

万昌科技 (002581)

买入/维持评级

股价: RMB17.49

分析师

邵沙鏢

SAC 执业证书编号:S1000511090002

(021)5010 6019

shaosk@mail.htlhsc.com.cn

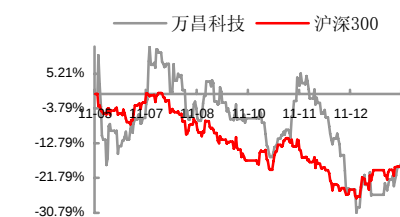
相关研究

公司研究-万昌科技 (002581) 111214:
国内化工中间体细分市场龙头 (买入)

基础数据

总股本 (百万股)	108
流通 A 股 (百万股)	108
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	1,894

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

募投项目顺利, 助推未来发展

- 对于万昌科技, 目前市场最为关心的有三个问题: 一是公司募投项目的建设情况, 会在什么时间有新的产能贡献? 二是公司主要产品已经占据了国内外较大市场份额, 待募投项目完全投产后如何进行市场消化? 三是公司募投项目完成后, 未来靠什么继续发展?
- 募投项目进展: 公司募投项目为原甲酸三甲酯、原甲酸三乙酯的扩建和新产品苯并二醇的新建。目前公司原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯 (二者可共线生产) 总设计产能 9000 吨, 实际产量可达 14000 吨/年。待募投项目完全达产后, 公司三甲酯和三乙酯的总产能将达到 2.2 万吨/年, 苯丙二醇产能达到 2000 吨/年。我们预计, 公司募投项目将在 2012 年年中投产, 再加上一期 1-2 个月的达产期, 2012 年应该可以有 3-4 个月左右的产能贡献。
- 募投项目市场消化: 一方面来自啞菌酯需求增加。从目前先正达原甲酸三甲酯采购规模看, 我们粗略预计先正达有超过 10000 吨/年的啞菌酯原药产能; 而在专利到期后国内扩产也较多, 我们统计的结果是: 这两年已建、在建和拟建的总产能应该在 3000 多吨。另一方面是原甲酸三乙酯的需求。公司在 2007 和 2009 年的销量就超过 8000 吨, 只是 2010 年后先正达对原甲酸三甲酯需求的快速增长, 公司由于产能限制和三甲酯的毛利率水平更高 (超过 50%), 才把更多的产能用于原甲酸三甲酯的供应。而原甲酸三乙酯的需求每年都有 10%-20% 的稳定增长, 尽管毛利率略低但仍高达 40% 左右, 因此一旦募投项目投产, 原甲酸三乙酯的销量也将大幅提升。
- 公司除募投项目外, 目前储备有 10 个左右新产品, 基本都是国内生产空白或仅有少数企业生产产品。其主要方向将仍然是利用尾气氢氰酸工艺技术优势, 开发下游的中间体产品, 我们预计公司在募投项目完成后, 将提上产业化发展议程。
- 我们预计, 公司 2011-2013 年 EPS 将分别达到 0.62 元、1.14 元和 1.68 元, 随着募投项目投产, 公司将进入快速增长期。目前股价对应 2011-2013 年的 PE 分别为 28.1X、15.3X 和 10.4X, 我们维持“买入”评级。
- 风险提示: 原材料供应风险, 产品价格大幅度波动风险, 安全生产风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	247.2	241.0	379.0	596.0
(+/-%)	0.0	-2.5	57.3	57.3
归属母公司净利润(百万元)	70.3	67.0	124.0	182.0
(+/-%)	0.0	-4.6	85.1	46.8
EPS(元)	0.65	0.62	1.14	1.68
P/E(倍)	27.0	28.1	15.3	10.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

对于万昌科技，目前市场最为关心的有三个问题：一是公司募投项目的建设情况，会在什么时间有新的产能贡献？二是公司主要产品已经占据了国内外较大市场份额，待募投项目完全投产后如何进行市场消化？三是公司募投项目完成后，未来靠什么继续发展？

募投项目进展顺利

公司募投项目为原甲酸三甲酯、原甲酸三乙酯的扩建和新产品苯并二醇的新建。目前公司原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯（二者可共线生产）总设计产能 9000 吨，实际产量可达 14000 吨/年。待募投项目完全达产后，公司三甲酯和三乙酯的总产能将达到 2.2 万吨/年，苯并二醇产能达到 2000 吨/年。

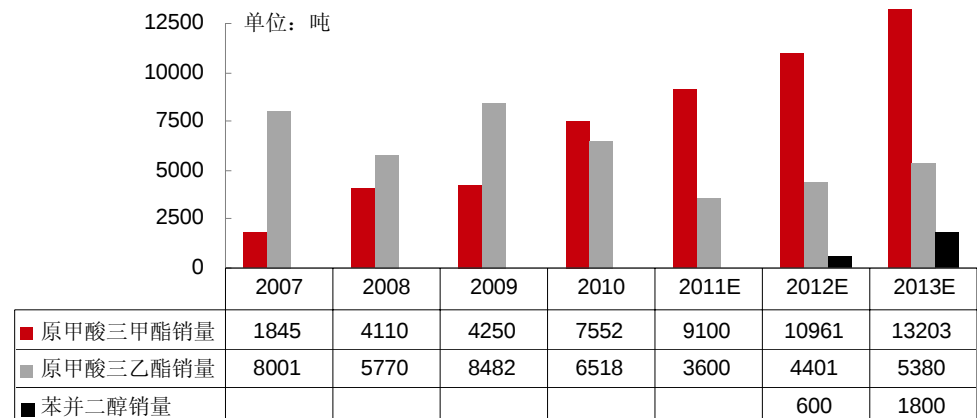
表格 1：万昌科技募集资金项目

项目名称（单位：万元）	投资总额	建设投资	流动资金	建设周期
原甲酸三甲酯、原甲酸三乙酯扩建项目	9,600	7,000	2,600	12 个月
苯并二醇新建项目	8,800	6,300	2,500	12 个月
技术中心升级改造项目	3,500	3,330	170	12 个月
合计	21,900	16,630	5,270	--

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

根据公司的公告，公司募投项目预计有 12 个月的建设期，目前项目进展顺利。我们预计，公司募投项目将在 2012 年年中投产，再加上一段 1-2 个月的达产期，2012 年应该可以有 3-4 个月左右的产能贡献。考虑到 2011 年由于检修时间较长，产销量有所下降的因素，以及苯并二醇投产后对原甲酸三甲酯的消耗，我们预计 2012 年公司原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯的总销量将比 2010 年增长 10% 左右，比 2011 年增长 20% 左右，达到 15362 吨，苯并二醇的销量达到 600 吨。

图 1： 公司主要产品未来销量



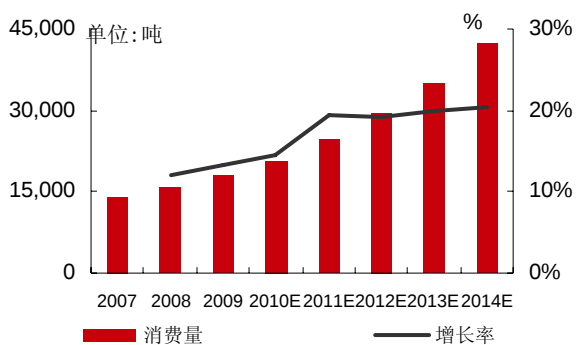
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

募投项目的市场消化无忧

啉菌酯带来原甲酸三甲酯需求增加

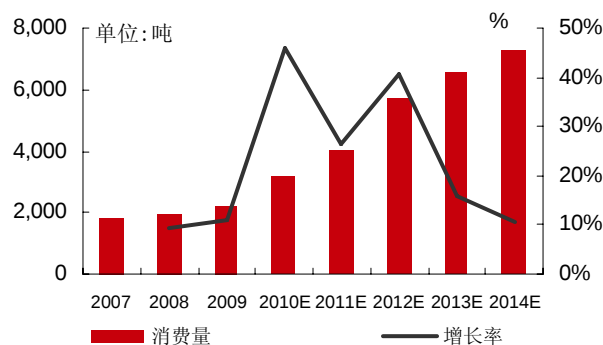
原甲酸三甲酯，主要用于农药和医药中间体。近两年公司原甲酸三甲酯销量的快速增长主要来自于先正达啉菌酯对原甲酸三甲酯原料的需求增长。从目前先正达原甲酸三甲酯的采购规模来看，我们粗略预计目前先正达有超过 10000 吨/年的啉菌酯原药产能；而在专利到期后国内的扩产也较多，但量上没有具体数据，我们统计的结果是：所有这两年已建、在建和拟建的总产能应该在 3000 多吨。

图 2： 国外原甲酸三甲酯需求预测



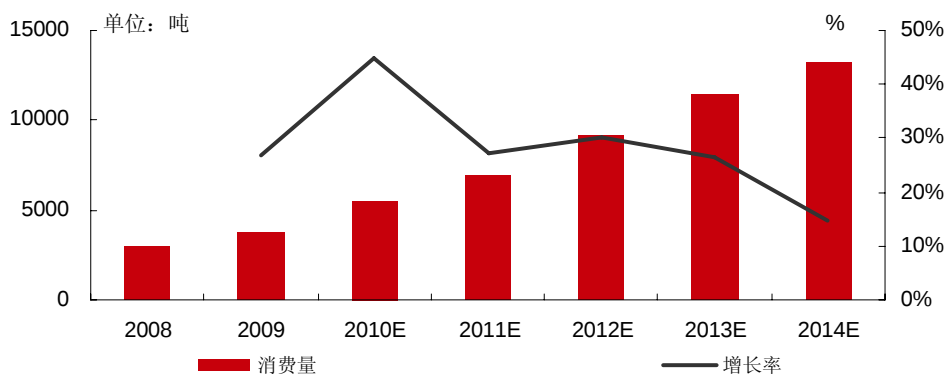
资料来源：CNCIC，华泰联合证券研究所整理

图 3： 国内原甲酸三甲酯需求预测



资料来源：CNCIC，华泰联合证券研究所整理

图 4： 全球啉菌酯消费量预测



资料来源：CNCIC，华泰联合证券研究所整理

表格 2： 国内啉菌酯产能情况

企业名称	产能（吨/年）	项目进展	地点
耕耘化学	200	已建成	江苏镇江
禾本药业	50	已建成	上海金山
农惠达	50	已建成	浙江湖州

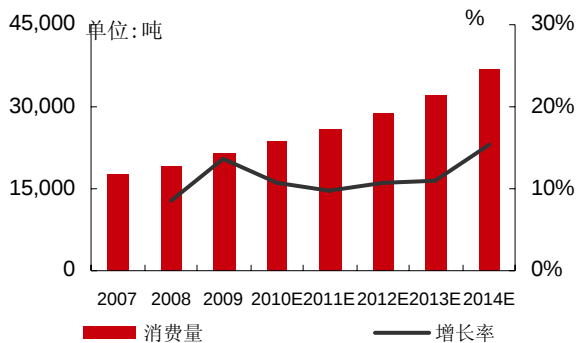
百力化学	50 (中试) /150	已建成/设计	江苏泰州
滨农科技	500	计划	山东滨州
海利尔药业	200	在建	山东青岛
双星农药	200	在建	山东潍坊
泰和化学	200	在建	江苏盐城
中旗化工	200	环评完成	江苏南京
汇丰科技	200	在建	江苏泰州
紫光药业	100	环评完成	重庆
利尔化学	10 (中试) /150	已建成/计划	四川绵阳
康耀精化	200	环评公示	河北晋州
优士化学	200	计划	江苏扬州
利民化工	100	在建	江苏南京
福华通达	1000	环评公示	四川乐山
合计	3700		

资料来源：公开资料，华泰联合证券研究所整理

原甲酸三乙酯稳定增长，销量恢复

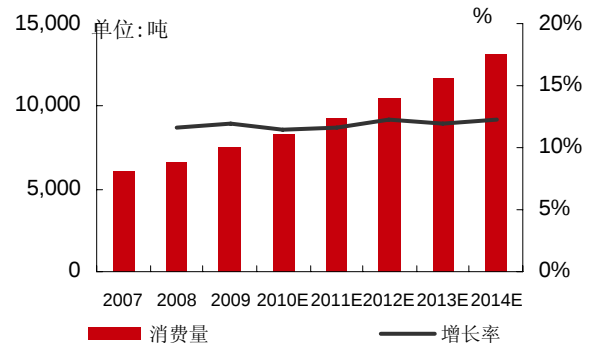
公司在 2007 和 2009 年的销量就超过 8000 吨，只是 2010 年后先正达对原甲酸三甲酯需求的快速增长，公司由于产能限制和三甲酯的毛利率水平更高（超过 50%），才把更多的产能用于原甲酸三甲酯的供应。而原甲酸三乙酯的需求每年都有 10%-20% 的稳定增长，尽管毛利率略低但仍高达 40% 左右，因此一旦募投项目投产，原甲酸三乙酯的销量也将大幅提升。

图 5： 国外原甲酸三乙酯需求预测



资料来源：CNCIC，华泰联合证券研究所整理

图 6： 国内原甲酸三乙酯需求预测



资料来源：CNCIC，华泰联合证券研究所整理

公司未来发展提上议程

公司除募投项目外，目前储备有 10 个左右新产品，基本都是国内生产空白或仅有少数企业生产产品。其主要方向将仍然是利用尾气氢氰酸工艺技术优势，开发下游的中间体产品，我们预计公司在募投项目完成后，将提上产业化发展议程。

表格 3：丙烯腈装置废气氢氰酸综合利用技术储备

序号	技术名称	技术类型	序号	技术名称	技术类型
1	利用丙烯腈装置副产氢氰酸工业规模制备羟基乙腈的方法	发明专利	13	利用丙烯腈废气氢氰酸生产氰乙酸乙酯新工艺	非专利技术
2	利用丙烯腈装置副产氢氰酸制备氨基三乙酸钠的方法	发明专利	14	利用丙烯腈废气氢氰酸生产草甘膦新工艺	非专利技术
3	丙烯腈装置副产氢氰酸工业规模制备苯胺基乙酸钠的方法	发明专利	15	利用丙烯腈废气氢氰酸生产 α -氨基异丁腈新工艺	非专利技术
4	一种利用丙烯腈副产氢氰酸制备 N-膦酰甲基亚氨基二乙酸的环保新方法	非专利技术	16	利用丙烯腈废气氢氰酸生产亚胺基二乙酸二乙酯新工艺	非专利技术
5	利用丙烯腈废气氢氰酸制备 3- (α -甲氧基)-亚甲基苯并呋喃-2 (3H)-酮的方法	非专利技术	17	利用丙烯腈废气氢氰酸生产胺基硫脲新工艺	非专利技术
6	利用丙烯腈废气氢氰酸制备噻菌酯的方法	非专利技术	18	利用丙烯腈废气氢氰酸生产甘氨酸新工艺	非专利技术
7	一种制备 3- (α -甲氧基)-亚甲基苯并呋喃-2 (3H)-酮的方法	非专利技术	19	利用丙烯腈副产氢氰酸生产扁桃酸新工艺	非专利技术
8	利用丙烯腈废气氢氰酸生产亚氨基二乙腈新工艺	非专利技术	20	利用丙烯腈废气氢氰酸生产乙酸甲脒	非专利技术
9	利用丙烯腈废气氢氰酸生产亚氨基二乙酸新工艺	非专利技术	21	利用丙烯腈副产氢氰酸生产邻羟基苯乙酸新工艺	非专利技术
10	利用丙烯腈废气氢氰酸生产双甘膦新工艺	非专利技术	22	利用丙烯腈副产氢氰酸生产 4,6-二氯嘧啶新工艺	非专利技术
11	利用丙烯腈废气氢氰酸生产 DHP 新工艺	非专利技术	23	利用丙烯腈副产氢氰酸生产高质量 EDTA-2NA 新工艺	非专利技术
12	利用丙烯腈废气氢氰酸生产丙二酸二乙酯新工艺	非专利技术	24	利用丙烯腈副产氢氰酸生产邻羟基苯腈新工艺	非专利技术

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 4：其他相关产品生产技术

序号	技术名称	技术类型	序号	技术名称	技术类型
1	工业规模制备胍亨酸甲酯的方法	发明专利	4	新材料 2,4-二 (正辛基硫亚甲基)-6-甲基苯酚的生产新工艺	非专利技术

- | | | | | | |
|---|----------------------|-------|---|--------------------|-------|
| 2 | 利用多晶硅废液发生氯化氢新工艺 | 非专利技术 | 5 | 新型多羟基交联剂 303 产品新工艺 | 非专利技术 |
| 3 | 利用丙烯腈副产乙腈生产原乙酸三甲酯新工艺 | 非专利技术 | | | |

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

盈利预测与投资建议

我们预计，公司 2011-2013 年 EPS 将分别达到 0.62 元、1.14 元和 1.68 元，随着募投项目投产，公司将进入快速增长期。目前公司股价对应 2011-2013 年的 PE 分别为 28.1X、15.3X 和 10.4X，我们继续维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、原材料供应风险
- 2、产品价格大幅度波动风险
- 3、安全生产风险

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	125	503	460	552	营业收入	247	241	379	596
现金	78	439	371	407	营业成本	129	123	194	312
应收账款	17	34	41	67	营业税金及附加	0	2	2	3
其他应收款	1	1	2	3	营业费用	9	10	13	21
预付账款	7	10	14	23	管理费用	25	31	38	60
存货	11	12	18	28	财务费用	1	-5	-14	-14
其他流动资产	10	7	16	25	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	85	228	351	451	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	42	153	253	337	营业利润	84	80	146	215
无形资产	37	47	58	69	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	6	28	40	45	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	210	731	812	1003	利润总额	84	79	146	214
流动负债	32	20	20	29	所得税	14	12	22	32
短期借款	20	0	0	0	净利润	70	67	124	182
应付账款	4	12	12	20	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	9	8	9	10	归属母公司净利	70	67	124	182
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	92	92	170	262
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.87	0.62	1.14	1.68
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	32	20	20	29	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	81	108	108	108	营业收入	15.6%	-2.6%	57.5%	57.3%
资本公积	23	494	494	494	营业利润	17.5%	-5.2%	83.6%	47.0%
留存收益	73	108	189	371	归属母公司净利	19.4%	-4.0%	83.5%	47.1%
归属母公司股	177	711	791	973	获利能力				
负债和股东权	210	731	812	1003	毛利率(%)	47.9%	49.1%	48.8%	47.7%
现金流量表					净利率(%)	28.4%	28.0%	32.6%	30.5%
单位: 百万元					ROE(%)	39.6%	9.5%	15.6%	18.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	59.4%	23.4%	26.7%	30.2%
经营活动现金	86	70	123	184	偿债能力				
净利润	70	67	124	182	资产负债率(%)	15.4%	2.8%	2.5%	2.9%
折旧摊销	7	17	39	61	净负债比率(%)	61.85	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	1	-5	-14	-14	流动比率	3.86	24.92	22.60	18.71
投资损失	0	0	0	0	速动比率	3.52	24.34	21.73	17.76
营运资金变动	7	-9	0	-46	营运能力				
其他经营现金	0	-1	0	0	总资产周转率	1.32	0.51	0.49	0.66
投资活动现金	-24	-161	-161	-161	应收账款周转率	12	9	10	11
资本支出	30	150	150	150	应付账款周转率	29.16	15.73	16.59	19.93
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	5	-11	-11	-11	每股收益(最新)	0.87	0.62	1.14	1.68
筹资活动现金	-25	450	-29	14	每股经营现金流	0.79	0.65	1.13	1.70
短期借款	0	-20	0	0	每股净资产(最	1.64	6.56	7.31	8.99
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	23	27	0	0	P/E	26.96	28.07	15.30	10.40
资本公积增加	-23	471	0	0	P/B	10.68	2.66	2.39	1.95
其他筹资现金	-25	-28	-29	14	EV/EBITDA	20	20	11	7
现金净增加额	37	360	-68	36					

数据来源: 华泰联合证券研究所

