

## 万盛股份 (603010.SH) 买入 (维持评级)

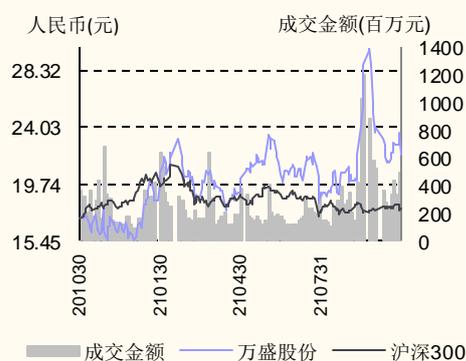
## 公司点评

市场价格(人民币): 22.03元

目标价格(人民币): 40.00元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.85
已上市流通A股(亿股)	4.84
总市值(亿元)	106.91
年内股价最高最低(元)	30.05/15.45
沪深300指数	4909
上证指数	3547



## 相关报告

1. 《新能源车缺阻燃剂风险评估! -万盛股份覆盖报告》, 2021.9.23

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

陈律楼 联系人  
chenlvlu@gjzq.com.cn

## 量价齐升, 业绩持续高增长!

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,930	2,330	4,780	5,900	7,595
营业收入增长率	11.35%	20.75%	105.16%	23.43%	28.73%
归母净利润(百万元)	166	393	859	1,120	1,445
归母净利润增长率	54.19%	137.21%	118.41%	30.45%	28.94%
摊薄每股收益(元)	0.478	1.134	1.770	1.993	2.569
每股经营性现金流净额	0.17	1.10	1.62	1.98	2.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.49%	24.38%	40.31%	25.73%	27.67%
P/E	23.66	19.66	12.45	11.06	8.57
P/B	3.19	4.79	5.02	2.85	2.37

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 万盛股份 2021 年 10 月 29 日发布 2021 年三季度报, 公司 2021 年前三季度实现营业收入 30.68 亿元, 同比增长 97.80%, 归母净利润 6.25 亿元, 同比增长 171.41%, 扣非归母净利 6.18 亿元, 同比增长 183.09%。其中三季度单季实现营业收入 10.77 亿元, 同比增长 61.54%, 归母净利润 1.95 亿元, 同比增长 58.17%, 扣非归母净利 1.93 亿元, 同比增长 65.65%。

## 经营分析

- 磷系阻燃剂同比量价齐升, 公司盈利持续增长。公司为全球领先的功能性精细化学品(有机磷系阻燃剂, 特种脂肪胺, 电子化学品, 涂料助剂及催化剂等)生产企业, 目前已成为全球产量第一的有机磷系(无卤)阻燃剂龙头。根据公司披露的经营数据, 2021 年前三季度有机磷系阻燃剂销售均价为 25198.05 元/吨, 同比上涨 42.62%, 销量为 97878 吨, 同比增长 45.79%, 主营产品量价齐升, 带动公司业绩增长。
- 山东项目持续推进, 主业持续扩张, 产品多点开花。公司山东项目环评报告已于 2021 年 10 月 11 日被潍坊市生态环境局正式受理。公司环评资料显示, 该项目拟新建磷系聚氨酯阻燃剂产能 7 万吨, 磷系工程塑料阻燃剂 5 万吨(均为 BDP), 合计达 12 万吨。万盛大伟二期技改项目也在稳步推进中, 预计四季度进入试生产阶段。

## 投资建议

- 我们看好新能源汽车销售带动的阻燃剂增长机会, 预计公司 2021-2023 年净利润为 8.6/11.2/14.5 亿元, 对应 EPS1.77/2.0/2.6 元, 给予公司 2022 年净利 20 倍 PE, 目标价 40 元, 给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1. 全球新能源汽车增长不及预期 2. 项目审批及建设进度不及预期 3. 非公开发行摊薄风险 4. 股东及高管减持风险 5. 能耗双控对开工率影响的风险

## 1、磷系阻燃剂同比量价齐升，公司业绩持续增长

万盛股份 2021 年 10 月 29 日发布 2021 年三季报，公司 2021 年前三季度实现营业收入 30.68 亿元，同比增长 97.80%，归母净利 6.25 亿元，同比增长 171.41%，扣非归母净利 6.18 亿元，同比增长 183.09%。其中三季度单季实现营业收入 10.77 亿元，同比增长 61.54%，归母净利 1.95 亿元，同比增长 58.17%，扣非归母净利 1.93 亿元，同比增长 65.65%。

公司为全球领先的功能性精细化学品（有机磷系阻燃剂，特种脂肪胺，电子化学品，涂料助剂及催化剂等）生产企业，目前已成为全球产量第一的有机磷系（无卤）阻燃剂龙头。根据公司披露的经营数据，2021 年前三季度有机磷系阻燃剂销售均价为 25198.05 元/吨，同比上涨 42.62%，销量为 97878 吨，同比增长 45.79%，主营产品量价齐升，带动公司业绩增长。

## 2、山东项目持续推进，主业持续扩张，产品多点开花

作为目前全球最具实力的有机磷系阻燃剂生产商，万盛股份在产能扩张上亦走在行业最前列。公司山东项目环评报告已于 2021 年 10 月 11 日被潍坊市生态环境局正式受理。

公司环评资料显示，该项目拟新建磷系聚氨酯阻燃剂产能 7 万吨，磷系工程塑料阻燃剂 5 万吨（均为 BDP），合计达 12 万吨，规模远超同行。

在此基础上，项目拟建设三氯氧磷产能 7 万吨，其中大部分将作为下游磷系阻燃剂生产的原料，强化公司上下游一体化建设，熨平产业链价格波动对公司业绩的影响。

此外，山东项目拟新建环氧树脂及其助剂产能 10 万吨，表面活性剂产能 3 万吨。环氧树脂是风机叶片的主要原料，同时也是新能源车车身部件、动力电池包的重要材料。表面活性剂主要通过阻燃剂副产品进行生产，在降低环保成本的同时拓宽了公司产品布局。

图表 1：公司山东项目产能规划

山东项目规划		
项目	产能（万吨）	备注
聚氨酯阻燃剂	7	5万吨TCPP 1万吨TEP 1万吨TDCP
工程塑料阻燃剂	5	5万吨BDP
三氯氧磷	7	以自用为主
高端环氧树脂及助剂	10	1 万吨双酚 F 2 万吨双酚 F 环氧树脂 2 万吨溶剂型环氧树脂 0.5 万吨固体环氧树脂 0.5 万吨溴化型环氧树脂 4 万吨双酚 A 环氧树脂
表面活性剂	3	0.5 万吨腰果酚聚氧乙烯醚 0.25 万吨牛脂胺聚氧乙烯醚 0.08 万吨异构醇聚氧乙烯醚 0.4万吨椰油酰甘氨酸钾 0.64 万吨椰油酰甲基牛磺酸钠 0.16 万吨椰油酰牛磺酸钠 0.4 万吨月桂酰谷氨酸钠 0.4 万吨月桂酰肌氨酸钠 0.1 万吨阻燃聚醚多元醇

来源：公司环评资料，国金证券研究所

除山东项目外，万盛大伟二期技改项目也在稳步推进中，预计四季度进入试生产阶段，明年可实现满产。新增产能包括 1.5 万吨脂肪叔胺、1 万吨季铵盐、2500 吨催化剂。二期完成后公司将继续对一期项目进行技改，实现产能扩充。

其中脂肪叔胺和季铵盐主要下游需求包括家庭和个人护理品，属于快速增长的新消费赛道，产品需求有充分的保障。催化剂板块主要为聚氨酯所用催化剂，搭配公司的 TCPP/TDCPP 聚氨酯阻燃剂进行出售。

新建项目在扩充主业、巩固磷系阻燃剂全球龙头地位的同时，丰富了产品矩阵，既保障了公司未来的成长性，也增强了业绩的稳定性和可持续性。

### 风险提示

1. 全球新能源汽车增长不及预期 2. 项目审批及建设进度不及预期 3. 非公开发行摊薄风险 4. 股东及高管减持风险 5. 能耗双控对开工率影响的风险

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,733	1,930	2,330	4,780	5,900	7,595	货币资金	291	232	284	421	1,777	1,863
增长率		11.4%	20.7%	105.2%	23.4%	28.7%	应收账款	389	326	507	720	889	1,144
主营业务成本	-1,341	-1,459	-1,540	-3,220	-3,916	-5,053	存货	269	272	297	503	612	789
%销售收入	77.4%	75.6%	66.1%	67.4%	66.4%	66.5%	其他流动资产	69	81	64	83	89	100
毛利	392	471	790	1,560	1,984	2,543	流动资产	1,017	911	1,152	1,727	3,366	3,896
%销售收入	22.6%	24.4%	33.9%	32.6%	33.6%	33.5%	%总资产	49.0%	44.4%	47.6%	55.1%	61.1%	59.0%
营业税金及附加	-11	-12	-14	-24	-30	-38	长期投资	25	100	150	150	150	150
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	784	859	923	1,099	1,832	2,401
销售费用	-90	-114	-120	-225	-277	-357	%总资产	37.7%	41.9%	38.1%	35.1%	33.3%	36.3%
%销售收入	5.2%	5.9%	5.1%	4.7%	4.7%	4.7%	无形资产	232	159	157	158	159	160
管理费用	-72	-85	-88	-163	-201	-258	非流动资产	1,060	1,142	1,267	1,407	2,142	2,711
%销售收入	4.1%	4.4%	3.8%	3.4%	3.4%	3.4%	%总资产	51.0%	55.6%	52.4%	44.9%	38.9%	41.0%
研发费用	-47	-85	-96	-143	-177	-228	<b>资产总计</b>	<b>2,077</b>	<b>2,053</b>	<b>2,419</b>	<b>3,134</b>	<b>5,508</b>	<b>6,607</b>
%销售收入	2.7%	4.4%	4.1%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	186	316	144	157	157	150
息税前利润 (EBIT)	173	174	474	1,006	1,300	1,661	应付款项	405	252	300	512	623	804
%销售收入	10.0%	9.0%	20.3%	21.0%	22.0%	21.9%	其他流动负债	65	62	111	160	200	258
财务费用	-3	-16	-32	-13	3	18	流动负债	656	630	556	829	980	1,212
%销售收入	0.2%	0.8%	1.4%	0.3%	-0.1%	-0.2%	长期贷款	250	165	210	135	135	135
资产减值损失	-98	73	10	0	0	0	其他长期负债	36	40	40	40	40	40
公允价值变动收益	0	4	2	0	0	0	<b>负债</b>	<b>942</b>	<b>835</b>	<b>807</b>	<b>1,003</b>	<b>1,154</b>	<b>1,387</b>
投资收益	2	-4	7	2	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,136</b>	<b>1,229</b>	<b>1,613</b>	<b>2,131</b>	<b>4,354</b>	<b>5,220</b>
%税前利润	1.1%	n.a	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	其中：股本	253	347	347	485	562	562
营业利润	79	92	445	999	1,303	1,680	未分配利润	387	496	801	1,317	1,989	2,856
营业利润率	4.5%	4.8%	19.1%	20.9%	22.1%	22.1%	少数股东权益	-1	-11	0	0	0	0
营业外收支	67	80	-1	-1	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,077</b>	<b>2,053</b>	<b>2,419</b>	<b>3,134</b>	<b>5,508</b>	<b>6,607</b>
税前利润	146	173	443	999	1,303	1,680	<b>比率分析</b>						
利润率	8.4%	8.9%	19.0%	20.9%	22.1%	22.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-42	-20	-61	-140	-182	-235	<b>每股指标</b>						
所得税率	28.9%	11.3%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.425	0.478	1.134	1.770	1.993	2.569
净利润	104	153	383	859	1,120	1,445	每股净资产	4.487	3.544	4.653	4.391	7.743	9.285
少数股东损益	-4	-13	-11	0	0	0	每股经营现金净流	0.294	0.170	1.104	1.623	1.983	2.523
归属于母公司的净利润	108	166	393	859	1,120	1,445	每股股利	0.150	0.150	0.400	0.708	0.797	1.028
净利率	6.2%	8.6%	16.9%	18.0%	19.0%	19.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	9.47%	13.49%	24.38%	40.31%	25.73%	27.67%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	5.18%	8.07%	16.25%	27.40%	20.34%	21.86%
净利润	104	153	383	859	1,120	1,445	投入资本收益率	7.83%	9.10%	20.76%	35.70%	24.06%	25.96%
少数股东损益	-4	-13	-11	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	145	-7	67	88	107	159	主营业务收入增长率	17.63%	11.35%	20.75%	105.16%	23.43%	28.73%
非经营收益	5	31	20	27	20	19	EBIT增长率	34.04%	0.82%	171.53%	112.27%	29.25%	27.85%
营运资金变动	-180	-117	-86	-186	-132	-204	净利润增长率	18.05%	54.19%	137.21%	118.41%	30.45%	28.94%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>74</b>	<b>59</b>	<b>383</b>	<b>788</b>	<b>1,115</b>	<b>1,419</b>	总资产增长率	14.85%	-1.17%	17.85%	29.53%	75.76%	19.95%
资本开支	-149	-155	-178	-228	-842	-728	<b>资产管理能力</b>						
投资	5	-100	-37	0	0	0	应收账款周转天数	53.3	54.2	49.3	42.0	42.0	42.0
其他	124	19	74	2	0	0	存货周转天数	56.9	67.7	67.4	57.0	57.0	57.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-20</b>	<b>-236</b>	<b>-142</b>	<b>-226</b>	<b>-842</b>	<b>-728</b>	应付账款周转天数	72.7	65.7	58.0	45.0	45.0	45.0
股权募资	27	2	0	3	1,551	0	固定资产周转天数	135.1	140.7	132.6	63.0	65.1	77.6
债权募资	56	45	-126	-63	0	-7	<b>偿债能力</b>						
其他	-43	-58	-80	-364	-468	-597	净负债/股东权益	12.78%	18.71%	3.07%	-7.07%	-34.60%	-30.64%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>40</b>	<b>-11</b>	<b>-206</b>	<b>-425</b>	<b>1,083</b>	<b>-604</b>	EBIT利息保障倍数	57.0	10.8	14.6	76.2	-416.4	-91.0
<b>现金净流量</b>	<b>95</b>	<b>-188</b>	<b>35</b>	<b>137</b>	<b>1,356</b>	<b>86</b>	资产负债率	45.36%	40.68%	33.33%	32.01%	20.96%	20.99%

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	0	0	1	4	10
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	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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
3	2020-03-15	买入	13.58	22.49 ~ 22.49
4	2021-09-23	买入	29.74	40.00 ~ 40.00

来源：国金证券研究所

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



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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402