

## 万盛股份 (603010.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 13.58 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	16,917.99
总市值(百万元)	222,356.83
年内股价最高最低(元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93

## 相关报告

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

## 油价暴跌叠加疫情: 阻燃剂价格逆势上涨!

## 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	0.716	0.874
每股净资产(元)	4.32	4.49	3.62	4.11	4.71
每股经营性现金流(元)	0.51	0.29	0.31	0.75	0.75
市盈率(倍)	77.40	33.07	26.95	18.71	15.32
净利润增长率(%)	-39.09%	18.05%	60.28%	44.02%	22.11%
净资产收益率(%)	8.28%	9.47%	13.45%	17.05%	18.18%
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

## 经营分析

- 万盛股份作为磷系工程塑料阻燃剂的龙头企业, 中长期量价齐升确定性强。欧美疫情恶化不改磷系阻燃剂供求紧张局面。在近期原油大幅下挫带动主要原料价格下跌且欧洲受疫情影响的情况下, 据渠道端了解, 工程塑料阻燃剂中用量最大的 BDP 价格不但没有下调, 反而上涨超 10%。原料与产品端价差大幅拉升, 明显超出市场预期。目前磷系工程塑料阻燃剂原料与产品价格反向变动的现象, 验证了我们对于磷系工程塑料阻燃剂供求紧张, 客户粘性较强, 价格敏感性较弱以及行业龙头目前量价齐升的判断。
- 原油下跌带动工程塑料阻燃剂的主要原料苯酚与双酚 A 价格下滑: 原油价格大幅下跌, 带动主要能化产品价格跌幅较大。自 3 月 5 日至今, 苯酚价格跌幅达 6.52%, 而双酚 A 价格下跌 10.05%。
- 磷系工程塑料阻燃剂涨价如约而至: 据渠道端了解, BDP 价格近期涨幅达到 10%, 从 2 月份的每吨 2.0 万上涨到 2.2~2.4 万元区间。
- 根据草根调研, 受益于国内率先控制疫情, 亚洲阻燃剂需求强于欧美, 目前渠道端由于欧美疫情造成开工率下滑, 以及我国企业春节复工较晚, 以欧美向亚洲调货为主, 且欧美的往亚洲的调货量远无法满足亚洲需求增量。目前 BDP 货源较为紧张。
- 我们认为在原料端价格下滑及欧美疫情恶化情况下, 磷系工程塑料阻燃剂不仅没有下跌, 反而出现了涨价情况。原料产品价差分化, 可以验证目前行业货源普遍偏紧的草根调研结果。

## 盈利调整

- 目前磷系工程塑料阻燃剂涨价幅度基本符合预期, 而成本端苯酚与双酚 A 跌幅明显超预期, 因而调升公司 2020/2021 年公司盈利预期。归母净利润预期上调至 2.48 亿元与 3.03 亿元, 上调幅度 11.7%与 5.57%, 上调公司未来 6-12 个月目标价至 22.49 元, 上调幅度 5%, 对应 2019~2021 年市盈率 26.95/18.71/15.32 倍。

## 风险提示

1. 全球新能源汽车需求增长不及预期
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

## 一. BDP 涨价如期而来

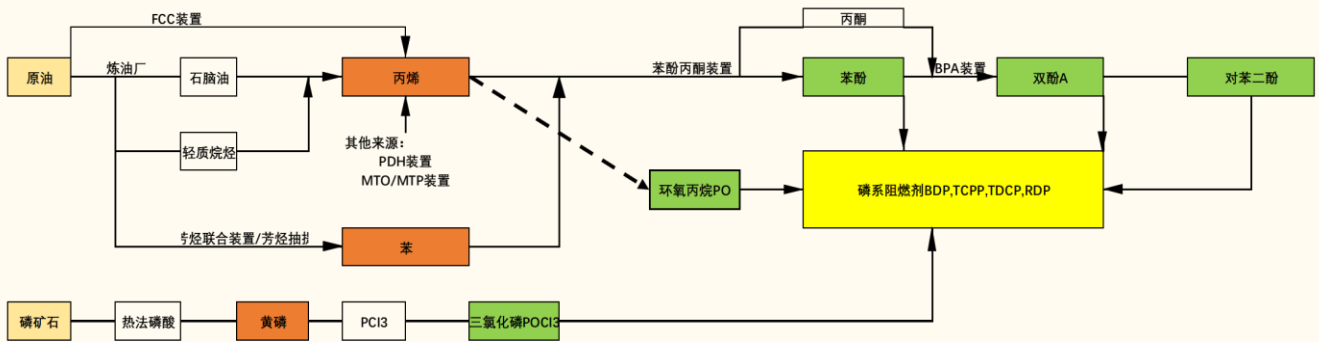
- 近期 BDP 主流报价每吨涨到 2.2~2.3 万元每吨（自提价）。由于欧洲工厂受到疫情影响，而亚洲工厂今年春节普遍开工较晚，目前 BDP 货源较为紧张。受益于中国首先控制疫情，目前货源流动是从欧美向亚洲调货，亚洲阻燃塑料的需求好于欧美。

## 二. 原油下跌带动主要原料苯酚，双酚 A 价格下挫

### 苯酚与双酚 A 的主要产业链

- 在阻燃剂的主要直接原料中，苯酚，双酚 A 用量最大，伴随油价暴跌，苯酚与双酚 A 的主要原料丙烯价格持平，纯苯的跌幅达到了 11.65%，带动苯酚与双酚 A 的价格下滑 6.52% 与 10.05%。
- 而另一个直接原料三氯氧磷由于热法磷酸产品相对价格较为稳定，并且液氯所占成本比例极低，目前价格比较稳定。

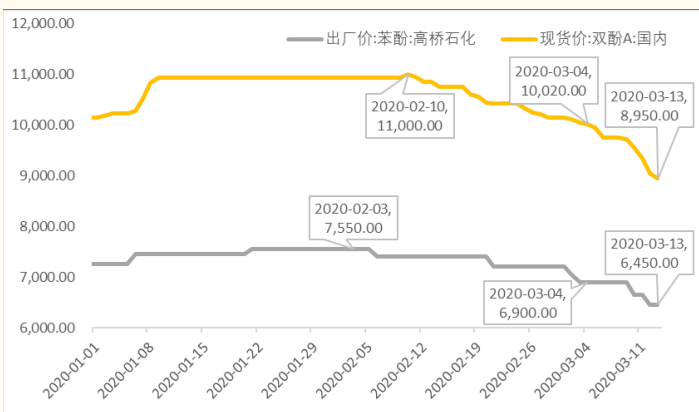
图表 1：主要的磷系阻燃剂流程



来源：国金证券研究所

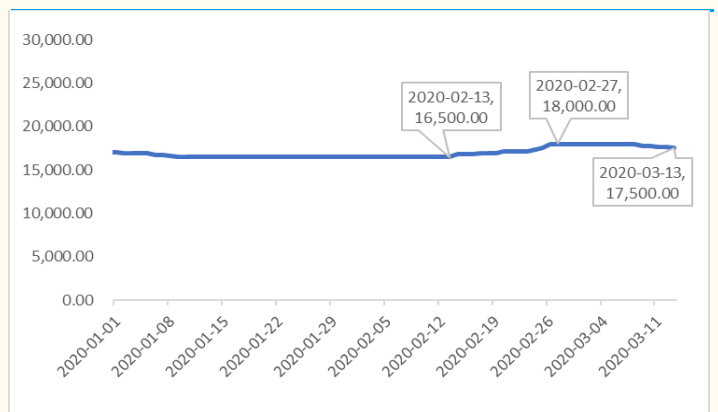
主要原料价格如下，3月5日原油大跌至今，苯酚与双酚 A 都有比较大的跌幅。如果从年初来看跌幅会更大。

图表 2：苯酚，双酚 A 价格情况（元/吨）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 3：黄磷价格（元/吨）



来源：WIND，国金证券研究所

## 三. 产品涨价提前超预期，原料跌价远超预期

目前涨价程度已经达到之前的全年涨价预期，然而成本跌幅明显超出原有预期。公司所用的主要原料苯酚/双酚 A/三氯氧磷成本（后简称原料成本端）如下表格。不难发现，聚氨酯阻燃剂的成本下滑更加明显从 4%~20%不等。而工程塑料阻燃剂成本端也节省了 800 元左右，成本端下滑约 4%。

**图表 4：年初至今主要品种的成本端节省**

工程塑料				聚氨酯阻燃剂						
种类		价格下跌 (元/吨)	BDP	TPP	种类		价格下跌 (元/吨)	TCPP	504L	TDCPP
单耗 (t/t 产 品)	三氯氧磷	0	0.456	0.477	单耗 (t/t 产品)	三氯氧磷	0	0.487	0.552	0.368
	苯酚	800	0.535	0.881		二乙二醇	2400		0.213	
	双酚 A	1200	0.342			环氧氯丙烷	5700			0.681
				环氧丙烷		1350	0.554	0.402		
<b>成本节省 (元/吨)</b>			<b>838.4</b>	<b>704.8</b>	<b>成本节省</b>			<b>747.9</b>	<b>1053.9</b>	<b>3881.7</b>

来源：公司环评，国金证券研究所

#### 四. 调升公司盈利预期

虽然涨价基本符合预期，然而成本端跌价显著超预期，我们调整 2020/2021 年毛利率 2%/1%，并调升公司的 2020/2021 年的盈利预期。

我们预计 2020/2021 年公司归母净利润达到 2.48 亿元与 3.03 亿元，调升幅度分别为 11.7%与 5.57%。同时我们调升公司目标价 5%，从 21.42 元调升至 22.49 元。

## 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

宏观经济衰退会导致可选消费下滑，通过汽车，消费电子等领域逐步传导至阻燃剂产业链。

### 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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,227	1,473	1,733	1,815	2,097	2,826
增长率		20.1%	17.6%	4.7%	15.5%	34.8%
主营业务成本	-918	-1,171	-1,341	-1,366	-1,507	-2,048
%销售收入	74.9%	79.5%	77.4%	75.3%	71.9%	72.5%
毛利	308	302	392	449	590	778
%销售收入	25.1%	20.5%	22.6%	24.7%	28.1%	27.5%
营业税金及附加	-6	-12	-11	-12	-14	-18
%销售收入	0.5%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-63	-75	-90	-102	-122	-170
%销售收入	5.2%	5.1%	5.2%	5.6%	5.8%	6.0%
管理费用	-71	-86	-72	-78	-90	-122
%销售收入	5.8%	5.8%	4.1%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	0	0	-47	-51	-61	-85
%销售收入	0.0%	0.0%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	167	129	173	206	303	384
%销售收入	13.6%	8.8%	10.0%	11.4%	14.5%	13.6%
财务费用	11	-19	-3	-13	-23	-33
%销售收入	-0.9%	1.3%	0.2%	0.7%	1.1%	1.2%
资产减值损失	-2	0	-98	0	0	0
公允价值变动收益	3	-1	0	-3	0	0
投资收益	-1	2	2	2	2	2
%税前利润	n.a	2.0%	1.1%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	177	116	79	197	288	358
营业利润率	14.4%	7.9%	4.5%	10.9%	13.7%	12.7%
营业外收支	4	0	67	24	30	30
税前利润	181	116	146	221	318	389
利润率	14.8%	7.9%	8.4%	12.2%	15.2%	13.7%
所得税	-32	-25	-42	-49	-70	-85
所得税率	17.5%	21.6%	28.9%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	149	91	104	172	248	303
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0
归属于母公司的净利润	150	91	108	172	248	303
净利率	12.2%	6.2%	6.2%	9.5%	11.8%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	149	91	104	172	248	303
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0
非现金支出	29	27	145	62	69	81
非经营收益	-4	11	5	6	-3	9
营运资金变动	-41	1	-180	-130	-48	-127
经营活动现金净流	134	131	74	110	266	265
资本开支	-168	-280	-149	-449	-554	-312
投资	5	4	5	-3	0	0
其他	-100	7	124	2	2	2
投资活动现金净流	-263	-270	-20	-451	-552	-311
股权募资	0	0	27	25	0	0
债权募资	137	219	56	391	408	278
其他	-22	-78	-43	-71	-103	-131
筹资活动现金净流	116	142	40	345	305	147
现金净流量	-13	3	95	4	19	102

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	287	188	291	295	314	416
应收账款	219	256	389	400	460	619
存货	132	149	269	270	285	370
其他流动资产	20	153	69	111	114	123
流动资产	657	746	1,017	1,076	1,173	1,528
%总资产	46.8%	41.2%	49.0%	42.8%	37.5%	40.8%
长期投资	26	25	25	0	0	0
固定资产	396	688	784	1,108	1,427	1,644
%总资产	28.2%	38.0%	37.7%	44.1%	45.6%	43.9%
无形资产	283	327	232	330	526	570
非流动资产	748	1,063	1,060	1,438	1,954	2,215
%总资产	53.2%	58.8%	51.0%	57.2%	62.5%	59.2%
资产总计	1,406	1,809	2,077	2,514	3,126	3,743
短期借款	41	290	186	507	765	894
应付款项	132	265	413	336	357	472
其他流动负债	38	40	57	33	42	54
流动负债	211	595	656	876	1,165	1,420
长期贷款	120	90	250	250	400	550
其他长期负债	21	24	36	107	107	107
负债	352	709	942	1,233	1,672	2,076
普通股股东权益	1,053	1,100	1,136	1,281	1,455	1,667
其中：股本	254	254	253	354	354	354
未分配利润	298	325	387	507	681	893
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1	-1
负债股东权益合计	1,406	1,809	2,077	2,514	3,126	3,743

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.588	0.358	0.425	0.497	0.716	0.874
每股净资产	4.141	4.322	4.487	3.617	4.107	4.706
每股经营现金净流	0.527	0.513	0.294	0.310	0.752	0.749
每股股利	0.240	0.110	0.150	0.146	0.210	0.257
回报率						
净资产收益率	14.19%	8.28%	9.47%	13.45%	17.05%	18.18%
总资产收益率	10.64%	5.03%	5.18%	6.86%	7.94%	8.10%
投入资本收益率	11.35%	6.83%	7.83%	7.89%	9.03%	9.62%
增长率						
主营业务收入增长率	39.39%	20.11%	17.63%	4.74%	15.51%	34.79%
EBIT 增长率	73.53%	-22.83%	34.04%	19.21%	47.04%	26.51%
净利润增长率	75.86%	-39.09%	18.05%	60.28%	44.02%	22.11%
总资产增长率	26.65%	28.67%	14.85%	21.01%	24.37%	19.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.5	45.2	53.3	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	48.1	43.7	56.9	72.0	69.0	66.0
应付账款周转天数	43.0	53.3	72.7	75.0	72.0	70.0
固定资产周转天数	83.5	73.6	135.1	127.0	107.4	93.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.10%	17.48%	12.78%	34.10%	56.81%	60.16%
EBIT 利息保障倍数	-15.9	6.7	57.0	15.7	13.4	11.7
资产负债率	25.04%	39.19%	45.36%	49.04%	53.47%	55.47%

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	0	1	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	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
2	2020-02-26	买入	16.18	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，不作为或被视作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