

评级：强烈推荐（维持）

农用化工

公司季报点评

证券研究报告

分析师 张伟保 S1080512080001
 电 话：0755-82485029
 邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

交易数据

上一日交易日股价（元）	17.1
总市值（百万元）	1,852
流通股本（百万股）	63
流通股比率（%）	58.62

资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	686
每股净资产（元）	6.34
市净率（倍）	2.70
资产负债率（%）	3.64

公司与沪深300指数比较



相关报告

2012-02-29 《募投项目保证公司高速增长》年报点评

2012-08-17 《积极拓展新客户，业绩大幅增长》半年报点评

万昌科技(002581)

——业绩稳定增长，符合预期

事件：公司发布三季报，季报中显示公司前三季度实现营业收入21,832.22万元，比上年同期增长32.46%；实现净利润6,824.19万元，比上年同期增长49.58%；其中第三季度实现营业收入6,967.06万元，比上年同期增长11.91%；实现净利润1,838.02万元，比上年同期增长22%；按照最新股本计算，前三季度公司实现EPS0.63元。同时，还公布预计2012年全年归属上市公司股东净利润增长幅度在20%-40%之间。

点评：

公司业绩稳定增长，业绩符合预期。公司三季度通过针对原甲酸三甲酯、原甲酸三乙酯的市场趋势，积极调整营销策略，并在继续维护核心老客户的同时，加大新客户新市场的开拓，实现了销售的稳定增长。公司前三季度实现营业收入21,832.22万元，比上年同期增长32.46%；实现净利润6,824.19万元，比上年同期增长49.58%；其中第三季度实现营业收入6,967.06万元，比上年同期增长11.91%；实现净利润1,838.02万元，比上年同期增长22%，第三季度实现EPS0.17元，公司业绩稳定增长，符合我们之前对公司的判断。

募投项目将成为13年主要利润增长点。公司IPO募投项目7000吨原甲酸三甲酯、6000吨原甲酸三乙酯以及2000吨苯并二醇项目受于天气、政策以及技术等多重因素影响，进展进度受到影响。目前募投项目部分主体厂房已竣工，主要设备完成招标采购，储罐区、给排水系统等配套设施已完工，已经于9月首先对原甲酸三甲酯/三乙酯扩建项目的生产装置进行安装调试，有望年底投产，将成为公司13年主要的利润增长点。

预计2012年全年归属上市公司股东净利润增长幅度在20%-40%之间。公司同时公告了预计2012年全年能够实现归属上市公司股东净利润同比增长20%-40%。前三季度稳定的增长保证了公司全年的业绩增速在20%-40%之间，从公司历年的业绩贡献来看，四季度是下游需求旺季、产品销售较好且较多预收账款确认的一个季度，也是业绩贡献最大的季度，四季度值得期待。

继续维持“强烈推荐”评级。预计2012-2014年EPS分别为0.93元、1.28元和1.56元，对应当前股价的PE分别为20倍、14倍和12倍，随着募投项目的投产，公司未来两年业绩有望实现高速增长，继续维持“强烈推荐”评级。



风险提示：在建项目投产低于预期、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。

表 1：万昌科技主要财务指标预测

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	24,717	24,637	36,580	48,423	57,432
同比 (%)	15.6%	-0.3%	48.5%	32.4%	18.6%
营业毛利	11,831	11,771	17,667	23,383	27,729
同比 (%)	14.2%	-0.5%	50.1%	32.4%	18.6%
归属母公司净利润	7,026	6,698	10,086	13,914	16,890
同比 (%)	19.4%	-4.7%	50.6%	37.9%	21.4%
总股本 (万股)	10,828.0	10,828.0	10,828.0	10,828.0	10,828.0
每股收益 (元)	0.65	0.62	0.93	1.28	1.56
ROE	39.6%	10.0%	13.0%	15.3%	15.6%
P/E (倍)	28.9	30.3	20.1	14.6	12.0

数据来源：公司公告、第一创业研究所



盈利预测

资产负债表				利润表				单位: 百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	
流动资产	583.8	697.0	846.1	1,023.0	一、营业收入	246.4	365.8	484.2	574.3		
货币资金	531.5	592.2	705.5	854.8	减: 营业成本	128.7	189.1	250.4	297.0		
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	2.4	4.9	6.5	7.7		
应收款项	37.2	60.5	80.8	96.9	销售费用	7.9	13.7	18.1	21.5		
预付款项	6.4	15.8	22.0	26.5	管理费用	31.4	39.1	45.3	49.6		
存货	8.7	28.5	37.7	44.7	财务费用	-2.7	0.9	0.9	0.6		
其他流动资产	0.1	0.1	0.1	0.1	资产减值损失	0.5	0.6	0.5	0.4		
非流动资产	106.4	100.5	94.6	88.7	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0		
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0		
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0		
固定资产	38.2	31.3	24.3	17.4	二、营业利润	78.2	117.6	162.5	197.5		
在建工程	31.7	32.7	33.7	34.8	加: 营业外收入	1.1	1.1	1.1	1.2		
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.2	0.0	0.0	0.0		
无形及递延性资产	36.3	36.3	36.3	36.3	三、利润总额	79.1	118.7	163.7	198.7		
其它非流动资产	0.2	0.2	0.2	0.2	减: 所得税费用	12.1	17.8	24.6	29.8		
资产总计	690.2	797.4	940.7	1,111.6	四、净利润	67.0	100.9	139.1	168.9		
流动负债	17.9	24.3	28.4	30.4	归属母公司净利润	67.0	100.9	139.1	168.9		
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0		
应付账款	7.4	12.4	16.8	20.3	五、总股本(百万股)	108.3	108.3	108.3	108.3		
预收帐款	0.8	1.1	1.4	1.6	EPS (元)	0.62	0.93	1.28	1.56		
其它流动负债	9.7	10.8	10.2	8.6							
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0							
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0							
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0							
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0							
负债合计	17.9	24.3	28.4	30.4							
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0							
股本	108.3	108.3	108.3	108.3							
资本公积与其它	483.3	483.3	483.3	483.3							
留存收益	80.7	181.6	320.7	489.6							
股东权益合计	672.3	773.1	912.3	1,081.2							
负债和股东权益	690.2	797.4	940.7	1,111.6							
现金流量表				单位: 百万元							
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E							
经营活动现金流	74.4	62.6	115.2	150.9							
净利润	67.0	100.9	139.1	168.9							
折旧摊销	8.4	7.5	7.4	7.3							
财务费用	0.4	0.9	0.9	0.6							
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0							
营运资金变动	-1.3	-46.6	-32.2	-25.9							
其它变动	-0.1	0.0	0.0	0.0							
投资活动现金流	-27.1	-1.0	-1.0	-1.0							
资本支出	-27.1	-1.0	-1.0	-1.0							
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0							
其它变动	0.0	0.0	0.0	0.0							
筹资活动现金流	405.9	-0.9	-0.9	-0.6							
债务融资	-20.0	0.0	0.0	0.0							
权益融资	471.3	0.0	0.0	0.0							
其它变动	-45.3	-0.9	-0.9	-0.6							
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0							
现金净增加额	453.2	60.7	113.3	149.3	EV/EBITDA	17.87	11.49	7.85	5.82		

数据来源: 第一创业研究所、公司公告



免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135