



上市公司调研报告

证券研究报告
化工—基础化工原料与制品

中性 首次

万昌科技 (002581)

2011 年 10 月 11 日

项目进展顺利,看点在啞菌酯产业链一体化

2011 年 10 月 10 日收盘价: 20.10 元

6 个月目标价: 21.00 元

基础化工行业高级分析师: 曹小飞
SAC 执业证书编号: S0850511020004

caoxf@htsec.com

021-23219267

联系人: 易团辉

yith@htsec.com

021-23219737

联系人: 张 瑞

zr6056@htsec.com

021-23219634

主要观点:

- 万昌科技主要从事原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯等产品的研发、生产和销售,是全球最大的原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯生产商,2009 年全球市场占有率分别为 21.05%和 29.25%。公司创新的采用“废气氢氰酸法”工艺,主要产品的生产成本要低于竞争对手。由于原甲酸三甲酯盈利能力强于原甲酸三乙酯,公司将业务重心偏于原甲酸三甲酯。
- 原甲酸三甲酯最大的应用领域为高效低毒杀菌剂啞菌酯等甲氧基丙烯酸酯类农药产品;其次用于生产吡啶酸、头孢类抗生素、环丙沙星等药物。2007 年以来,国外原甲酸三甲酯的消费保持了年均 12%的增速,受专利保护等因素影响,啞菌酯产品价格较高,预计随着啞菌酯及其核心原材料专利保护到期,啞菌酯销量有望快速增长从而带动原甲酸三甲酯快速成长。对于原甲酸三乙酯产品,其下游需求增长较为稳定,未来也将给公司稳定贡献业绩。根据中国化工信息中心预测,2012 年原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯需求总量将由 2009 年的 5 万吨增长到 2012 年的 10 万吨。
- 公司募投的苯并二醇项目预计将于 2012 年 5 月中旬投产,在研的啞菌酯项目也完成了小试,公司有望打通“原甲酸三甲酯—苯并二醇—啞菌酯”一体化产业链,从而充分利用原甲酸三甲酯的成本优势增强啞菌酯产业链的竞争力。公司未来的看点也在于啞菌酯产业链的完善以及啞菌酯系列产品专利到期后带动原甲酸三甲酯销量的增长。
- 我们预计万昌科技2011-2013 年 EPS 将分别为 0.67 元、1.05 元和 1.26 元,对应 2011 年 10 月 10 日 20.10 元收盘价的动态 PE 分别为 30、19 和 16 倍,公司 2011-2013 年 EPS 预期复合增长率为 24.69%。公司股价较为合理,考虑到啞菌酯产业链的潜在市场空间,我们首次给予“中性”评级,6 个月目标价 21.00 元,对应 2012 年 20 倍动态 PE。

风险提示: (1) 原材料供应风险; (2) 农药新产品替代风险; (3) 技术风险; (4) 宏观经济下滑风险。

表 1 万昌科技主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	24717	23760	37098	44728
同比增长 (%)	15.61	-3.87	56.14	20.57
综合毛利率 (%)	47.87	48.28	46.07	45.89
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	7026	7208	11372	13619
同比增长 (%)	19.43	2.59	57.77	19.76
全面摊薄后每股收益 (元)	0.65	0.67	1.05	1.26
市盈率 (倍)	31	30	19	16

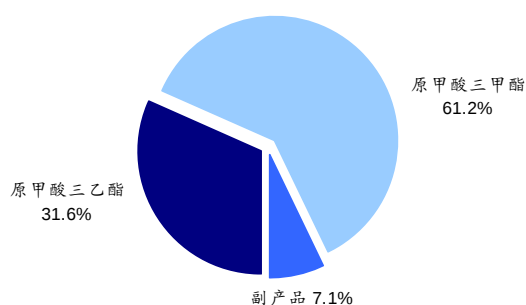
资料来源: 公司招股意向书, 2011 年公司半年报, 海通证券研究所

1. 1H2011 原甲酸三甲酯业务发展迅速

万昌科技主要从事原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯等产品的研发、生产和销售，是全球最大的原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯生产商，2009 年全球市场占有率分别为 21.05% 和 29.25%。公司创新的采用“废气氢氟酸法”生产工艺，主要产品的生产成本要低于竞争对手。

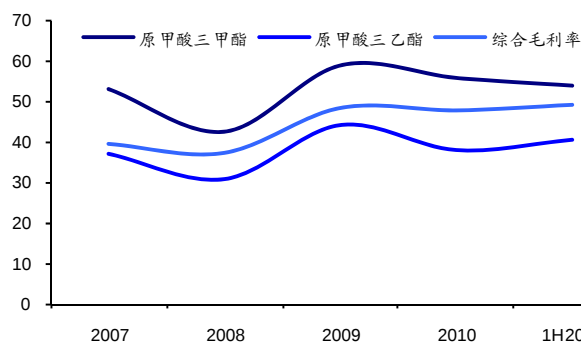
目前公司的收入主要来自于原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯，1H2011 收入占比分别为 61.23% 和 31.63%。公司主要产品的盈利能力较强，1H2011 原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯毛利率分别为 53.90% 和 40.57%，公司的综合毛利率持续上升，1H2011 已达到 49.25% 的历史最高水平。由于原甲酸三甲酯盈利能力较强，毛利率持续高于原甲酸三乙酯，公司也将业务重心偏于原甲酸三甲酯，其收入占比由 2007 年的 21.55% 提升到 1H2011 的 61.23%。

图 1 1H2011 万昌科技收入结构



资料来源：2011 年公司半年报，海通证券研究所

图 2 2007-1H2011 万昌科技主要产品毛利率（%）



资料来源：公司招股意向书，1H2011 年公司半年报，海通证券研究所

在产能方面，公司目前拥有 0.3 万吨原甲酸三甲酯和 0.6 万吨原甲酸三乙酯产能，募投的 0.7 万吨原甲酸三甲酯和 0.6 万吨原甲酸三乙酯项目预计将于 2012 年 5 月中旬投产，届时公司原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯产能将分别达到 1.0 万吨和 1.2 万吨。由于原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯的主要生产工艺类似，通过清洗设备（约两天时间）两者产能可以完全互用，因而公司原甲酸三甲/乙酯综合产能未来将达到 2.2 万吨，公司可以根据各产品的盈利能力合理调节各产品产量。

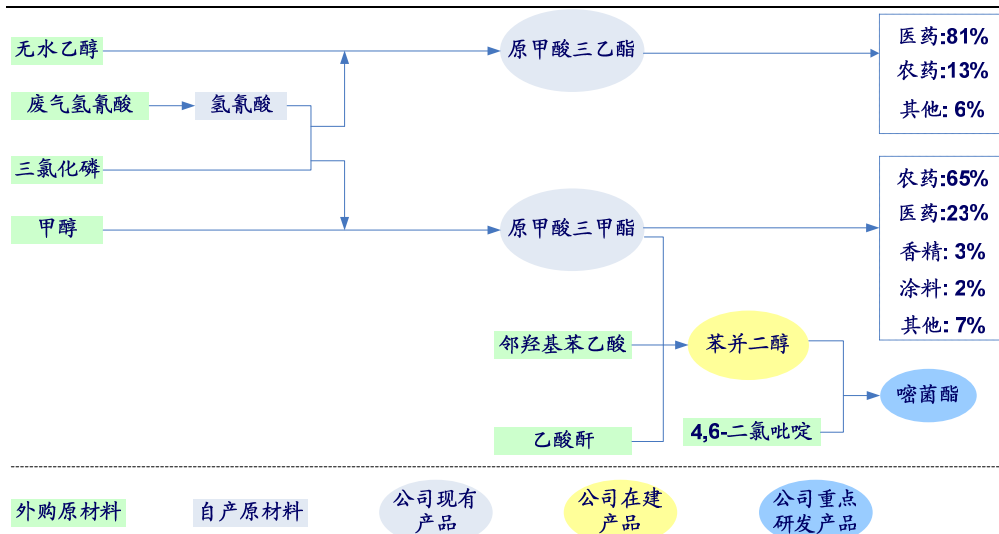
公司募投的 0.2 万吨苯并二醇项目也预计将于 2012 年 5 月中旬投产。此外，公司重点研发的噻菌酯项目也完成了小试，届时有望形成“原甲酸三甲酯—苯并二醇—噻菌酯”一体化的产业链。

表 2 万昌科技产能及在建产能情况（万吨，所有产品产能均拥有 100% 权益）

主要产品	现有产能	在建产能	预计投产时间	达产后总产能	备注（在建项目情况）
苯并二醇	0.00	0.20	2012 年 5 月中旬	0.20	IPO 资金项目 0.2 万吨苯并二醇，在淄博新厂区
原甲酸三甲酯	0.30	0.70	2012 年 5 月中旬	1.00	IPO 资金项目 0.7 万吨原甲酸三甲酯，在淄博新厂区
原甲酸三乙酯	0.60	0.60	2012 年 5 月中旬	1.20	IPO 资金项目 0.6 万吨原甲酸三乙酯，在淄博新厂区
原甲酸三甲/乙酯产能合计	0.90	1.30	-	2.20	两种产品产能可以互用，更换产品仅需约 2 天时间

资料来源：公司招股意向书，2011 年公司半年报，海通证券研究所

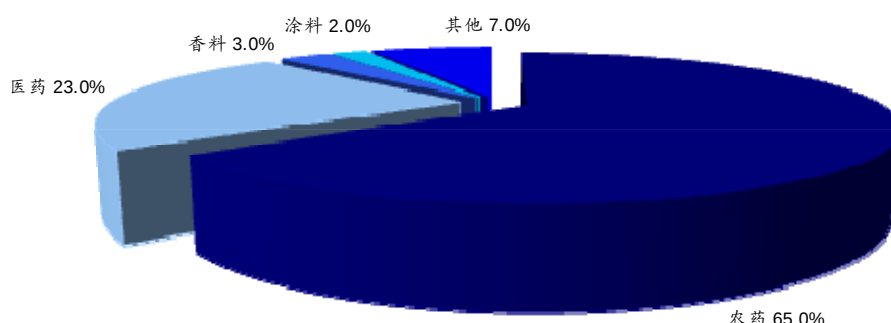
图3 万昌科技产业链



2. 噁菌酯及其主要原材料专利保护即将到期，行业销量有望快速发展

原甲酸三甲酯最主要用于农药领域，最大的应用领域为第二代高效低毒杀菌剂噁菌酯等甲氧基丙烯酸酯类农药产品；其次为医药领域，主要用于生产吡哌酸、头孢类抗生素、环丙沙星等药物。2007年以来，国外原甲酸三甲酯的消费保持了年均12%的增速，由于噁菌酯产品价格较高，国内市场仍在培育中。

图4 原甲酸三甲酯下游应用领域



噁菌酯及其主要原材料苯并二醇、4,6-二氯吡啶在专利保护下产品价格居高不下，从而使得其应用受到一定的限制。2010-2012年，噁菌酯及其原材料的专利保护将逐渐到期，其中噁菌酯专利保护已于2010年2月10日到期，苯并二醇专利也将于2010年11月13日到期，4,6-二氯吡啶将于2012年1月22日到期。随着噁菌酯系列产品专利的到期，国内企业纷纷投资兴建噁菌酯项目，噁菌酯性价比优势有望提升，从而有望带动原甲酸三甲酯需求快速增长。

从供给面来看，目前国外原甲酸三甲酯产能基本以自用为主，国内主要是公司和重庆紫光化工两家企业生产，两者产量占全国总产量的90%以上，竞争格局基本固定。重庆紫光规模要小于公司，也是先正达（先正达是公司最大的原甲酸三甲酯客户）的供应商，采用的是合成氢氰酸法，成本优势没有公司明显，目前重庆紫光并无扩产计划。

此外，对于原甲酸三乙酯产品，其下游需求增长较为稳定，未来也将给公司稳定贡献业绩。根据中国化工信息中心预测，2009年原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯需求总量为5万吨，其中原甲酸三甲酯2.9万吨、原甲酸三乙酯需求量2.1万吨，到2012年需求总量将达到10万吨。

3. 公司未来看点在“原甲酸三甲酯—苯并二醇—嘧菌酯”一体化产业链的完善

万昌科技未来的看点在于“原甲酸三甲酯—苯并二醇—嘧菌酯”一体化产业链的完善以及嘧菌酯系列产品专利到期后带动原甲酸三甲酯销量的增长。苯并二醇是生产嘧菌酯的关键原材料之一，公司投资建设的 0.2 万吨苯并二醇将于 2012 年 5 月中旬投产，由于原甲酸三甲酯自供，公司苯并二醇生产成本有望在行业内领先。此外，公司重点研发的嘧菌酯生产线小试也已完成，一旦顺利实现产业化，公司将成功打通“原甲酸三甲酯—苯并二醇—嘧菌酯”产业链，从而能够顺利地将原甲酸三甲酯等原材料的成本优势转化为嘧菌酯产品的竞争力。

我们认为，万昌科技的核心竞争力在于“废气氢氰酸”法生产工艺奠定的成本优势、主要产品规模优势以及嘧菌酯产业链的一体化。公司采用齐鲁石化丙烯腈厂的“废气氢氰酸”制备氢氰酸生产原甲酸三甲/乙酯，相比“合成氢氰酸”法具有较强的成本优势，2011 年齐鲁石化丙烯腈厂已完成扩产，公司与齐鲁石化签订了长期战略合作协议，从而能够充分保障公司原材料供应；国内原甲酸三甲酯主要由公司和重庆紫光化工有限公司生产、原甲酸三乙酯主要由公司和临沭县华盛化工有限公司生产，公司原甲酸三甲/乙酯产销规模连续多年位居全球第一，与先正达等下游企业建立了稳定的合作关系，具有较强的规模优势；公司一旦成功实现嘧菌酯产业化，将能够充分发挥产业链协同优势和原材料的成本优势。

4. 盈利预测与投资建议

2011 年 2 季度，受齐鲁石化丙烯腈厂停产检修 2 个月影响，公司生产装置停产 2 个月，目前公司装置已经完全正常运行。我们假设 2012 年公司原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯需求量保持稳定增长，由于原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯产能可以互用，公司可根据各产品盈利情况调整各产品产量。预计 2012 年原甲酸三甲酯销量达到 1 万吨，产品价格和毛利率维持目前水平；由于产能扩张，公司可以生产更多毛利率相对较低的原甲酸三乙酯，预计其 2012 年销量能够大幅增长到 6500 吨，产品价格和毛利率维持目前水平；我们预计公司苯并二醇项目 2012 年能够实现 800 吨销量，产品价格 15 万元/吨，毛利率为 40%。

根据海通证券估值模型，我们预计万昌科技 2011-2013 年 EPS 将分别为 0.67 元、1.05 元和 1.26 元，对应 2011 年 10 月 10 日 20.10 元收盘价的动态 PE 分别为 31、19 和 16 倍，公司 2011-2013 年 EPS 预期复合增长率为 24.69%。公司股价较为合理，考虑到嘧菌酯产业链的潜在市场空间，我们首次给予“中性”评级，6 个月目标价 21.00 元，对应 2012 年 20 倍动态 PE。

5. 风险提示

- （1） 原材料供应风险：公司产品线依赖齐鲁石化丙烯腈厂的废气氢氰酸，如果原材料供应出现问题则会对公司经营产生重大不利影响；
- （2） 农药新产品替代风险：公司原甲酸三甲酯未来发展空间很大程度依赖杀菌剂嘧菌酯的使用情况，如果嘧菌酯市场开拓进度一般或者未来出现高性价比的新型杀菌剂，则对公司的嘧菌酯产业链造成重大冲击；
- （3） 技术风险：嘧菌酯生产工艺较为复杂，公司存在一定的技术风险；
- （4） 宏观经济下滑风险。

相关研究报告:

新股研究报告--创新工艺铸就成本优势，募投产品延伸产业链：万昌科技新股询价报告 20110429

表 3 万昌科技 2011-2013 利润表预测（万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	24717	23760	37098	44728
营业收入	24717	23760	37098	44728
二、营业总成本	16327	15340	23791	28792
营业成本	12886	12288	20006	24204
营业税金及附加	12	12	19	22
销售费用	889	891	1113	1342
管理费用	2483	2257	2968	3578
财务费用	74	-155	-389	-444
资产减值损失	-16	48	74	89
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	8390	8420	13307	15936
加：营业外收入	53	80	96	115
减：营业外支出	22	20	24	29
五、利润总额	8421	8480	13379	16022
减：所得税	1395	1272	2007	2403
加：未确认的投资损失	0	0	0	0
六、净利润	7026	7208	11372	13619
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	7026	7208	11372	13619
七、每股收益：				
基本每股收益(最新股本摊薄，元)	0.65	0.67	1.05	1.26

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 4 万昌科技盈利预测基本假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	17725	21380	24717	23760	37098	44728
营业成本（万元）	11103	11018	12886	12288	20006	24204
营业收入增长率（%）	18.13	20.62	15.61	-3.87%	56.14%	20.57%
综合毛利率（%）	37.36	48.47	47.87	48.28%	46.07%	45.89%
分业务预测						
原甲酸三甲酯						
销售收入（万元）	753	7752	12977	14000	15750	18375
销售成本（万元）	4318	3191	5739	6520	7335	8558
毛利（万元）	3214	4560	7238	7480	8415	9818
毛利率（%）	42.67	58.83	45.99	53.43	53.43	53.43
销量（吨）	4110	4250	6250	8000	9000	10500
单位价格（万元/吨）	1.83	1.82	1.70	1.75	1.75	1.75
单位成本（万元/吨）	1.05	0.75	0.92	0.82	0.82	0.82
单位毛利（万元/吨）	0.78	1.07	0.78	0.94	0.94	0.94
原甲酸三乙酯						
销售收入（万元）	8386	12101	9831	8000	9600	11040
销售成本（万元）	5809	6745	6095	4800	5760	6624
毛利（万元）	2579	5356	3736	3200	3840	4416
毛利率（%）	30.75	44.26	40.20	40.00	40.00	40.00
销量（吨）	5766	8482	6750	5000	6000	6900
单位价格（万元/吨）	1.45	1.43	1.51	1.60	1.60	1.60
单位成本（万元/吨）	1.01	0.80	0.90	0.96	0.96	0.96
单位毛利（万元/吨）	0.45	0.63	0.61	0.64	0.64	0.64
苯并二醇						
销售收入（万元）	-	-	-	-	9000	12000
销售成本（万元）	-	-	-	-	5400	7200
毛利（万元）	-	-	-	-	3600	4800
毛利率（%）	-	-	-	-	40.00	40.00
销量（吨）	-	-	-	-	600	800
单位价格（万元/吨）	-	-	-	-	15.00	15.00
单位成本（万元/吨）	-	-	-	-	9.00	9.00
单位毛利（万元/吨）	-	-	-	-	6.00	6.00
其他						
销售收入（万元）	1805	1527	1909	1760	2748	3313
销售成本（万元）	976	1081	1052	968	1511	1822
毛利（万元）	830	446	857	792	1237	1491

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

曹小飞：基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

曹小飞：海利得、闰土股份、泰和新材、回天胶业、中泰化学、永利带业、金力泰、高盟新材、安利股份、华峰超纤、阳谷华泰

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。