

## 万盛股份 (603010.SH) 买入 (维持评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 16.18 元

## 市场数据(人民币)

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股)       | 3.47        |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 3.44        |
| 总市值(亿元)       | 56.11       |
| 年内股价最高最低(元)   | 17.23/10.54 |
| 沪深 300 指数     | 4124        |
| 上证指数          | 3013        |

## 相关报告

1. 《新能源汽车产业链阻燃材料龙头崛起! - 《2020-02-19 万...》, 2020.2.19

刘蒙 联系人  
liumeng@gjzq.com.cn

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

## 5G 新基建将导致阻燃剂供求紧张加剧!

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2017    | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.358   | 0.425  | 0.497  | 0.640  | 0.827  |
| 每股净资产(元)    | 4.32    | 4.49   | 3.62   | 4.06   | 4.62   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.51    | 0.29   | 0.31   | 0.68   | 0.70   |
| 市盈率(倍)      | 77.40   | 33.07  | 26.95  | 20.91  | 16.18  |
| 净利润增长率(%)   | -39.09% | 18.05% | 60.28% | 28.85% | 29.24% |
| 净资产收益率(%)   | 8.28%   | 9.47%  | 13.45% | 15.45% | 17.52% |
| 总股本(百万股)    | 254.39  | 253.07 | 346.79 | 346.79 | 346.79 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 我们认为万盛股份的阻燃剂 (占主营收入 80+) 将长期处于量价齐升通道: 2020 年 2 月 22 日, 工信部召开了《加快推进 5G 发展做好信息通信业复工复产工作电视电话会议》, 工信部此次会议强调“要加快 5G 商用步伐, 推动信息通信业高质量发展”。我们认为 5G 新基建将显著拉动工程塑料磷系无卤阻燃剂的需求。且全球来看, 由于工程塑料磷系无卤阻燃剂生产技术及安全环保壁垒高, 新建产能周期长, 客户认证周期长。目前从公开信息来看, 全球在建新产能量小, 因此我们判断这部分新增产能较难满足新能源车产业快速发展及欧盟 2021 年对消费电子环保新规导致的磷系 (无卤) 阻燃剂对卤系阻燃剂替代的两方面新增需求, 而 5G 新基建加码将不可避免地进一步加剧工程塑料无卤阻燃剂的供求紧张局面。
- 5G 新基建带动阻燃工程塑料用量上升: 5G 设备带动阻燃工程塑料应用场景增加。5G 基站按照覆盖范围主要包含四类基站。我们认为, 基站数量大增拉动阻燃工程塑料需求 (PC, 低介电损耗 PPS, 低介电损耗 PPO, LCP 以及聚酰亚胺)。经测算, 我们认为基站建设在未来五年平均每年带动工程塑料阻燃剂 0.85%~1.25% 的需求增长。
- 消费电子带动无卤阻燃工程塑料放量: 手机/平板等便携消费电子设备在 5G 时代受制于毫米波穿透力减弱, 天线体积增加。金属背板带来的介电损耗大, 预计将逐步被工程塑料, 玻璃及陶瓷背板替代。我们认为, 工程塑料凭借其廉价, 耐用性及低介电损耗, 虽然在散热存在短板, 仍会在中低端机型中广泛使用。电脑端塑料外壳受益于欧盟渗透率增长。消费电子带动工程塑料阻燃剂未来三年需求增长 2%。
- 新能源汽车仍然是阻燃剂市场的第一大推动力。2019~2021 年新能源汽车 (包括但不限于电池包) 以及充电桩 (各类充电桩部件) 的放量会拉动磷系阻燃剂市场总需求量复合增长率达 6.8%。

## 投资建议

- 我们看好新能源汽车销售增长伴随新基建带动的阻燃剂增长机会, 维持公司未来 6-12 个月 21.42 元目标价位。公司 2019~2021 年 EPS0.50/0.64/0.83 元, 三年复合净利润增长率 (CAGR3) 达到 39%, 对应 2019~2021 年市盈率 26.95/20.91/16.18 倍。

## 风险提示

- 1. 全球新能源汽车增长不及预期 2. 宏观经济衰退 3. 股权解禁风险 4 行业竞争加剧风险 5 汇率风险 6 减值计提风险 7. 5G 产业增长不及预期 8. 其他不可抗力

## 内容目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一. 5G 新基建有望导致阻燃剂供需紧张加剧.....          | 4  |
| 二. 5G 基站对工程塑料的拉动.....                | 4  |
| 2.1 5G 基站形式与覆盖范围.....                | 5  |
| 2.2 5G 基站使用的工程塑料.....                | 5  |
| 2.3 2025 年 5G 基站的数量预期.....           | 6  |
| 2.4 5G 基站的工程塑料与阻燃剂用量.....            | 6  |
| 三. 5G 拉动消费电子塑料背板渗透率提升，间接拉动阻燃剂需求..... | 7  |
| 3.1 手机工程塑料需求渗透率提升.....               | 7  |
| 3.2 个人电脑（PC）与平板（Tablet）塑料背板.....     | 8  |
| 四. 磷系工程塑料阻燃剂的供需情况的预测.....            | 10 |
| 4.1 磷系工程塑料阻燃剂供需预测的汇总.....            | 10 |
| 4.2 覆盖报告中存在需要进行勘正的情况.....            | 10 |
| 五. 风险提示.....                         | 11 |
| 六. 盈利预测与投资建议.....                    | 12 |
| 6.1 盈利预测.....                        | 12 |
| 6.2 投资建议及估值.....                     | 12 |

## 图表目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 图表 1: 万盛主要产品的适用塑料情况.....            | 4 |
| 图表 2: PC/ABS 阻燃剂 BDP 的加入量与阻燃等级..... | 4 |
| 图表 3: 5G 基站类型.....                  | 5 |
| 图表 4: 四种基站的实物图.....                 | 5 |
| 图表 5: 主要塑料品种的介电常数.....              | 5 |
| 图表 6: 改性塑料用途.....                   | 5 |
| 图表 7: 宏基站以及小基站的 2025 年预期.....       | 6 |
| 图表 8: 5G 基站的主要组成部分.....             | 6 |
| 图表 9: BBU 华为与中兴的供应商参数.....          | 7 |
| 图表 10: AAU 主要规格.....                | 7 |
| 图表 11: 毫米波下手机背壳材料.....              | 8 |
| 图表 12: 全球手机销售数量预测.....              | 8 |
| 图表 13: 塑料背板对阻燃剂需求拉动.....            | 8 |
| 图表 14: Tablet 销售量预测（单位：百万台）.....    | 8 |
| 图表 15: PC 销售量预测以及苹果的市场份额.....       | 8 |
| 图表 16: 笔记本电脑的外壳塑料重量.....            | 9 |
| 图表 17: 前五 PC 市场份额.....              | 9 |
| 图表 18: 前五平板市场份额.....                | 9 |
| 图表 19: 磷系阻燃剂的增量变化.....              | 9 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 20: 磷系工程塑料阻燃剂的供求关系预测汇总.....  | 10 |
| 图表 21: 预测销量情况.....              | 12 |
| 图表 22: 预测价格变动 (元/吨) .....       | 12 |
| 图表 23: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....    | 13 |
| 图表 24: 可比公司估值比较 (市销率法) .....    | 13 |
| 图表 25: 可比公司估值比较 (PEG 估值法) ..... | 14 |
| 图表 26: 公司现金流量折现法.....           | 14 |
| 图表 27: 折现现金流法核心假设.....          | 15 |

## 一. 5G 新基建有望导致阻燃剂供需紧张加剧

- 磷系阻燃剂目前增长最为迅速的市场在新能源汽车方向，而新基建有望加剧阻燃剂的供需紧张。
- 磷系阻燃剂的主要适用塑料为聚碳酸酯（PC），聚苯醚（PPO/PPE），聚酯（PET，PBT）与聚酰胺（PA，PPA）材料。而万盛股份的工程塑料阻燃剂主要用途是 PC，PC/ABS 及 PPO。其他部分阻燃剂以软泡聚氨酯阻燃剂为主。我们认为公司阻燃剂的增长点在于公司的工程塑料阻燃剂方向。

图表 1：万盛主要产品的适用塑料情况

| 主要使用领域 | 牌号       | 产量 吨/年                   | 适用塑料种类                               |          |      |      |       |      |
|--------|----------|--------------------------|--------------------------------------|----------|------|------|-------|------|
|        |          |                          | PC/ABS合金, PC                         | HIPS/PPO | 环氧树脂 | 酚醛树脂 | 柔性PVC | 软泡PU |
| 工程塑料   | RDP      | 2500                     | ■                                    | ■        | ■    | ■    |       |      |
|        | BDP      | 30000                    | ■                                    | ■        | ■    | ■    |       |      |
|        | TPP      | 3000                     | ■                                    | ■        | ■    | ■    | ■     |      |
|        | PX-220   | 1000                     | ■                                    | ■        | ■    | ■    |       |      |
|        | 合计       | 36500                    | 工程塑料主要用途以聚碳酸酯为核心，兼有聚苯醚PPO与抗冲聚苯乙烯HIPS |          |      |      |       |      |
| 聚氨酯    | 504L     | 8000                     |                                      |          | ■    |      |       |      |
|        | TCPP     | 15000                    |                                      |          | ■    |      | ■     | ■    |
|        | TDOPP    | 8000                     |                                      |          | ■    |      | ■     | ■    |
|        | HF-4     | 1000                     |                                      |          | ■    |      |       | ■    |
|        | OP-1     | 2000                     |                                      |          |      |      | ■     |      |
|        | TBEP     | 3500                     |                                      |          |      |      | ■     |      |
|        | WSFR-141 | 3000                     |                                      |          |      |      | ■     |      |
|        | PX-200   | 2000                     |                                      |          |      |      | ■     |      |
|        | 复配性阻燃剂   | 6000                     |                                      |          |      |      |       | ■    |
|        | 合计       | 48500                    | 软泡聚氨酯为主，环氧专用只有FR-141一个牌号             |          |      |      |       |      |
| 总计     | 85000    | 软泡聚氨酯为主，环氧专用只有FR-141一个牌号 |                                      |          |      |      |       |      |

来源：项目环评，公司官网-产品介绍，国金证券研究所

- 目前国内工程塑料阻燃剂主要供应商为万盛与雅克。在响水雅克 BDP 5000 吨，RDP 5000 吨，TPP 0.5 万吨受到“3.21”响水事件的盐城响水工业园关闭影响，带来 1.5 万吨的工程塑料阻燃剂产能关停。而滨海雅克在 2018 年 6 月公告复产，但是 2019 年中报显示滨海雅克较大规模亏损，营收 4591 万，净利亏损 1200 万元。我们认为滨海雅克目前也处于低负荷运转（滨海雅克具备 TPP1 万吨）。
- 据了解，2019 年 PC/PC-ABS/PPO 三大类工程塑料阻燃剂全球市场消费量约在 16 万吨左右。我们认为供应端缩窄使得供应产能达到紧平衡。而终端以新能源汽车为首，以新基建为第二推手需求持续保持高增（新能源汽车拉动阻燃剂三年的年化负荷增长率 7% 左右，每年需求增长约 1 万吨），需求增长有望加剧供需紧张格局。
- 根据欧盟标准，消费电子产品外壳，新能源汽车充电桩需要满足欧盟的 UL-94 最高的 V0 标准，而电子产品的支架也至少需要满足欧盟 UL-94 V1 标准。

图表 2：PC/ABS 阻燃剂 BDP 的加入量与阻燃等级

| BDP 加入量 | PC/ABS | UL94 (1.6mm) | 自熄时间/s | 熔滴现象   | 烟雾状态    |
|---------|--------|--------------|--------|--------|---------|
| 0       | 100    | 燃烧           | 不自熄    | 严重滴落   | 大       |
| 14      | 81     | V-1          | 30     | 第三次有滴落 | 较大      |
| 18      | 77     | V-0          | 4      | 无滴落    | 第五次点燃稍有 |
| 20      | 75     | V-0          | 2      | 无滴落    | 无       |

注：配方中包括相容剂和润滑剂等

来源：《阻燃剂 BDP 的合成与应用研究》，国金证券研究所

- 据文献，在 PC-ABS 中加入 18%-20% 可以达到 UL-94 V0 标准。其他工程塑料 PC 以及 PPO 的添加量在 10%-20% 不等，可以达到 UL-94 V-0 标准。

## 二. 5G 基站对工程塑料的拉动

### 2.1 5G 基站形式与覆盖范围

- 5G 基站主要分为四类，宏基站，微基站与皮飞基站。由于发射功率以及覆盖范围不同，其形式也有较大不同。

图表 3: 5G 基站类型

| 类别  |            |                | 单频波发射功率<br>(20MHz 宽带) | 覆盖能力<br>(覆盖半径) |
|-----|------------|----------------|-----------------------|----------------|
| 名称  | 英文名        | 别称             |                       |                |
| 宏基站 | Macco Site | 宏站             | 10W 以上                | 200 米以上        |
| 微基站 | Micro Site | 微站             | 500mW-10W 以上          | 50~200 米       |
| 皮基站 | Pico Site  | 微微站<br>企业级小基站  | 100mW~500mW           | 20~50 米        |
| 飞基站 | Femto Site | 毫微微站<br>家庭级小基站 | 100mW 以上              | 10~20 米        |

来源: 国金证券研究所

图表 4: 四种基站的实物图

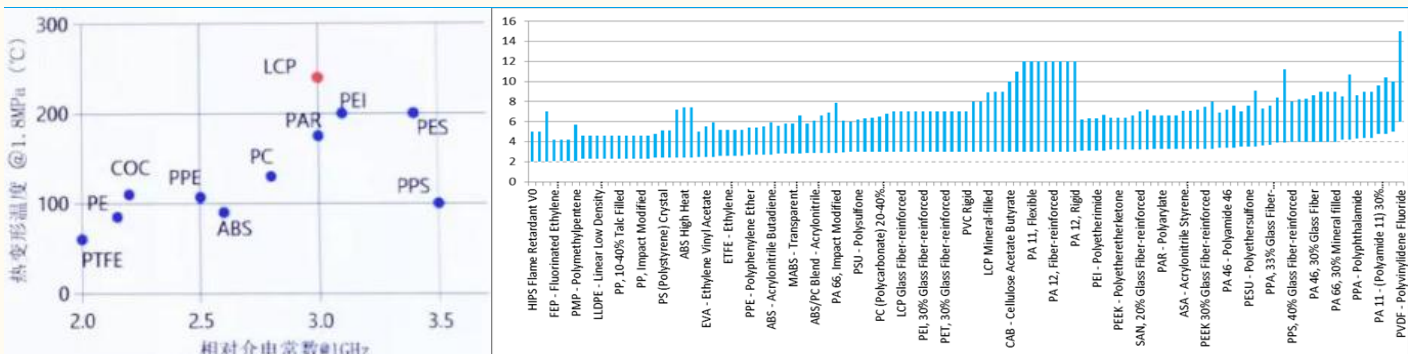


来源: 爱立信, 华为, 国金证券研究所

### 2.2 5G 基站使用的工程塑料

- 5G 信号由于毫米波长较长，带来穿透力弱，通常需要外壳具备低介电常数与低介电损耗。要想要降低信号输送损失，需要同时降低介电常数以及介电损耗。

图表 5: 主要塑料品种的介电常数



来源: 宝理塑料, 艾邦高分子, 国金证券研究所

- 根据我们对于 SABIC 的工程塑料在 5G 的用途梳理，我们能够看到主要的 5G 基站中通常有 4 种改性塑料相对常用。1. 聚碳酸酯 (PC) 2. 低介电常数聚苯硫醚 (PPS) 3. 聚苯醚 4. 聚酰亚胺/LCP。考虑到 PPS, LCP 以及 PPO 的用量远远低于 PC 用量，因而我们阻燃剂需求测算时仅考虑 PC 添加阻燃剂增量。

图表 6: 改性塑料用途

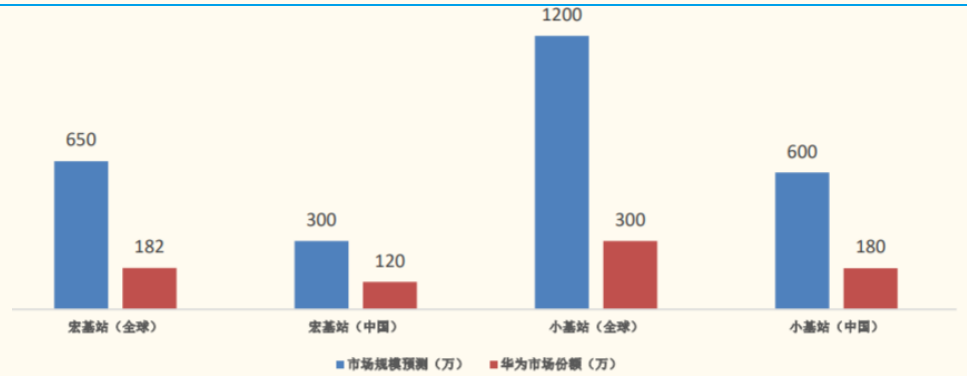
| 应用场景 | SABIC 牌号 | 关键特性               |
|------|----------|--------------------|
| 无线基站 | 天线罩/外壳   | SABIC PC-EXL9330   |
|      | 天线振子     | SABIC PPS-ER008259 |
|      | 介质移相     | SABIC PPO-ZKC04    |
|      | 滤波器      | SABIC PEI-3452     |
|      | 高速 PCB 板 | SABIC PPO-SA90     |
| 光通讯  | 光纤连接器    | SABIC PEI-1010     |
|      | 光收发模块    | SABIC PEI-1000     |

来源: SABIC, 国金证券研究所

### 2.3 2025 年 5G 基站的数量预期

- 在基站侧，华为预计到 2025 年，全球 5G 宏基站总量将达到 650 万个，华为市场份额 28%。中国 5G 宏基站总量 300 万个，华为市场份额 40%。全球小基站总量 1200 万个，华为市场份额 25%。中国小基站总量 600 万个，华为市场份额 30%。

图表 7：宏基站以及小基站的 2025 年预期

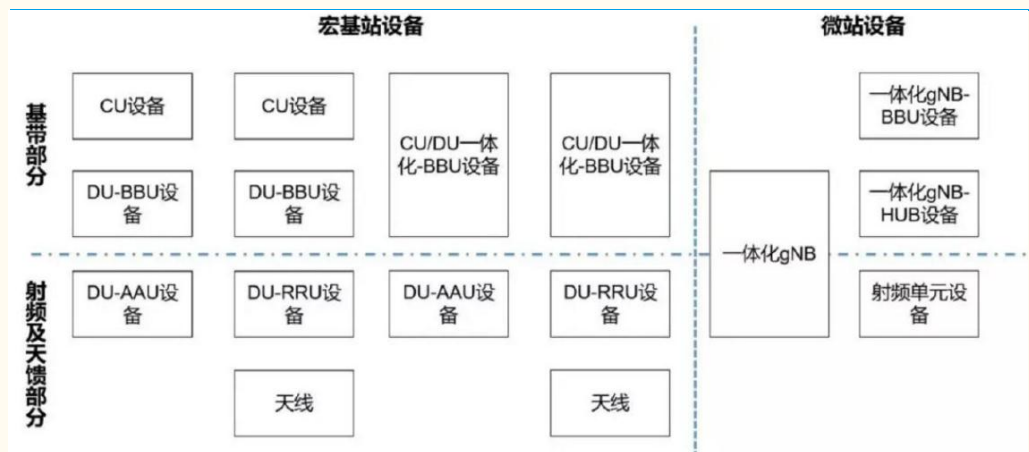


来源：华为，国金证券研究所

### 2.4 5G 基站的工程塑料与阻燃剂用量

- 5G 基站主要组成部分为基带部分 (CU+DU) 与射频天线 (AAU) 部分。

图表 8：5G 基站的主要组成部分



来源：传知技术，国金证券研究所

- 我们分别总结了 BBU 与 AAU 的主要供应商参数，其中 BBU 重量小于 18kg，AAU 重量在 40~47kg，我们按照单台宏基站 BBU: AAU=1:3 考虑。

图表 9: BBU 华为与中兴的供应商参数

| 中兴              |   | 华为            |                         |
|-----------------|---|---------------|-------------------------|
| BBU (型号: V9200) |   | 参数            | 整机规格                    |
| 尺寸              | 2U高、19英寸宽<br>88.4*482.6*370                     | 尺寸 (Hx W x D) | 86 mm x 442 mm x 310 mm |
| 重量              | <18kg   | 重量            | < 18 kg (满载配置)          |
| 容量              | 15*100MHz 64T64R (满配)<br>3*100MHz 64T64R (单基带板) | 输入电压          | -38.4V DC to -57V DC    |
| 同步方式            | GPS北斗/1588V2                                    | 输入电压空开        | 双路输入                    |
| 供电方式            | -48V DC   | 工作温度          | 长期工作: -20°C to +55°C    |
| 功耗              | <370W (S111 常温) / <600W (S111 高温)               | 工作湿度          | 5% RH to 95% RH         |
| 安装方式            | 19英寸机柜安装、挂墙安装、室外一体化机柜安装、HUB柜安装                  | 防护等级          | IP20                    |

来源: 华为, 中兴通讯, 国金证券研究所

- 我们按照基站外壳厚度 5mm 考虑, AAU 表面积在 0.32~0.51 平方米。单一 AAU 的外壳需要使用塑料  $6.4\sim 10.2\cdot 10^{-4}$  立方米, PC 比重在 1.18~1.20。经测算, 每个 AAU 的 PC 外壳质量在 1.9~3kg。我们按照 UL-94 V1 标准 (较低标准), 需要使用 15% 阻燃剂考虑, 单一宏基站需要阻燃剂约 0.285kg~0.45kg。按照 2025 年需要 650 万个宏基站, 1950 万个 AAU, 5 年 AAU 共需要磷系阻燃剂 5558~8775 吨。
- 小基站按照消耗为宏基站的 1/3 考虑, 按照 2025 年需要 1200 万个小基站, 5 年共需要阻燃剂 1140~1800 吨。
- 我们认为 2020~2025 年 5G 基站对于阻燃剂 5 年拉动总量达到 6698~10575 吨。如果平摊到每年 1340~2115 吨, 相对于现有 16 万吨的市场容量带来 0.85%~1.25% 增长率。

图表 10: AAU 主要规格

| 厂家                | AAU         |                     |        | 与传统设备的区别               |         |           |        |
|-------------------|-------------|---------------------|--------|------------------------|---------|-----------|--------|
|                   | 尺寸(mm)      | 面积(m <sup>2</sup> ) | 重量(kg) | 面积减少 (m <sup>2</sup> ) | 面积差异    | 重量增加 (kg) | 重量差异   |
| 华为                | 860×395×190 | 0.34                | 40     | -0.18                  | -34.62% | 7         | 21.21% |
| 中兴                | 799×399×161 | 0.32                | 45     | -0.2                   | -38.46% | 7         | 21.21% |
| 诺基亚贝尔             | 900×480×144 | 0.43                | 40     | -0.09                  | -17.31% | 7         | 21.21% |
| 大唐                | 895×490×142 | 0.44                | 47     | -0.08                  | -15.38% | 14        | 42.42% |
| 爱立信               | 978×520×150 | 0.51                | 43     | -0.01                  | -1.92%  | 10        | 30.30% |
| 平均值               |             | 0.40                | 43     | -0.112                 | -21.54% | 9         | 27.27% |
| 4G-1800M (天线+RRU) | -           | 约0.52               | 约33    |                        |         |           |        |

来源: 供应商数据, 国金证券研究所

### 三. 5G 拉动消费电子塑料背板渗透率提升, 间接拉动阻燃剂需求

- 消费电子类产品我们主要考虑手机, 平板电脑, 服务器, 以及 PC 端外壳材料, 以及外设装备如音响, 鼠标, 键盘等。目前在欧盟卤系阻燃剂禁令以及消费电子外壳高阻燃要求 (UL-94 V0 标准) 下, 我们认为塑料背板渗透率提升将会带给磷系阻燃剂一定的成长空间。

#### 3.1 手机工程塑料需求渗透率提升

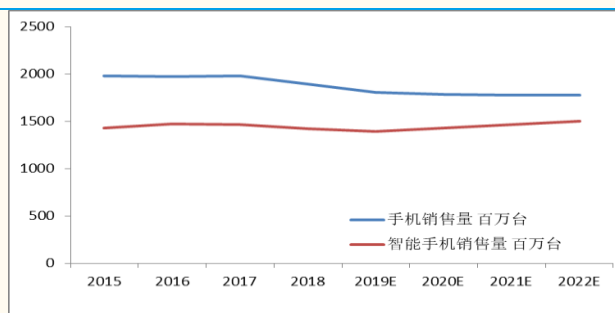
- 未来手机背板受到 5G 传输波长的影响, 导致天线讯号的穿透性削弱较多。考虑到 5G 信号问题, 目前 5G 手机背板主要的解决方案主要有三种。苹果手机 IPHONE X 系列使用了康宁的大猩猩特种玻璃; 小米手机使用陶瓷材料。而科思创提出了 PC 与 PMMA 多层膜材料的改性塑料背板解决材料; 帝斯曼提出了 PC 改性塑料背板材料。

图表 11: 毫米波下手机背壳材料

| 特性       | 不锈钢    | 铝合金     | 铝合金  | 钛合金   | 非晶 (ZFB) | Glass | Carbon Fiber | Plastic |
|----------|--------|---------|------|-------|----------|-------|--------------|---------|
|          | SUS304 | 6061 T6 | 5052 | 6Al4V |          |       |              |         |
| 天线讯号穿透性  | X      | X       | X    | X     | X        | O     | X            | OO      |
| 复杂天线结构整合 | O      | OO      | OO   | O     | X        | O     | X            | O       |
| 更佳散热     | O      | OO      | OO   | X     | X        | X     | O            | X       |
| 强度       | OO     | O       | O    | OO    | OO       | X     | O            | X       |
| 轻便性      | XX     | O       | O    | X     | XX       | O     | OO           | OO      |

来源: 联想研究院, 国金证券研究所

图表 12: 全球手机销售数量预测



来源: IDC, 传音控股招股书, 国金证券研究所

- 主要背板材料中, 玻璃与陶瓷的主要劣势在于易碎以及成本较高, 且重量较大, 而工程塑料主要劣势在于散热性能较差。未来高端手机会倾向于氧化锆陶瓷以及特种玻璃, 而中低档手机多数会采用 PC 材料, 我们认为中低档手机占比会更高一些, **PC 与 PC/PMMA 背板市场占比会达到 60%左右。**
- 根据 iFixit 对于 iPhone 5C 版本的聚碳酸酯背板的拆机称重, **厚度 8.9mm 的聚碳酸酯背板重量在 43.8g。**我们按照 IDC 对于未来全球的手机出货量进行预测, 按照 4G 手机的塑料背板渗透率 30%, 5G 手机的塑料背板渗透率 60%进行测算。我们发现对磷系阻燃剂拉动效应每年增长约 226~398 吨左右, 占比约为 0.14~0.25%。

图表 13: 塑料背板对阻燃剂需求拉动

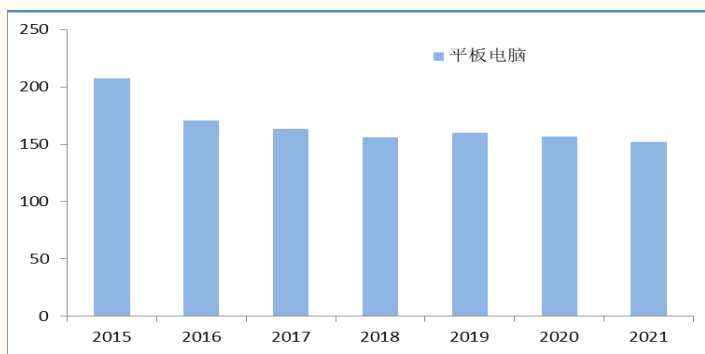
|  |     | 2019      | 2020E     | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|--|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 手机出货量                                  | 百万台 | 1394.9    | 1,430.26  | 1,466.51  | 1,503.68  | 1,541.80  |
| 5G 手机出货量                               | 百万台 | 6.7       | 123.5     | 182.9     | 270.9     | 401.3     |
| 按照其他手机塑料背板渗透率 30%, 5G 手机塑料背板渗透率 60%考虑。 |     |           |           |           |           |           |
| 5G 手机塑料背板消费量                           | 吨   | 176.08    | 3,245.58  | 4,807.21  | 7,120.23  | 10,546.16 |
| 其他手机塑料背板消费量                            | 吨   | 18,240.95 | 17,170.80 | 16,866.36 | 16,198.30 | 14,986.17 |
| 手机塑料背板消费总量                             | 吨   | 18,417.02 | 20,416.38 | 21,673.57 | 23,318.53 | 25,532.33 |
| 阻燃剂消费总量                                | 吨   | 3,315.06  | 3,674.95  | 3,901.24  | 4,197.34  | 4,595.82  |
| 阻燃剂消费拉动增长                              | 吨   |           | 359.88    | 226.29    | 296.09    | 398.48    |

来源: IDC, 国金证券研究所

### 3.2 个人电脑 (PC) 与平板 (Tablet) 塑料背板

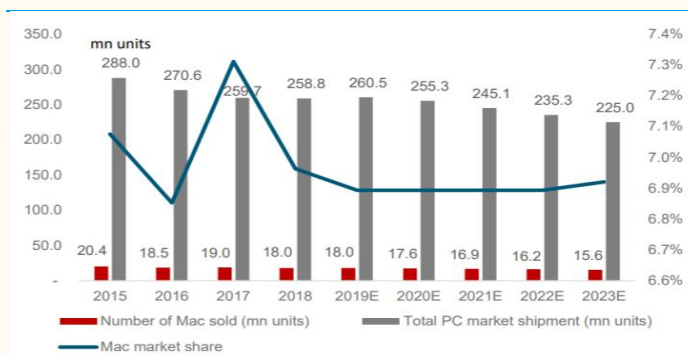
- 目前 PC 市场份额较大公司中, 仅有苹果仍然使用铝镁合金, 而联想, 惠普, 戴尔, 宏碁多数机型仍然以工程塑料外壳为主。Tablet 的销售量也在逐步衰减。然而, 此部分主要看点在于欧盟禁令带动的磷系阻燃剂对卤系阻燃剂的替代。

图表 14: Tablet 销售量预测 (单位: 百万台)



来源: IDC, 国金证券研究所

图表 15: PC 销售量预测以及苹果的市场份额



来源: 苹果公司公告, 国金证券研究所

- 根据太平洋电脑网对联想 Thinkpad T61 机型的外壳拆解，塑料重量共计 0.64kg，而 lpad9 寸背板在 0.11kg 左右。

图表 16: 笔记本电脑的外壳塑料重量

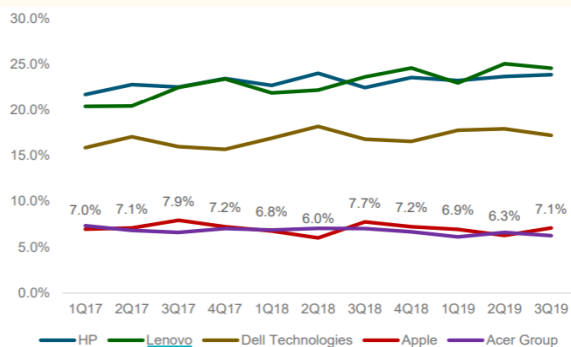
以 thinkpad T61 机型为例

| 外壳件         | 重量克          |
|-------------|--------------|
| 顶盖          | 135          |
| 屏幕正面框架      | 37           |
| 机身底壳        | 215.5        |
| 腕托          | 74           |
| 喇叭盖         | 20.5         |
| 键盘          | 157.5        |
| <b>塑料重量</b> | <b>639.5</b> |

来源: Thinkpad T61, 太平洋电脑网拆解, 国金证券研究所

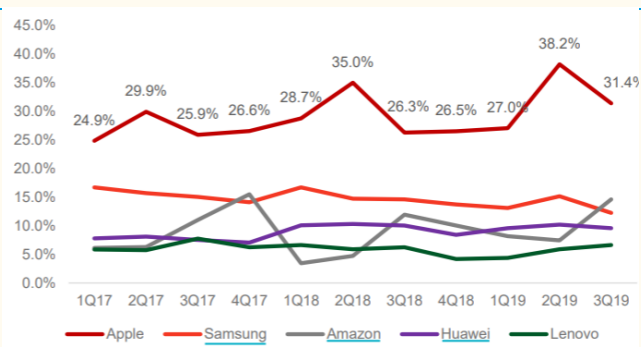
- 目前多数 Tablet 除了 Amazon 使用塑料外壳，苹果，联想，华为，三星平板目前都是使用金属外壳。从市场份额来看，塑料背板在 tablet 中占比仅 10%左右。而 PC 端五家头部供应商中，苹果，HP 以金属外壳为主，而联想，dell, Acer 属于各有部分，我们认为塑料外壳在 PC 端的渗透率在 40% 左右。

图表 17: 前五 PC 市场份额



来源: IDC, 国金证券研究所

图表 18: 前五平板市场份额



来源: IDC, Strategic Analytics, 国金证券研究所

- 未来伴随欧盟禁令的影响，PC 与平板现有使用 ABS 工程塑料的外壳未来向玻纤或碳纤增强的 PC 或 PC-ABS 转变，带动溴系阻燃剂向磷系阻燃剂转变。

图表 19: 磷系阻燃剂的增量变化

|   |     | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|---|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tablet  | 百万台 | 207   | 171   | 164   | 156   | 160   | 157   | 152   | 149   | 146   |
| PC  | 百万台 | 288   | 271   | 260   | 259   | 261   | 255   | 245   | 235   | 225   |
| Tablet 塑料背板的渗透率 10%，而 PC 塑料外壳的渗透率 40%                 |     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| tablet 塑料外壳   | 吨   | 2279  | 1877  | 1800  | 1714  | 1760  | 1725  | 1673  | 1640  | 1607  |
| PC 塑料外壳   | 吨   | 73728 | 69274 | 66483 | 66253 | 66688 | 65357 | 62746 | 60237 | 57600 |
| Tablet 磷系阻燃剂  | 吨   | 410   | 338   | 324   | 308   | 317   | 310   | 301   | 295   | 289   |
| PC 磷系阻燃剂  | 吨   | 13271 | 12469 | 11967 | 11926 | 12004 | 11764 | 11294 | 10843 | 10368 |
| 2020 年 70%卤系阻燃剂替代，而 Tablet 由于屏幕面积小于 100 平方厘米，因而不在此范围内 |     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Tablet 磷系阻燃剂增量  | 吨   |       |       |       |       |       | -6    | -9    | -6    | -6    |
| PC 磷系阻燃剂增量  | 吨   |       |       |       |       |       | 8235  | 3059  | -452  | -475  |
| 磷系阻燃剂增量   | 吨   |       |       |       |       |       | 8229  | 3050  | -458  | -481  |

来源: IDC, 国金证券研究所

注: 磷系阻燃剂的使用量为 18%，需要达到 UL-94 V0 标准。

- 我们认为在 2020 年~2022 年 3 年的磷系阻燃剂增量将会达到 10843 吨。其中 2020~2022 年的增量分别为 8229 吨, 3050 吨, -458 吨, 相对于 16 万吨的市场容量增量达到 5.14%, 1.90%, -0.29%, 平均增长率在 2%左右。

#### 四. 磷系工程塑料阻燃剂的供需情况的预测

##### 4.1 磷系工程塑料阻燃剂供需预测的汇总

- 下表总结了新能源汽车以及 5G 板块磷系工程塑料阻燃剂的消费预测情况。在家电以及其他用途用量稳定前提下, 按照全球磷系工程塑料阻燃剂有效产能 18 万吨, 2019 年消费 16 万吨进行测算, 我们发现伴随着新能源汽车, 欧盟卤系阻燃剂禁令以及 5G 新基建放量, 磷系工程塑料阻燃剂将会出现明显的供需紧张状况。

图表 20: 磷系工程塑料阻燃剂的供求关系预测汇总

| 磷系工程塑料阻燃剂消费         |      | 2,019   | 2,020   | 2,021   | 2,022   | 2,023   |
|---------------------|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 消费增量                | 吨    |         | 16,821  | 17,051  | 6,023   | 18,441  |
| 消费增速                |      |         | 10.51%  | 9.64%   | 3.11%   | 9.23%   |
| <b>下游细分领域使用量预测</b>  |      |         |         |         |         |         |
| PC (个人电脑)           | 吨    | 12,004  | 11,764  | 11,294  | 10,843  | 10,368  |
| Tablet              | 吨    | 317     | 310     | 301     | 295     | 289     |
| 手机背板                | 吨    | 3,315   | 3,675   | 3,901   | 4,197   | 4,596   |
| 5G 基站               | 吨    | 242     | 1,050   | 1,453   | 1,938   | 2,261   |
| 新能源汽车               | 吨    | 25,800  | 41,700  | 58,600  | 64,300  | 82,500  |
| <b>工程塑料阻燃剂总供需预测</b> |      |         |         |         |         |         |
| 总消费                 | 万吨/年 | 160,000 | 176,821 | 193,872 | 199,895 | 218,336 |
| 总有效产能               | 万吨/年 | 180,000 | 180,000 | 180,000 | 180,000 | 180,000 |
| 开工率                 |      | 90%     | 98%     | 108%    | 111%    | 121%    |

来源: 国金证券研究所

##### 4.2 万盛股份腰果酚产品潜力不容忽视

据公司产品介绍, 公司目前腰果酚产品(腰果壳油酚醛胺固化剂)用于环氧树脂固化剂, 我们需要特别提到的是: 腰果酚的部分产品可以用于 PCB 环氧树脂固化, 而目前万盛的腰果酚产品主要用途为高性能涂料产品。目前公司具备一定的 PCB 环氧树脂固化剂产能, 但是占比很小。目前腰果酚的逻辑更多的是公司的销售渠道拓展与供给侧改革加速腰果酚小产能(多数为 1000~2000 吨级别)去化。如果公司腰果酚产品如果完全满产, 未来有望向全球龙头 Cardolite 对标。

## 五. 风险提示

### 1. 全球新能源汽车增长不及预期

公司的主要产品针对于工程塑料以及聚氨酯产品。而工程塑料以及聚氨酯在新能源汽车产业发展中显著受益。如果新能源汽车销售数量不及预期，会对公司短期业绩造成一定的影响。

### 2. 宏观经济衰退

### 3. 股权解禁风险

公司在 2019 年有三次密集解禁。

2019 年 9 月 16 日，解禁 215.65 万股，为定向增发解禁股份，占总股本 0.61%

2019 年 11 月 8 日，解禁 1715.96 万股，为定向增发解禁股份，占总股本 4.95%

2019 年 12 月 9 日，解禁 178.08 万股，为股权激励解禁股份，占总股本 0.49%

三次解禁按收盘价 13.39 元/股，解禁总市值约为 28248 万元。

### 4 行业竞争加剧风险

行业目前存在较高的 beta，虽然公司存在认证渠道以及客户黏性等一系列优势，但无法排除国内新进入者加剧竞争风险的可能性。

### 5 汇率风险

公司业务 50%以上为海外业务，涉及外币种类较多。目前公司已经有部分外汇套保头寸，但是仍然无法完全规避单一货币汇率出现大幅波动的风险。

### 6 减值计提风险

公司目前存有商誉 1.4 亿元，主要系收购大伟助剂产生。大伟助剂业绩受到一系列客观因素（搬迁，以及响水事件导致的短期停产，环保审批时间增长）未能完成业绩目标，从而产生过一次商誉减值。未来不排除商誉再次减值的风险。

### 7 5G 行业进展不及预期

5G 及下游消费电子是工程塑料阻燃剂行业第二大拉动力，如果行业出现增长不及预期，对磷系阻燃剂的消费需求增速会带来一定的影响。

### 8 其他不可抗力

## 六.盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

我们对于公司的主要产品判断：**工程塑料阻燃剂目前增长较快，处于量价齐升过程中。**聚氨酯阻燃剂消费稳定，处于量价稳定状态。胺事业部主要产品二期产能逐步爬坡，市场相对容量有限，量升价跌；电子化学品的逻辑在于公司加大投入研发，产品未来有望从现在的两种电子级胺类产品向多种电子级产品逐步提升。电子化学品由于使用胺类用量少，但是价格敏感度低，价格通常较为稳定。腰果酚属于新进入者，需要 1-2 年的市场开拓，量价逐步提升。

图表 21：预测销量情况

| 销量       | 2019 | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
|----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 阻燃剂（万吨）  | 9.05 | 9.1   | 11.2  | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    |
| 胺事业部（万吨） | 1.5  | 2     | 3     | 4.5   | 4.5   | 4.5   | 4.5   | 4.5   | 4.5   | 4.5   | 4.5   |
| 电子化学品（吨） | 100  | 250   | 600   | 1200  | 1200  | 1200  | 1200  | 1200  | 1200  | 1200  | 1200  |
| 腰果酚（吨）   | 1500 | 11000 | 21000 | 30000 | 40000 | 40000 | 40000 | 40000 | 40000 | 40000 | 40000 |

来源：国金证券研究所

参考以往产品的涨价情形，我们 2019~2021 年主要价格预测如下，聚氨酯类阻燃剂价格略有下滑，工程塑料类阻燃剂量价齐升。催化剂以及胺类价格略有下滑，腰果酚类产品渠道逐步开拓，相对龙头厂家折价逐渐缩窄。我们认为万盛股份跑道好，成长快，客户存在认证粘性，并且存在新能源汽车放量以及对卤系阻燃剂被替代带来的需求高增长，持续看好。

图表 22：预测价格变动（元/吨）

| 价格        | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 阻燃剂       | 17000 | 17500 | 18000 | 17600 |
| 催化剂以及胺类产品 | 17000 | 16500 | 16000 | 16000 |
| 电子化学品     | 60000 | 60000 | 60000 | 60000 |
| 腰果酚       | 13000 | 13500 | 14000 | 14000 |

来源：国金证券研究所

### 6.2 投资建议及估值

我们分别采用市盈率法、市净率法、PEG 估值法、折现现金流法对公司进行估值。我们给予公司 12 个月目标价 21.42 元，首次覆盖公司“买入”评级。

#### 1. 市盈率法

预计公司 2019-2021 年净利润为 1.80、2.35、3.20 亿元，对应 EPS 为 0.52、0.68、0.92 元，对应 PE 为 25.78、19.78、14.49 倍。

我们在可比估值中选取 7 家可比公司对万盛股份进行估值。选取这些公司的主要原因在于可比公司在细分小跑道中都具备全球或国内领先的地位，与公司的小而美的成长逻辑相似。

雅克科技是公司的主要竞争对手，磷系阻燃剂国内龙头之一，目前向电子化学品转型。

阳谷华泰是橡胶添加剂领域民营龙头企业，在轮胎行业回暖的情况下具备一定超额收益。

美联新材是国内色母粒龙头企业，主要用途为橡塑加工的染色添加剂。

皇马科技是聚酯助剂以及表面活性剂细分跑道的龙头企业。

利安隆是国内塑料用光稳定剂的龙头企业，与万盛的相似之处是同为塑料添加剂，同为渠道优势企业。

新宙邦主要产品为电解液，下游同为新能源车，高研发，高增长与万盛的逻辑

辑相似。

美国雅宝主要三部分业务，三个领域都是全球龙头，分别是溴素以及溴系阻燃剂，锂金属、以及炼厂催化剂。曾经雅宝也是磷系阻燃剂全球龙头企业，后因为盈利较差关闭了两座磷系阻燃剂工厂。考虑到朗盛科聚亚数据相对缺失，采用雅宝作为对标对象。

我们认为万盛股份主要特点部分能与可比公司相近或相似，存在细分领域高成长，高研发，渠道强等一系列特点。给予公司 2020 年 21 倍 PE 估值，目标价 21.42 元，给予公司“买入”评级。

图表 23：可比公司估值比较（市盈率法）

| PE<br>序号 | 股票代码          | 股票名称            | 股价(元)        | EPS(万得一致预测均值) |             |             | PE           |              |              |
|----------|---------------|-----------------|--------------|---------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|          |               |                 |              | 2019E         | 2020E       | 2021E       | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| 1        | 603010        | 万盛股份            | 13.39        | 0.59          | 0.66        | 0.86        | 22.81        | 20.19        | 15.56        |
| 2        | 300586        | 美联新材            | 18.68        | -             | -           | -           |              |              |              |
| 3        | 300121        | 阳谷华泰            | 8.66         | 0.49          | 0.65        | 0.90        | 17.61        | 13.38        | 9.61         |
| 4        | 002409        | 雅克科技            | 38.82        | 0.55          | 0.73        | 0.92        | 71.14        | 53.35        | 42.34        |
| 5        | 603181        | 皇马科技            | 16.11        | 0.92          | 1.18        | 1.49        | 17.48        | 13.69        | 10.79        |
| 6        | 300596        | 利安隆             | 37.01        | 1.53          | 2.10        | 2.67        | 24.21        | 17.59        | 13.84        |
| 7        | 300037        | 新宙邦             | 36.84        | -             | 1.19        | 1.49        |              | 31.01        | 24.74        |
| 8        | alb.n         | 美国雅宝(ALBEMARLE) | 89.64        | 6.11          | 5.30        | 6.33        | 14.67        | 16.91        | 14.15        |
|          |               | 中位数             |              |               |             |             | 20.21        | 17.59        | 14.15        |
|          |               | 平均数             |              |               |             |             | 27.99        | 23.73        | 18.72        |
|          | <b>603010</b> | <b>万盛股份</b>     | <b>13.39</b> | <b>0.50</b>   | <b>0.64</b> | <b>0.83</b> | <b>26.95</b> | <b>20.91</b> | <b>16.18</b> |

来源：Wind，国金证券研究所

## 2. 市销率法

预计公司 2019-2021 年销售收入为 19、23、32 亿元，对应每股销售收入为 5.49、6.66、9.23 元，对应 PS 为 2.44、2.01、1.45 倍。

我们认为，万盛股份通过盈利提升逐渐降杠杆，带来 PS 的持续下移，给予 2020 年目标价 3.5 倍 PS 估值，目标价 21.42 元，给予公司“买入”评级。

图表 24：可比公司估值比较（市销率法）

| PS<br>序号 | 股票代码          | 股票名称            | 股价(元)        | SPS(万得一致预测均值) |             |             | PS          |             |             |
|----------|---------------|-----------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|          |               |                 |              | 2019E         | 2020E       | 2021E       | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
| 1        | 603010        | 万盛股份            | 13.39        | 6.14          | 7.68        | 9.60        | 2.18        | 1.74        | 1.39        |
| 2        | 300586        | 美联新材            | 18.68        | -             | -           | -           |             |             |             |
| 3        | 300121        | 阳谷华泰            | 8.66         | 5.22          | 5.84        | 6.65        | 1.66        | 1.48        | 1.30        |
| 4        | 002409        | 雅克科技            | 38.82        | 4.10          | 5.07        | 6.02        | 9.46        | 7.66        | 6.44        |
| 5        | 603181        | 皇马科技            | 16.11        | 6.98          | 8.42        | 9.99        | 2.31        | 1.91        | 1.61        |
| 6        | 300596        | 利安隆             | 37.01        | 10.20         | 13.72       | 17.41       | 3.63        | 2.70        | 2.13        |
| 7        | 300037        | 新宙邦             | 36.84        | -             | 8.31        | 10.64       |             | 4.43        | 3.46        |
| 8        | alb.n         | 美国雅宝(ALBEMARLE) | 89.64        | 33.43         | 33.84       | 35.71       | 2.68        | 2.65        | 2.51        |
|          |               | 中位数             |              |               |             |             | 2.49        | 2.65        | 2.13        |
|          |               | 平均数             |              |               |             |             | 3.65        | 3.23        | 2.69        |
|          | <b>603010</b> | <b>万盛股份</b>     | <b>13.39</b> | <b>5.23</b>   | <b>6.02</b> | <b>8.15</b> | <b>2.56</b> | <b>2.22</b> | <b>1.64</b> |

来源：Wind，国金证券研究所

## 3. PEG 估值法

预计公司 2019-2021 年净利润增长率为 68%、30%、36%，对应 PEG 为 0.38、0.85、0.71 倍。我们选取 8 家可比公司对公司进行估值。主要选取公司均为精细化工领域中在一方面具备独特优势的公司。

我们认为，万盛股份属于精细化工产业中跑道好的成长股，公司在历史机遇期中能够持续维持高速增长。未来 2020~2021 年的增长为 23%、36%，按照 2020 年 PEG1.65 倍估值（考虑 2020-2021 年 65%的利润成长），目

标价 21.42 元，给予公司“买入”评级。

图表 25：可比公司估值比较 (PEG 估值法)

| PEG<br>序号 | 股票代码          | 股票名称             | 当前股价对应 PE    |            |            | 归母净利润同比增长率 g |             |             | PEG         |       |       |
|-----------|---------------|------------------|--------------|------------|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------|-------|
|           |               |                  | 2019E        | 2020E      | 2021E      | 2019E        | 2020E       | 2021E       | 2019E       | 2020E | 2021E |
| 1         | 603010        | 万盛股份             | 22.81        | 93%        | 13%        | 30%          | 0.24        | 1.76        | 0.77        |       |       |
| 2         | 300586        | 美联新材             | 18.68        | 0%         | 0%         | 0%           |             |             |             |       |       |
| 3         | 300121        | 阳谷华泰             | 17.61        | -48%       | 32%        | 39%          | -0.37       | 0.56        | 0.45        |       |       |
| 4         | 002409        | 雅克科技             | 71.14        | 90%        | 33%        | 26%          | 0.79        | 2.13        | 2.74        |       |       |
| 5         | 603181        | 皇马科技             | 17.48        | 31%        | 28%        | 27%          | 0.57        | 0.63        | 0.65        |       |       |
| 6         | 300596        | 利安隆              | 24.21        | 62%        | 38%        | 27%          | 0.39        | 0.64        | 0.89        |       |       |
| 7         | 300037        | 新宙邦              | 36.84        | 0%         | 39%        | 26%          |             | 0.94        | 1.40        |       |       |
| 8         | alb.n         | 美国雅宝 (ALBEMARLE) | 14.67        | -6%        | -13%       | 19%          | -2.26       | -1.11       | 0.75        |       |       |
|           |               | 中位数              |              |            |            |              | 0.32        | 0.64        | 0.77        |       |       |
|           |               | 平均数              |              |            |            |              | -0.11       | 0.79        | 1.09        |       |       |
|           | <b>603010</b> | <b>万盛股份</b>      | <b>26.95</b> | <b>60%</b> | <b>29%</b> | <b>29%</b>   | <b>0.45</b> | <b>0.93</b> | <b>0.92</b> |       |       |

来源：Wind，国金证券研究所

#### 4. 折现现金流法

我们采用二阶段折现现金流法对公司进行估值。主要参数选取依据如下：

Rf 采用十年期国债收益率，Rm 采用沪深 300 指数 5 年收益率。目标负债水平选取公司 2015-2016 年尚未进行大幅扩张时期的负债率水平区间。

对于未来终值增长率，我们认为欧洲宣布 2035 年禁售燃油车。也就是 2030 年后，仍然存在新能源汽车的替代需求。我们看好公司具备 alpha 优势，新进入者面临产品研发，产品认证，客户粘性多方面困难。我们看好公司持续在市场容量较小的阻燃剂细分赛道中能够持续增长，建议给予公司 TV 增长率+2%。

经测算，公司现金流折现股价在 20.16 元每股，相对现价仍有约 50%空间，给予公司“买入”评级。

图表 26：公司现金流量折现法

| 单位：人民币百万元    |                           | 2019         | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|--------------|---------------------------|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 息税折摊前利润 EBIT | a                         | 206          | 270  | 364  | 419  | 397  | 405  | 404  | 405  | 404  | 405  | 404  |
| 所得税率 T       | b                         | 22%          | 22%  | 22%  | 22%  | 22%  | 22%  | 22%  | 22%  | 22%  | 22%  | 22%  |
| EBIT*(1-T)   | c=a*(1-b)                 | 161          | 211  | 284  | 327  | 310  | 316  | 315  | 316  | 315  | 316  | 315  |
| 加：折旧与摊销      | d                         | 62           | 69   | 81   | 105  | 139  | 176  | 200  | 209  | 219  | 229  | 238  |
| 营运资本变动       | e                         | -130         | -48  | -128 | -93  | -14  | -16  | 4    | -4   | 4    | -4   | 4    |
| 资本开支         | f                         | -449         | -554 | -312 | -235 | -147 | -297 | -147 | -147 | -147 | -147 | -147 |
| 公司自由现金流      | g=c+d+e+f                 | -356         | -322 | -76  | 104  | 289  | 179  | 372  | 375  | 392  | 394  | 411  |
| 现金流现值        | h=g/(1+WACC) <sup>t</sup> | -356         | -305 | -68  | 88   | 231  | 136  | 267  | 255  | 252  | 240  | 236  |
| 终值           | i                         | 10,381       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 终值现值         | j=i/(1+WACC) <sup>n</sup> | 7,050        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 企业价值         | k=h+j                     | 7,298        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 净负债          | l                         | 308          |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 少数股东权益       | m                         | -1           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 归母股权价值       | n=k-l-m                   | 6,990        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 总股数 (百万股)    | o                         | 347          |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| <b>每股价值</b>  | <b>p=n/o</b>              | <b>20.16</b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |

来源：Wind，国金证券研究所

**图表 27：折现现金流法核心假设**

| 参数名称   | 取值    |
|--------|-------|
| 显性期年数  | 8     |
| 终值期增长率 | 2.00% |
| Beta   | 0.59  |
| 无风险利率  | 2.82% |
| 市场风险溢价 | 5.37% |
| 股权成本   | 6.00% |
| 债权成本   | 5.00% |
| WACC   | 5.68% |

来源：Wind，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |              |               |               |               |               |               | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |              |              |              |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2016         | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |                 | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>1,227</b> | <b>1,473</b>  | <b>1,733</b>  | <b>1,815</b>  | <b>2,088</b>  | <b>2,826</b>  | 货币资金            | 287          | 188          | 291          | 295          | 317          | 419          |
| 增长率                   |              | 20.1%         | 17.6%         | 4.7%          | 15.0%         | 35.4%         | 应收账款            | 219          | 256          | 389          | 400          | 458          | 619          |
| <b>主营业务成本</b>         | <b>-918</b>  | <b>-1,171</b> | <b>-1,341</b> | <b>-1,366</b> | <b>-1,533</b> | <b>-2,068</b> | 存货              | 132          | 149          | 269          | 270          | 290          | 374          |
| %销售收入                 | 74.9%        | 79.5%         | 77.4%         | 75.3%         | 73.4%         | 73.2%         | 其他流动资产          | 20           | 153          | 69           | 111          | 114          | 123          |
| <b>毛利</b>             | <b>308</b>   | <b>302</b>    | <b>392</b>    | <b>449</b>    | <b>555</b>    | <b>758</b>    | 流动资产            | 657          | 746          | 1,017        | 1,076        | 1,179        | 1,535        |
| %销售收入                 | 25.1%        | 20.5%         | 22.6%         | 24.7%         | 26.6%         | 26.8%         | %总资产            | 46.8%        | 41.2%        | 49.0%        | 42.8%        | 37.6%        | 40.9%        |
| <b>营业税金及附加</b>        | <b>-6</b>    | <b>-12</b>    | <b>-11</b>    | <b>-12</b>    | <b>-14</b>    | <b>-18</b>    | 长期投资            | 26           | 25           | 25           | 0            | 0            | 0            |
| %销售收入                 | 0.5%         | 0.8%          | 0.6%          | 0.7%          | 0.7%          | 0.7%          | 固定资产            | 396          | 688          | 784          | 1,108        | 1,427        | 1,644        |
| <b>销售费用</b>           | <b>-63</b>   | <b>-75</b>    | <b>-90</b>    | <b>-102</b>   | <b>-121</b>   | <b>-170</b>   | %总资产            | 28.2%        | 38.0%        | 37.7%        | 44.1%        | 45.6%        | 43.8%        |
| %销售收入                 | 5.2%         | 5.1%          | 5.2%          | 5.6%          | 5.8%          | 6.0%          | 无形资产            | 283          | 327          | 232          | 330          | 526          | 570          |
| <b>管理费用</b>           | <b>-71</b>   | <b>-86</b>    | <b>-72</b>    | <b>-78</b>    | <b>-90</b>    | <b>-122</b>   | 非流动资产           | 748          | 1,063        | 1,060        | 1,438        | 1,954        | 2,215        |
| %销售收入                 | 5.8%         | 5.8%          | 4.1%          | 4.3%          | 4.3%          | 4.3%          | %总资产            | 53.2%        | 58.8%        | 51.0%        | 57.2%        | 62.4%        | 59.1%        |
| <b>研发费用</b>           | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>-47</b>    | <b>-51</b>    | <b>-61</b>    | <b>-85</b>    | <b>资产总计</b>     | <b>1,406</b> | <b>1,809</b> | <b>2,077</b> | <b>2,514</b> | <b>3,132</b> | <b>3,750</b> |
| %销售收入                 | 0.0%         | 0.0%          | 2.7%          | 2.8%          | 2.9%          | 3.0%          | 短期借款            | 41           | 290          | 186          | 507          | 786          | 927          |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>   | <b>167</b>   | <b>129</b>    | <b>173</b>    | <b>206</b>    | <b>270</b>    | <b>364</b>    | 应付款项            | 132          | 265          | 413          | 336          | 363          | 476          |
| %销售收入                 | 13.6%        | 8.8%          | 10.0%         | 11.4%         | 12.9%         | 12.9%         | 其他流动负债          | 38           | 40           | 57           | 33           | 40           | 53           |
| <b>财务费用</b>           | <b>11</b>    | <b>-19</b>    | <b>-3</b>     | <b>-13</b>    | <b>-23</b>    | <b>-33</b>    | 流动负债            | 211          | 595          | 656          | 876          | 1,189        | 1,456        |
| %销售收入                 | -0.9%        | 1.3%          | 0.2%          | 0.7%          | 1.1%          | 1.2%          | 长期贷款            | 120          | 90           | 250          | 250          | 400          | 550          |
| <b>资产减值损失</b>         | <b>-2</b>    | <b>0</b>      | <b>-98</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 其他长期负债          | 21           | 24           | 36           | 107          | 107          | 107          |
| <b>公允价值变动收益</b>       | <b>3</b>     | <b>-1</b>     | <b>0</b>      | <b>-3</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 负债              | 352          | 709          | 942          | 1,233        | 1,696        | 2,113        |
| <b>投资收益</b>           | <b>-1</b>    | <b>2</b>      | <b>2</b>      | <b>2</b>      | <b>2</b>      | <b>2</b>      | <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,053</b> | <b>1,100</b> | <b>1,136</b> | <b>1,281</b> | <b>1,437</b> | <b>1,638</b> |
| %税前利润                 | n.a          | 2.0%          | 1.1%          | 0.7%          | 0.5%          | 0.4%          | 其中：股本           | 254          | 254          | 253          | 354          | 354          | 354          |
| <b>营业利润</b>           | <b>177</b>   | <b>116</b>    | <b>79</b>     | <b>197</b>    | <b>255</b>    | <b>338</b>    | 未分配利润           | 298          | 325          | 387          | 507          | 663          | 864          |
| 营业利润率                 | 14.4%        | 7.9%          | 4.5%          | 10.9%         | 12.2%         | 12.0%         | 少数股东权益          | 0            | 0            | -1           | -1           | -1           | -1           |
| <b>营业外收支</b>          | <b>4</b>     | <b>0</b>      | <b>67</b>     | <b>24</b>     | <b>30</b>     | <b>30</b>     | <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,406</b> | <b>1,809</b> | <b>2,077</b> | <b>2,514</b> | <b>3,132</b> | <b>3,750</b> |
| <b>税前利润</b>           | <b>181</b>   | <b>116</b>    | <b>146</b>    | <b>221</b>    | <b>285</b>    | <b>368</b>    | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 利润率                   | 14.8%        | 7.9%          | 8.4%          | 12.2%         | 13.6%         | 13.0%         |                 | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>所得税</b>            | <b>-32</b>   | <b>-25</b>    | <b>-42</b>    | <b>-49</b>    | <b>-63</b>    | <b>-81</b>    | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 所得税率                  | 17.5%        | 21.6%         | 28.9%         | 22.0%         | 22.0%         | 22.0%         | 每股收益            | 0.588        | 0.358        | 0.425        | 0.497        | 0.640        | 0.827        |
| <b>净利润</b>            | <b>149</b>   | <b>91</b>     | <b>104</b>    | <b>172</b>    | <b>222</b>    | <b>287</b>    | 每股净资产           | 4.141        | 4.322        | 4.487        | 3.617        | 4.056        | 4.622        |
| 少数股东损益                | 0            | 0             | -4            | 0             | 0             | 0             | 每股经营现金净流        | 0.527        | 0.513        | 0.294        | 0.310        | 0.679        | 0.702        |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>150</b>   | <b>91</b>     | <b>108</b>    | <b>172</b>    | <b>222</b>    | <b>287</b>    | 每股股利            | 0.240        | 0.110        | 0.150        | 0.146        | 0.188        | 0.243        |
| 净利率                   | 12.2%        | 6.2%          | 6.2%          | 9.5%          | 10.6%         | 10.2%         | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |              |
|                       |              |               |               |               |               |               | 净资产收益率          | 14.19%       | 8.28%        | 9.47%        | 13.45%       | 15.45%       | 17.52%       |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |              |               |               |               |               |               | 总资产收益率          | 10.64%       | 5.03%        | 5.18%        | 6.86%        | 7.09%        | 7.65%        |
|                       |              |               |               |               |               |               | 投入资本收益率         | 11.35%       | 6.83%        | 7.83%        | 7.89%        | 8.03%        | 9.10%        |
| <b>净利润</b>            | <b>149</b>   | <b>91</b>     | <b>104</b>    | <b>172</b>    | <b>222</b>    | <b>287</b>    | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 少数股东损益                | 0            | 0             | -4            | 0             | 0             | 0             | 主营业务收入增长率       | 39.39%       | 20.11%       | 17.63%       | 4.74%        | 15.01%       | 35.38%       |
| <b>非现金支出</b>          | <b>29</b>    | <b>27</b>     | <b>145</b>    | <b>62</b>     | <b>69</b>     | <b>81</b>     | EBIT 增长率        | 73.53%       | -22.83%      | 34.04%       | 19.21%       | 30.88%       | 34.66%       |
| 非经营收益                 | -4           | 11            | 5             | 6             | -2            | 9             | 净利润增长率          | 75.86%       | -39.09%      | 18.05%       | 60.28%       | 28.85%       | 29.24%       |
| <b>营运资金变动</b>         | <b>-41</b>   | <b>1</b>      | <b>-180</b>   | <b>-130</b>   | <b>-48</b>    | <b>-128</b>   | 总资产增长率          | 26.65%       | 28.67%       | 14.85%       | 21.01%       | 24.62%       | 19.71%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>134</b>   | <b>131</b>    | <b>74</b>     | <b>110</b>    | <b>241</b>    | <b>249</b>    | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 资本开支                  | -168         | -280          | -149          | -449          | -554          | -312          | 应收账款周转天数        | 47.5         | 45.2         | 53.3         | 65.0         | 65.0         | 65.0         |
| 投资                    | 5            | 4             | 5             | -3            | 0             | 0             | 存货周转天数          | 48.1         | 43.7         | 56.9         | 72.0         | 69.0         | 66.0         |
| 其他                    | -100         | 7             | 124           | 2             | 2             | 2             | 应付账款周转天数        | 43.0         | 53.3         | 72.7         | 75.0         | 72.0         | 70.0         |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-263</b>  | <b>-270</b>   | <b>-20</b>    | <b>-451</b>   | <b>-552</b>   | <b>-311</b>   | 固定资产周转天数        | 83.5         | 73.6         | 135.1        | 127.0        | 107.9        | 93.7         |
| 股权募资                  | 0            | 0             | 27            | 25            | 0             | 0             | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 债权募资                  | 137          | 219           | 56            | 391           | 430           | 290           | 净负债/股东权益        | -12.10%      | 17.48%       | 12.78%       | 34.10%       | 58.79%       | 63.11%       |
| 其他                    | -22          | -78           | -43           | -71           | -96           | -127          | EBIT 利息保障倍数     | -15.9        | 6.7          | 57.0         | 15.7         | 11.8         | 10.9         |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>116</b>   | <b>142</b>    | <b>40</b>     | <b>345</b>    | <b>334</b>    | <b>163</b>    | 资产负债率           | 25.04%       | 39.19%       | 45.36%       | 49.04%       | 54.15%       | 56.34%       |
| <b>现金净流量</b>          | <b>-13</b>   | <b>3</b>      | <b>95</b>     | <b>4</b>      | <b>22</b>     | <b>102</b>    |                 |              |              |              |              |              |              |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1    | 1    | 1    | 1    | 2    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2020-02-19 | 买入 | 15.66 | 21.42~21.42 |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH