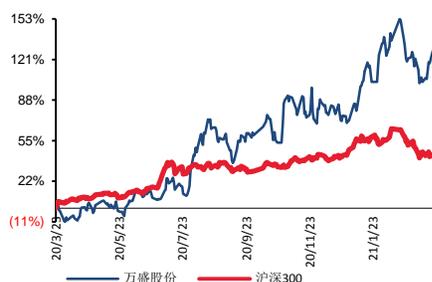


材料 材料II

20 年业绩靓丽，预计 21Q1 持续高增长，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)	10,260/10,186
12 个月最高/最低(元)	32.99/11.73

相关研究报告:

万盛股份(603010)《【太平洋化工】万盛股份:量价齐升,业绩高增长,控制权拟变更,维持“买入”》

—2021/01/29

万盛股份(603010)《【太平洋化工】万盛股份:磷系阻燃剂龙头,布局新材料促成长,维持“买入”》

—2020/08/11

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 年报, 报告期实现营业收入 23.30 亿元, 同比+20.75%; 归母净利润 3.93 亿元, 同比+137.21%; 扣非归母净利润 3.82 亿元, 同比+378%。EPS 1.14 元, 公司拟每 10 股转增 4 股派 4 元。

主要观点:

1. 磷系阻燃剂龙头, 预计行业持续景气, 业绩高增长

2020 年, 公司 Q1-Q4 单季度分别实现归母净利润 0.35 亿元(受疫情拖累)、0.72 亿元、1.24 亿元、1.63 亿元, 环比持续提升, 其中第四季度利润创单季度新高。公司业绩同比高增长, 主要由于公司阻燃剂、胺助剂、催化剂、涂料助剂四大系列产品表现良好, 特别是主营产品阻燃剂量价齐升, 带动公司营收增长及综合毛利率同比从 24.4% 提升至 33.92%。公司 2020 年各系列产品具体表现如下: (1) 主营产品阻燃剂产量 9.55 万吨(同比+2.9%), 销量 9.58 万吨(同比+3.37%), 平均售价 18559 元/吨(同比+11.45%, 20Q4 环比+16.31%), 销售额 17.79 亿元(同比+15.2%), 营收占比 76.34%, 毛利占比 84.66%, 毛利率 37.61%, 同比提升 11.11 个百分点。(2) 胺助剂及催化剂产量 2.36 万吨(同比+57.8%), 销量 2.4 万吨(同比+46.6%), 平均售价 20248 元/吨(同比-9.82%, 20Q4 环比+6.8%), 销售额 4.85 亿元(同比+32.2%), 营收占比 20.83%, 毛利率 24.25%, 同比提升 8.17 个百分点。(3) 涂料助剂产量 0.57 万吨(同比增长近 6 倍), 销量 0.49 万吨(同比增长 20.3 倍), 平均售价 11771 元/吨(同比-5.71%, 20Q4 环比+8.64%), 销售额 0.58 亿元(同比增长 19 倍), 营收占比 2.5%, 毛利率 6.09%。由于工程塑料应用广泛, 下游需求稳增长, 而对应阻燃剂 BDP 产能增长非常有限(2020 年 7 月, 公司新投产 2 万吨 BDP 生产线), 行业供不应求, 预计持续景气。同时, 聚氨酯阻燃剂 TCPP 由于行业供给减少(瑞世特新材料和富彤化学已停产), 景气度提升。

公司经过 20 多年的发展, 已发展成为全球磷系阻燃剂龙头, 拥有 6.5 万吨/年 BDP、5 万吨/年 TCPP, 且持续扩产, 巩固龙头地位, 受益行业景气度提升, 预计 2021 年持续高增长, 在 2021Q1 季报中即可体现。公司在建新增产能主要有(1)浙江临海厂区二期改造项目, 预计 2021 年下半年建设完成。(2)江苏泰兴厂区二期工程年产 27,000 吨脂肪胺及其衍生产品生产项目, 预计 2021 年 6 月建设完成。(3)山东万盛年产 55 万吨功能性新材料一体化生产项目, 已完成入园评审、招

商引资项目合同签订、立项备案等相关手续。目前，环评、能评、安评、职业卫生等相关报告均正在编制中。该项目一期总投资 16 亿元，一期项目主要产品包括新增 7 万吨绿色聚氨酯阻燃剂、5 万吨绿色工程塑料阻燃剂及 7 万吨三氯氧磷、10 万吨高端环氧树脂及助剂、2.93 万吨表面活性剂生产能力。可以看出该新材料一体化生产项目较修订前方案规模更大，产品品类更丰富，未来还将拓展至电子化学品领域，公司龙头地位进一步稳固。

2. 实控人拟变更，股权激励业绩考核高增长

实控人拟变更：公司控股股东临海市万盛投资有限公司拟向南钢股份转让 5000 万流通股（23.73 元/股），加上南钢股份拟现金认购的公司非公开发行股份 7700 万股，南钢股份将获得发行后公司总股本的 29.98%，原控股股东持股降低至 20.74%。公司控股股东将由万盛投资变更为南钢股份，实际控制人将由高献国家族成员变更为郭广昌。

股权激励动力足，业绩承诺高增长：公司拟向管理层及核心骨干授予 1250 万份股票期权，首次授予 1000 万份，预留 250 万份，行权价格 25.66 元/股。行权业绩考核净利润 21 年不低于 5.6 亿、21、22 累计不低于 12.6 亿、21-23 累计不低于 21.35 亿，高增长。

3. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2023 年归母净利润分别为 6.35 亿元、7.16 亿元、8.29 亿元，对应 EPS 1.83 元、2.07 元、2.39 元，PE 16.2X、14.3X、12.4X。考虑公司为全球磷系阻燃剂龙头，“一核四星”战略布局，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、新建项目进展不及预期、实控人变更进展不及预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2330	3133	3722	4704
(+/-%)	20.7%	34.5%	18.8%	26.4%
净利润(百万元)	393	635	716	829
(+/-%)	137.2%	61.4%	12.9%	15.8%
摊薄每股收益(元)	1.13	1.83	2.07	2.39
市盈率(PE)	19.66	16.17	14.32	12.37

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）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2330	3133	3722	4704
营业成本	1540	1977	2386	3107
毛利	790	1157	1337	1597
%营业收入	34%	37%	36%	34%
税金及附加	14	19	22	28
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	120	161	191	241
%营业收入	5%	5%	5%	5%
管理费用	88	118	140	177
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	96	129	164	207
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	32	31	28	24
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	7	0	0	0
信用减值损失	4	2	2	2
其他收益	12	12	12	12
投资收益	7	5	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
资产处置收益	-8	0	0	0
营业利润	445	714	807	934
%营业收入	19%	23%	22%	20%
营业外收支	-1	1	1	1
利润总额	443	715	808	935
%营业收入	19%	23%	22%	20%
所得税费用	61	98	111	128
净利润	383	617	697	807
归属于母公司的净利润	393	635	716	829
少数股东损益	-11	-17	-20	-23
EPS（元/股）	1.13	1.83	2.07	2.39

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	402	576	639	710
投资	0	0	0	0
资本性支出	40	40	40	40
其他	-181	5	5	5
投资活动现金流净额	-142	45	45	45
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-126	-103	0	0
筹资成本	-76	-10	-7	-7
其他	-1	1	0	0
筹资活动现金流净额	-203	-112	-7	-7
现金净流量	58	509	676	748

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	284	793	1469	2217
交易性金融资产	21	21	21	21
应收账款及应收票据	374	430	510	645
存货	297	365	441	574
预付账款	13	16	20	26
其他流动资产	33	34	35	36
流动资产合计	1022	1659	2496	3519
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	846	846	846	846
无形资产	89	89	89	89
商誉	68	68	68	68
递延所得税资产	9	9	9	9
其他非流动资产	255	216	177	139
资产总计	2289	2888	3686	4671
短期借款	103	0	0	0
应付票据及应付账款	292	339	409	533
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	49	63	77	100
应交税费	46	62	74	93
其他流动负债	65	72	79	90
流动负债合计	556	537	638	815
长期借款	210	210	210	210
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	40	40	40	40
负债合计	807	787	889	1066
归属于母公司的所有者权益	1613	2248	2965	3794
少数股东权益	0	-17	-37	-59
股东权益	1613	2231	2928	3735
负债及股东权益	2419	3018	3816	4801

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.13	1.83	2.07	2.39
BVPS	4.65	6.49	8.55	10.95
PE	19.66	16.17	14.32	12.37
PEG	0.14	0.26	1.11	0.78
PB	4.79	4.56	3.46	2.70
EV/EBITDA	14.17	13.30	11.03	8.80
ROE	24%	28%	24%	22%

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	zhafl@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。