

万昌科技 (002581)

买入/维持评级

股价: RMB18.28

### 分析师

邵沙鏢

SAC 执业证书编号:S1000511090002

(021)5010 6019

shaosk@mail.htlhsc.com.cn

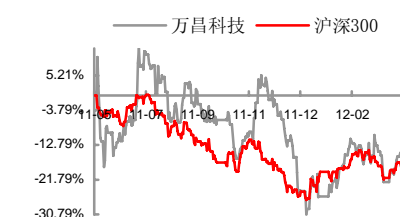
### 相关研究

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)  
公司研究-万昌科技 (002581) 120214:  
募投项目顺利, 助推未来发展 (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)	1,979

### 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

## 业绩平稳增长 等待募投项目

### ——2012 年 Q1 季报点评

- 2012 年 Q1 公司实现营业收入 7332.28 万元, 同比增长 7.72%, 环比下降 10.39%; 净利润 2395.98 万元, 同比增长 13.65%, 环比增长 12.21%; 综合毛利率 49.37%, 同比上升 0.35 个百分点, 环比提升 4.21 个百分点; EPS 为 0.22 元, 业绩基本符合预期。
- 公司 2012 年 Q1 业绩同比略有增长。这主要是由于 2011 年受原甲酸三甲酯需求量快速增长和原甲酸三乙酯供给减少影响, 公司主要产品价格均呈现上涨态势, 因此公司 2012 年 Q1 在销量基本同比持平的情况下, 收入和净利润均有一定增长。而净利润同比增长快于收入增长, 主要是由于公司上市后现金充裕, 财务费用大幅下降所致。
- 公司 2012 年 Q1 收入环比下降, 主要是由于春节放假开工天数少于 2011 年 Q4, 销量减少所致。而净利润环比增长, 主要来自综合毛利率的提升。
- 目前公司募投项目进展顺利。我们预计公司募投项目将在 2012 年 Q2 末投产, 再加上一一般 1-2 个月的达产期, 2012 年公司募投项目可以有 3-4 个月左右的产能贡献。
- 目前公司正在与最大的客户先正达进行 2012-2013 年度原甲酸三甲酯产品供应合作谈判。考虑到原甲酸三甲酯市场价格在 2011 年的上涨, 我们预计此次谈判将使公司原甲酸三甲酯产品的供应价格有一定的增长。
- 公司未来发展加速。公司目前储备有 10 个左右的新产品, 基本都是国内生产空白或仅有少数企业生产的产品。其中氢氰酸下游的新材料单体产品进展较快, 我们预计在募投项目完成后, 将提上产业化发展议程。
- 我们预计, 公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.09 元、1.63 元和 1.90 元。随着募投项目投产, 公司将进入快速增长期, 继续维持公司“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。

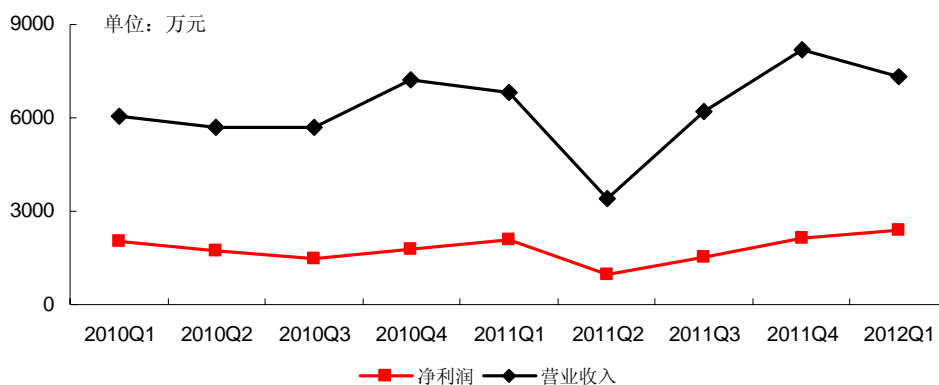
经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	246.4	385.0	603.0	707.0
(+/-%)	-0.3	56.3	56.6	17.2
归属母公司净利润(百万元)	67.0	118.0	0.0	205.0
(+/-%)	-4.7	76.2	-100.0	0.0
EPS(元)	0.62	1.09	1.63	1.90
P/E(倍)	29.6	16.3	10.9	9.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 业绩基本符合预期

2012 年 Q1 公司实现营业收入 7332.28 万元，同比增长 7.72%，环比下降 10.39%；净利润 2395.98 万元，同比增长 13.65%，环比增长 12.21%；综合毛利率 49.37%，同比上升 0.35 个百分点，环比提升 4.21 个百分点；EPS 为 0.22 元，业绩基本符合预期。

图 1： 公司营业收入和利润情况



资料来源：华泰联合证券研究所

公司 2012 年 Q1 业绩同比略有增长。这主要是由于 2011 年受原甲酸三甲酯需求量快速增长和原甲酸三乙酯供给减少影响，公司主要产品价格均呈现上涨态势，因此公司 2012 年 Q1 在销量基本同比持平的情况下，收入和净利润均有一定增长。而净利润同比增长快于收入增长，主要是由于公司上市后现金充裕，财务费用大幅下降所致。

公司 2012 年 Q1 收入环比下降，主要是由于春节放假开工天数少于 2011 年 Q4，销量减少所致。而净利润环比增长，主要来自成本降低带来的综合毛利率提升。

## 募投项目进展顺利，未来发展初见端倪

目前公司募投项目进展顺利。我们预计公司募投项目将在 2012 年 Q2 末投产，再加上一一般 1-2 个月的达产期，2012 年公司募投项目可以有 3-4 个月左右的产能贡献。

公司未来发展加速。公司目前储备有 10 个左右的新产品，基本都是国内生产空白或仅有少数企业生产的产品。其中氢氰酸下游的新材料单体产品进展较快，我们预计在募投项目完成后，将提上产业化发展议程。

另外目前公司正在与最大的客户先正达进行 2012-2013 年度原甲酸三甲酯产品供应合作谈判。考虑到原甲酸三甲酯市场价格在 2011 年的上涨，我们预计此次谈判将使公司原甲酸三甲酯产品的供应价格有一定的增长。

## 盈利预测与投资建议

我们预计，公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.09 元、1.63 元和 1.90 元。随着募投项目投产，公司将进入快速增长期，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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	584	562	563	642	<b>营业收入</b>	246	385	603	707
现金	532	486	438	499	营业成本	129	204	323	379
应收账款	22	32	50	58	营业税金及附加	2	4	6	7
其他应收款	0	0	1	1	营业费用	8	13	21	25
预付账款	6	10	18	20	管理费用	31	38	60	71
存货	9	14	23	27	财务费用	-3	-14	-16	-16
其他流动资产	15	19	33	38	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	106	251	388	519	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	38	173	305	433	<b>营业利润</b>	78	139	209	242
无形资产	36	36	36	36	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	32	42	47	49	营业外支出	0	1	1	0
<b>资产总计</b>	690	813	951	1160	<b>利润总额</b>	79	139	209	243
<b>流动负债</b>	18	23	28	31	所得税	12	21	32	37
短期借款	0	0	0	0	净利润	67	118	177	205
应付账款	7	12	16	20	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	11	11	11	12	归属母公司净利	67	118	0	205
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	76	131	205	246
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	1.09	1.63	1.90
其他非流动负	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	18	23	28	31	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	108	108	108	108	营业收入	-0.3%	56.2%	56.8%	17.2%
资本公积	467	467	467	467	营业利润	-6.7%	77.6%	50.2%	16.1%
留存收益	97	215	348	554	归属母公司净利	-4.7%	76.0%	50.0%	16.2%
归属母公司股	672	790	924	1129	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权</b>	690	813	951	1160	毛利率(%)	47.8%	47.1%	46.4%	46.5%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	27.2%	30.6%	29.3%	29.1%
单位: 百万元					ROE(%)	10.0%	14.9%	19.1%	18.2%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC(%)	45.5%	35.0%	33.5%	30.3%
<b>经营活动现金</b>	0	91	128	194	<b>偿债能力</b>				
净利润	67	118	177	205	资产负债率(%)	2.6%	2.8%	2.9%	2.7%
折旧摊销	0	5	13	20	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-3	-14	-16	-16	流动比率	32.59	24.86	20.36	20.50
投资损失	0	0	0	0	速动比率	32.11	24.25	19.52	19.64
营运资金变动	0	-20	-46	-15	<b>营运能力</b>				
其他经营现金	-64	2	1	0	总资产周转率	0.55	0.51	0.68	0.67
<b>投资活动现金</b>	0	-150	-150	-150	应收账款周转率	12	14	14	12
资本支出	0	150	150	150	应付账款周转率	23.24	21.42	23.13	21.11
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金	0	0	0	0	每股收益(最新)	0.62	1.09	1.63	1.90
<b>筹资活动现金</b>	0	14	-27	16	每股经营现金流	0.00	0.84	1.19	1.80
短期借款	-20	0	0	0	每股净资产(最	6.21	7.30	8.53	10.43
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	27	0	0	0	P/E	28.74	16.33	10.89	9.37
资本公积增加	444	0	0	0	P/B	2.86	2.44	2.08	1.70
其他筹资现金	-451	14	-27	16	EV/EBITDA	18	11	7	6
<b>现金净增加额</b>	0	-45	-49	61					

数据来源: 华泰联合证券研究所



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司