

强烈推荐-A (维持)**东华科技 002140.SZ**

目标估值: 30.00 元

当前股价: 23.70 元

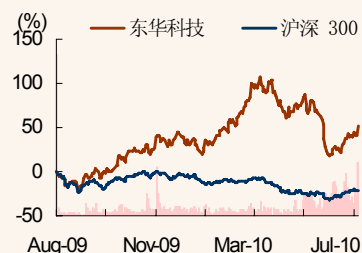
2010 年 8 月 6 日

关注 FMTP 设计合同后面的故事**基础数据**

上证综指	2621
总股本 (万股)	27877
已上市流通股 (万股)	26914
总市值 (亿元)	62
流通市值 (亿元)	60
每股净资产 (MRQ)	2.5
ROE (TTM)	18.9
资产负债率	69.8%
主要股东	化学工业第三设计院
主要股东持股比例	30.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	14	57
相对表现	13	23	81

**相关报告**

- 1、《东华科技 (002140) — 新型煤化工技术进展顺利，高成长值得期待》2010/07/29
- 2、《东华科技 (002140) — 新技术将促公司业绩腾飞，把握“TENBAGGER”的难得机遇》2010/03/29
- 3、《新技术研发收获在即，高成长的故事才刚刚开始》2010/03/22

王小勇

0755-82960440

wxy@cmschina.com.cn

S1090203100321

事件:

8 月 5 日，公司公告与远兴能源正式签订了 100 万吨/年甲醇制烯烃项目工程设计合同，总金额达到 5000 万元。公司承担甲醇制烯烃装置、液化烃罐区、油罐区等工程设施以及公用工程、辅助装置等初步设计和施工图设计工作，合同装置建设地点在内蒙古鄂尔多斯市。

评论:**1、我们一直以来认为 FMTP 会最早在 11 年底签约，此次签约超出我们的预期**

我们在 7 月 29 日的报告《东华科技 (002140) — 新型煤化工技术进展顺利，高成长值得期待》中提到，“煤制烯烃项目需经过示范后国家才可能大规模审批，目前三个煤制烯烃预计今年内全部建成，据非官方消息，快的话 9 月份就有这三个项目就能看到示范效果。”我们估计，现有的项目进展情况可能已经好于之前的预期。

当然，借用一句俗语：“机会是给有准备的人的”，正如公司在 4 月 6 日在网上业绩发布会上说的一样“FMTP 的产业化应用公司已经做好的技术准备，具体进度需要看业主的项目推进情况”。

2、设计合同本身不算什么，我们关注的是合同之后的 FMTP 工程施工和建设项目，目前东华科技是最具承接施工和建设 FMTP 项目能力的公司

我们认为，设计合同金额 5000 万元，对公司业绩贡献并不大。然而，根据业内惯例，一般来说，设计是谁做的，后期很大可能会有其来承接，此其一；其二，公司作为 FMTP 工业化实验装置唯一总承包商，在施工和建设 FMTP 具有发言权，加上我国工程招投标的惯例，必须要具有相关工程经验的公司才具有投标资格，这样看来，目前最有承接该项目施工合同能力的公司就是东华科技。

3、我们通过运用生产能力指数法对远兴能源 100 万吨/年甲醇制烯烃项目工程总投资额进行估算，预计在 50 亿元以上

由于远兴能源的煤制烯烃项目目前仅处于设计阶段，我们很难对其最终规模进行有效判断。不过，我们选用生产能力指数法对项目投资额进行估算。我们选取包头、宁煤、多伦项目作为计算参照指标，并参考华运煤电项目（该项目与公司所签远兴能源的规模相近）的投资额，因此，初步保守估计远兴能源甲醇之烯烃项目总投资额为 50 亿元以上。

4、风险提示

存在合同金额低于我们预测的风险以及 FMTP 施工合同公司未能承接的风险。

表 1：我国在建、拟建煤制烯烃项目明细

项目名称	产能规划	采用技术	进度	总投资
神华包头项目	180 万吨甲醇，30 万吨聚乙烯，30 万吨聚丙烯	DMTO	2010 年 6 月联合化工装置投煤产出甲醇，9 月全线投料试车。	170 亿元
神华宁煤（宁夏）	167 万吨甲醇、50 万吨聚丙烯、副产汽油 18.48 万吨、液态燃料 4.12 万吨、硫磺 1.38 万吨	MTP	预计于 2010 年建成	170 亿元
大唐内蒙多伦项目	168 万吨甲醇，46 万吨聚丙烯、20 万吨的汽油、3.6 万吨的液化气、3.8 万吨的硫磺、	MTP	2005 年开工建设，2009 年 4 月建成。2009 年 11 月，项目聚丙烯装置一次投料试车成功	180 亿元
淮化集团项目	煤制 170 万吨/年甲醇及转化烯烃项目	FMTP	环评已通过，工业试验装置已于 09 年 5 月初投料试车成功	136 亿元
华运煤电项目（山西）项目	甲醇 120 万吨，聚乙烯 20 万吨，聚丙烯 23.4 万吨	未知	拟建	85 亿元
兖州煤业项目	180 万吨甲醇，60 万吨烯烃	未知	拟建	155 亿元
中化益业项目	甲醇 150 万吨，烯烃 50 万吨	未知	拟建	100 亿元
华能满洲里煤化工项目	甲醇 180 万吨，烯烃 60 万吨；其中一期 60 万吨转 20 万吨	未知	一期已于 6 月开工建设，拟于 2013 年 10 月底建成投产。	200 亿元

资料来源：招商证券研发中心整理

图 1：宁东在建煤基烯烃化工项目（神华宁煤项目）


资料来源：调节阀世界网，招商证券研发中心整理

图2：神华包头煤制烯烃外观图



资料来源：包头新闻网，招商证券研发中心整理

图3：大唐国际多伦年产46万吨煤基烯烃项目



资料来源：中国西部煤焦网，招商证券研发中心整理

附录：建设投资简单估算法：

一、生产能力指数法

原理：

该方法是根据已建成的、性质类似的建设项目的投资额和生产能力与拟建项目的生产能力估算拟建项目的投资额。

计算公式:

$$C_2 = C_1 \left(\frac{Q_2}{Q_1} \right)^n gf$$

C_2 是拟建项目投资金额, C_1 是已建成项目投资金额;

Q_2 是拟建项目产能, Q_1 是已建成项目产能;

gf ——新老项目建设间隔期内定额、单价、费用变更等的综合调整系数;

n ——生产能力指数, $0 \leq n \leq 1$;

注意事项:

运用这种方法估算项目投资的重要条件, 是要有合理的生产能力指数。

1、若已建类似项目的规模和拟建项目的规模相差不大, 生产规模比值在 0.5—2 之间, 则指数 n 的取值近似为 1;

2、若已建类似项目的规模和拟建项目的规模相差不大于 50 倍, 且拟建项目规模的扩大仅靠增大设备规模来达到时, 则 n 取值约在 0.6—0.7 之间;

3、若已建类似项目的规模和拟建项目的规模相差不大于 50 倍, 且拟建项目规模的扩大靠增加相同规格设备的数量达到时, 则 n 取值为 0.8—0.9 之间。

采用生产能力指数法, 计算简单、速度快; 但要求类似工程的资料可靠, 条件基本相同, 否则误差就会增大。

【例】已知建设年产 30 万吨乙烯装置的投资额为 60000 万元, 现有一年产 70 万吨乙烯的装置, 工程条件与上述装置类似, 试估算该装置的投资额(生产能力指数 $n=0.6$, $gf=1.2$)。

[解答]: 根据公式, 则有: $y_2 = y_1 \times (x_2 / x_1)^n \times cf = 60000 \times (70 / 30)^{0.6} \times 1.2 = 119707$ (万元)

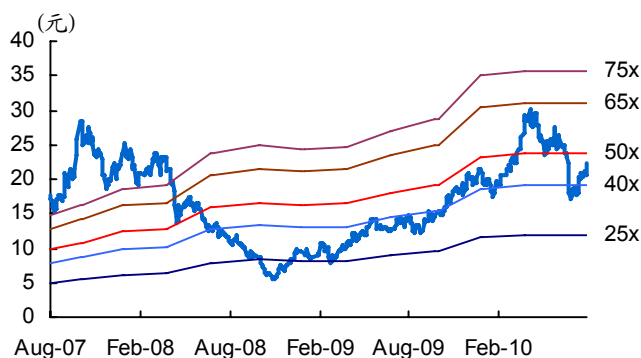
二、比例估算法

比例估算法又分为两种: (A)以拟建项目的全部设备费为基数进行估算; (B)以拟建项目的最主要工艺设备费为

三、系数估算法

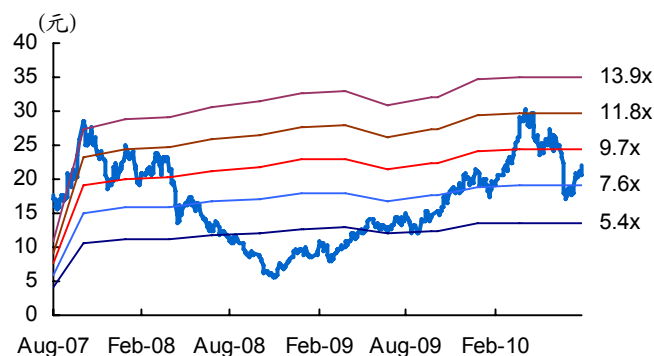
四、投资估算指标法

图 4: 东华科技历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 5: 东华科技历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《东华科技（002140）—新型煤化工技术进展顺利，高成长值得期待》2010/07/29
- 2、《东华科技（002140）—新技术将促公司业绩腾飞，把握“TENBAGGER”的难得机遇》2010/03/29

我们提出，加强研发不断开发新技术是公司核心竞争力所在，同时也是公司高成长的基础。

- 3、《新技术研发收获在即，高成长的故事才刚刚开始》2010/03/22

凭借在煤化工领域的传统优势，以生产经营和市场为导向加大研发，并在 FMTP 项目、煤制乙二醇获得突破，尤其是乙二醇项目极有可能在 2010 年获得订单，高成长的故事才刚刚开始，发展空间、成长潜力巨大。

- 4、《超预期发展，FMTP 技术将进一步助推业绩持续高速增长》2010/03/03:

公司属于典型的大行业小龙头，09 年营业收入仅为 17 亿元，发展空间无限；掌握多项化工工程子行业核心技术并获得市场先机，难以复制；股权结构体现了管理层与股东权益的一致性，促进了管理层做业绩的动力；未来三年净利润增速达到 50% 左右。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面多角度挖掘上市公司潜力。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。