

# 公司独享低成本垄断定价产品至 2013 年

—万昌科技 (002581) 调研报告

民生精品---调研报告/化工行业

2011 年 12 月 16 日

## 报告摘要:

### ● 公司过去几年独享高增长高毛利

公司是国内最大的原甲酸系列中间体生产商, 经过技改, 公司 2010 年原甲酸系列中间体的生产规模由 9000 吨/年扩至 14000 吨/年。其中原甲酸三甲酯快速增长处于相对垄断地位, 过去几年营业收入复合增长达到 18.09%; 受益于价格上涨及产品结构调整, 公司综合毛利率由 2007 年的 39.58% 提升至 2011 年前三季的 49.08%, 在所有精细化工中间体的企业中毛利率是最高的。

### ● 原甲酸系列中间体的需求量保持稳定增长

随着我国农药、医药行业的持续发展, 对包括原甲酸三甲酯/乙酯在内的中间体需求持续增长, 同时由于国际上一些大型的化工企业尤其是德国赢创德国赛公司自 2007 年逐步停产原甲酸三甲酯/乙酯以来, 国外客户转而向我国进行集中采购, 全球原甲酸三甲酯/乙酯产品市场需求强劲。总体来看, 近年来原甲酸三甲酯/乙酯一直呈现供不应求的状况。到 2014 年全球原甲酸三甲酯/乙酯的需求量分别为 42000 吨和 40000 吨。

### ● 未来国内原甲酸系列中间体的供求基本平衡

目前国内除万昌科技外还有 4 家公司计划建三甲酯系列产品项目, 2014 年国内原甲酸三甲酯新增产能达 2 万多吨。随着噻菌酯专利到期, 预测到 2015 年全球噻菌酯的消费量将会达到近 13000 吨, 新增噻菌酯的需求量 8000 吨, 对应原甲酸三甲酯的需求量约 11520 吨, 目前国内的拟建项目已可满足这一缺口。

### ● 募投项目明年投产推动公司快速发展

募投项目原甲酸三甲酯/三乙酯总产能增加到 22000 吨/年, 新增苯并二醇 2000 吨/年。进一步增强公司产品的竞争优势, 提高盈利能力。预测公司 2011-2013 年全面摊薄 EPS 为 0.68 元、1.03 元和 1.37 元, 相应动态市盈率分别为 27.95、18.40 和 13.82 倍, 我们给予“谨慎推荐”评级。

### ● 风险提示

原料氢氰酸供应紧缺和涨价风险; 2013 年后原甲酸三甲酯的产能有可能过剩, 价格可能会下滑, 公司的毛利率有下滑的风险。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2010A  | 2011E | 2012E  | 2013E  |
|------------------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 247    | 249   | 389    | 539    |
| 增长率 (%)          | 15.61% | 0.82% | 56.16% | 38.43% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 70     | 73    | 111    | 148    |
| 增长率 (%)          | 19.43% | 4.35% | 51.84% | 33.13% |
| 每股收益 (元)         | 0.87   | 0.68  | 1.03   | 1.37   |
| PE               | 21.87  | 27.95 | 18.40  | 13.82  |
| PB               | 8.66   | 6.13  | 5.27   | 3.81   |

资料来源: 民生证券研究所

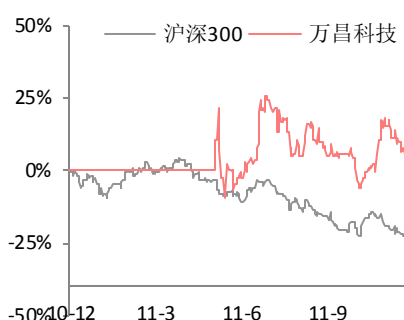
## 首次评级

谨慎推荐

## 交易数据 (2011-12-16)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 18.92       |
| 近 12 个月最高/最低 | 25.38/16.87 |
| 总股本 (百万股)    | 108.28      |
| 流通股本 (百万股)   | 27.08       |
| 流通股比例%       | 25.01%      |
| 总市值 (亿元)     | 20.49       |
| 流通市值 (亿元)    | 5.12        |

## 该股与沪深 300 走势比较



## 分析师

分析师: 刘威  
 执业证书编号: S0100511090003

联系人: 方巍  
 电话: (8610) 8512 7532  
 手机: 13911168334  
 Email: fangwei@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 17 层 100005

## 相关研究

## 目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 一、公司是国内最大的原甲酸系列中间体的生产商 .....  | 3  |
| 二、原甲酸系列中间体的需求量保持稳定增长 .....    | 4  |
| 三、公司过去几年独享高增长高毛利 .....        | 5  |
| （一）公司原甲酸三甲酯快速增长处于相对垄断地位 ..... | 5  |
| （二）公司业绩持续上涨，高毛利率保持稳定 .....    | 7  |
| （三）产品价格稳步回升造就公司高毛利率 .....     | 7  |
| 四、未来国内原甲酸系列中间体的市场判断 .....     | 8  |
| （一）氢氰酸资源仍为进入原甲酸三甲酯的主要壁垒 ..... | 8  |
| （二）啉菌酯的产能增量迟缓 .....           | 9  |
| 五、公司募投项目投产后的产值判断 .....        | 11 |
| 六、风险提示 .....                  | 11 |
| 插图目录 .....                    | 13 |
| 表格目录 .....                    | 13 |

## 一、公司是国内最大的原甲酸系列中间体的生产商

公司目前致力于丙烯腈装置废气氢氰酸的综合利用和深加工,主营产品原甲酸三甲酯、原甲酸三乙酯等农药、医药中间体。经过十多年的发展,公司已成为全国规模最大的原甲酸三甲酯/乙酯生产商。2010 年公司通过技改将原甲酸三甲酯/乙酯的合计生产规模由 9000 吨/年扩至 14000 吨/年。2011 年 5 月受齐鲁石化腈纶厂停产检修的影响,公司氢氰酸的来源受限,因此公司也进行了将近 2 个月的检修与改造工作,产量同比有所下降。

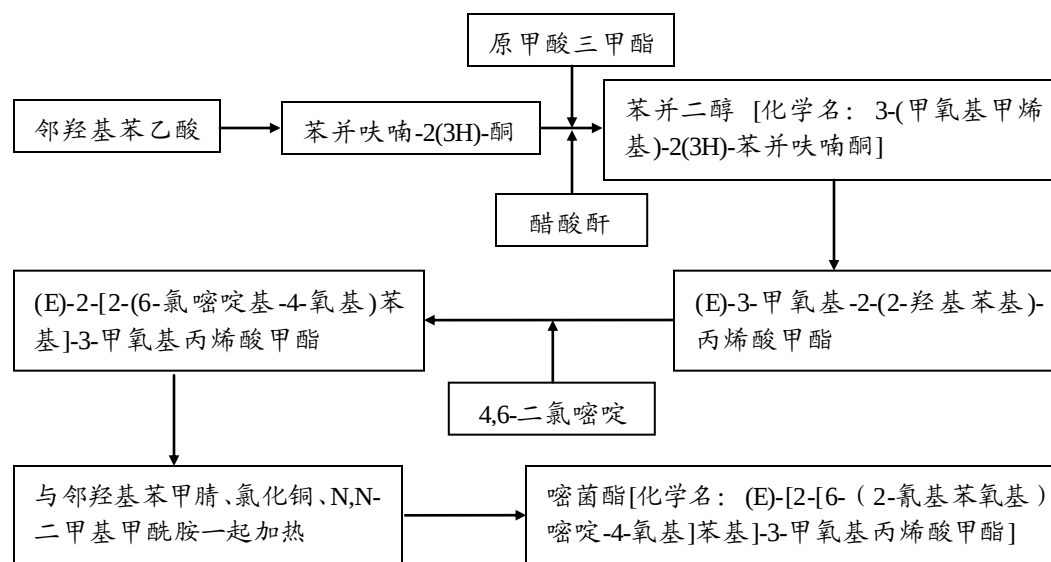
表 1: 万昌科技主要产品情况

| 产品类别 | 产品      | 产量 (吨) |      |      | 备注       |
|------|---------|--------|------|------|----------|
|      |         | 2009   | 2010 | 2011 |          |
| 主营产品 | 原甲酸三甲酯  | 3704   | 7600 | 8000 | 医药、农药中间体 |
|      | 原甲酸三乙酯  | 7990   | 6400 | 5000 |          |
| 副产品  | 亚磷酸、氯化铵 |        |      |      | 化工原料     |
|      | 甲酸乙酯    |        |      |      | 化工中间体    |

资料来源: 民生证券研究所

公司主要产品原甲酸三甲酯用于生产嘧菌酯, 由于嘧菌酯专利于 2010 年 2 月到期, 嘧菌酯将在全球范围内得到更广泛的应用, 为拉长产业链, 丰富和优化产品结构, 公司提出建设原甲酸三甲酯的下游产品苯并二醇项目。

图 1: 嘧菌酯产品链



资料来源: 民生证券研究所

公司上市后总股本为 10,828 万股, 公开发行股数占发行后总股本比例的 25.01%。高宝林及其一致行动人拟对已故董事长高庆昌的股份进行收购, 完成后高宝林将持有万昌科技股份 25,413,500 股, 为公司控股股东, 王素英将持有万昌科技股份 16,481,500 股, 王明贤持有万昌科技 2,723,000 股股份, 合计占总股本比例的 41.21%。

表 2：收购前后万昌科技的股本情况

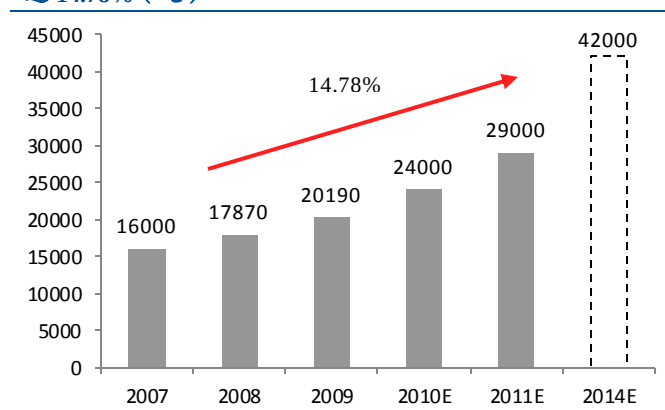
| 股东名称 | 收购前         |         | 收购完成后       |         |
|------|-------------|---------|-------------|---------|
|      | 持股数量（股）     | 持股比例（%） | 持股数量（股）     | 持股比例（%） |
| 高庆昌  | 32,963,000  | 30.44   |             |         |
| 高宝林  | 8,932,000   | 8.25    | 25,413,500  | 23.47   |
| 王素英  |             |         | 16,481,500  | 15.22   |
| 王明贤  | 2,723,000   | 2.52    | 2,723,000   | 2.52    |
| 其他股东 | 63,662,000  | 58.79   | 63,662,000  | 58.79   |
| 股份总计 | 108,280,000 | 100     | 108,280,000 | 100     |

资料来源：公司公告（待批），民生证券研究所

## 二、原甲酸系列中间体的需求量保持稳定增长

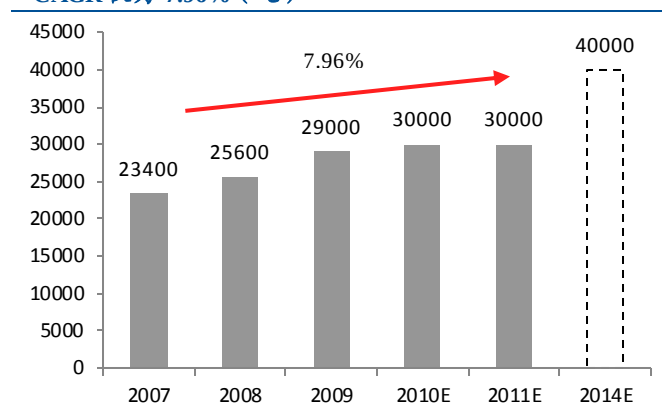
随着我国农药、医药行业的持续发展，对包括原甲酸三甲酯/乙酯在内的中间体需求持续增长，同时由于国际上一些大型的化工企业尤其是德国赢创德固赛公司自 2007 年逐步停产原甲酸三甲酯/乙酯以来，国外客户转而向我国进行集中采购，全球原甲酸三甲酯/乙酯产品市场需求强劲。总体来看，近年来原甲酸三甲酯/乙酯一直呈现供不应求的状况。

图 2：啉菌酯专利到期激发原甲酸三甲酯需求量 CAGR 达 14.78%（吨）



资料来源：中国化工信息中心，民生证券研究所

图 3：原甲酸三乙酯下游抗生素升级换代致需求平稳 CAGR 仅为 7.96%（吨）



注：啉菌酯 2010 年 2 月专利到期

原甲酸三甲酯主要用于合成啉菌酯等低毒新型农药以及用于合成喹诺酮类药物（吡哌酸）、维生素类药物（维生素 B1）、头孢类抗生素等。啉菌酯的专利在 2010 年 2 月到期，从而推动其主要原料原甲酸三甲酯的需求量快速增加。原甲酸三乙酯主要是用于合成喹诺酮类药物（主要是环丙沙星、左氧氟沙星和诺氟沙星等）的中间体乙氧甲叉和农药杀螨剂双甲脒等，还有少量用于合成新型口服抗过敏药物吡嘧司特钾等。第三代和第四代头孢类抗生素的不断升级致使喹诺酮类抗生素的需求渐趋稳定，因此原甲酸三乙酯的需求量平稳。

图 4: 原甲酸三甲酯各应用领域的消费比例

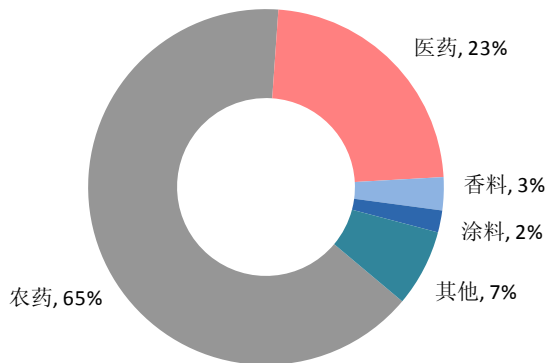
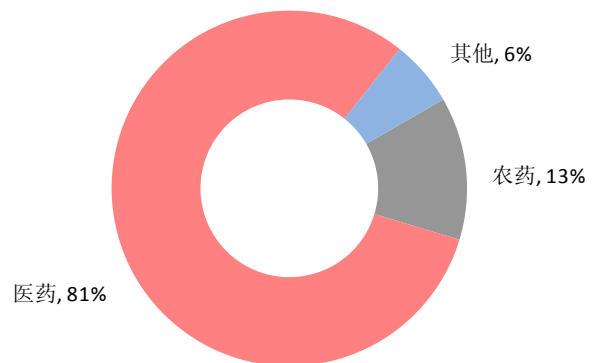


图 5: 原甲酸三乙酯各应用领域的消费比例



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究所

### 三、公司过去几年独享高增长高毛利

#### (一) 公司原甲酸三甲酯快速增长处于相对垄断地位

2005 年前国内有十多家企业生产原甲酸三甲酯/乙酯，因下游需求较为稳定，国内供大于求且竞争激烈。后金属钠法生产企业迫于成本及环保压力陆续停产或转产，国内仅剩少数几家企业在生产。盈创德固赛公司曾经是国外最大的原甲酸三甲酯生产厂商，2007 年后该公司逐步停产，国外原甲酸三甲酯/乙酯产量减少，一些国外农药、医药生产企业转而开始向中国直接采购，造成国内供应紧张，价格和毛利率随之不断上扬。目前我国已成为全球重要的原甲酸三甲酯/乙酯生产地和出口国。

目前，国内影响力较大的原甲酸三甲酯生产企业主要有 3 家，分别是万昌科技、重庆紫光和山东新华医药集团淄川化工有限责任公司。万昌科技采用齐鲁石化腈纶厂丙烯腈装置副产的氢氰酸废气进行生产，较好地实现资源综合利用，同时该工艺无需自行合成氢氰酸，减少了固定资产投入，且氢氰酸废气成本较低，核算原料成本仅为 1.1 万元/吨左右，收率提高到 70-75%，含量提高到 99% 左右，因此具有更强的成本优势，公司全球市场占有率由 2009 年的 18.37% 提升至 2011 年的 27.59%；重庆紫光是老牌天然气制氢氰酸的生产企业，天然气来源可靠且属于国家调配供应，成本同样较低；山东新华医药集团淄川化工有限责任公司采用金属钠法生产，原料成本约 2.1 万元/吨，收率为 60-65%，含量为 98% 左右，但淄川化工自称他们拥有金属钠的资源，成本相对较低，而且产品已用于噻菌酯的生产。

表 3: 国内原甲酸三甲酯主要生产企业

| 公司名称 | 2009 年产量(吨) | 2011 年产量(吨) | 备注                                          |
|------|-------------|-------------|---------------------------------------------|
| 万昌科技 | 3704        | 8000        | 采用腈纶厂丙烯腈装置副产的氢氰酸废气进行生产，不必自行合成氢氰酸            |
| 重庆紫光 | 2800        | 4000        | 与传统的“金属钠法”相比，产品质量好、收率较高且成本较低，是当前主流生产工艺      |
| 淄川化工 | 500         | 2000        | 设备投资较大，电解制备金属钠的价格较高，生产成本也相对较高，2003 年以前应用较为普 |

| 遍    |       |       |
|------|-------|-------|
| 其他   | 500   | 500   |
| 国内合计 | 7504  | 14500 |
| 全球总计 | 20500 | 29000 |

资料来源：民生证券研究所

目前，国内原甲酸三乙酯主要生产企业有 2 家，分别是万昌科技和临沭县华盛化工有限公司。

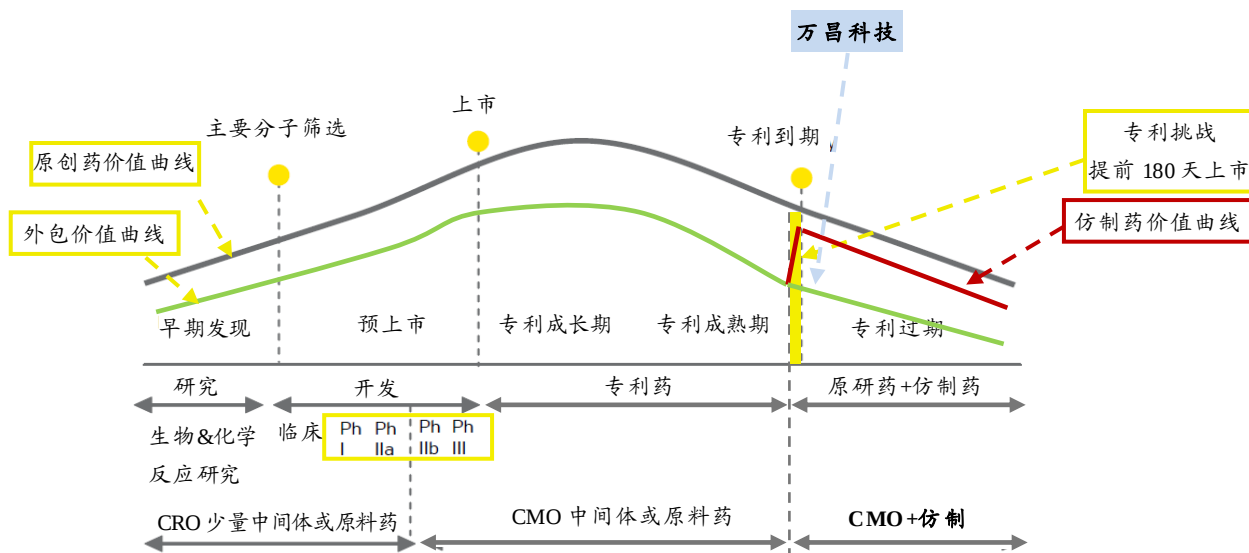
表 4：国内原甲酸三乙酯主要生产企业

| 公司名称 | 2009 年产量 (吨) | 2011 年产量 (吨) | 备注   |
|------|--------------|--------------|------|
| 万昌科技 | 7990         | 5000         | 氢氰酸法 |
| 华盛化工 | 4000         | 5000         | 氢氰酸法 |
| 其他   | 800          | 3000         |      |
| 国内合计 | 12790        | 13000        |      |
| 全球总计 | 29000        | 30000        |      |

资料来源：民生证券研究所

目前，万昌科技的主要产品的下游基本处于专利到期和已过期的阶段，过去几年受益于专利垄断，公司可享受较高的毛利率水平，一旦专利到期后毛利率水平有下行的风险，但需求量会成倍增加。

图 6：万昌科技现有业务在医药、农药行业全生命周期价值链的位置



资料来源：民生证券研究所

注：其中农药的研发需要经过田间试验

2009 年，国外原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯生产能力合计约为 29,000 吨/年，其中原甲酸三甲酯生产能力约为 13,000 吨/年，原甲酸三乙酯生产能力约为 16,000 吨/年。主要生产企业有 4 家，分别是日本触媒、美国 Sigma Aldrich 精细化工品公司、美国 GSF 化学品公司和台湾中美联合实业公司，所生产产品主要用于生产吡派酸、环丙沙星等药物原药，

部分产品外销，对公司在农药领域上的应用构成一定的威胁。

## (二) 公司业绩持续上涨，高毛利率保持稳定

公司过去几年的营业收入复合增长达到 18.09%，处于较高水平。2011 年 5 月受齐鲁石化腈纶厂停产检修的影响，预计 2011 年的营业收入为 2.49 亿元，同比增长仅为 0.81%。

图 7: 公司过去几年营收 CAGR 达 18.09% (亿元)

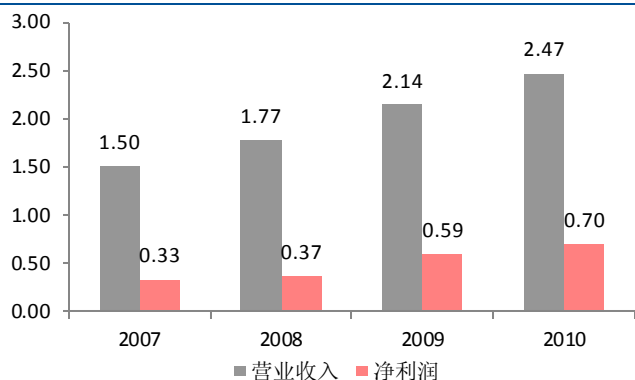
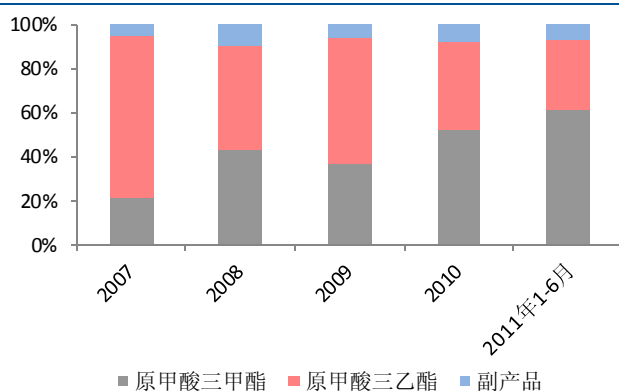


图 8: 公司原甲酸三甲酯营收占比逐步提升至 61.23%



资料来源: wind, 民生证券研究所

公司受益于产品价格提升以及高毛利率产品原甲酸三甲酯的营收占比不断增加，综合毛利率由 2007 年的 39.58% 提升至 2011 年前三季的 49.08%，在所有精细化工中间体的企业中毛利率是最高的。

图 9: 公司过去几年的毛利率保持在高位稳中有升

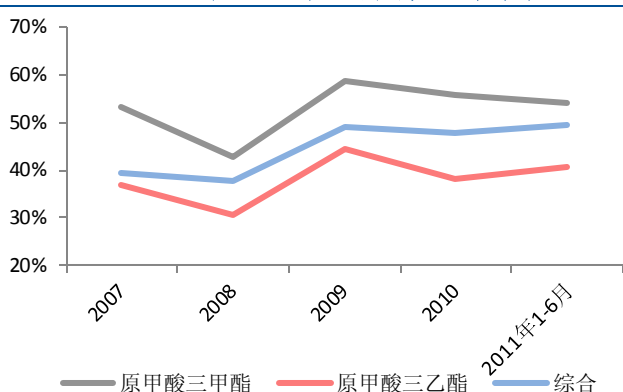
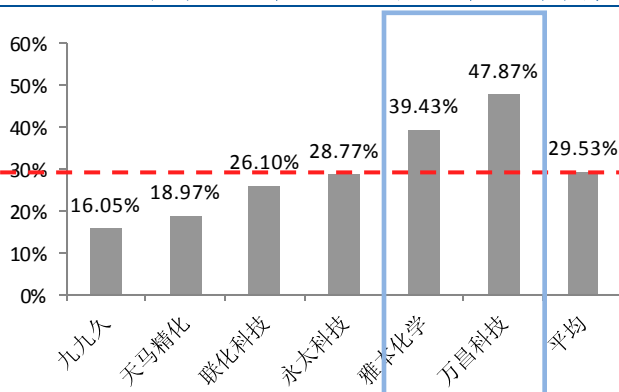


图 10: 公司在精细化工中间体类上市公司中毛利率最高



资料来源: wind, 民生证券研究所

## (三) 产品价格稳步回升造就公司高毛利率

2000~2004 年，我国原甲酸三甲酯的价格大幅下滑，主要是因为当时生产厂家过多，竞争太激烈，厂家之间互相压价造成的，之后随着一些生产厂家的停产或转产，尤其是盈创德固赛公司停产导致海外供应不足，原甲酸三甲酯的价格缓慢回升，2011 年 5-6 月由于万昌科技的停车检修导致国内市场供应紧张，7-8 月价格一度涨至 35000 元/吨，之后又缓慢回落至 23000 元/吨左右。预计今后价格保持平稳，到 2013 年国内供应量充足后价格有

可能下滑。

从 2000 年至今，随着原甲酸三乙酯生产厂家的集中和生产工艺的成熟，原甲酸三乙酯的价格总体是在逐步下降并趋于稳定。国内现有原甲酸三乙酯的生产厂家及规模已相对稳定，且未见有新投产项目，因此，未来原甲酸三乙酯的价格波动主要受原材料价格的影响，仍基本保持平稳。

图 11：原甲酸三甲酯的价格触底后稳步回升

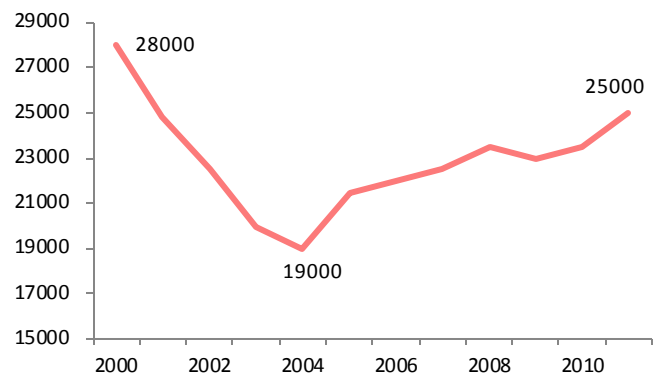
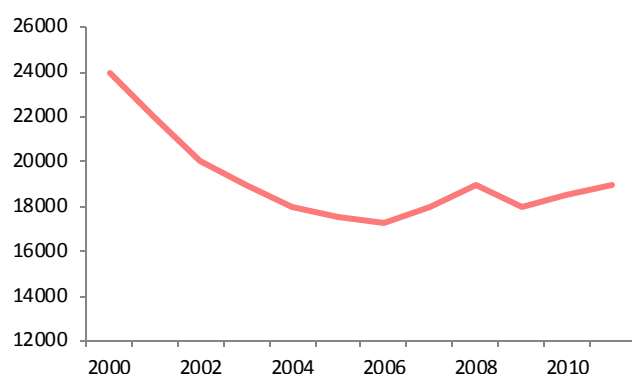


图 12：原甲酸三乙酯的需求放缓造成价格下滑企稳



资料来源：wind，民生证券研究所

## 四、未来国内原甲酸系列中间体的市场判断

### (一) 氢氰酸资源仍为进入原甲酸三甲酯的主要壁垒

原甲酸系列中间体的重要原料氢氰酸是剧毒物质，审批比较难，获得稳定安全的氢氰酸是该系列产品的的主要壁垒之一。我们判断万昌科技的废气氢氰酸比合成氢氰酸要便宜 20%-30%，万昌科技的废气氢氰酸通过管道运输来自于齐鲁石化和齐泰石化（距离大概有几百米）。齐泰石化 3 万吨丙烯腈副产 3000 吨废气氢氰酸，齐鲁石化扩产丙烯腈后对应废气氢氰酸有 8000 吨，万昌科技 14000 吨原甲酸系列产品消耗氢氰酸大概 3000 多吨，现有供应量足够满足公司需求。

据我们的后续调查，目前国内除万昌科技外还有 4 家公司计划建原甲酸三甲酯系列产品，分别是四川蓝天化工、河北诚信化工、临沭华盛化工、安徽曙光，四家均具备氢氰酸资源。合计新增产能达到 15000 吨左右，虽不一定全部实施，但未来 1-2 年内除万昌科技外，再新增 3000-5000 吨的原甲酸三甲酯供应量应该是可信的，可满足短期缺口。到 2014 年全球原甲酸三甲酯的需求量约为 4.2 万吨，现有加新增产能可达到 5 万吨，供应略大于需求。

表 5：国内原甲酸三甲酯主要新建计划

| 公司名称 | 计划产能(吨)   | 项目进展                              | 备注                |
|------|-----------|-----------------------------------|-------------------|
| 蓝天化工 | 10000     | 氢氰酸的合成装置已建好，原甲酸三甲酯项目正在备案，2012 年开建 | 技术负责人与重庆紫光关系密切    |
| 诚信化工 | 2000-3000 | 在筹划                               | 公司以前就生产原甲酸三甲酯，视产品 |

|      |             |               |                                |
|------|-------------|---------------|--------------------------------|
|      |             |               | 市场情况准备复产                       |
| 华盛化工 | 2000-3000   | 前期准备          | 公司在产原甲酸三乙酯，完全可以更换原料和路线兼产原甲酸三甲酯 |
| 安徽曙光 | 1000 左右     | 前期准备          |                                |
| 万昌科技 | 5000        | 2012 年 5 月底投产 | 原甲酸三甲酯和三乙酯的总量为 8000 吨          |
| 合计   | 20000-22000 |               |                                |

资料来源：民生证券研究所

## (二) 噁菌酯的产能增量迟缓

噁菌酯是原捷利康农化公司（2000 年捷利康农化公司与诺华农业部门合并成立先正达公司）开发的甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂。噁菌酯是广谱杀菌剂，对几乎所有真菌病害均有很好的活性；适于禾谷类作物、果类、柑橘、香蕉等以及草坪的杀菌防治，具有传导性好、持效期长的特点，可减少施药次数等。

估计 2010 年先正达公司噁菌酯原药的产量约 5000 吨，制剂产品在全球的销售额近 10 亿美元，约占其整个杀菌剂业务收入的 30% 以上。先正达公司在爱尔兰、德国、日本和中国持有的噁菌酯原药专利均已于 2010 年到期，持有的美国原药专利最早也在 2011 年底到期，将会有大量的仿制药上市销售，预测到 2015 年全球噁菌酯的消费量将会达到近 13000 吨，新增噁菌酯的需求量 8000 吨，对应原甲酸三甲酯的需求量约 11520 吨。目前国内的拟建项目已可满足这一缺口。

表 6：全球噁菌酯消费预测

| 消费领域      | 2012 年消费量(吨) | 2015 年消费量(吨) | 2012~2015 年均增长率(%) |
|-----------|--------------|--------------|--------------------|
| 欧洲        | 1660         | 2660         | 17.0               |
| 北美自由贸易区   | 1190         | 1590         | 10.1               |
| 拉丁美洲      | 1520         | 2840         | 23.2               |
| 亚太地区(含中国) | 2700         | 5200         | 24.4               |
| 非洲和中东     | 280          | 590          | 28.2               |
| 合计        | 7350         | 12880        | 20.6               |

资料来源：中国化工信息中心，民生证券研究所

尽管噁菌酯专利在 2010 年 2 月已在国内到期，但噁菌酯重要中间体苯并二醇的专利在 2011 年 11 月才到期，国内噁菌酯企业受制于苯并二醇，新增产能并不如想象中的那么踊跃。目前国内仅有 3 家企业获准登记了供出口的噁菌酯原药产品：上海禾本、华邦制药（颖泰嘉和的上虞工厂）和江苏百力，产能都在 500 吨，是最大的三家。

表 7：国内噁菌酯主要生产企业不完全统计

| 消费领域           | 2011 年产能(吨) | 备注       |
|----------------|-------------|----------|
| 上海禾本药业有限公司     | 500         | 2010 年投产 |
| 浙江上虞颖泰精细化工有限公司 | 500         | 2011 年投产 |
| 江苏泰州百力化学有限公司   | 500         | 2011 年投产 |
| 南京泽尼斯化工有限公司    | 20          | 2007 年投产 |
| 灌云县光大农化有限公司    | 30          | 2007 年投产 |

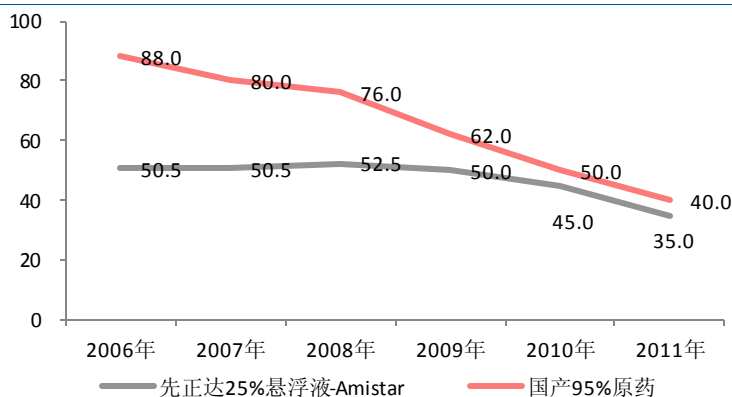
|                 |      |                      |
|-----------------|------|----------------------|
| 湖州南浔农惠达化工有限公司   | 50   | 2007 年投产             |
| 武汉鑫华远科技发展有限公司   | 20   | 2007 年投产             |
| 深圳市鹏基生物技术有限公司   | 30   | 2007 年投产             |
| 盐城联凯化工贸易有限公司    | 300  | 2010 年投产             |
| 利民化工有限责任公司      | 100  | 2010 年投产             |
| 利尔化学股份有限公司      | 10   | 2010 年投产, 计划新建 200 吨 |
| 江苏耕耘化学有限公司      | 100  | 2010 年投产             |
| 盐城泰和化学有限公司      | 100  | 2012 年底投产            |
| 江苏中旗化工有限公司      | 200  | 2012 年投产             |
| 江苏汇丰科技有限公司      | 200  | 2012 年投产             |
| 重庆紫光药业          | 100  | 2012 年投产             |
| 河北康耀精细化工有限公司    | 200  | 2012 年投产             |
| 上海禾晨精细化工有限公司    | 几十吨  | 2012-2013 年投产        |
| 河北威远生物化工股份有限公司  | 几十吨  | 2012-2013 年投产        |
| 安徽华星化工股份        | 几十吨  | 2012-2013 年投产        |
| 河北威远生物化工股份有限公司、 | 几十吨  | 2012-2013 年投产        |
| 其他              | 几百吨  | 2012-2013 年投产        |
| 合计              | 3500 |                      |

资料来源: 中国化工信息中心, 民生证券研究所

目前国内现有装置工艺技术进展缓慢, 有些企业在以前模仿的基础上进行技术改进, 但基本上是溶剂、催化剂选择上做一些文章, 总体上技术进展不大。反应为间歇操作, 产生相当数量的“三废”, 治理成本较高。经调查目前企业的开工负荷都非常低, 不足 50%, 2010 年产量仅几百吨, 2011 年估计产量在千吨左右, 乐观估计至 2013 年国内噻菌酯的产量在 3000 吨左右, 对原甲酸三甲酯的消费量近 4500 吨, 万昌科技新增产能即可满足。

2006 年以来, 国内噻菌酯原药价格不断下降, 由 88 万元/吨直线下降至目前的 40 万元/吨, 目前生产成本约 20 万元/吨。预计未来几年, 随着国内生产商的不断增多以及生产成本的不断降低, 国内噻菌酯市场竞争将越来越激烈, 未来价格将持续下调。

图 13: 噻菌酯过去几年的价格走势 (万元/吨)



资料来源: 中国化工信息中心, 民生证券研究所

虽然噻菌酯的价格有所下降, 但它仍远远高于其他大多数杀真菌剂, 如三唑酮、丙环唑, 戊唑醇、咪酰胺、多菌灵和代森锰锌, 价格过高仍是该产品今后需求快速增长的主要

阻碍。

## 五、公司募投项目投产后的产值判断

公司上市后募集资金主要投向于原甲酸三甲酯/三乙酯扩建项目和苯并二醇新建项目，以及技术中心改造项目。公司初期已将原甲酸三甲酯/三乙酯产能扩至 14000 吨/年，尚有 8000 吨/年的产能在 2012 年 5 月份投产，总产能增加到 22000 吨/年。苯并二醇是原甲酸三甲酯的下游中间体，主要用于合成生产啞菌酯。公司为拉长产业链，丰富和优化产品结构，募投项目计划新建 2000 吨/年苯并二醇项目，约消耗自产原甲酸三甲酯 2880 吨。募投项目投产后将进一步增强公司现有主导产品的竞争优势，提高公司盈利能力，确保公司持续发展。

表 8：万昌科技募投项目投产后的营业收入预测

|           | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 总产能（万吨）   | 0.9   | 0.9   | 2.2   | 2.2   |
| 其中：原甲酸三甲酯 | 0.3   | 0.3   | 1.5   | 1.5   |
| 原甲酸三乙酯    | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 苯并二醇      | -     | -     | 0.2   | 0.2   |
| 产量（吨）     | 14000 | 13000 | 16680 | 22000 |
| 其中：原甲酸三甲酯 | 7600  | 8000  | 10800 | 14000 |
| 原甲酸三乙酯    | 6400  | 5000  | 5880  | 6500  |
| 苯并二醇      | -     | -     | 100   | 1000  |
| 主营收入（亿元）  | 2.28  | 2.34  | 3.72  | 5.14  |
| 其中：原甲酸三甲酯 | 1.30  | 1.57  | 2.21  | 2.95  |
| 原甲酸三乙酯    | 0.98  | 0.77  | 0.91  | 1.08  |
| 苯并二醇      | -     | -     | 0.60  | 1.11  |

资料来源：民生证券研究所

## 六、风险提示

（1）公司的氢氰酸来自于齐鲁石化和齐泰石化，受这两家公司停产检修的影响以及调整价格影响，公司的正常生产存在一定风险，且成本有可能增加。

（2）2012 年随着啞菌酯产能放量，原甲酸三甲酯有可能形成短暂的供求失衡，价格会略有上涨，但很快会被其他公司新增的产能弥补。

（3）2013 年后原甲酸三甲酯的产能有可能过剩，价格可能会下滑，公司的毛利率有下滑的风险。

（4）苯并二醇的专利刚到期，生产技术不一定成熟，且苯并二醇与原甲酸三甲酯互为上下游，不能重复计算销售量。

**公司财务报表数据预测汇总**

| <b>利润表</b>        |        |       |        |        |
|-------------------|--------|-------|--------|--------|
| 项目 (百万元)          | 2010A  | 2011E | 2012E  | 2013E  |
| 一、营业总收入           | 247    | 249   | 341    | 539    |
| 减：营业成本            | 129    | 129   | 180    | 303    |
| 营业税金及附加           | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 销售费用              | 9      | 10    | 14     | 22     |
| 管理费用              | 25     | 25    | 34     | 54     |
| 财务费用              | 1      | 1     | 3      | 3      |
| 资产减值损失            | (0)    | 0     | 0      | 0      |
| 加：投资收益            | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 二、营业利润            | 84     | 83    | 110    | 156    |
| 加：营业外收支净额         | 0      | (0)   | 0      | 0      |
| 三、利润总额            | 84     | 83    | 110    | 156    |
| 减：所得税费用           | 14     | 12    | 17     | 23     |
| 四、净利润             | 70     | 71    | 94     | 133    |
| 归属于母公司的利润         | 70     | 71    | 94     | 133    |
| 五、基本每股收益 (元)      | 0.87   | 0.65  | 0.87   | 1.23   |
| <b>主要财务指标</b>     |        |       |        |        |
| 项目 (百万元)          | 2010A  | 2011E | 2012E  | 2013E  |
| EV/EBITDA         | 17.30  | 16.41 | 16.36  | 11.44  |
| <b>成长能力:</b>      |        |       |        |        |
| 营业收入同比            | 15.61% | 0.82% | 36.95% | 57.84% |
| 营业利润同比            | 17.5%  | -0.6% | 31.8%  | 42.2%  |
| 净利润同比             | 19.43% | 0.53% | 32.73% | 41.9%  |
| <b>营运能力:</b>      |        |       |        |        |
| 应收账款周转率           | 12.17  | 16.50 | 22.02  | 23.32  |
| 存货周转率             | 25.80  | 28.53 | 44.18  | 44.64  |
| 总资产周转率            | 1.32   | 1.01  | 0.97   | 1.14   |
| <b>盈利能力与收益质量:</b> |        |       |        |        |
| 毛利率               | 47.9%  | 48.2% | 47.3%  | 43.8%  |
| 净利率               | 28.4%  | 28.3% | 27.5%  | 24.7%  |
| 总资产净利率 ROA        | 37.5%  | 28.7% | 26.5%  | 28.1%  |
| 净资产收益率 ROE        | 45.8%  | 33.2% | 30.4%  | 30.6%  |
| <b>资本结构与偿债能力:</b> |        |       |        |        |
| 流动比率              | 3.86   | 2.25  | 1.22   | 3.79   |
| 资产负债率             | 15.4%  | 11.9% | 19.3%  | 8.6%   |
| 长期借款/总负债          | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%   |
| <b>每股指标:</b>      |        |       |        |        |
| 每股收益              | 0.87   | 0.65  | 0.87   | 1.23   |
| 每股经营现金流量          | 1.06   | 1.08  | 0.92   | 1.05   |
| 每股净资产             | 2.18   | 3.05  | 3.41   | 4.63   |

| <b>资产负债表</b>     |            |            |            |            |
|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 项目 (百万元)         | 2010A      | 2011E      | 2012E      | 2013E      |
| 货币资金             | 78         | 37         | 51         | 81         |
| 应收票据             | 10         | 10         | 10         | 27         |
| 应收账款             | 17         | 13         | 18         | 28         |
| 预付账款             | 7          | 7          | 10         | 16         |
| 其他应收款            | 1          | 1          | 2          | 3          |
| 存货               | 11         | 6          | 9          | 15         |
| 其他流动资产           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>125</b> | <b>76</b>  | <b>100</b> | <b>170</b> |
| 长期股权投资           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 固定资产             | 42         | 68         | 160        | 180        |
| 在建工程             | 5          | 105        | 135        | 145        |
| 无形资产             | 37         | 33         | 30         | 26         |
| 其他非流动资产          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>85</b>  | <b>207</b> | <b>324</b> | <b>351</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>210</b> | <b>282</b> | <b>425</b> | <b>521</b> |
| 短期借款             | 20         | 23         | 69         | 28         |
| 应付票据             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 应付账款             | 4          | 4          | 5          | 9          |
| 预收账款             | 1          | 1          | 1          | 2          |
| 其他应付款            | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 应交税费             | 6          | 6          | 6          | 6          |
| 其他流动负债           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>32</b>  | <b>34</b>  | <b>82</b>  | <b>45</b>  |
| 长期借款             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 其他非流动负债          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>32</b>  | <b>34</b>  | <b>82</b>  | <b>45</b>  |
| 股本               | 81         | 81         | 108        | 108        |
| 资本公积             | 23         | 23         | 23         | 23         |
| 留存收益             | 73         | 144        | 238        | 371        |
| 少数股东权益           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>177</b> | <b>248</b> | <b>369</b> | <b>502</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>210</b> | <b>282</b> | <b>451</b> | <b>547</b> |
| <b>现金流量表</b>     |            |            |            |            |
| 项目 (百万元)         | 2010A      | 2011E      | 2012E      | 2013E      |
| 经营活动现金流量         | 86         | 87         | 100        | 114        |
| 投资活动现金流量         | (24)       | (130)      | (130)      | (40)       |
| 筹资活动现金流量         | (25)       | 2          | 44         | (44)       |
| 现金及等价物净增加        | 37         | (41)       | 14         | 30         |

资料来源：公司公告、民生证券研究所

## 插图目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 1: 噻菌酯产品链.....                                | 3  |
| 图 2: 噻菌酯专利到期激发原甲酸三甲酯需求量 CAGR 达 14.78%（吨）.....   | 4  |
| 图 3: 原甲酸三乙酯下游抗生素升级换代致需求平稳 CAGR 仅为 7.96%（吨）..... | 4  |
| 图 4: 原甲酸三甲酯各应用领域的消费比例.....                      | 5  |
| 图 5: 原甲酸三乙酯各应用领域的消费比例.....                      | 5  |
| 图 6: 万昌科技现有业务在医药、农药行业全生命周期价值链的位置.....           | 6  |
| 图 7: 公司过去几年营收 CAGR 达 18.09%（亿元）.....            | 7  |
| 图 8: 公司原甲酸三甲酯营收占比逐步提升至 61.23%.....              | 7  |
| 图 9: 公司过去几年的毛利率保持在高位稳中有升.....                   | 7  |
| 图 10: 公司在精细化工中间体类上市公司中毛利率最高.....                | 7  |
| 图 11: 原甲酸三甲酯的价格触底后稳步回升.....                     | 8  |
| 图 12: 原甲酸三乙酯的需求放缓造成价格下滑企稳.....                  | 8  |
| 图 13: 噻菌酯过去几年的价格走势（万元/吨）.....                   | 10 |

## 表格目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 表 1: 万昌科技主要产品情况.....         | 3  |
| 表 2: 收购前后万昌科技的股本情况.....      | 4  |
| 表 3: 国内原甲酸三甲酯主要生产企业.....     | 5  |
| 表 4: 国内原甲酸三乙酯主要生产企业.....     | 6  |
| 表 5: 国内原甲酸三甲酯主要新建计划.....     | 8  |
| 表 6: 全球噻菌酯消费预测.....          | 9  |
| 表 7: 国内噻菌酯主要生产企业不完全统计.....   | 9  |
| 表 8: 万昌科技募投项目投产后的营业收入预测..... | 11 |

## 分析师与行业专家简介

刘威，化工行业高级分析师，2年券商化工行业研究经验和2年基金化工行业分析经验，善于跟踪化工产品价格、价差及行业动态，及时把握投资机会，成功推荐过沧州明珠，沧州大化等黑马。2011年上半年成功把握住氯碱的一轮行情。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

| 销售  | 负责区域 | 电话            | 手机          | 邮箱                       |
|-----|------|---------------|-------------|--------------------------|
| 尹塘  | 北京   | 010-85127761  | 18611738655 | yintang@mszq.com         |
| 郭明  | 北京   | 010-85127762  | 18601357268 | guoming@mszq.com         |
| 郭楠  | 北京   | 010-85127835  | 15801209146 | guonan@mszq.com          |
| 杜婵媛 | 北京   | 010-85127761  | 18610531518 | duchanyuan@mszq.com      |
| 杨平平 | 北京   | 010-85127761  | 15210830789 | yangpingping@mszq.com    |
| 李珊珊 | 北京   | 010-85127506  | 18616891195 | lishanshan@mszq.com      |
| 平珂  | 上海   | 021-68885772  | 13818133101 | pingke@mszq.com          |
| 张瑜鑫 | 上海   | 021-68885790  | 13810338213 | zhangyuxin_jgxs@mszq.com |
| 陈康菲 | 上海   | 021-68885792  | 13917175055 | chenkangfei@mszq.com     |
| 朱光宇 | 上海   | 021-68885773  | 18601666368 | zhuguangyu@mszq.com      |
| 汪萍  | 上海   | 021-68885167  | 13402036996 | wangping@mszq.com        |
| 钟玲  | 上海   | 021-68885797  | 15900782242 | zhongling@mszq.com       |
| 郑敏  | 上海   | 021-68885159  | 18701944310 | zhengmin@mszq.com        |
| 王溪  | 上海   | 021-68885793  | 13585785630 | wangxi_sh@mszq.com       |
| 万小山 | 广深   | 0755-22662056 | 13902959014 | wanxiaoshan@mszq.com     |
| 许立平 | 广深   | 020-84228173  | 18601368846 | xuliping@mszq.com        |
| 韦珂嘉 | 广深   | 0755-22667772 | 13701050353 | weikejia@mszq.com        |
| 李潇  | 广深   | 0755-22662095 | 13631517757 | lixiao@mszq.com          |
| 马炜炎 | 广深   | 0755-22662089 | 18665855545 | maweiyang@mszq.com       |
| 王仪枫 | 广深   | 0755-22662093 | 13682556787 | wangyifeng@mszq.com      |

**民生证券研究所：**

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；100005

**上海：**浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

**免责声明**

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。