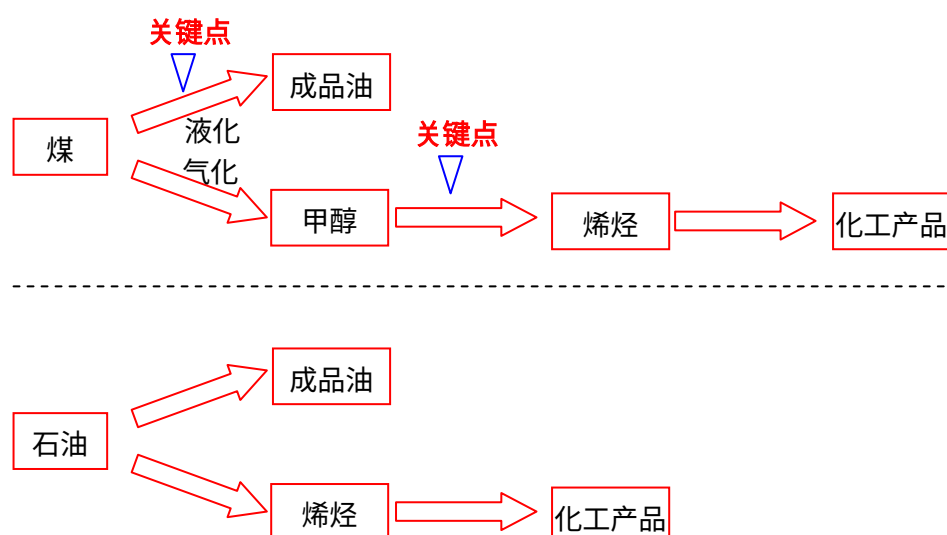
乙烯和丙烯的全世界年需求量近2亿吨。近年来，由于石油资源短缺、新的不依赖于石油资源的低碳烯烃制备工艺技术，尤其是丙烯生产的新工艺技术亟待发展。同时，随着我国煤化工和C1化学的发展，以煤为基础原料的造气工艺日益成熟。国内合成气制甲醇发展迅猛，甲醇产能直线上升，甲醇的后续出路和深加工已成为关注焦点。考虑到国家对煤制烯烃的支持及甲醇产能过剩的现实，煤制烯烃将是解决甲醇过剩问题的最佳方式，既保障了国家的能源战略，又能充分利用中国的煤炭资源。

图表5 油价走势



资料来源：平安证券综合研究所

图表6 煤化工和石油化工产业链对比图



资料来源：平安证券综合研究所

4.3 具有自主知识产权的 FMTP 技术将是未来我国煤制烯烃的主流

FMTP 技术是以甲醇为原料，通过流化床反应器，将甲醇转换为丙烯产品的一项新的技术。该技术拥有自主知识产权，其中：清华大学占有 30%的知识产权和收益，集团公司占有 24%，天辰公司占有 18%，东华科技占有 18%，淮化集团占有 10%的知识产权和收益。

如果采用国外技术，势必付出高昂的技术转让费用。因此，开发甲醇催化裂化制取低碳烯烃的工艺路线具有重要的现实意义，并将会为社会带来巨大的经济效益。我们预计工业试验装置成功后，具有自主知识产权的该技术将成为我国煤制烯烃的主流。

4.4 FMTP 技术成功应用后，东华科技将迎来跨越式发展

FMTP 技术开发成功后，如市场中有投资者拟使用该技术从事与 FMTP 相关的工程项目建设，则由天辰公司负责与 FMTP 工程相关的催化剂制备装置工程的设计与总承包业

务；由本公司将负责与 FMTP 工程相关的工业化装置的设计与总承包项目。

图表7 未来 FMTP 技术相关项目工程安排

公司	项目侧重	备注
东华科技	负责与FMTP工程相关的工业化装置的设计与总承包项目	未来公司还可获得FMTP技术成果有偿转让或使用许可的收入18%权益。
天辰公司	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；	

资料来源：平安证券综合研究所

安徽淮化集团有限公司煤制 170 万吨/年甲醇及转化烯烃项目环境影响报告书已得到国家环保总局的批复。我们预计该工业化试验装置成功后，淮化集团煤制烯烃项目将首先开始使用 FMTP 技术，未来推广之后，公司将获得金额巨大的总承包和工程设计合同，从而迎来跨越式发展。

五、盈利预测

图表8 主营业务情况预测 单位：万元

项目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
设计咨询收入	10,972	11,166	10,660	12,460	15,600	18,000
工程总承包收入	31,178	43,285	80,970	125,760	153,000	185,000
主营业务收入合计	42,151	54,451	91,630	138,220	168,600	203,000
设计咨询成本	6,470	6,174	67,563	6,838	8,564	9,884
工程总承包成本	25,513	34,552	74,545	106,644	132,804	160,895
主营业务成本合计	31,983	40,726	6,982	113,483	141,368	170,778
设计咨询业毛利率（%）	41.03	44.71	34.5	45.12	45.10	45.09
工程总承包业毛利率（%）	18.17	20.18	16.56	15.20	13.20	13.03
主营业务毛利率（%）	24.12	25.21	18.65	17.90	16.15	15.87

资料来源：平安证券综合研究所

我们预计公司 09 和 10 年的业绩分别为：1.18 元、1.60 元，考虑到公司独特的商业模式，而且公司是化工行业细分领域的工程设计与总承包龙头，未来 FMTP 技术突破将带给公司跨越式发展的巨大机遇，我们维持公司“强烈推荐”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

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2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

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：（0755）22200900

传真：（0755）82449257