



化工行业

证券研究报告

新股研究报告

## 万盛股份(603010.SH)

评级:

前次:

目标价(元):

13.7-16.5

分析师

联系人

燕云

刘强

S0740513110001

021-20315127

021-20315934

yanyun@r.qlzq.com.cn

liuqiang@r.qlzq.com.cn

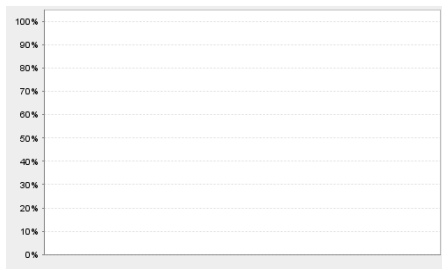
2014年9月19日

## 有机磷系阻燃剂专家, 自主创新助力发展

## 基本状况

总股本(百万股)	75.00
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

## 股价与行业-市场走势对比



## 业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	641.13	645.09	646.00	667.93	707.68
营业收入增速	4.43%	0.62%	0.14%	3.39%	5.95%
净利润增长率	7.06%	9.50%	-5.67%	11.02%	6.79%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.78	0.55	0.62	0.66
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.0	0.00	0.00	0.00	.00
PEG	0.00	0.00	—	0.00	0.00
每股净资产(元)	3.04	3.42	5.67	6.28	6.94
每股现金流量(元)	0.65	0.67	0.83	0.79	0.93
净资产收益率	23.54%	22.95%	9.79%	9.80%	9.48%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万元)	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

## 投资要点

- 公司是国内第二大阻燃剂生产企业。公司目前为国内最主要的磷系阻燃剂生产企业之一, 主要产品为聚氨酯阻燃剂和工程塑料阻燃剂, 规模仅次于雅克科技, 报告期内公司阻燃剂销量在全球有机磷系阻燃剂市场占有率始终保持在 5.5% 以上。
- 阻燃剂市场持续稳定增长, 有机磷系阻燃剂的发展契机来自于环保标准趋严或成本突破。预计到 2018 年, 全球阻燃剂的市场容量可达 262 万吨, 年增长率 5% 左右。近年来, 有机磷系阻燃剂凭借其环保安全的优势, 替代有机卤系阻燃剂(主要是替代有机溴阻燃剂)的步伐越来越快。目前有机磷替代有机溴阻燃剂的主要问题是达到相同阻燃效果时所用阻燃剂产品成本比溴阻燃剂高。该行业有较高的客户黏性, 有较长的认证过程, 行业壁垒也相对较高, 未来一旦成本问题解决或环保压力加剧, 替代加速将引起需求爆发, 公司将随之受益。
- 公司的竞争优势主要体现在四个方面: 1) 公司行业地位突出、品牌影响力强; 2) 产品种类丰富、差异化优势明显; 3) 公司研发能力强, 创新成果丰富; 4) 客户资源优质丰富、合作稳定。
- 公司本次拟公开发行 2500 万股新股, 募集资金用于年产 4.4 万吨磷酸酯阻燃剂项目和研发中心项目。项目完全达产后, 将新增 2.77 万吨聚氨酯阻燃剂产能和 7000 吨新型工程塑料阻燃剂产能, 较目前产能增长 46.37%, 将有效缓解公司的产能瓶颈。
- 我们预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 6.46 亿元、6.68 亿元和 7.08 亿元, 同比增长 0.14%、3.39% 和 5.95%; 归属于母公司的净利润分别为 5549 万元、6161 万元和 6579 万元, 同比增长 -5.67%、11.02% 和 6.79%; 按发行后 1 亿股计算, 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.55 元、0.62 元和 0.66 元。综合考虑公司行业地位及发展前景, 结合行业整体估值水平, 给予公司 2014 年 25-30xPE, 目标价 13.7-16.5 元。
- 风险提示: 原材料价格波动风险; 行业竞争加剧, 产品价格波动风险; 产品出口目的地政策变动风险。

## 内容目录

<b>万盛股份：阻燃剂行业领先企业</b> .....	<b>- 4 -</b>
专注有机磷系阻燃剂，自主创新适应行业发展.....	- 4 -
公司业绩稳健增长，毛利率保持稳定.....	- 5 -
<b>阻燃剂行业：安全与环保标准创造新产品广阔市场</b> .....	<b>- 6 -</b>
阻燃剂简介及分类 .....	- 6 -
全球阻燃剂市场稳定增长，亚洲地区增长最快.....	- 7 -
发达国家阻燃剂应用广泛，新兴国家防火安全立法加快 .....	- 8 -
环保要求标准趋严，有机磷系阻燃剂迎来发展机遇 .....	- 9 -
<b>竞争优势</b> .....	<b>- 11 -</b>
公司行业地位突出、品牌影响力强 .....	- 11 -
产品种类丰富、差异化优势明显 .....	- 11 -
研发能力强，创新成果丰富 .....	- 11 -
客户资源优质丰富、合作稳定.....	- 12 -
<b>募投资金用于扩大产能和增强研发实力</b> .....	<b>- 13 -</b>
<b>盈利预测与估值：目标价 13.7-16.5 元</b> .....	<b>- 13 -</b>
盈利预测.....	- 13 -
相对估值.....	- 13 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 15 -</b>

## 图表目录

<b>图表 1：万盛股份全球份额</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 2：近年主营业务占比变化</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 3：近年毛利润占比变化</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 4：万盛股份阻燃剂产品的发展历程</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 5：近三年公司产量与产销率</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 6：近三年公司主营业务收入与毛利率</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 7：阻燃剂下游应用领域分类</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 8：阻燃剂产品的分类</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 9：阻燃剂产品差异比较</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 10：全球四大阻燃剂消费地区</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 11：2012 年全球阻燃剂市场消费地区分布</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 12：我国防火安全相关法规</b> .....	<b>- 9 -</b>
<b>图表 13：世界范围内部分针对溴系阻燃剂的禁令</b> .....	<b>- 10 -</b>
<b>图表 14：公司全球主要竞争对手</b> .....	<b>- 11 -</b>
<b>图表 15：研发费用及占比</b> .....	<b>- 12 -</b>

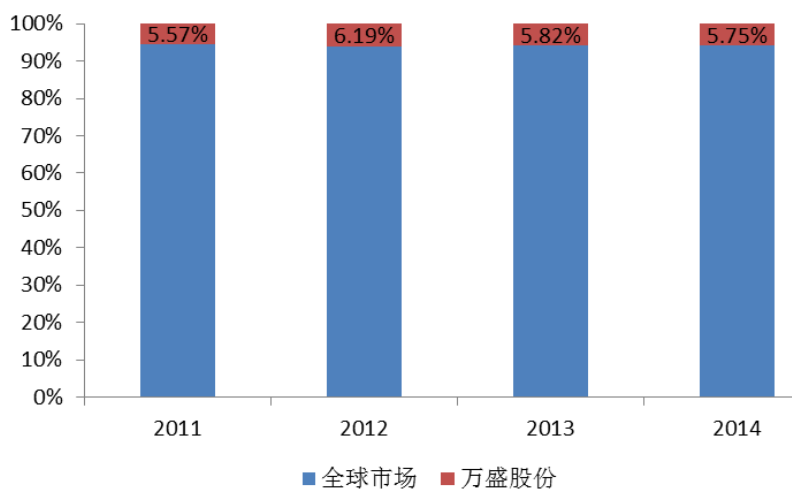
图表 16: 募投项目 .....	- 13 -
图表 17: 万盛股份所属行业市盈率 (2014/9/18) .....	- 13 -
图表 18: 可比上市公司估值比较 .....	- 14 -
图表 19: 万盛股份分产品销售预测 .....	- 14 -
图表 21: 万盛股份报表摘要 .....	- 15 -

## 万盛股份：阻燃剂行业领先企业

专注有机磷系阻燃剂，自主创新适应行业发展

- 公司主要从事有机磷系阻燃剂的研发、生产和销售，是目前国内第二大有机磷系阻燃剂生产商，与雅克科技（002409.SZ）长期居于国内该行业的龙头地位。公司近年来全球市场份额均超过5.5%；2013年营业总收入达6.45亿，2014H1实现营业收入3.46亿，比去年同期增长12.84%。

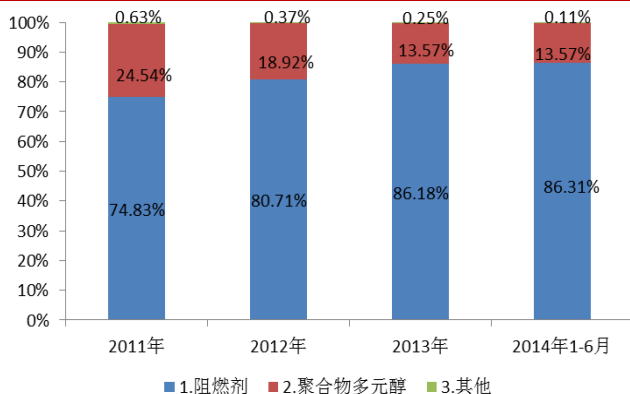
图表 1：万盛股份全球份额



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

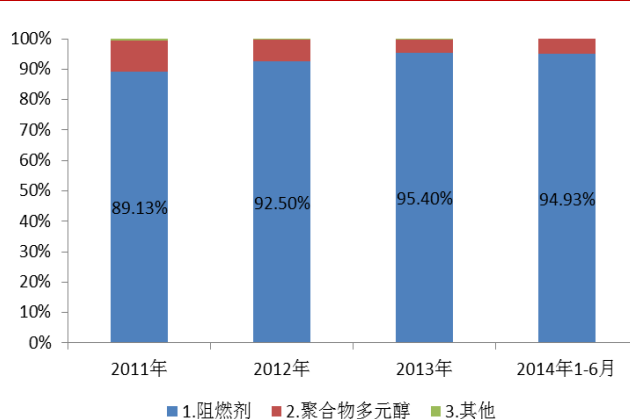
- 有机磷系阻燃剂是公司核心技术产品，也是公司利润的主要来源，是公司未来发展的重点。聚合物多元醇则是公司为了配合聚氨酯泡沫阻燃剂客户的需求而生产的非主打产品，虽然该类产品在主营业务收入中占比较大，但毛利占比较低，对公司毛利总额的贡献力度较小。

图表 2：近年主营业务占比变化



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 3：近年毛利润占比变化



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 公司坚持清晰的市场定位和自主创新的发展道路。公司的阻燃剂业务经历了产品线由单一到丰富，市场定位由低端到中高端的发展历程。2000年，公司从事聚氨酯软泡阻燃剂的研发和生产；2004年，进一步扩充软泡阻燃剂并开始研发和生产硬泡阻燃剂；2008年，公司形成聚氨酯阻燃剂和工程塑料阻燃剂两大产品线，同时聚氨酯软泡、聚氨酯硬泡阻燃剂的竞争优势进一步加强；2013年，公司开始研发应用于PP等通用塑料及涂料的膨胀型阻燃剂，将是公司新的利润增长点。

图表 4: 万盛股份阻燃剂产品的发展历程

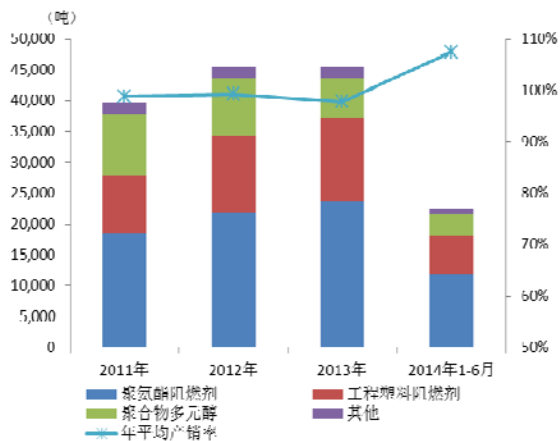


来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

### 公司业绩稳健增长, 毛利率保持稳定

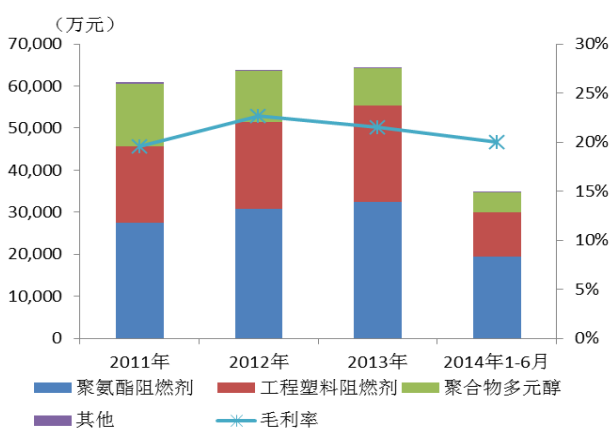
- 2011-2014H1 公司由于产能限制, 营业收入保持稳健小幅增长, 2014H1 公司部分产品外购导致产销率大幅上升; 未来随着公司募投项目的建成投产, 营收有望迎来快速增长。
- 报告期内公司的主营业务综合毛利率水平较为稳定, 在 19%至 23%区间波动, 其中阻燃剂产品的毛利率较高, 约为 21%-26%。

图表 5: 近三年公司产量与产销率



来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 6: 近三年公司主营业务收入与毛利率



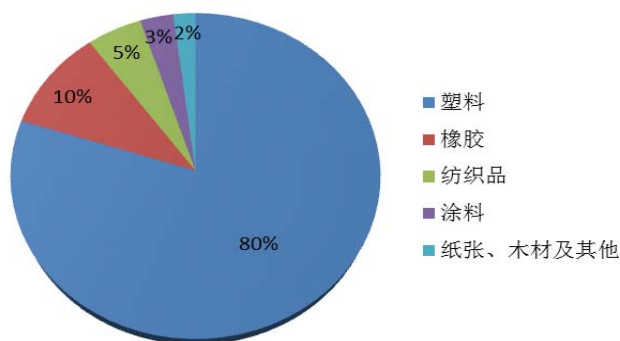
来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

## 阻燃剂行业：安全与环保标准创造新产品广阔市场

### 阻燃剂简介及分类

- 阻燃剂又称难燃剂、耐火剂或防火剂，是用以阻止材料被引燃及抑制火焰传播的助剂，主要应用于高分子材料阻燃处理。经过阻燃剂加工后在受到外界火源攻击时，能够有效地阻止、延缓或终焰的传播从而达到阻燃作用。
- 阻燃剂按照下游应用分类，属于消防行业中的防火材料子行业；就下游应用领域而言，塑料约占80%，橡胶约占10%，纺织品约占5%，涂料约占3%，纸张、木材及其他约占2%。

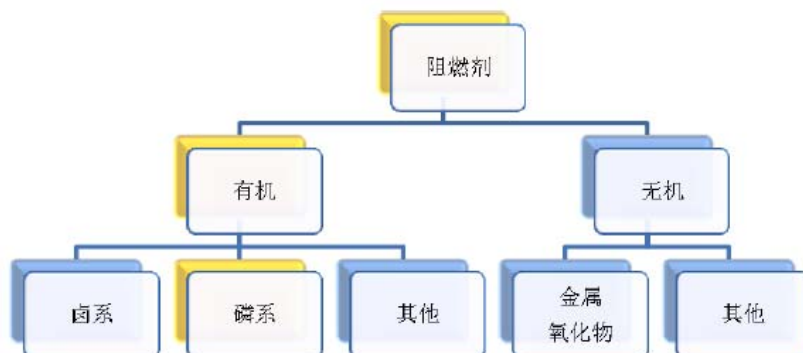
**图表 7：阻燃剂下游应用领域分类**



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 阻燃剂可以分成有机系阻燃剂、无机系阻燃剂两大类，其中有机系阻燃剂主要分为有机卤系阻燃剂和有机磷系阻燃剂；无机系阻燃剂主要是氢氧化镁和氢氧化铝等金属氧化物。阻燃剂产品的分类情况如下图所示：

**图表 8：阻燃剂产品的分类**



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所



- **有机磷系阻燃剂优势明显。**由于性能、阻燃效率、环保性等各方面的差异，有机卤系、有机磷系和无机系三大类阻燃剂的优缺点和应用领域各有不同。总体来讲，因为有机磷系阻燃剂的高效、低毒、少烟和低腐蚀等优点，未来的使用量会越来越大。

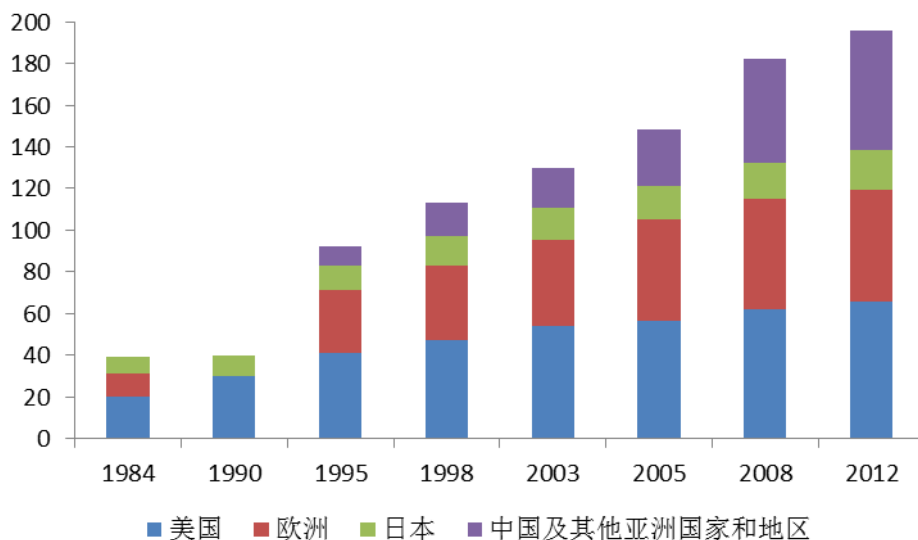
**图表 9：阻燃剂产品差异比较**

分类	有机卤系阻燃剂	有机磷系阻燃剂	无机系阻燃剂
代表产品	四溴双酚A、十溴二苯乙烷	TCPP、504L、BDP	氢氧化铝、氢氧化镁、三氧化二锑
阻燃效率	高	高	低
环保性	放出毒性、腐蚀性气体	低毒、少烟、低腐蚀	低毒、少烟、低腐蚀
材料相容性	好	好	差
价格	适中，但上涨较快	适中	较低
缺点	部分产品存在燃烧烟雾大、放出有毒、有腐蚀性气体的特点	通用性较差，不同材料需要使用不同的产品	添加量大，影响材料性能、耐水性差

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

#### 全球阻燃剂市场稳定增长，亚洲地区增长最快

- 阻燃剂是仅次于增塑剂的第二大塑料助剂产品，市场消费量很大。2012年全球阻燃剂消费量约为 197 万吨。预计全球阻燃剂需求量将以年均约 5% 的速度增长，到 2018 年，全球阻燃剂消费量可达 260 万吨。
- 从地区分布来看，美国、欧洲、日本以及亚洲其他地区（包括中国、印度、韩国）为全球最主要的四个阻燃剂消费市场。

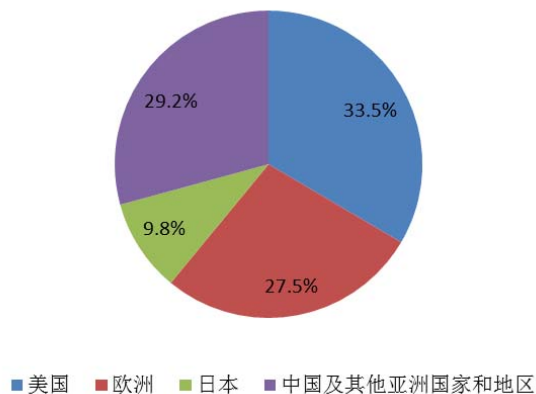
**图表 10：全球四大阻燃剂消费地区**


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 由上表可见，美国、欧洲及日本在阻燃剂方面的消费市场发展较早，且在上世纪 90 年代前后市场发展速度较快，但从 2005 年开始，阻燃剂消

费市场的重心明显转移至亚洲其他地区。2005 年上述四大市场所消费的阻燃剂占全球四大市场份额分别为 38%、33%、11%、18%；从 2005 年至 2012 年，以中国为代表的亚洲其他地区市场增长最快，2012 年市场的份额占比提升至 29%。

**图表 11：2012 年全球阻燃剂市场消费地区分布**



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

#### 发达国家阻燃剂应用广泛，新兴国家防火安全立法加快

- 欧美发达国家的阻燃剂应用时间很长，阻燃剂的应用已经十分普遍，伴随人们在环保、安全及健康方面意识的加强，近些年来这些阻燃剂成熟市场的发展方向逐渐转向开发以“无溴化”为代表的新型环保型阻燃剂，各类新型阻燃剂产品不断面世。在中国 2008 年的阻燃剂产量在 18 万吨-22 万吨左右，这些阻燃剂大多数直接或经初步加工后间接的出口至国外，较少应用在本国。
- 在以中国为代表的新兴市场中，阻燃剂的发展历史较短。在中国，虽然国家已经出台《公共场所用阻燃制品燃烧性能要求和标识》、《建筑材料燃烧性能分级方法》、《高层民用建筑设计防火标准》等阻燃方面法律法规，但是由于成本、观念和管理等方面的原因，这些法律法规的实际执行情况一直不好，以至于像“上海 11.15 教师公寓楼火灾”、“北京 2.9 央视新址火灾”、“温州 12.12 温富大厦火灾”等事故频繁发生，这些火灾造成重大生命财产损失的主要原因就是建筑材料的阻燃性能不符合规定导致火焰蔓延速度迅速，假如将材料经过阻燃处理的话，火焰的引燃和传播速度将大大降低，从而减少火灾发生的可能，为火灾的救助争取大量宝贵的时间。
- 进入 21 世纪以来，我国关于防火安全材料方面的法律法规出台非常密集，具体法律法规时间表如下：



图表 12: 我国防火安全相关法规

法律法规	介绍
GB 8410-2006《汽车内饰材料的燃烧特性》	实施于2006年7月1日：本标准规定了汽车内饰材料水平燃烧特性的技术要求及试验方法。
GB20286-2006《公共场所用阻燃制品及组件燃烧性能要求和标识》	实施于2007年3月1日：该法令规定我国公共场所使用的建筑制品、铺地材料、电线电缆、插座、开关、灯具、家电外壳，以及座椅、沙发、床垫中使用的保温隔热层及泡沫塑料必须符合相应的阻燃标准等级。
信息产业部第39号令《电子信息产品污染控制管理办法》	实施于2007年3月1日：该办法的主要目的是为实现在中国境内使用、生产和销售电子电器类产品中有毒有害物质的控制（禁止或限制）。其中，限制和禁止使用的有毒有害物质包括六种：铅、汞、镉、六价铬、多溴联苯（PBB）、多溴二苯醚（PBDE）。
《阻燃制品标识管理办法（试行）》	实施于2007年5月1日：该办法要求我国新建或改建的公共场所，必须采用满足强制性国家标准GB20286-2006的阻燃制品。2008年7月1日之后，凡是使用不符合《公共场所阻燃制品及组件燃烧性能要求和标识》的阻燃制品的，对该公共场所的消防验收或者开业前消防安全检查一律不得予以通过。
《中华人民共和国消防法》	实施于2009年5月1日：该法案对建筑和交通部门使用的聚氨酯材料的阻燃性能做了明确的规定。
《民用建筑外保温系统及外墙装饰防火暂行规定》	颁布于2009年9月25日，该法案就民用建筑外部保温系统和外墙装饰的燃烧等级做出规定。
《国务院关于加强和改进消防工作的意见》	颁布于2011年12月30日：该法规规定新建、改建、扩建工程的外保温材料一律不得使用易燃材料，严格限制使用可燃材料，并要求加快研发和推广具有良好防火性能的新型建筑保温材料，采取严格的措施提高建筑外保温材料系统的防火性能，强调建筑室内装饰装修材料必须符合国家、行业标准和消防安全要求，将部分易燃、有毒及职业危害严重的建筑材料纳入淘汰范围。
中华人民共和国公安部令第119号《建设工程消防监督管理规定》修订	颁布于2012年7月17日：对新建、扩建、改建等建设工程的设计、施工、监管等行为做出规定，包括对所使用建筑材料防火性能的要求以及项目进行过程中各单位在使用达到防火性能要求的建材方面的行为准则。

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 随着我国经济的发展，人们的安全意识会越来越强，阻燃剂方面的法律法规也会更加完善，在监管方面最终会像欧美发达国家一样对材料的阻燃性能进行强制性要求，从而带动阻燃剂的市场需求。由此可见，阻燃剂在国内市场的发展潜力还很大。

#### 环保要求标准趋严，有机磷系阻燃剂迎来发展机遇

- 有机卤系阻燃剂仍然是目前最主要的阻燃剂产品之一，共有近百个品种，主要是溴系阻燃剂和氯系阻燃剂。由于溴系阻燃剂具有阻燃效率高、用量少、对材料性能影响小、应用领域广泛、价格适中等优点，在许多应用领域，溴系阻燃剂仍然占据重要地位。但是，溴系阻燃剂在环保及安全方面的问题日益显现。
- 1986年，瑞士和德国科学家相继通过的试验证明多溴二苯醚（PBDPO）及其阻燃的材料在热裂解和燃烧时会生成有毒致癌物质多溴代二苯并

二恶英（PBDD）和多溴代二苯并呋喃（PBDF），并且，溴系阻燃剂阻燃的高聚物在热裂及燃烧时会生成大量的烟尘及腐蚀性气体，对环境和生物具有危害性。伴随着《RoHS》、《斯德哥尔摩公约》等指令的出台和实施，阻燃剂无溴化的进程将越走越快。目前，苹果、三星、惠普、戴尔等公司均承诺将逐渐停用溴系阻燃剂。

**图表 13：世界范围内部分针对溴系阻燃剂的禁令**

时间	地点	事件
2006年7月1日	欧盟	欧盟在RoHS指令中明确要求2006年7月1日以后新投放欧盟市场的电气电子产品不得含有铅、汞、镉、六价铬、多溴联苯、多溴联苯醚等六种有害物质。
2008年1月1日	美国	华盛顿州规定自2008年1月1日始，不得生产、销售十溴二苯醚的产品；威斯康星州、缅因州自2008年开始禁止在床垫中使用十溴二苯醚，自2011年起禁止在电视机和计算机中使用十溴二苯醚。康涅狄格州、佛蒙特州、纽约州、阿拉斯加州、马里兰州、明尼苏达州也在立法禁止的过程中。
2008年4月1日	欧盟	欧共体法院宣布将十溴二苯醚列入禁用名单。
2008年6月19日	加拿大	通过禁用十溴二苯醚的法规，并于即日生效。
2009年5月	全球	《斯德哥尔摩公约》于2009年5月新添加9种禁止生产的有机污染物，包括四溴联苯醚、五溴联苯醚、六溴联苯醚、七溴联苯醚。
2009年5月9日	联合国	《关于持久性有机污染物的斯德哥尔摩公约》列入了9种有机污染物，明令减少并最终禁止使用： $\alpha$ -六氯环己烷； $\beta$ -六氯环己烷；六溴联苯醚和七溴联苯醚；四溴联苯醚和五溴联苯醚；十氯酮；六溴联苯；林丹；五氯苯；全氟辛酸磺酸、全氟辛酸磺酸盐和全氟辛基磺酰氟。
2009年12月17日	美国	美国环保署（EPA）宣布，已经与两大十溴二苯醚（deca-BDE）生产商——美国雅保和科聚亚公司以及美国主要溴代阻燃剂进口商以色列化学工业公司达成协议，将于2012年底之前逐步淘汰生产、进口及销售含有十溴二苯醚的化学品，并将于2013年底全面禁止十溴二苯醚的所有应用。
2010年1月3日	挪威	挪威污染控制局(SFT)发表了溴化阻燃剂行动计划最新版本。旨在实现2010年的溴化阻燃剂排放大幅减少，到2020年彻底消除溴化阻燃剂的排放。该计划主要集中在五种溴化阻燃剂：五溴、八溴和十溴二苯醚，六溴环十二烷和四溴双酚A。

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 从长远发展的角度来看，阻燃剂向低毒、低烟及“无卤化”的方向发展是不可避免的。无机系阻燃剂虽然没有环保方面的问题，但因其阻燃效率低，添加量大，容易降低材料本身机械性能的关系，往往用于对机械强度性能要求不高的材料。而使用有机磷系阻燃剂替代有机卤系阻燃剂就不存在类似的问题，除了应用领域方面的近似性，在阻燃效率方面两者的差异也不大，而有机磷系阻燃剂比有机卤系阻燃剂更具有环保方面的优势，因此行业内将有机磷系阻燃剂作为替代有机卤系阻燃剂的优先选择之一。近几年来，全球阻燃剂行业中，有机磷系阻燃剂的消费量正逐渐赶上卤系阻燃剂。

## 竞争优势

### 公司行业地位突出、品牌影响力强

- 公司为国内最主要的有机磷系阻燃剂生产企业之一，与雅克科技长期占据市场前列，并形成较大的规模优势、品牌优势和客户资源优势。全球最大的阻燃剂综合制造商美国雅保公司，在 2012 年宣布退出有机磷系阻燃剂领域之前曾在其年报中将公司列为其在有机磷系阻燃剂领域内的主要竞争对手之一。

**图表 14: 公司全球主要竞争对手**

主要竞争对手	所属地	主营业务	阻燃剂业务销售收入
以色列化工集团	以色列	化肥、工业产品以及特种化学品	4.52 亿美元
科聚亚公司	美国	特种化学制品、塑料添加剂；其阻燃剂产品线包括溴系、磷系、锑系等多个品种	包含阻燃剂产品在内的工业工程类产品收入为 8.03 亿美元
雅保公司	美国	聚合物添加剂部，催化剂部以及精细化学品部	6.65 亿美元
大八化学工业株式会社	日本	增塑剂、阻燃剂及金属萃取剂；阻燃剂包括非卤磷酸酯、非卤聚磷酸酯、含卤磷酸酯、含卤聚磷酸酯等四大类	总销售收入为 165 亿日元
日本艾迪科化学工业株式会社	日本	化学品及食品为主；其主要阻燃剂产品为工程塑料阻燃剂和通用塑料阻燃剂	总销售收入约为 2043 亿日元
江苏雅克科技股份有限公司	中国	有机磷系阻燃剂	11.44 亿元
天津联瑞化工有限公司	中国	磷酸酯系列阻燃剂	1-2 万吨阻燃剂生产能力

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

### 产品种类丰富、差异化优势明显

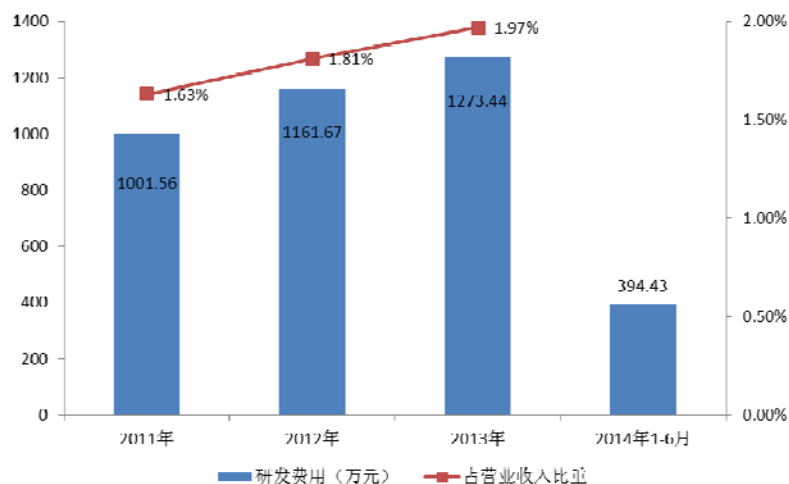
- 公司专注有机磷系阻燃剂市场十几年，追随市场的发展不断丰富自己的产品线，现有产品涵盖聚氨酯阻燃剂、工程塑料阻燃剂两大种类，20 多种具体产品，可以广泛应用于家具及交通工具的各种垫材、隔音材料、保温材料、建筑板材、仪表板、汽车外装部件、各种电子设备的外壳等众多领域，下游市场空间巨大。通过多年的研发投入和实践积累，公司产品种类丰富，能够较好地适应下游众多领域的需求。

### 研发能力强，创新成果丰富

- 公司历来非常重视新产品与新技术的研究开发工作，绝大部分产品均为自主研发。其中型号为 WSFR-PX220、WSFR-SBDP 的工程塑料阻燃剂以及硬泡阻燃剂 WSFR-TCPP 产品的生产方法已获得国家发明专利，另有两项发明专利申请正处于实质性审查阶段。公司的研发能力还体现在其主要产品，如聚氨酯软泡阻燃剂 WSFR-504L、聚氨酯硬泡阻燃剂

WSFR-TCPP、工程塑料阻燃剂 WSFR-BD 等，其关键技术指标均达到世界先进水平。

**图表 15: 研发费用及占比**



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

### 客户资源优质丰富、合作稳定

- 有机磷系阻燃剂的下游行业主要为聚氨酯、工程塑料、软质 PVC 材料、橡胶、环氧树脂、不饱和树脂等行业。公司目前以聚氨酯和工程塑料客户为主，主要为拜耳材料科技、巴斯夫、SABIC、朗盛、DEMILEC、三星、陶氏化学、金发等国内外知名的化学工业品、改性塑料生产企业。这些行业龙头对于原材料供应商的要求非常严格，其所选定的每一家供应商、采购的每一种原料往往都要经过长期的试验和论证。
- 公司与前述客户均建立了稳定的合作关系，保证了公司业务的持续发展。同时，在与优质客户的长期合作过程中，公司不断提高产品品质，严格控制成本，扩大生产规模，逐渐形成的综合竞争实力为公司未来拓展市场、提升品牌影响力提供了良好的基础。

## 募投资金用于扩大产能和增强研发实力

- 公司拟公开发行不超过 2500 万股新股，募投项目拟使用募集资金 25134.51 万元，用于公司年产 44000 吨磷酸酯阻燃剂和研发中心两个项目。

图表 16: 募投项目

项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	原有产能	项目完成后产能
年产44,000 吨磷酸酯阻燃剂项目	29,682.28	21,334.51	聚氨酯阻燃剂 2.30万吨	聚氨酯阻燃剂 3.30万吨
			工程塑料阻燃剂 1.35万吨	工程塑料阻燃剂 2.05万吨
研发中心项目	3,800.00	3,800.00		
合计	33,482.28	25,134.51	阻燃剂 3.65万吨	阻燃剂 5.35万吨

来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

## 盈利预测与估值: 目标价 13.7-16.5 元

### 盈利预测

- 我们预测公司 2014-2016 年的营业收入分别为 6.46 亿元、6.68 亿元和 7.08 亿元，同比分别增长 0.14%、3.39%和 5.95%；归属于母公司的净利润分别为 5549 万元、6161 万元和 6579 万元，同比分别增长-5.67%、11.02%和 6.79%；按发行后 1 亿股计算，2014-2016 年的 EPS 分别为 0.55 元、0.62 元和 0.66 元。

### 相对估值

- 公司的阻燃剂和聚合物多元醇产品均属于“C26 化学原料及化学制品制造业”，行业最近 6 个月及一年的静态市盈率为 29 倍。
- 我们选取阻燃剂上市公司雅克科技，以及阳谷华泰、宝莫股份、瑞丰高材等 3 家助剂上市公司进行比较，计算出 2014 年的平均 PE 为 47 倍，考虑公司所处行业的发展空间及趋势，公司行业地位及发展前景，结合行业整体估值水平，给予公司 2014 年 25-30xPE，目标价 13.7-16.5 元。

图表 17: 万盛股份所属行业市盈率 (2014/9/18)

行业代码	行业名称	最新市盈率	股票家数	其中	最近一个月	最近三个月	最近六个月	最近一年
				亏损家数	平均市盈率	平均市盈率	平均市盈率	平均市盈率
C26	化学原料及化学制品制造业	33.11	176	25	32.23	29.96	29.19	29.25

来源: 中证指数有限公司, 齐鲁证券研究所



图表 18: 可比上市公司估值比较

所属行业	代码	证券简称	30日交易均价 2014/9/17	市值(亿 元)	EPS			PE		
					2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
其他化学制品	002409.SZ	雅克科技	19.43	33.56	0.47	0.54	0.67	41.07	36.31	29.11
其他橡胶制品	300121.SZ	阳谷华泰	10.29	31.90	0.11	0.24	0.46	91.61	42.28	22.16
其他化学制品	002476.SZ	宝莫股份	9.43	60.28	0.08	0.10	0.18	122.88	90.11	53.40
其他化学制品	300243.SZ	瑞丰高材	7.37	15.34	0.27	0.35	0.44	27.30	21.09	16.72
平均 PE								70.71	47.45	30.35
	603010.SZ	万盛股份			0.78	0.55	0.62			

来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 19: 万盛股份分产品销售预测

单位: 人民币百万元

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>聚氨酯阻燃料</b>						
销售收入	274.40	306.87	325.08	338.40	345.00	365.70
增长率 (YOY)	—	11.84%	5.93%	4.10%	1.95%	6.00%
毛利率	29.43%	32.92%	29.00%	23.50%	23.00%	23.00%
销售成本	193.64	205.85	230.81	258.88	265.65	281.59
增长率 (YOY)	—	6.30%	12.12%	12.16%	2.62%	6.00%
毛利	80.76	101.02	94.27	79.52	79.35	84.11
增长率 (YOY)	—	25.10%	-6.68%	-15.65%	-0.22%	6.00%
占总销售额比重	45.05%	48.14%	50.53%	52.38%	51.65%	51.68%
占主营业务利润比重	67.85%	69.94%	68.24%	61.66%	60.44%	60.11%
<b>工程塑料阻燃料</b>						
销售收入	181.35	207.67	229.31	215.00	231.20	251.60
增长率 (YOY)	—	14.52%	10.42%	-6.24%	7.53%	8.82%
毛利率	13.97%	15.69%	16.36%	19.80%	19.50%	19.50%
销售成本	156.02	175.09	191.79	172.43	186.12	202.54
增长率 (YOY)	—	12.23%	9.54%	-10.10%	7.94%	8.82%
毛利	25.33	32.58	37.51	42.57	45.08	49.06
增长率 (YOY)	—	28.62%	15.13%	13.47%	5.91%	8.82%
占总销售额比重	29.78%	32.58%	35.64%	33.28%	34.61%	35.55%
占主营业务利润比重	21.28%	22.56%	27.16%	33.01%	34.34%	35.06%
<b>聚合物多元醇</b>						
销售收入	149.47	120.60	87.32	91.80	90.45	89.10
增长率 (YOY)	—	-19.31%	-27.59%	5.13%	-1.47%	-1.49%
毛利率	8.21%	8.49%	6.93%	7.50%	7.50%	7.50%
销售成本	137.20	110.36	81.27	84.92	83.67	82.42
增长率 (YOY)	—	-19.56%	-26.36%	4.48%	-1.47%	-1.49%
毛利	12.27	10.24	6.05	6.88	6.78	6.68
增长率 (YOY)	—	-16.56%	-40.90%	13.77%	-1.47%	-1.49%
占总销售额比重	24.54%	18.92%	13.57%	14.21%	13.54%	12.59%
占主营业务利润比重	10.31%	7.09%	4.38%	5.34%	5.17%	4.78%
<b>其他</b>						
销售收入	3.85	2.36	1.60	0.80	1.28	1.28
增长率 (YOY)	—	-38.77%	-32.08%	-50.01%	60.00%	0.00%
毛利率	17.27%	25.27%	18.97%	0.10%	5.00%	5.00%
销售成本	3.18	1.76	1.30	0.80	1.22	1.22
增长率 (YOY)	—	-44.69%	-26.35%	-38.37%	52.15%	0.00%
毛利	0.66	0.60	0.30	0.00	0.06	0.06
增长率 (YOY)	—	-10.40%	-49.01%	-99.74%	7900.00%	0.00%
占总销售额比重	0.63%	0.37%	0.25%	0.12%	0.19%	0.18%
占主营业务利润比重	0.56%	0.41%	0.22%	0.00%	0.05%	0.05%
<b>销售收入小计</b>	<b>609.07</b>	<b>637.51</b>	<b>643.32</b>	<b>646.00</b>	<b>667.93</b>	<b>707.68</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>490.04</b>	<b>493.07</b>	<b>505.17</b>	<b>517.02</b>	<b>536.65</b>	<b>567.76</b>
<b>毛利</b>	<b>119.03</b>	<b>144.44</b>	<b>138.14</b>	<b>128.98</b>	<b>131.28</b>	<b>139.92</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>19.54%</b>	<b>22.66%</b>	<b>21.47%</b>	<b>19.97%</b>	<b>19.66%</b>	<b>19.77%</b>

来源: 齐鲁证券研究所



## 风险提示

- 原材料价格波动的风险。
- 行业竞争加剧，产品价格波动的风险。
- 产品出口目的地政策变动的风险。

图 表 20: 万盛股份报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>614</b>	<b>641</b>	<b>645</b>	<b>646</b>	<b>668</b>	<b>708</b>	货币资金	110	117	100	234	257	293
增长率	—	4.4%	0.6%	0.1%	3.4%	6.0%	应收账款	88	100	117	101	106	112
营业成本	-494	-496	-506	-517	-537	-568	存货	42	47	69	55	59	62
%销售收入	80.5%	77.4%	78.5%	80.0%	80.3%	80.2%	其他流动资产	14	6	16	17	17	18
毛利	120	145	139	129	131	140	流动资产	254	270	302	407	439	485
%销售收入	19.5%	22.6%	21.5%	20.0%	19.7%	19.8%	%总资产	67.1%	58.6%	54.4%	58.0%	57.2%	57.8%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-3	-3	长期投资	1	1	1	1	1	1
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	91	157	220	264	300	326
营业费用	-23	-37	-29	-32	-32	-34	%总资产	24.0%	34.1%	39.6%	37.6%	39.0%	38.9%
%销售收入	3.7%	5.8%	4.5%	4.9%	4.7%	4.8%	无形资产	33	32	31	29	27	26
管理费用	-26	-34	-35	-35	-36	-38	非流动资产	125	191	253	295	329	354
%销售收入	4.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	%总资产	32.9%	41.4%	45.6%	42.0%	42.8%	42.2%
息税前利润 (EBIT)	68	71	73	60	61	65	<b>资产总计</b>	<b>379</b>	<b>461</b>	<b>555</b>	<b>702</b>	<b>768</b>	<b>838</b>
%销售收入	11.1%	11.0%	11.3%	9.3%	9.1%	9.2%	短期借款	112	115	151	7	7	7
财务费用	-10	-6	-10	1	7	8	应付款项	58	68	99	79	83	87
%销售收入	1.6%	1.0%	1.5%	-0.2%	-1.1%	-1.2%	其他流动负债	8	4	10	10	10	11
资产减值损失	1	-1	-1	0	0	0	流动负债	179	187	259	95	99	104
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0	长期贷款	27	32	25	25	25	25
投资收益	0	0	4	4	4	4	其他长期负债	0	15	15	15	15	15
%税前利润	0.1%	0.1%	6.0%	6.4%	5.7%	5.4%	<b>负债</b>	<b>205</b>	<b>233</b>	<b>299</b>	<b>135</b>	<b>139</b>	<b>144</b>
营业利润	59	63	69	65	73	78	<b>普通股股东权益</b>	<b>174</b>	<b>228</b>	<b>256</b>	<b>567</b>	<b>628</b>	<b>694</b>
营业利润率	9.6%	9.8%	10.7%	10.1%	10.9%	11.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	1	1	1	1	1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>379</b>	<b>461</b>	<b>555</b>	<b>702</b>	<b>768</b>	<b>838</b>
税前利润	60	64	70	66	74	79	<b>比率分析</b>						
利润率	9.8%	10.0%	10.9%	10.3%	11.0%	11.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-10	-10	-11	-11	-12	-13	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.4%	15.9%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	每股收益 (元)	0.669	0.716	0.784	0.555	0.616	0.658
净利润	50	54	59	55	62	66	每股净资产 (元)	2.319	3.043	3.418	5.667	6.283	6.941
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	1.040	0.648	0.670	0.825	0.792	0.927
归属于母公司的净利润	50	54	59	55	62	66	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	8.2%	8.4%	9.1%	8.6%	9.2%	9.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	28.85%	23.54%	22.95%	9.79%	9.80%	9.48%
净利润	50	54	59	55	62	66	总资产收益率	13.24%	11.64%	10.60%	7.91%	8.03%	7.85%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	29.31%	23.07%	18.54%	13.94%	12.78%	12.70%
非现金支出	9	11	11	19	28	37	<b>增长率</b>						
非经营收益	9	6	1	-1	-5	-5	营业总收入增长率	—	4.43%	0.62%	0.14%	3.39%	5.95%
营运资金变动	11	-22	-20	9	-5	-4	EBIT增长率	—	3.46%	3.05%	-17.39%	1.54%	6.75%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>78</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>83</b>	<b>79</b>	<b>93</b>	净利润增长率	—	7.06%	9.50%	-5.67%	11.02%	6.79%
资本开支	46	59	55	60	61	61	总资产增长率	—	21.73%	20.30%	26.40%	9.38%	9.23%
投资	-8	8	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	1	15	3	4	4	4	应收账款周转天数	19.5	40.1	48.2	45.5	46.4	46.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-53</b>	<b>-36</b>	<b>-52</b>	<b>-55</b>	<b>-56</b>	<b>-56</b>	存货周转天数	15.7	33.1	41.9	38.9	39.9	39.6
股权募资	0	0	0	255	0	0	应付账款周转天数	18.9	35.9	47.2	43.4	44.7	44.3
债权募资	9	7	31	-144	0	0	固定资产周转天数	14.7	26.6	48.1	89.2	118.7	138.0
其他	-20	-34	-39	-4	0	0	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-11</b>	<b>-26</b>	<b>-9</b>	<b>107</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	12.18%	13.00%	28.07%	-36.36%	-36.42%	-38.19%
<b>现金净流量</b>	<b>14</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>	<b>134</b>	<b>23</b>	<b>36</b>	EBIT利息保障倍数	6.9	10.9	7.5	-61.1	-8.3	-7.9
							资产负债率	54.12%	50.55%	53.83%	19.24%	18.14%	17.21%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**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%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。