



2020-08-11

公司点评报告

买入/维持

万盛股份(603010)

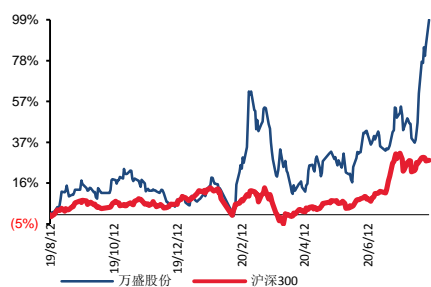
目标价: 27.3

昨收盘: 20.84

材料 材料 II

磷系阻燃剂龙头，加码新材料促成长，维持“买入”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	347/344
总市值/流通(百万元)	7,227/7,171
12个月最高/最低(元)	20.84/10.54

相关研究报告:

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

事件: 公司发布 2020 年上半年报, 报告期实现营业收入 8.84 亿元, 同比-5.87%; 归母净利润 1.07 亿元, 同比+43.22%。其中第二季度实现营业收入 4.98 亿元, 同比+4.81%, 环比+28.91%; 归母净利润 0.72 亿元, 同比+50.06%, 环比+108.2%。

主要观点:

1. 阻燃剂价格及毛利率提升, 业绩靓丽

公司深耕磷系阻燃剂, 经过 20 多年的发展, 成为全球磷系阻燃剂龙头。公司产品包括阻燃剂、胺助剂、催化剂、涂料助剂四大系列。2020 年 H1, 受全球经济下滑的不利影响, 公司阻燃剂产量 36528 吨 (-28.28%)、销量 38358 吨 (-18.14%) 出现下滑, 但供给端收缩, 均价提升至 17607 元/吨 (+8.94%), 对应销售收入 6.75 亿元 (-10.83%) 下滑幅度不大, 二季度环比改善明显。公司胺助剂及催化剂产量 9526 吨(+33.66%)、销量 9783 吨(+31.67%), 尽管均价 19733 元/吨(-15.64%) 下滑, 对应销售收入 1.93 亿元 (+11.08%) 实现增长。公司全资子公司万盛大伟化学实现净利润 1409.8 万元, 同比大幅提升。

2020 年 H1, 公司业绩同比大幅增长, 主要由于 (1) 公司综合毛利率同比从 23.75% 提升至 28.66%, 其中第二季度为 31.94%。一方面主营产品阻燃剂需求刚性, 供给收缩, 销售价格提升。另一方面主要原料如环氧丙烷 (-10.24%)、苯酚 (-26.41%)、双酚 A (-16.37%)、间苯二酚 (-6.37%) 价格下滑, 仅三氯氧磷 (+23.07%) 上涨。(2) 万盛大伟化学以量补价, 盈利改善。(3) 新增涂料助剂业务, 贡献营收 0.12 亿元。(4) 销售和财务费用率略下降。

2. 磷系阻燃剂供需格局良好, 盈利有望持续向好

目前全球磷系阻燃剂供需格局良好, 龙头盈利向好。需求端, 阻燃剂下游应用广泛, 受益下游工程塑料行业增长。欧盟新的电子显示屏生态设计法规要求自 2021 年 3 月 1 日起, 禁止在所有电子显示屏、显示器和电视的机箱和机座中使用卤化阻燃剂。同时, 由于 BDP、RDP 等无卤有机磷系阻燃剂与 PC/ABS 等工程塑料相容性好, 并且具有环保性能好、热稳定性高、对材料性能影响小等优点, 因此在手机、笔记本电脑、电视机等电子电器设备中得到广泛应用。欧盟无卤化法规的颁布, 将促进磷系阻燃剂电子电器设备中的应用。供给端, 阻燃剂 TCPP 生

产商富彤化学、瑞世特新材料合计 6.5 万吨产能预计 2020 年 Q4 产能退出，将催化价格上涨。同时，公司新增 2 万吨 BDP 项目投产顺利。

3. 剥离亏损控股子公司，加码新材料一体化生产项目

剥离昇微电子，有利减亏：2020 年 7 月 31 日，公司发布公告，为进一步聚焦公司主业，优化资源配置，推进重点业务板块建设，提高发展质量，拟向关联人高献国先生转让控股子公司昇微电子（苏州）有限公司 59% 的股权，转让价格为 2065 万元。交易完成后，公司不再持有昇微电子股权。2020 年 H1，昇微电子净利润亏损 1801 万元。

加码新材料一体化生产项目，再造个万盛：2020 年 7 月 30 日，公司董事会审议通过了《关于拟与山东省潍坊滨海经济技术开发区管委会签订功能性新材料一体化生产项目合同书的议案》。该项目主要为巩固并提升公司在全球磷系阻燃剂龙头优势，进一步扩宽磷系阻燃剂品种及丰富公司目前功能性新材料产品线，满足全球市场需求。项目总用地面积约 600 亩，总投资约 21 亿元（以实际为准），分期、分阶段实施。主要产品包括 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，共计 23 万吨新材料助剂。届时公司阻燃剂产能翻番，且新增产品系列。

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.47 亿元、3.17 亿元、3.52 亿元，对应 EPS 0.71 元、0.91 元、1.01 元，PE 29.3X、22.8X、20.5X。考虑公司为全球磷系阻燃剂龙头，受益行业供需格局改善，加码新材料一体化生产项目促成长，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、原材料涨价、产品价格下滑、新建项目进展低于预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1930	2072	2532	2950
(+/-%)	11.35%	7.40%	22.17%	16.50%
净利润(百万元)	166	247	317	352
(+/-%)	54.19%	49.05%	28.19%	11.11%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.71	0.91	1.01
市盈率(PE)	23.7	29.3	22.8	20.5

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

附表：盈利预测表
利润表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
营业收入	1930	2072	2532	2950
营业成本	1459	1479	1800	2096
毛利	471	594	732	853
%营业收入	24.4%	28.6%	28.9%	28.9%
税金及附加	12	10	13	15
%营业收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	114	115	145	166
%营业收入	5.9%	5.5%	5.7%	5.6%
管理费用	85	89	110	127
%营业收入	4.4%	4.3%	4.4%	4.3%
研发费用	85	91	111	130
%营业收入	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
财务费用	16	13	14	15
%营业收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	73	0	0	0
信用减值损失	0	2	2	2
其他收益	17	18	18	18
投资收益	-4	1	1	1
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0
资产处置收益	-10	0	20	0
营业利润	92	293	375	417
%营业收入	5%	14%	15%	14%
营业外收支	80	1	1	1
利润总额	173	294	376	418
%营业收入	9%	14%	15%	14%
所得税费用	20	44	56	63
净利润	153	250	320	355
归属于母公司的净利润	166	247	317	352
少数股东损益	-13	2	3	4
EPS（元/股）	0.48	0.71	0.91	1.01

现金流量表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流净额	204	252	247	308
投资	0	0	0	0
资本性支出	28	28	48	28
其他	-264	1	1	1
投资活动现金流净额	-236	29	49	29
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
银行贷款增加（减少）	45	-271	0	0
筹资成本	-60	-12	-5	-5
其他	0	-2	0	0
筹资活动现金流净额	-13	-285	-5	-5
现金净流量	-46	-5	290	331

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

资产负债表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
货币资金	232	227	517	849
交易性金融资产	21	21	21	21
应收账款及应收票据	265	350	428	498
存货	272	274	334	389
预付账款	16	16	20	23
其他流动资产	47	46	47	47
流动资产合计	853	935	1367	1827
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	744	744	744	744
无形资产	90	90	90	90
商誉	68	68	68	68
递延所得税资产	8	8	8	8
其他非流动资产	231	205	178	151
资产总计	1994	2050	2455	2889
短期借款	271	0	0	0
应付票据及应付账款	236	313	380	443
预收账款	10	11	14	16
应付职工薪酬	36	36	44	51
应交税费	14	15	18	21
其他流动负债	64	64	67	70
流动负债合计	630	438	523	602
长期借款	165	165	165	165
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	39	39	39	39
负债合计	835	643	728	806
归属于母公司的所有者权益	1229	1474	1791	2143
少数股东权益	-11	-9	-5	-2
股东权益	1218	1466	1786	2141
负债及股东权益	2053	2109	2514	2947

基本指标

	2019	2020	2021	2022
EPS	0.48	0.71	0.91	1.01
BVPS	3.54	4.25	5.16	6.18
PE	23.66	29.25	22.82	20.54
PEG	0.44	0.60	0.81	1.85
PB	3.19	4.90	4.04	3.37
EV/EBITDA	17.41	24.98	19.64	15.87
ROE	13%	17%	18%	16%

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。