

2019年05月20日

公司研究

评级: 买入(首次覆盖)

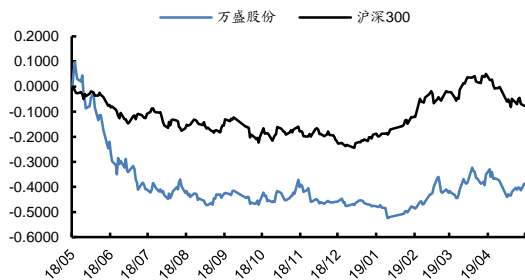
研究所

证券分析师: 代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
证券分析师: 陈博 S0350518010001
010-88576983 chenb05@ghzq.com.cn
联系人: 卢昊 S0350118050025
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

公司阻燃剂业务企稳增长, 特种胺一期项目达产, 业绩有望稳步提升

——万盛股份(603010)动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万盛股份	-5.5	18.4	-38.2
沪深300	-12.2	4.8	-7.3

市场数据

2019-05-20

当前价格(元)	16.46
52周价格区间(元)	12.70 - 29.80
总市值(百万)	4165.58
流通市值(百万)	3797.83
总股本(万股)	25307.31
流通股(万股)	23073.09
日均成交额(百万)	51.58
近一月换手(%)	24.46

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点:

- 公司是国内磷系阻燃剂龙头企业, 受益行业格局重塑及价格回升。阻燃剂作为重要的功能性助剂, 能够增加高分子材料耐燃性, 主要添加在塑料、橡胶、纤维等高分子材料, 广泛应用于航天、汽车、电子、建筑以及家具等领域。磷系阻燃剂是国内三大系列阻燃剂之一, 具有低烟、无毒、低卤、无卤等优点。公司专业从事有机磷系阻燃剂的研发、生产和销售, 主要产品包括聚氨酯阻燃剂(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, 产品远销欧美、日韩等 20 多个国家和地区, 公司分别在美国、香港、欧洲设立全资子公司, 客户包括拜耳、陶氏化学、科思创、巴斯夫、SABIC、金发科技等国内外知名企业。公司现有磷系阻燃剂产能约 12 万吨, 2018 年公司阻燃剂业务销售收入达 13.84 亿元, 同比增长 39.17%, 占总营业收入的比例为 79.86%。受近两年苏北化工园区整治、响水天嘉宜 3.21 事件以及原材料上涨影响, 国内阻燃剂行业供应端呈收缩趋势, 产品价格总体上行, 2018 年公司阻燃剂平均售价 16192 元/吨, 同比增长 21.30%, 预计 2019 年均价有望继续增长。
- 全资孙公司大伟助剂特种脂肪胺项目投产, 预计全年业绩将有较大增长。由于张家港东沙化工园区关停, 全资孙公司大伟助剂自 2017 年底停产搬迁后, 于江苏泰兴精细化工园区新建 10 万吨/年特种胺项目(包括二甲基癸酰胺、正辛胺、N,N-二甲基环己胺等), 其中一期 4 万吨/年目前已达产。特种胺中正辛胺主要用于染料、颜料、表面活性剂、医药合成中间体等, 二甲基癸酰胺主要用作聚氨酯催化剂、润滑剂和溶剂等。2018 年大伟助剂因厂区搬迁等因素影响, 经营业绩低于预期且无法完成约定的业绩承诺, 公司计提商誉减值准备 8500 万元, 同时收回大伟助剂原股东业绩补偿款等 6761 万元, 预计随着大伟助剂生产经营步入正轨, 业绩提升后, 不再会进行大额商誉减值。
- 公司控股子公司昇显微电子 AMOLED 驱动芯片点屏成功, 远期存在量产可能。目前昇显微电子处于投入期, 尚未实现营业收入, 昇显微电子 AMOLED 驱动芯片项目已完成第一颗芯片的样片制作, 并于近日点屏成功, 且该项目尚需进行客户验证等工作, 虽然正式量产时间尚存在不确定性, 但随着各方面工作持续推进以及时机成熟, 远期

仍有望实现规模化生产。

- **盈利预测和投资评级：**近年来化工园区整治导致阻燃剂行业格局重塑，公司已成为国内磷系阻燃剂行业龙头，且大伟助剂一期建成达产，有望带来业绩提升，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.53/3.32/3.97 亿元，EPS 分别为 1.00/1.31/1.57 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料和产品价格大幅波动风险、产能投放不达预期风险、汇率大幅波动风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1733	2726	3124	3466
增长率(%)	17.6%	57.3%	14.6%	10.9%
净利润（百万元）	108	253	332	397
增长率(%)	18%	135%	31%	20%
摊薄每股收益（元）	0.42	1.00	1.31	1.57
ROE(%)	9.47%	20.04%	22.22%	22.39%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：万盛股份盈利预测表

证券代码:	603010.SH				股票价格:	16.46	投资评级:	增持	日期:	2019/5/20
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标					
ROE	9%	20%	22%	22%	EPS	0.42	1.00	1.31	1.57	
毛利率	23%	24%	26%	27%	BVPS	4.49	4.99	5.90	7.00	
期间费率	0%	12%	12%	12%	估值					
销售净利率	6%	9%	11%	11%	P/E	38.75	16.48	12.55	10.50	
成长能力					P/B	3.67	3.30	2.79	2.35	
收入增长率	18%	57%	15%	11%	P/S	2.40	1.53	1.33	1.20	
利润增长率	18%	135%	31%	20%						
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.83	1.07	1.02	1.05	营业收入	1733	2726	3124	3466	
应收账款周转率	4.46	4.51	4.25	4.51	营业成本	1341	2073	2325	2546	
存货周转率	4.98	5.77	6.85	7.12	营业税金及附加	11	19	22	24	
偿债能力					销售费用	90	150	172	191	
资产负债率	45%	51%	51%	47%	管理费用	72	158	184	204	
流动比	1.55	1.42	1.42	1.51	财务费用	3	(2)	(2)	(4)	
速动比	1.14	1.02	1.06	1.16	其他费用/(-收入)	(96)	11	9	9	
					营业利润	79	339	432	514	
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业外净收支	67	3	0	0	
现金及现金等价物	291	226	202	353	利润总额	146	342	432	514	
应收款项	389	604	735	768	所得税费用	42	86	95	113	
存货净额	269	363	343	361	净利润	104	257	337	401	
其他流动资产	69	94	102	106	少数股东损益	(4)	4	5	4	
流动资产合计	1017	1287	1381	1587	归属于母公司净利润	108	253	332	397	
固定资产	642	626	891	1047						
在建工程	142	333	433	283	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
无形资产及其他	91	91	92	93	经营活动现金流	74	304	425	659	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	104	257	337	401	
资产总计	2077	2551	3056	3312	少数股东权益	(4)	4	5	4	
短期借款	165	160	160	160	折旧摊销	48	126	129	232	
应付款项	380	565	615	673	公允价值变动	(0)	0	0	0	
预收帐款	8	15	17	19	营运资金变动	(72)	(82)	(46)	23	
其他流动负债	103	164	184	202	投资活动现金流	(20)	(330)	(539)	(281)	
流动负债合计	656	904	976	1054	资本支出	(96)	(301)	(494)	(238)	
长期借款及应付债券	250	350	550	450	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	36	36	36	36	其他	76	(29)	(45)	(42)	
长期负债合计	286	386	586	486	筹资活动现金流	33	(31)	100	(219)	
负债合计	942	1290	1562	1540	债务融资	65	95	200	(100)	
股本	253	253	253	253	权益融资	27	0	0	0	
股东权益	1135	1261	1494	1771	其它	(58)	(126)	(100)	(119)	
负债和股东权益总计	2077	2551	3056	3312	现金净增加额	88	(57)	(13)	159	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，3年券商行研经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，2年化工行业研究经验

【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。