

受益工程塑料阻燃剂和叔胺需求旺盛， 上半年业绩同比增长 43.2%

万盛股份 (603010)

事件

公司发布 2020 年中报，2020 上半年实现营收 8.84 亿元，同比下降 5.87%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比上涨 43.2%。2020 年 Q2 实现营收 4.98 亿元，环比增长 29.0%，同比上涨 4.8%；Q2 实现归母净利润 0.72 亿元，环比增长 108.0%，同比增长 50.2%。Q2 单季度实现基本每股收益 0.21 元，加权 ROE 为 5.6%。预计前三季度累计净利润同比增长 35%-65%，扣除非后同比增长 55%-85%，Q3 单季度实现净利润 0.77-1.16 亿元。

简评

受益工程塑料阻燃剂和叔胺需求旺盛，上半年业绩同比增长 43.2%。公司是全球有机磷系阻燃剂的龙头，由于环保趋严，阻燃剂行业不断有小产能退出，迎来供不应求价格飞涨的局面。2019 年以来工程塑料阻燃剂 BDP 的价格从 2 万元/吨上涨到 2.6 万元/吨。2020 上半年公司的阻燃剂平均售价为 1.7 万元/吨，同比上涨 9%。公司是国内脂肪叔胺的龙头，由于疫情因素带动叔胺供不应求，叔胺作为洗手液添加剂具有杀菌消毒作用，销售价格从 1 万元/吨涨至 2 万元/吨。同时，2020 年上半年公司的主要原材料除三氯氧磷外价格都明显下降，综合导致公司产品毛利率提升，归属上市公司股东的净利润同比增长 43.2%。

供给收缩需求提速，阻燃剂价格不断上涨。工程塑料阻燃剂 BDP 被三大寡头垄断，日本大八、日本艾迪科、万盛股份产能占全球产能 90%，其中万盛股份市占率不断攀升(二期投产后约为 40%)。2019 年以来 BDP 价格已经从 2 万元/吨上涨到 2.6 万元/吨，随着下游需求的提升 BDP 未来三年需求有望从 12 万吨增长至 18 万吨，需求驱动价格继续上涨。聚氨酯阻燃剂 TCPP 下半年有近 10 万吨产能关停，达到全球产能的 30%，且随环保趋严小产能退出，行业供给缺口持续放大。聚氨酯阻燃剂 TCPP 生产壁垒高，前期设计到通过环境评价和安全评价需要 2-3 年的时间，预计 TCPP 供给紧张的局面会维持 1-2 年。7 月以来 TCPP 海外需求复苏，叠加供给收缩和原材料环氧丙烷价格上涨，TCPP 的价格被迅速推高，从 1 万元/吨涨到 1.5 万元/吨以上。

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号: S1440518030004

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执证编号: S1440518100005

发布日期: 2020 年 08 月 12 日

当前股价: 20.14 元

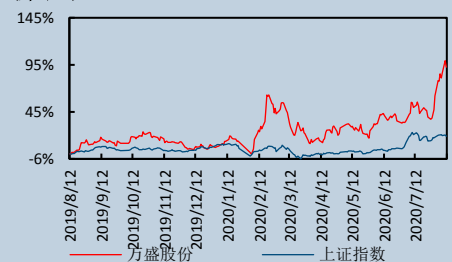
目标价格 6 个月: 26.4 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	28.77/30.04	45.62/30.25	94.39/74.01
12 月最高/最低价 (元)			22.5/9.7
总股本 (万股)			34,679.13
流通 A 股 (万股)			34,412.01
总市值 (亿元)			69.84
流通市值 (亿元)			69.31
近 3 月日均成交量 (万)			972.51
主要股东			
临海市万盛投资有限公司			30.14%

股价表现



相关研究报告

- 20.05.07 【中信建投化学制品】万盛股份 (603010):新能源车带动内生增长强劲,磷系阻燃剂龙头蓄势待发
- 20.05.06 【中信建投化学制品】万盛股份 (603010):阻燃剂价格及毛利率提升

近期公司拟投资 21 亿元在山东打造新材料一体化生产项目，该项目投产后拟再造 1.5 个万盛，其中包含 2 万吨高端环氧树脂及助剂，公司涉足千亿级别的环氧树脂市场和百亿级别的环氧树脂固化剂市场，打开未来精细化学品成长空间。

叔胺供不应求，特种胺业务前景可期。目前叔胺全球需求大于 20 万吨，中国是叔胺需求大国，年需求增长率在 5% 左右。受环保政策影响，山东和安徽地区的一些小规模叔胺厂家逐步退出，同时受疫情影响，叔胺作为洗手液的成分添加剂，其杀菌消毒作用使得市场供不应求，销售价格也从 1 万元/吨涨至 2 万元/吨。且疫情期间人们培养起来的卫生意识大概率会保持，使得叔胺的需求和价格维持在高位。公司作为国内叔胺产业龙头，目前具有叔胺产能 1 万吨，并有 1.5 万吨在建产能，预计于 2021 年上半年投产，未来量价提升，有望给公司带来丰厚回报。子公司万盛大伟在 2020 年上半年虽然受到疫情影响一个月的产能，但是盈利水平依旧大幅提升，实现净利润 0.14 亿元，同比增长 49.5%，预计下半年业绩会更加亮眼。同时公司利用现有特种胺中 TOA、乙氧基丙胺等电子化学品技术及市场资源，已成立电子化学品事业部，集中研发力量扩宽产品种类，目前公司的电子化学产品已经向下游厂商少量供货，主要用于电子面板的制造，电子化学品业务也是公司未来要重点拓展的领域。

盈利预测与估值：上调公司 2020 年、2021 年和 2022 年归母净利润预测分别为 3.06 亿元（前值 2.31 亿元）、4.05 亿元（前值 3.11 亿元）和 5.10 亿元（前值 3.81 亿元），EPS0.88 元、1.16 元和 1.46 元，对应 PE 分别为 22.2X、16.8X 和 13.3X。按照 PEG 为 0.77 计算，给予公司 2020 年 30 倍 PE，上调目标价至 26.4 元/股，维持“买入”评级。

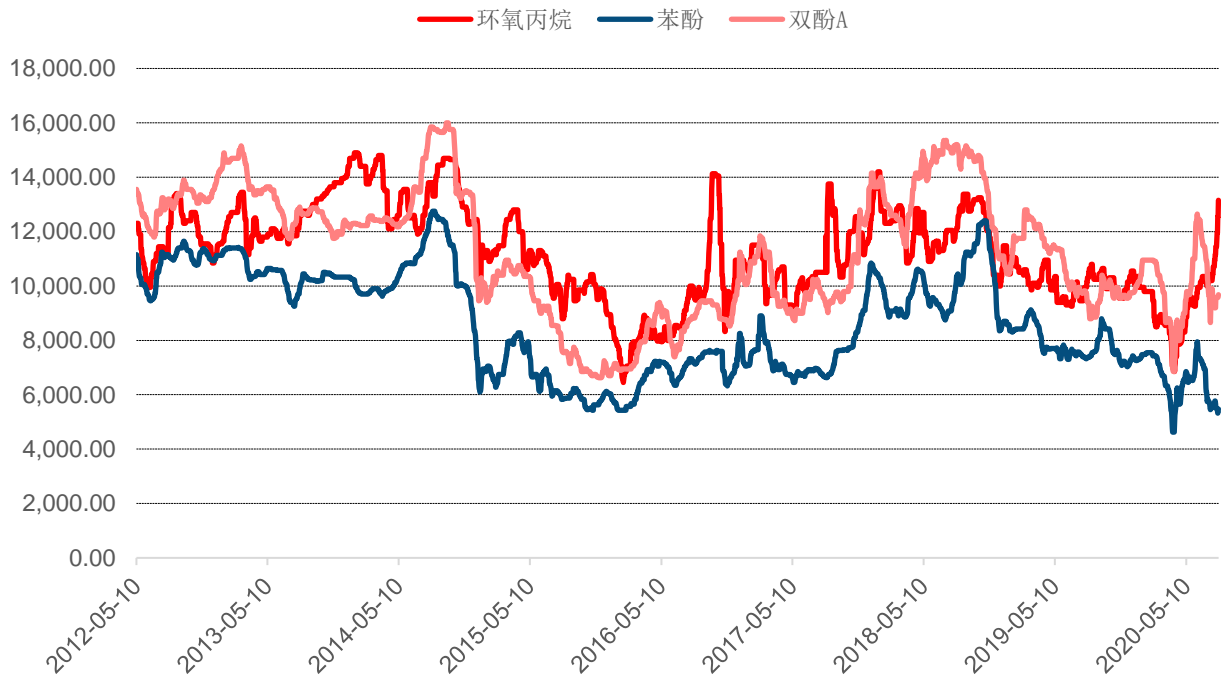
风险提示：原材料价格上涨，项目投产不及预期。

图表1： 预测和比率

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1,732.89	1,929.60	2,640.79	3,159.19	3,701.46
主营收入增长率	17.63%	11.35%	36.86%	19.63%	17.17%
EBITDA（百万元）	113.79	160.91	427.00	543.29	681.95
EBITDA 增长率	-31.58%	41.41%	165.36%	27.23%	25.52%
净利润（百万元）	107.51	165.77	306.26	404.82	509.97
净利润增长率	18.05%	54.19%	84.75%	32.18%	25.98%
ROE	9.47%	13.49%	21.80%	23.41%	23.63%
EPS（元）	0.430	0.470	0.878	1.160	1.461
P/E	45.26	41.40	22.21	16.80	13.34
P/B	3.10	3.92	4.81	3.91	3.13
EV/EBITDA	32.19	31.50	16.28	12.68	10.01

资料来源：wind，中信建投

图表2： 环氧丙烷、苯酚、双酚 A 价格变动



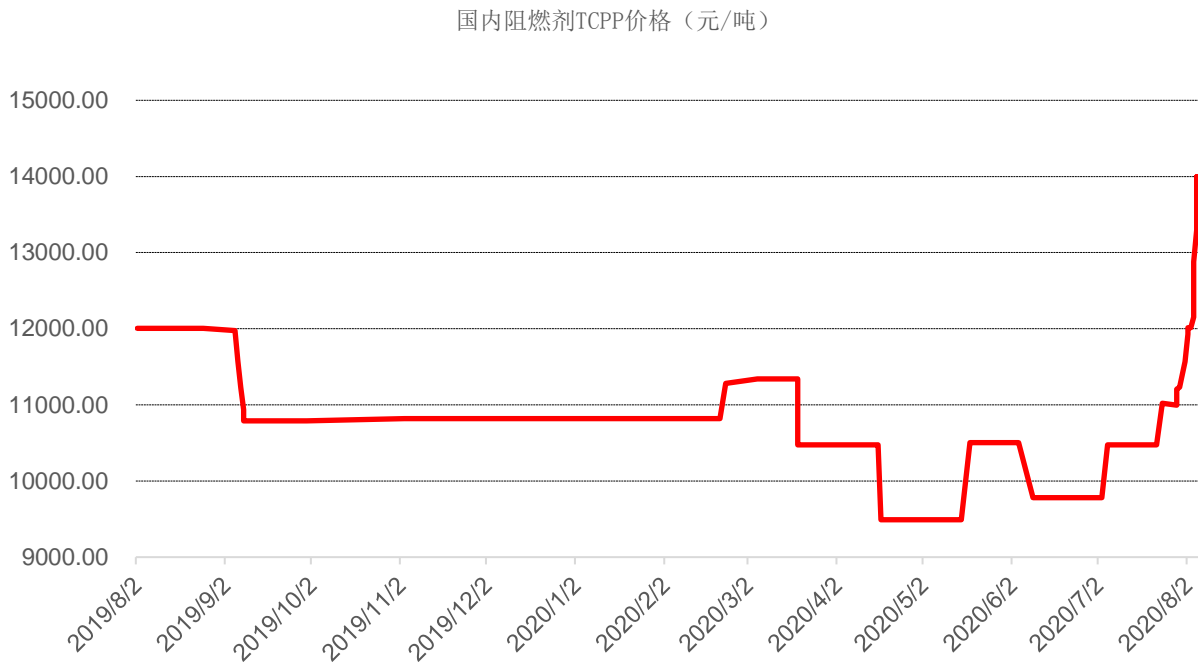
资料来源: Wind, 中信建投

图表3： 三氯氧磷价格变动



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表4：国内 TCPP 价格走势



资料来源:卓创资讯, 中信建投

分析师介绍

邓胜：华东理工大学材料学博士，在《德国应用化学》等国际期刊发表论文 10 余篇，CFA 三级，基础化工行业研究员，3 年化工行业研究经验，曾任职于浙商证券研究所，18 年 1 月加入中信建投化工团队。

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610)8513-0588
联系人:李星星
邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621)6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755)8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852)3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk