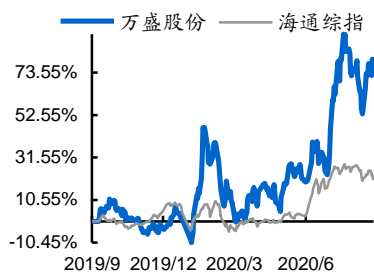


投资评级 **优于大市** 首次覆盖

受益于需求扩张及无卤化政策驱动，公司阻燃剂有望持续高景气

股票数据

09月25日收盘价(元)	20.96
52周股价波动(元)	9.70-23.23
总股本/流通A股(百万股)	347/344
总市值/流通市值(百万元)	7265/7213

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.5	44.1	48.3
相对涨幅(%)	2.5	42.6	37.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 张翠翠

Tel: (021)23214397

Email: zcc11726@htsec.com

证书: S0850517110003

分析师: 刘海荣

Tel: (021)23154130

Email: lhr10342@htsec.com

证书: S0850517080010

投资要点:

- 公司是国内阻燃剂龙头公司，产品种类丰富。**公司主要包括阻燃剂、胺助剂、催化剂、涂料助剂四大系列，阻燃剂包括聚氨酯阻燃剂（聚氨酯软泡阻燃剂和聚氨酯硬泡阻燃剂）、工程塑料阻燃剂等两大类20多个主要品种。产品主要应用于汽车、电子电器、网络通信设备、建筑以及家具等领域，客户包括拜耳、陶氏化学、科思创、巴斯夫等国内外知名企业。胺助剂及催化剂产品通常以棕榈油等天然油脂制成的脂肪醇为主要原料，通过加氢、胺化等工艺技术，制成脂肪胺类精细化工产品，应用领域有医药、农药、油品添加剂、电子化学品以及日化产品等。催化剂系列产品应用于聚氨酯硬泡、软泡行业，基本上和公司阻燃剂产品部分下游客户重叠。涂料助剂为生物基高分子材料，产品主要为环氧涂料固化剂、稀释剂。
- 受益于阻燃剂价格上涨，2020H1 公司归母净利润实现快速增长。**2018-2020H1 公司营业收入分别为 17.33 亿元、19.30 亿元、8.84 亿元，同比增长 17.63%、11.35%、-5.87%，归母净利润分别为 1.08 亿元、1.66 亿元、1.07 亿元，同比增长 18.05%、54.19%、43.22%。分产品来看，2019 年公司阻燃剂、胺助剂及催化剂的营业收入分别占总营业收入的 80.02%、19.03%。毛利方面，2019 年阻燃剂、胺助剂及催化剂的毛利分别占总毛利的 86.89%、12.54%。2020 年上半年受益于环保因素影响，工程塑料阻燃剂供应紧张导致产品价格上涨，2020 年上半年阻燃剂平均价格为 1.76 万元/吨，同比增长 8.94%，助力公司归母净利润实现快速增长。
- 阻燃剂无卤化叠加工程塑料应用领域扩张，BDP、RDP 等无卤有机磷系阻燃剂需求持续增长。**一方面，由于环保问题，欧盟等发达市场已经禁止在电子设备制造时使用多溴联苯、多溴二苯醚等卤系阻燃剂，同时，由于 BDP、RDP 等无卤有机磷系阻燃剂与 PC/ABS 等工程塑料相容性好，并且具有环保性能好、热稳定性高、对材料性能影响小等优点，因此在手机、笔记本电脑、电视机等电子电器设备中得到广泛应用。另一方面，新能源汽车及 5G 基站助力工程塑料需求增长，工程塑料阻燃剂同时受益。我们认为工程塑料阻燃剂同时受益于下游需求增长及阻燃剂无卤化政策驱动，价格有望持续上涨。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 2.83 亿元、3.99 亿元和 4.43 亿元，对应 EPS 分别为 0.82 元、1.15 元和 1.28 元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值为 2020 年 25-30 倍，对应合理价值区间为 20.5-24.6 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**产品价格上涨不及预期；下游需求不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1733	1930	2268	2721	2991
(+/-)YoY(%)	17.6%	11.4%	17.5%	20.0%	9.9%
净利润(百万元)	108	166	283	399	443
(+/-)YoY(%)	18.1%	54.2%	70.5%	41.0%	11.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.48	0.82	1.15	1.28
毛利率(%)	22.6%	24.4%	25.9%	29.4%	29.4%
净资产收益率(%)	9.5%	13.5%	18.7%	20.9%	18.8%

 资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 万盛股份盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
阻燃剂				
收入 (亿元)	15.44	18.69	22.84	25.13
成本 (亿元)	11.35	13.46	15.53	17.09
毛利率	26.5%	28%	32%	32%
胺助剂及催化剂				
收入 (亿元)	3.67	3.79	4.17	4.58
成本 (亿元)	3.08	3.18	3.50	3.85
毛利率	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
其他				
收入 (亿元)	0.19	0.20	0.20	0.20
成本 (亿元)	0.16	0.17	0.17	0.17
毛利率	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%
总计				
收入 (亿元)	19.30	22.68	27.21	29.91
成本 (亿元)	14.59	16.81	19.20	21.10
毛利率	24.4%	25.9%	29.4%	29.4%

资料来源: 公司 2019 年年报, Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300610	晨化股份	18.37	0.63	0.92	1.35	29	20	14
002165	红宝丽	6.17	0.15	0.24	0.39	42	26	16
002324	普利特	14.00	0.20	0.51	0.57	72	28	25
均值						47	24	18

 注: 收盘价为 2020 年 9 月 25 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1930	2268	2721	2991
每股收益	0.48	0.82	1.15	1.28	营业成本	1459	1681	1920	2110
每股净资产	3.55	4.36	5.51	6.79	毛利率%	24.4%	25.9%	29.4%	29.4%
每股经营现金流	0.59	0.30	0.90	0.93	营业税金及附加	12	14	17	19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	114	126	156	169
P/E	43.83	25.70	18.23	16.39	营业费用率%	5.9%	5.5%	5.7%	5.6%
P/B	5.91	4.81	3.81	3.09	管理费用	85	97	118	129
P/S	3.77	3.20	2.67	2.43	管理费用率%	4.4%	4.3%	4.4%	4.3%
EV/EBITDA	17.41	25.64	17.25	15.16	EBIT	174	269	401	451
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	16	19	25	21
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%
毛利率	24.4%	25.9%	29.4%	29.4%	资产减值损失	-73	0	0	0
净利润率	8.6%	12.5%	14.6%	14.8%	投资收益	-4	-2	-4	-3
净资产收益率	13.5%	18.7%	20.9%	18.8%	营业利润	92	249	374	432
资产回报率	8.1%	12.3%	15.0%	14.6%	营业外收支	80	79	79	70
投资回报率	9.1%	11.7%	15.0%	14.8%	利润总额	173	328	453	502
盈利增长 (%)					EBITDA	240	289	423	472
营业收入增长率	11.4%	17.5%	20.0%	9.9%	所得税	20	62	82	86
EBIT 增长率	0.8%	54.4%	48.9%	12.5%	有效所得税率%	11.3%	18.9%	18.0%	17.2%
净利润增长率	54.2%	70.5%	41.0%	11.2%	少数股东损益	-13	-16	-27	-28
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	166	283	399	443
资产负债率	40.7%	35.5%	30.2%	25.4%					
流动比率	1.45	1.85	2.09	2.52	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.99	1.29	1.45	1.77	货币资金	232	255	306	367
现金比率	0.37	0.42	0.51	0.65	应收账款及应收票据	265	409	432	507
经营效率指标					存货	272	325	365	405
应收帐款周转天数	48.20	57.63	52.91	55.27	其它流动资产	143	143	150	153
存货周转天数	68.03	70.65	69.34	69.99	流动资产合计	911	1132	1253	1432
总资产周转率	0.94	0.99	1.02	0.98	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.59	2.74	2.57	2.32	固定资产	744	827	1057	1289
					在建工程	115	65	75	55
					无形资产	90	84	80	75
					非流动资产合计	1142	1169	1405	1612
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2053	2300	2658	3044
净利润	166	283	399	443	短期借款	271	181	125	46
少数股东损益	-13	-16	-27	-28	应付票据及应付账款	236	298	326	366
非现金支出	138	19	21	20	预收账款	10	11	14	15
非经营收益	31	-54	-53	-47	其它流动负债	113	122	134	142
营运资金变动	-117	-126	-27	-68	流动负债合计	630	612	599	569
经营活动现金流	204	105	313	321	长期借款	165	165	165	165
资产	-155	21	-194	-173	其它长期负债	40	40	40	40
投资	-100	0	0	0	非流动负债合计	205	205	205	205
其他	19	-2	-4	-3	负债总计	835	817	803	773
投资活动现金流	-236	20	-198	-176	实收资本	347	347	347	347
债权募资	417	-89	-56	-79	归属于母公司所有者权益	1229	1511	1909	2353
股权募资	2	0	0	0	少数股东权益	-11	-27	-54	-82
其他	-433	-12	-8	-4	负债和所有者权益合计	2053	2300	2658	3044
融资活动现金流	-13	-102	-64	-84					
现金净流量	-43	23	51	61					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 25 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 基础化工行业
刘海荣 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

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,新洋丰,东岳硅材,建龙微纳,双一科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,N 上纬,扬农化工,亚钾国际,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,雅本化学,中旗股份,利民股份,光华科技,万润股份,晨光新材,安道麦 A,飞凯材料,先达股份,赛轮轮胎,雅化集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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。