

化工



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

东华科技（002140）

优秀的化工设计总包商

推荐（维持）

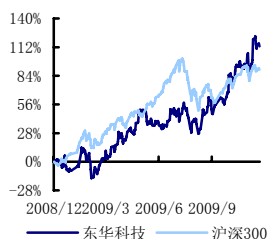
市场数据

报告日期	2009-12-23
收盘价(元)	38.29
52周最高/最低(元)	43.98/13.92
总股本(百万股)	139.39
流通股本(百万股)	50.62
总市值(百万元)	5337.24
流通市值(百万元)	1937.24
每股净资产(元)	4.62

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1382	1696	2116	2618
同比增长	50.8%	22.8%	24.8%	23.7%
净利润(百万元)	90	122	156	194
同比增长	30.6%	35.8%	27.3%	24.4%
毛利率	18.0%	17.4%	17.6%	17.6%
净利率	6.5%	7.2%	7.4%	7.4%
每股收益(元)	0.65	0.88	1.12	1.39
每股经营现金流(元)	0.95	0.77	2.42	2.85

股价走势



相关报告

投资要点

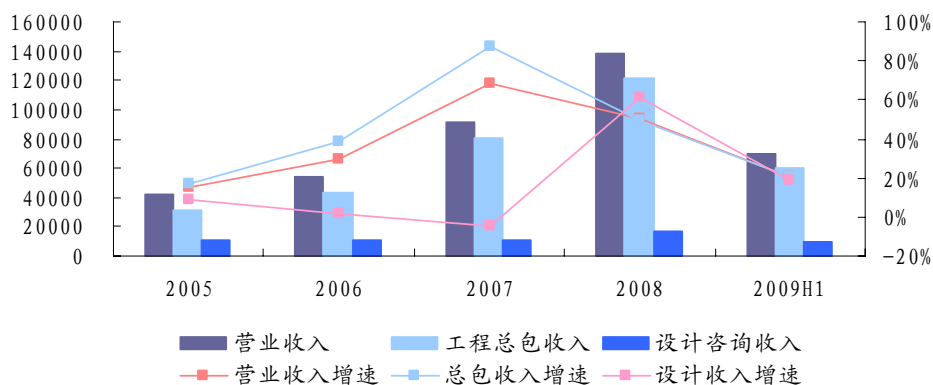
我们于近日赴安徽合肥对东华科技进行了调研，与公司管理层进行沟通，了解公司的业务特点和发展前景，主要内容和结论如下：

- **化工设计和总包领域的佼佼者。**东华科技是一家专业从事工程设计、咨询与工程总承包业务的大型工程公司，公司的前身是化工部第三设计院，实际控制人为中国化学工程集团，在化学工程的诸多细分领域有较强的技术优势和领先的市场地位。近年来，东华科技的收入和利润在化工类勘察设计企业中一直位居前列。2008年，公司营业收入（13.82亿元）的98.7%和毛利（2.48亿元）的99.2%来自于化工设计和总包业务（图1）。
- **所处行业具有高度进入壁垒。**化工设计和总包业务具有高度的专业性和行业壁垒，各细分领域往往只有少数企业拥有相应技术资质和工程业绩，因此卖方的议价能力明显强于一般工程项目。2009年中期，公司总包业务和设计咨询业务的毛利率分别达11.66%和58.00%（图2）。
- **在技术和机制上竞争优势突出。**技术方面，作为中国化学工程集团直属的7大设计企业之一，东华科技在煤化工、合成氨、尿素、磷复肥、硫酸、钛白粉、甲乙酮等领域的工艺设计和项目总包能力上明显领先竞争对手。

机制方面，东华科技是化工设计总包领域唯一的上市公司，并已实现了主要管理层持有公司部分股权，管理者与股东利益高度一致，因此公司

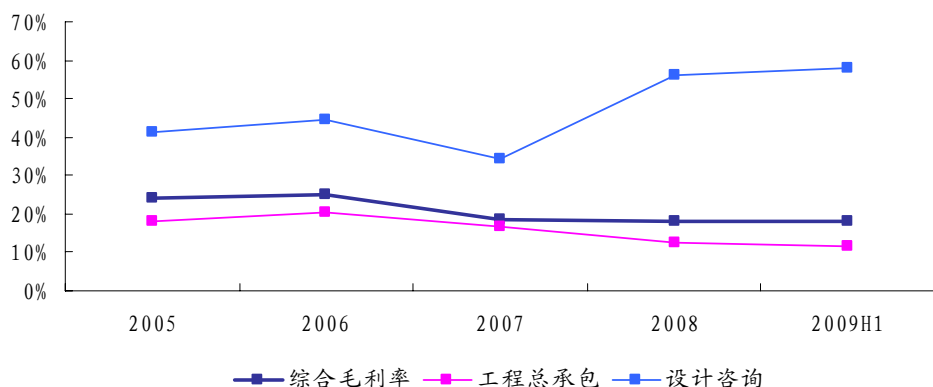
在适应经营环境变化、努力开拓市场以及注重员工激励等方面远远强于同层次的其它设计企业，由此在人才这一设计总包企业的核心资源上占据领先地位。2007年以来，公司一方面在煤化工等优势领域继续承接重大项目，另一方面积极向氯化法钛白、有机硅乃至风电市场开拓，并陆续获得新的订单，体现出很强的市场适应能力（表2）。

图1 东华科技历年营业收入及其增速



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

图2 东华科技各项业务历年毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

- **国内外市场开拓空间依然广阔。**展望公司的未来增长，由于中国依然处于重化工业时期，因此化工项目的新建和改扩建仍将随着国民经济的运行而持续增加；与此同时我们预期，依托技术和机制优势，东华科技的市场占有率将持续上升，由此带来收入和利润的进一步增长。此外，近年来东华科技积极开拓海外市场，在中东、东南亚、非洲、韩国等地的陆续获得重要订单，海外业务有望给公司带来新的增长点。
- **FMTF有望成为重要增长点。**12月4日，公司发布公告，其参与开发的流化床甲醇制丙烯项目（FMTF）已完成专家委员会鉴定。专家委员会认定，该项技术具有完全自主知识产权，其主要指标处于世界领先水平。FMTF是煤

化工领域的核心技术，有助于煤的高效清洁利用，并有助于满足我国丙烯需求的持续增长，前景良好。

FMTP 对东华科技的价值不仅在于 18%份额的新建项目技术转让费(见注 1)，更为重要的是，项目一旦建设，作为唯一承担过项目工程总承包的企业，东华科技有望承接大部分项目订单，以一个年产 53 万吨的煤制丙烯项目总投资 130 亿、设计费 3%-5%计，将令公司的收入和利润大幅增长。

注 1: 2008 年 3 月 27 日，中国化学工程集团以其拥有的 60%开发甲醇制丙烯工业化技术知识产权（另 40%知识产权归清华大学和安徽淮化集团所有）为平台，引进东华科技和天辰化学工程公司进行联合投资“甲醇制取丙烯（FMTP）工业化装置”，三方分别以 40%、30%、30%的投资比例对中国化学工程集团的 60% FMTP 知识产权及其收益进行分配。

- **维持“推荐”评级。**由于 FMTP 的订单承接前景尚不确定，我们暂时不考虑该部分业务的潜在增量，预计东华科技 2009-2011 年 EPS 分别为 0.88、1.12 和 1.39 元。虽然静态市盈率不低，但是考虑到公司的独特竞争优势和广阔成长空间，以及潜在的业绩增长点，公司的长期价值依然突出，我们维持“推荐”的投资评级。

表 1 东华科技盈利预测假设

年份		2008	2009E	2010E	2011E
工程总承包	营业收入（万元）	120992	148820	186025	230671
	同比增长率（%）	49.4	23.0	25.0	24.0
	毛利率（%）	12.53	11.70	11.90	11.90
	毛利（万元）	15160	17412	22137	27450
工程设计咨询	营业收入（万元）	17192	20802	25586	31087
	同比增长率（%）	61.3	21.0	23.0	21.5
	毛利率（%）	56.27	58.00	59.00	60.00
	毛利（万元）	9674	12065	15096	18652
合计	营业收入（万元）	138183	169622	211611	261758
	同比增长率（%）	50.8	22.8	24.8	23.7
	毛利率（%）	17.97	17.38	17.59	17.61
	毛利（万元）	24834	29477	37233	46102
销售费用 /营业收入（%）		1.05	0.95	0.95	0.95
管理费用 /营业收入（%）		6.50	6.60	6.50	6.50
财务费用 /营业收入（%）		-0.37	-0.90	-0.84	-0.90
实际税率（%）		16.24	13.50	13.50	13.50

资料来源：兴业证券研发中心

表 2 东华科技近 3 年重要订单情况

签约时间	客户	项目内容	合同类型	合同金额	合期期限
2007. 07	云南新立	年产 6 万吨氯化法钛白粉装置	工程设计合同	3700 万元	设计周期至 2008 年 8 月
2007. 08	中化格力仓储	南迳湾化工品仓储项目	总承包合同	12000 万元	13.5 个月
2007. 09	神华宁夏煤业集团	83 万吨/年二甲醚项目一期工程 (60 万吨/年甲醇部分) 锅炉及发电装置	总承包合同	2.8147 亿元	2008 年 12 月底前投产
2007. 09	巴基斯坦法蒂玛公司	硝酸罐以及燃气发电废热锅炉	设计加供货合同	1173 万美元	-
2007. 09	宁夏宝塔联合化工	年产 60 万吨甲醇项目	工程设计合同	2990 万元	-
2007. 09	贵州鑫晟煤化工	六盘水市老鹰山煤基气化替代燃料项目	总承包合同	14.2227 亿元	2009 年 5 月 20 日前机械竣工
2007. 10	新安迈图	年产 10 万吨甲基氯硅烷单体项目	工程设计合同	2736 万元	设计周期至 2008 年 8 月 30 日
2007. 11	贵州金赤化工	桐梓煤化工一期 30 万吨/年合成氨、30 万吨/年甲醇	总承包合同	80950 万元	26 个月
2008. 03	新疆天富热电	煤制甲醇及配套二甲醚项目一期工程	工程设计合同	2250 万元	2008 年 11 月完成
2008. 04	巴基斯坦法蒂玛公司	化肥联合装置机运系统	设计加供货合同	1700 万美元	12 个月
2008. 04	中国化学工程集团公司	流化床甲醇制丙烯工业试验装置	总承包合同	11721.11 万元	-
2008. 04	新疆大黄山鸿基焦化	焦炉煤气综合利用项目	总承包合同	62511 万元	2009 年 9 月 30 日前机械竣工
2008. 05	云天化国际	红磷分公司节能降耗技术改造项目 20 万吨/年磷酸	总承包合同	13118 万元	330 天
2008. 07	山西茂胜煤化集团	60 万吨/年醋酸一期甲醇项目	工程设计合同	3500 万元	16 个月
2008. 08	山西金晖威凯煤化工	30 万吨/年甲醇项目	工程设计合同	3077 万元	-
2009. 07	沧州中铁装备制造材料公司	20 万吨/年焦炉气制甲醇项目	总承包合同	48300 万元	18 个月
2009. 08	太原诚达集团云雾峪风电公司	云雾峪风电场 (4.95 万千瓦) 项目	总承包合同	42000 万元	12 个月

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2061	2150	2668	3286
货币资金	854	846	1133	1473
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	137	163	204	252
其他应收款	24	29	36	45
存货	341	420	523	604
非流动资产	232	282	301	330
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	82	86	88	89
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	71	114	149	179
在建工程	48	39	32	29
油气资产	0	0	0	0
无形资产	26	25	23	22
资产总计	2293	2432	2969	3615
流动负债	1632	1740	2156	2655
短期借款	0	0	0	0
应付票据	31	56	70	86
应付账款	270	350	436	539
其他	1331	1333	1651	2029
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	1632	1740	2156	2655
股本	107	139	139	139
资本公积	276	244	244	244
未分配利润	232	251	354	482
少数股东权益	5	6	7	8
股东权益合计	661	693	813	961
负债及权益合计	2293	2432	2969	3615

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	90	122	156	194
折旧和摊销	21	6	8	10
资产减值准备	10	6	8	9
无形资产摊销	2	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-5	-15	-18	-23
投资损失	-6	-5	-5	-6
少数股东损益	0	1	1	1
营运资金的变动	21	-6	-178	-213
经营活动产生现金流量	88	107	338	397
投资活动产生现金流量	-29	-39	-32	-34
融资活动产生现金流量	-39	-76	-19	-24
现金净变动	21	-8	286	340
现金的期初余额	848	854	846	1133
现金的期末余额	868	846	1133	1473

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1382	1696	2116	2618
营业成本	1133	1401	1744	2157
营业税金及附加	37	45	56	69
销售费用	15	16	20	25
管理费用	90	112	138	170
财务费用	-5	-15	-18	-23
资产减值损失	10	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	6	5	5	6
营业利润	109	140	179	224
营业外收入	1	5	3	3
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	108	143	181	226
所得税	18	19	24	30
净利润	90	123	157	195
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利	90	122	156	194
EPS (元)	0.65	0.88	1.12	1.39

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	50.8%	22.8%	24.8%	23.7%
营业利润增长率	44.9%	28.4%	28.6%	24.6%
净利润增长率	30.6%	35.8%	27.3%	24.4%
盈利能力(%)				
毛利率	18.0%	17.4%	17.6%	17.6%
净利率	6.5%	7.2%	7.4%	7.4%
ROE	13.8%	17.8%	19.3%	20.3%

偿债能力(%)

资产负债率	71.2%	71.5%	72.6%	73.4%
流动比率	1.26	1.24	1.24	1.24
速动比率	1.05	0.99	0.99	1.01

营运能力(次)

资产周转率	0.72	0.72	0.78	0.80
应收帐款周转率	11.41	9.89	10.09	10.05

每股资料(元)

每股收益	0.65	0.88	1.12	1.39
每股经营现金	0.95	0.77	2.42	2.85
每股净资产	4.70	4.93	5.78	6.83

估值比率(倍)

PE	63.27	46.58	36.60	29.43
PB	8.71	8.31	7.08	5.99

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。