

万盛股份 (603010)

公司研究/调研简报

阻燃剂保持高景气，产能加码助力发展

调研简报/基础化工

2020年09月28日

一、分析与判断

➤ 有机磷系阻燃剂龙头企业，产能持续加码

公司为国内有机磷系阻燃剂行业龙头，现有阻燃剂产能 11.5 万吨，包含 6.5 万吨工程塑料类，5 万吨聚氨酯类。上半年，公司新增 2 万吨 BDP 产能，为业内近期唯一新增产能；同时，受环保政策及疫情影响，作为洗手液成分添加剂的叔胺供不应求，公司目前有叔胺产能 1.2 万吨，在建产能 1.5 万吨，预计 2021 年初落地投产。近日，公司公告拟投资 21 亿元建新材料助剂新基地，扩产 23 万吨新材料助剂，其中包括 7 万吨三氯氧磷、12 万吨新材料阻燃剂及特种阻燃助剂、2 万吨高端环氧树脂及助剂、2 万吨表面活性剂。随着项目逐步落地，可进一步缓解下游需求缺口。

➤ 成本缩减提升毛利，业绩增长显著

2020 上半年，公司实现营收 8.84 亿元，同比下滑 5.87%；实现归母净利 1.07 亿元，同比增长 43.22%。受疫情影响，公司及子公司一季度延迟复工，出口数量有所下降。2020Q2 实现营收 4.98 亿元，环比增长 29.02%；实现归母净利 0.72 亿元，环比大增 105.71%。报告期内，阻燃剂实现营收 6.75 亿元，同比减少 10.83%；胺助剂及催化剂实现营收 1.93 亿元，同比增长 11.08%；涂料助剂实现营收 0.12 亿元，实现销售 992 吨，较去年全年销量 232 吨，增速显著。上半年，公司原材料价格受原油影响，均有不同程度的下降，实现综合毛利率 28.66%，同比增长 4.91pct。

➤ 磷系阻燃剂供不应求，价格持续保持高位

需求方面，欧盟无卤化法规的大力推进叠加下游需求场景不断升级，磷系阻燃剂用量有望大幅提升。供给方面，行业内 BDP 产能有限；TCPP 受环保趋严影响，预计下半年有多家小厂关停，供给端将进一步承压。2020 上半年，公司阻燃剂均价达到 1.76 万元/吨，同比增长 8.94%。进入三季度，上游原材料环氧丙烷突破历史高位，带动 TCPP 价格上涨至 1.7 万元/吨；同时由于供给收缩，BDP 价格从年初的 2.0 万元/吨一路攀升至 3.2 万元/吨。随着下游需求提升，且短期内产能无法快速释放，磷系阻燃剂价格有望继续保持高位。

二、投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.87、1.15 和 1.39 元，对应 PE 分别为 24、18 和 15 倍。参考 CS 其他化学制品 II 板块当前平均 78 倍 PE 水平，结合公司在磷系阻燃剂行业的龙头优势，我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示

下游需求不达预期、产品价格波动风险、投产不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,930	2,608	3,148	3,737
增长率(%)	11.4%	35.2%	20.7%	18.7%
归属母公司股东净利润(百万元)	166	302	398	483
增长率(%)	54.2%	82.3%	31.6%	21.5%
每股收益(元)	0.48	0.87	1.15	1.39
PE(现价)	43.83	24.05	18.28	15.04
PB	3.19	4.75	3.77	3.01

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格： 20.96 元

交易数据 2020-9-25

近 12 个月最高/最低(元)	22.4/10.54
总股本(百万股)	347
流通股本(百万股)	344
流通股比例(%)	99.23
总市值(亿元)	73
流通市值(亿元)	72

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李骥

执业证号： S0100519100001

电话： 021-60876731

邮箱： lij@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,930	2,608	3,148	3,737
营业成本	1,459	1,915	2,289	2,700
营业税金及附加	12	18	20	24
销售费用	114	141	173	217
管理费用	85	103	131	156
研发费用	85	84	108	137
EBIT	174	348	427	502
财务费用	16	24	5	-7
资产减值损失	-73	0	0	0
投资收益	-4	-6	-7	-8
营业利润	92	327	425	514
营业外收支	80	0	0	0
利润总额	173	327	425	514
所得税	20	37	48	58
净利润	153	290	377	456
归属于母公司净利润	166	302	398	483
EBITDA	240	367	448	522
资产负债表 (百万元)				
货币资金	232	189	578	1,006
应收账款及票据	265	464	565	616
预付款项	16	18	20	27
存货	272	328	426	489
其他流动资产	127	127	127	128
流动资产合计	911	1,125	1,716	2,266
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	744	727	707	689
无形资产	90	89	87	86
非流动资产合计	1,142	1,162	1,062	1,020
资产合计	2,053	2,287	2,779	3,286
短期借款	271	0	0	0
应付账款及票据	236	423	509	544
其他流动负债	123	151	180	196
流动负债合计	630	574	689	741
长期借款	165	165	165	165
其他长期负债	40	40	40	40
非流动负债合计	205	205	205	205
负债合计	835	779	894	945
股本	347	347	347	347
少数股东权益	-11	-23	-43	-71
股东权益合计	1,218	1,508	1,885	2,341
负债和股东权益合计	2,053	2,287	2,779	3,286

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	11.4%	35.2%	20.7%	18.7%
EBIT 增长率	0.8%	99.4%	22.7%	17.7%
净利润增长率	54.2%	82.3%	31.6%	21.5%
盈利能力				
毛利率	24.4%	26.6%	27.3%	27.8%
净利率	7.9%	11.1%	12.0%	12.2%
总资产收益率 ROA	8.1%	13.2%	14.3%	14.7%
净资产收益率 ROE	13.5%	19.7%	20.6%	20.0%
偿债能力				
流动比率	1.45	1.96	2.49	3.06
速动比率	0.99	1.36	1.84	2.36
现金比率	0.37	0.33	0.84	1.36
资产负债率	40.7%	34.1%	32.2%	28.8%
经营效率				
应收账款周转天数	48.20	53.96	56.40	52.85
存货周转天数	68.03	62.54	67.94	66.17
总资产周转率	0.94	1.14	1.13	1.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.87	1.15	1.39
每股净资产	3.55	4.42	5.56	6.96
每股经营现金流	0.59	0.89	0.99	1.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	43.83	24.05	18.28	15.04
PB	3.19	4.75	3.77	3.01
EV/EBITDA	17.41	19.86	15.40	12.39
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	153	290	377	456
折旧和摊销	65	19	21	20
营运资金变动	-117	-42	-88	-70
经营活动现金流	204	308	343	443
资本开支	-155	-44	70	9
投资	-100	0	0	0
投资活动现金流	-236	-50	63	1
股权募资	2	0	0	0
债务募资	417	-271	0	0
筹资活动现金流	-13	-301	-16	-16
现金净流量	-43	-43	389	428

分析师简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。