

黔西县 30 亿元煤制乙二醇总承包合同远超预期

维持“买入”评级

公告事件：

2011年1月14日，东华科技与黔西县黔希煤化工投资有限责任公司（以下简称“黔希化工”）签订了30万吨/年煤制乙二醇项目总承包合同：合同总价304710万元，占公司2009年度经审计主营业务收入的172%；合同工期为26个月，工程建设地点在贵州省黔西县。

我们的观点：

- **标志着公司煤制乙二醇技术的商业推广取得了实质性进展。**公司与日本宇部、高化学联合研发了煤制乙二醇技术，工业化试验规模为1000吨/年，进入商业化装置设计推广期已过半年。该合同的签订表明了业主方对公司煤制乙二醇技术的充分认可，为公司未来拓展煤制乙二醇业务奠定了坚实的基础和稳固的优势。
- **产能规模超预期。**此前，我国煤制乙二醇建设项目的产能情况如下：丹化科技，正在建设40万吨/年的煤制乙二醇项目，分两期完成，每期20万吨/年；东华科技与博源投资集团内蒙古苏尼特碱业公司签订了20万吨/年煤制乙二醇项目的总包框架协议，亦分两期完成，每期10万吨/年。因此，黔西县一次性上马30万吨/年的煤制乙二醇项目，产能规模超出预期。
- **业主方所在地域超预期。**众所周知，公司一直在内蒙古、新疆精心布局新型煤化工产业，故本次在贵州黔西斩获煤制乙二醇首份大单出乎市场预期，也体现出资金方对投资煤制乙二醇产业的高涨热情。有此，我们认为，公司煤制乙二醇业务的拓展将有望大幅超出市场预期。
- **盈利预测及评级。**我们保守假设：2011-2012年，公司只承接黔西一项煤制乙二醇订单；传统化工建设业务收入的增速为30%；不承揽FMTP项目。则上调公司2010-2012年EPS至0.75元、1.35元和1.68元。我们强烈看好公司向领先的现代煤化工总承包商转型前景，维持买入评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	1618.47	2487.34	1858.92	3308.88	4136.10
同比增长率	20.45%	53.68%	5.00%	78.00%	25.00%
净利润(百万)	85.52	132.30	209.46	374.92	468.37
同比增长率	21.31%	54.69%	61.15%	78.99%	24.92%
每股收益(元)	0.405	0.627	0.751	1.345	1.680
净资产收益率	21.89%	25.29%	23.99%	31.41%	29.38%

分析师

周蓉姿

电话：010-88085980

Email: zhourongzi@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股)	27,877
流通股(万股)	26,914
每股净资产(元)	2.68
主要股东	化学工业第三设计院有限公司
主要股东持股比例	60.01%

数据来源：港澳资讯

相关研究

1. 东华科技深度报告：踏上现代煤化工总承包商的“蝶变”之旅
2. 东华科技公告点评：与突尼斯化工集团签署7.4亿人民币总承包合同
3. 东华科技三季报点评：三季报每股收益0.37元，符合预期
4. 东华科技跟踪调研报告：新型煤化工业务拓展快于预期

利润表(百万)

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2487.34	1858.92	3308.88	4136.10
减: 营业成本	2118.39	1453.68	2580.92	3226.16
营业税金及附加	85.59	21.38	38.05	47.57
销售费用	17.81	19.52	34.74	43.43
管理费用	56.47	120.83	215.08	268.85
财务费用	1.83	-6.80	-5.99	-6.52
资产减值损失	29.09	4.00	4.00	4.00
加: 投资收益	-0.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	178.05	246.32	442.07	552.62
加: 其他非经营损益	-0.72	1.50	1.50	1.50
利润总额	177.33	247.82	443.57	554.12
减: 所得税	45.03	37.17	66.54	83.12
净利润	132.30	210.64	377.03	471.00
少数股东损益	0.00	1.18	2.11	2.64
母公司所有者净利润	132.30	209.46	374.92	468.37

现金流量表

经营性现金净流量	174.42	255.36	728.98	152.61
投资性现金净流量	-18.58	-8.73	1.28	1.28
筹资性现金净流量	-5.05	-18.02	-21.91	117.45
现金流量净额	150.79	228.61	708.34	271.34
收益率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	14.83%	21.80%	22.00%	22.00%
三费/销售收入	3.06%	7.18%	7.37%	7.39%
EBIT/销售收入	7.18%	12.17%	12.42%	12.44%
EBITDA/销售收入	7.61%	13.96%	13.43%	13.25%
销售净利率	5.32%	11.33%	11.39%	11.39%
资产获利率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
ROE	25.29%	23.99%	31.41%	29.38%
ROA	12.04%	9.82%	9.86%	14.24%
ROIC	30.51%	26.92%	48.27%	41.11%
资本结构指标	2009A	2010E	2011E	2012E
资产负债率	64.76%	61.78%	71.14%	55.57%

资产负债表(百万)

	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	235.84	1088.36	1796.71	2068.05
应收和预付款项	1048.66	591.14	1358.48	877.74
存货	84.73	302.87	729.50	422.69
其他流动资产	3.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.05	84.39	84.39	84.39
投资性房地产	16.99	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	55.68	171.60	142.63	113.67
无形资产和开发支出	28.77	64.59	56.22	47.85
其他非流动资产	10.71	0.00	0.00	0.00
资产总计	1484.42	2302.95	4167.93	3614.39
短期借款	45.00	0.00	0.00	145.76
应付和预收款项	899.59	1422.70	2965.02	1862.63
其他负债	16.78	0.00	0.00	0.00
负债合计	961.37	1422.70	2965.02	1862.63
股本	158.00	139.39	139.39	139.39
资本公积	80.00	243.67	243.67	243.67
留存收益	285.05	490.07	810.63	1211.08
归属母公司股东权益	523.05	873.13	1193.69	1594.14
少数股东权益	0.00	7.12	9.23	11.87
股东权益合计	523.05	880.25	1202.92	1606.01
负债和股东权益合计	1484.42	2302.95	4167.93	3614.39
每股指标	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.627	0.751	1.345	1.680
每股经营性现金流	0.827	0.916	2.615	0.547
增长率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入增长率	53.68%	5.00%	78.00%	25.00%
净利润增长率	54.69%	61.14%	78.99%	24.92%
EBITDA 增长率	51.32%	65.69%	71.28%	23.27%
经营营运资本增长率	28.57%	3.60%	93.98%	93.70%
估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
PE	87.56	35.32	30.25	24.21
PB	22.15	8.47	9.50	7.11
EV/EBITDA	46.02	13.67	12.46	10.64

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

分析师姓名: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 东北大学管理学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、东华科技、路桥建设、北新路桥、新疆城建等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琚 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782234 wangjunwei@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。