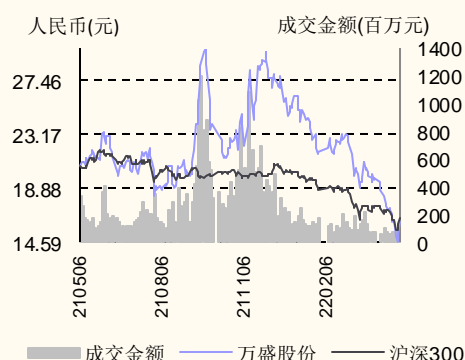


万盛股份 (603010.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 16.19 元

短期业绩承压, 新项目值得期待!**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	5.90
已上市流通 A 股(亿股)	4.85
总市值(亿元)	95.45
年内股价最高最低(元)	30.05/14.59
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,330	4,115	5,328	7,128	9,965
营业收入增长率	20.75%	76.60%	29.48%	33.79%	39.81%
归母净利润(百万元)	393	824	612	764	930
归母净利润增长率	137.21%	109.67%	-25.79%	24.83%	21.74%
摊薄每股收益(元)	1.134	1.699	1.038	1.295	1.577
每股经营性现金流净额	1.15	1.71	1.16	1.26	1.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.38%	34.82%	14.34%	15.90%	17.05%
P/E	19.66	15.41	15.60	12.50	10.27
P/B	4.79	5.37	2.24	1.99	1.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

万盛股份 2022 年 4 月 30 日发布 2021 年报及 2022 年一季报, 公司 2021 年实现营业收入 41.15 亿, 同比增长 77.18%; 实现净利润 8.24 亿, 同比增长 109.67%。1Q22 实现营业收入 8.90 亿元, 同比下降 3.86%, 环比下降 14.99%; 实现归母净利润 1.29 亿元, 同比下降 36.89%, 环比下降 35.44%。

经营分析

- **磷系阻燃剂短期承压, 公司业绩略受影响:** 公司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 年有机磷系阻燃剂产量 13.09 万吨, 同比增加 37.14%; 销量 12.76 万吨, 同比增加 33.19%; 销售均价为 2.62 万元/吨, 同比上涨 41.79%。主营产品量价齐升, 带动公司 21 年业绩大幅增长。2022 年 Q1, 公司受制于原材料价格大幅上涨, 终端产品销售价格涨幅不及原料, 公司毛利率承压。与此同时, 或受疫情影响, 终端消费略受影响, 2022 年 Q1 公司磷系阻燃剂销量为 2.54 万吨, 同比下降 22.32%, 产销率为 87.02%, 较 21 年有所下降。
- **深耕加码主营业务, 持续扩大产业链布局。** 山东项目持续推进, 主业持续扩张, 产品多点开花。公司山东项目规划 31.93 万吨功能性新材料的产能, 其中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)。项目建设期 18 个月, 预计 2023 年上半年建成投产。与此同时, 公司布局福建中州项目, 进军锂离子电解液添加剂和导电新材料, 有望进一步丰富公司终端产业链布局。

投资建议

公司销售节奏以及终端消费景气度受疫情扰动叠加原料端成本上涨, 价格传导略有不顺, 公司业绩承压较为显著。在此情景下, 我们下调了公司 2022-2023 年盈利预测, 相比前值 2022-2023 年分别下调了 45% 和 47%, 我们预计公司 2022-2024 年净利润为 6.1 亿元/7.6 亿元/9.3 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 1.04 元/1.30 元/1.58 元, 对应 PE 倍数 2022-2024 年分别为 15.6X/12.5X/10.3X, 维持“买入”评级。

风险提示

1. 全球新能源汽车增长不及预期
2. 疫情反复对终端消费节奏及运输产生负面影响
3. 项目审批及建设进度不及预期
4. 能耗双控对开工率影响的风险

相关报告

1. 《量价齐升, 业绩持续高增长! - 万盛股份三季报点评》, 2021.10.31
2. 《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
chenlvlou@gjzq.com.cn

1、磷系阻燃剂同比量价齐升，公司盈利持续增长。

万盛股份 2022 年 4 月 30 日发布 2021 年报及 2022 年一季报，公司 2021 年实现营业收入 41.15 亿，同比增长 77.18%；实现净利润 8.24 亿，同比增长 109.67%。1Q22 实现营业收入 8.90 亿元，同比下降 3.86%，环比下降 14.99%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比下降 36.89%，环比下降 35.44%。

磷系阻燃剂短期承压，公司业绩略受影响

公司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 年有机磷系阻燃剂产量 13.09 万吨，同比增加 37.14%；销量 12.76 万吨，同比增加 33.19%；销售均价为 2.62 万元/吨，同比上涨 41.79%。主营产品量价齐升，带动公司 21 年业绩大幅增长。2022 年 Q1，公司受制于原材料价格大幅上涨，终端产品销售价格涨幅不及原料，公司毛利率承压。与此同时，或受疫情影响，终端消费略受影响，产销率相比往期出现下滑，根据公司披露的经营数据，2022 年 Q1 公司有机磷系阻燃剂销量为 2.54 万吨，同比下降 22.32%，产销率为 87.02%，较 21 年有所下降。

图表 1：万盛核心产品季度产销率

产销率	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
阻燃剂	98.30%	91.66%	113.69%	88.33%	87.02%
胺助剂及催化剂	106.84%	94.81%	122.09%	92.47%	108.52%
涂料助剂	93.53%	105.00%	108.00%	93.91%	98.73%

来源：公司公告，国金证券研究所

2、深耕加码主营业务,持续扩大产业链布局

山东项目持续推进，主业持续扩张，产品多点开花。公司山东项目规划 31.93 万吨功能性新材料的产能，其中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）。项目建设期 18 个月，预计 2023 年上半年建成投产。

与此同时，公司投资福建中州拟新建“三明锂离子电解液添加剂和导电新材料项目”，年产锂离子电解液添加剂和导电新材料共十五种产品，合计 95500 吨，项目分二期完成：一期实现产能 20500 吨，建设期 24 个月，一期项目预计总投资额 4.5 亿元，二期扩产至 95500 吨，伴随新规划锂电池产业链建设投产，公司产品链布局更为丰富。

风险提示

- 1.全球新能源汽车增长不及预期
- 2.疫情反复对终端消费节奏及运输产生负面影响
- 3.项目审批及建设进度不及预期
- 4.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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,930	2,330	4,115	5,328	7,128	9,965
增长率		20.7%	76.6%	29.5%	33.8%	39.8%
主营业务成本	-1,459	-1,540	-2,769	-3,956	-5,242	-7,484
%销售收入	75.6%	66.1%	67.3%	74.3%	73.5%	75.1%
毛利	471	790	1,346	1,371	1,886	2,481
%销售收入	24.4%	33.9%	32.7%	25.7%	26.5%	24.9%
营业税金及附加	-12	-14	-25	-27	-36	-50
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-114	-120	-36	-53	-71	-100
%销售收入	5.9%	5.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-85	-88	-154	-293	-392	-548
%销售收入	4.4%	3.8%	3.7%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	-85	-96	-132	-213	-285	-399
%销售收入	4.4%	4.1%	3.2%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	174	474	998	785	1,102	1,385
%销售收入	9.0%	20.3%	24.3%	14.7%	15.5%	13.9%
财务费用	-16	-32	-27	-65	-203	-291
%销售收入	0.8%	1.4%	0.7%	1.2%	2.9%	2.9%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	2	3	0	0	0
投资收益	-4	7	1	0	0	0
%税前利润	n.a	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	92	445	956	720	899	1,094
营业利润率	4.8%	19.1%	23.2%	13.5%	12.6%	11.0%
营业外收支	80	-1	-1	0	0	0
税前利润	173	443	955	720	899	1,094
利润率	8.9%	19.0%	23.2%	13.5%	12.6%	11.0%
所得税	-20	-61	-130	-108	-135	-164
所得税率	11.3%	13.7%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	153	383	824	612	764	930
少数股东损益	-13	-11	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	166	393	824	612	764	930
净利率	8.6%	16.9%	20.0%	11.5%	10.7%	9.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	153	383	824	612	764	930
少数股东损益	-13	-11	0	0	0	0
非现金支出	138	83	101	110	186	277
非经营收益	31	20	3	35	17	22
营运资金变动	-117	-86	-99	-75	-225	-356
经营活动现金净流	204	399	829	683	742	872
资本开支	-155	-178	-267	-1,417	-769	-676
投资	-100	-37	10	0	0	0
其他	19	74	-40	0	0	0
投资活动现金净流	-236	-142	-296	-1,417	-769	-676
股权募资	2	0	0	1,472	0	0
债权募资	45	-126	-153	111	49	80
其他	-58	-80	-156	-197	-246	-300
筹资活动现金净流	-11	-206	-309	1,386	-198	-220
现金净流量	-43	51	223	652	-224	-25

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	232	284	528	1,180	956	931
应收款项	326	507	801	814	1,088	1,522
存货	272	297	468	618	819	1,169
其他流动资产	81	64	58	70	78	91
流动资产	911	1,152	1,855	2,682	2,941	3,713
%总资产	44.4%	47.6%	55.9%	49.4%	46.9%	49.9%
长期投资	100	150	175	175	175	175
固定资产	859	923	1,086	2,414	2,997	3,396
%总资产	41.9%	38.1%	32.8%	44.5%	47.8%	45.6%
无形资产	159	157	155	156	156	156
非流动资产	1,142	1,267	1,462	2,745	3,328	3,727
%总资产	55.6%	52.4%	44.1%	50.6%	53.1%	50.1%
资产总计	2,053	2,419	3,317	5,427	6,269	7,441
短期借款	316	144	116	150	199	279
应付款项	252	300	571	645	854	1,220
其他流动负债	62	111	133	160	209	284
流动负债	630	556	821	955	1,262	1,783
长期贷款	165	210	84	84	84	84
其他长期负债	40	40	44	120	120	120
负债	835	807	949	1,159	1,466	1,987
普通股股东权益	1,229	1,613	2,368	4,268	4,802	5,453
其中：股本	347	347	485	590	590	590
未分配利润	496	801	1,410	1,838	2,373	3,023
少数股东权益	-11	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,053	2,419	3,317	5,427	6,269	7,441

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.478	1.134	1.699	1.038	1.295	1.577
每股净资产	3.544	4.653	4.879	7.239	8.146	9.250
每股经营现金净流	0.588	1.152	1.708	1.159	1.258	1.479
每股股利	0.150	0.400	0.420	0.311	0.389	0.473
回报率						
净资产收益率	13.49%	24.38%	34.82%	14.34%	15.90%	17.05%
总资产收益率	8.07%	16.25%	24.86%	11.27%	12.18%	12.50%
投入资本收益率	9.10%	20.76%	33.54%	14.83%	18.41%	20.24%
增长率						
主营业务收入增长率	11.35%	20.75%	76.60%	29.48%	33.79%	39.81%
EBIT增长率	0.82%	171.53%	110.67%	-21.32%	40.31%	25.70%
净利润增长率	54.19%	137.21%	109.67%	-25.79%	24.83%	21.74%
总资产增长率	-1.17%	17.85%	37.08%	63.63%	15.51%	18.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.2	49.3	42.1	42.0	42.0	42.0
存货周转天数	67.7	67.4	50.4	57.0	57.0	57.0
应付账款周转天数	65.7	58.0	37.7	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	140.7	132.6	78.4	81.2	107.4	93.2
偿债能力						
净负债/股东权益	18.71%	3.07%	-13.85%	-22.17%	-14.02%	-10.42%
EBIT利息保障倍数	10.8	14.6	36.4	12.0	5.4	4.8
资产负债率	40.68%	33.33%	28.61%	21.36%	23.39%	26.71%

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	1	8
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	2021-09-23	买入	29.74	40.00 ~ 40.00
2	2021-10-31	买入	22.03	40.00 ~ 40.00

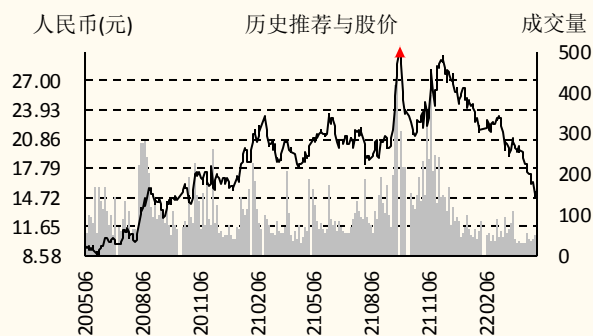
来源：国金证券研究所

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