

公司现有业务稳定成长，FMTP 将引领公司跨上新台阶

东华科技 (002140)

评级: 增持 (首次)

股价 30.36 元

调研报告

2009 年 9 月 21 日 星期一

医药化工研究小组

毛伟, 袁舰波

021-50586660-8630

mw@longone.com.cn

基础化工行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

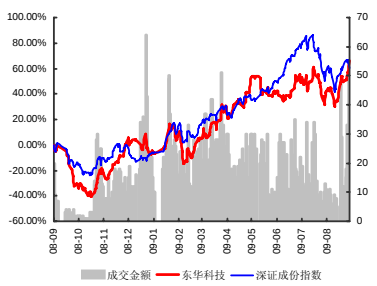
重要数据

总股本(亿股)	1.39
流通股本(亿股)	0.51
总市值(亿元)	42.32
流通市值(亿元)	15.37

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	20.52	18.79
3 个月	16.59	9.18
6 个月	61.21	19.73

个股相对深证成指走势图



投资要点

□ 公司概况

公司是前化工部第三设计院主导成立的具有甲级资质的大型工程公司, 其主要业务涉及化工技术开发, 化工工程设计和工程总包施工。

□ 公司经营状况乐观, 将持续保持高速成长势头

截止二季度末, 公司在手合同近 20 亿元, 7, 8 月份又新签焦炉气制甲醇和风电项目总包合同, 合同金额共计 9.02 亿元。正常情况下, 现有项目的合同期都为 1-2 年, 因此现有订单已可以保证公司未来两年内的高速成长。

□ 公司在行业内有技术和规模优势, 有较强的技术创新和技术转化能力

公司在甲乙酮, 钛白生产装置开发和施工方面在国内处于垄断地位。在磷复合肥, 硫酸装置的设计和施工方面也占有超过 6 成份额。此外, 公司在合成氨, 甲醇, 二甲醚, 三聚氰胺等装置方面也有独到的技术成果。除现有技术外, 公司募集资金项目正用于建造研发中心和进行技术开发, 相信未来会有更多技术成果涌现。

□ FMTP 投料试车在即, 该项目将引领公司迈入广阔的新市场。

FMTP 项目即甲醇制烯烃工业化项目在今年 1 月 6 日已经建成, 经过半年多的单车试车, 联产试车后, 近日即将进入投料试车阶段。该项目不仅能解决目前国内甲醇产能过剩的局面, 也是国内煤基产品取代石油基产品的一个重大突破, 项目一旦成功将引领公司迈入全新领域。

□ 盈利预测和投资评级

预计公司 09, 10, 11 年每股收益为 0.9 元, 1.02 元和 1.2 元, 给予短期“增持”, 长期“买入”的评级。

□ 公司概况

公司是由前化工部第三设计院主导成立的专业从事工程设计，咨询和工程总承包业务的大型工程公司，拥有石化，医药，市政，建筑等十多个领域的设计，咨询和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，公司目前主要业务集中在化工技术开发，化工工程设计和工程总包施工方面，在甲乙酮，钛白粉，煤化工等细分领域有领先优势。

□ 公司经营状况乐观，将持续保持高速成长势头

公司上半年营业收入 7.03 亿元，同比增长 20.6%，预计下半年公司仍将保持良好的势头，全年收入应能维持 20% 左右的增长。截止 6 月份，公司在手合同近 20 亿元，其中总包合同比例接近 80%。正常情况下项目建设周期在 1-2 年左右，以公司 08 年 13.8 亿的营业收入为参照，现有订单已可以保证公司未来两年内的业绩稳定增长。

虽然上半年受经济危机，行业极度低迷的影响，公司没有新签较大合同，但在建合同都正常运转，随之在 7，8 月份公司连续新签 20 万吨/年焦炉气制甲醇项目和云雾峪风电场项目两个总包合同，合同金额总计 9.02 亿元。

今年 1 月~6 月，我国石油和化工行业固定资产投资 4135.2 亿元，同比增长 15.5%，同比增速回落 18.1 个百分点，与前 5 个月相比增速回落 3.7 个百分点。由于工程建设存在建设周期，因此投资的下滑必定慢于行业周期；因此随着在建项目的逐步完工，短期内国内化工行业固定资产投资同比增速继续回落应无悬念。但我们认为公司自身特点决定了化工行业的周期对公司并不会太大影响。这主要有以下原因：

1. 国内工业处于重化工发展时期，未来 10-20 年内化工行业仍会有非常大的发展空间。尽管目前经济低迷，但大型化工项目建设仍方兴未艾，公司订单来源应不成问题。
2. 国内化工行业普遍存在集中度低，生产单耗高的问题，国家对化工行业的政策是鼓励建设具有先进生产技术的大规模装置，逐步淘汰落后产能。像公司这样拥有大规模装置研发和施工的企业会因此受益，市场份额得以扩大。
3. 国内化工产品的产能过剩主要问题在于产品品种单一，企业同质化竞争现象严重，国内目前一般一个产品从技术成熟到产能过剩的周期大约在 5 年左右。这种一哄而上的投资行为对于生产企业而言无疑是负面的，但对于公司而言，一旦开发出受市场追捧的技术，将会有爆发性增长的机会。

4. 公司目前业务大部分集中在煤化工领域，而煤化工目前处于技术升级的关键时期。在国内掌握初级煤化工产品的开发利用后，下一步重点在于开发对煤基能源更广泛而清洁的利用。公司作为行业内上游技术开发和施工方面的领先企业，未来必定会有巨大的增长潜力。

□ **公司在行业内有技术和规模优势，有较强的技术创新和技术转化能力**

由于公司前身是化工部的直属科研单位，在化工设计和施工领域拥有几十年的行业经验，公司管理层基本都为教授级高级工程师，在行业内都是顶尖的技术和项目管理人才。

公司目前在部分细分市场拥有明显的技术优势。甲乙酮，钛白生产装置开发和施工方面在国内处于垄断地位，钛白氯化法生产工艺在国内处于领先水平；在磷复合肥，硫酸装置的设计和施工方面公司占有国内 6 成份额；在合成氨，甲醇，二甲醚，三聚氰胺等装置方面也有自身独到的技术成果。此外，公司是国内唯一同时拥有德士古，shell 以及 GSP 三种先进煤气化技术施工经验的企业，也承担了神华煤制油项目部分段的总承包合同。除化工项目外，公司利用自身的施工经验和规模优势，在 8 月份成功签订风电场建设项目，为公司发展开辟了新的领域。

公司的技术研发中心建设即将完工。研发中心建立后既能提高公司新技术开发和转化的能力，也有利于公司利用这个平台吸引人才，储备人才。同时公司募投资金中有 1500 万元投入新技术，新设备的开发利用。我们相信依靠公司长期积累的技术底蕴加上资本市场的资金支持，未来公司将会有更多技术成果涌现。

□ **FMTP 已投料试车，该项目将引领公司迈入广阔的新市场。**

FMTP 项目即甲醇制烯烃工业化项目由公司实际控制人中国化学工程集团公司与清华大学，安徽淮化集团共同投资研发。公司投资 5400 万元，享有 18% 的知识产权及其收益。该项目今年 1 月 6 日已经建成，经过半年多的单车试车，联产试车后，近日即将进入投料试车阶段。我们预计项目成功试车的可能性较大，但完成设备调试最终获得稳定成熟的工业化成套技术工艺包至少还需要半年左右的时间。

我们认为该项目无疑会有非常广阔的市场前景，它不仅能解决目前国内甲醇产能过剩严重的局面，也是国内煤基产品取代石油基产品的一个重大突破，项目一旦成功将引领公司迈入广阔的新领域。

对于公司而言，虽然 18% 的项目技术成果有偿转让和使用许可收益会

给公司带来一定收益，但更大的收益是来自于一旦技术转让后随之而来的工业化装置设计和总承包合同。以目前 FMTP 工业化试验装置匡算，未来如果要达到国家煤化工项目建设要求，总包合同至少将达到数十亿元；相比公司目前每年十几亿的收入而言，项目无疑将为公司发展带来几何级数增长的机会。

□ 盈利预测和投资评级

由于公司 FMTP 项目成功仍需一定时间，所以在不考虑 FMTP 项目的情况下，预计公司 09，10，11 年每股收益为 0.9 元，1.02 元和 1.2 元，对应 09，10，11 年市盈率分别是 33.73 倍，29.16 倍以及 25.3 倍，考虑到公司高成长，高分红的优异特质，以及 FMTP 及其它新技术可能带来的超预期增长前景，给予公司短期“增持”，长期“买入”的评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 扬农化工, 华鲁恒升, 黄河旋风, 建峰化工, 巨化股份, 诺普信, 升华拜克。

袁舰波, 医药及化工行业高级分析师, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122