

化工

2015年12月17日

万盛股份 (603010)

—— 快速增长磷阻燃剂龙头，收购大伟助剂协同发展，并购基金外延可期

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据： 2015年12月17日

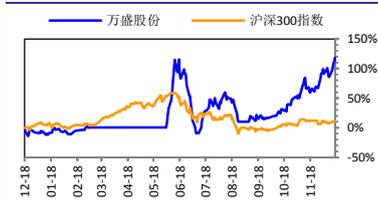
收盘价(元)	57.35
一年内最高/最低(元)	58.49/23.1
市净率	10.3
息率(分红/股价)	0.23
流通A股市值(百万元)	2732
上证指数/深证成指	3580.00/12825.48

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2015年09月30日

每股净资产(元)	5.58
资产负债率%	16.52
总股本/流通A股(百万)	116/48
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

麦士荣 S1180515010001
maitr@swsresearch.com

研究支持

宋涛 A0230114120002
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

投资要点：

- **快速增长的有机磷阻燃剂龙头。**公司主营聚氨酯和工程塑料用有机磷系阻燃剂，2015上半年营收和归属母公司净利润分别大增22%和78%。产品大量出口，海外收入占50%以上。公司目前产能5.35万吨，与雅克科技列国内阻燃剂前两位，两家全球市占率超过25%。聚氨酯软泡阻燃剂作为公司特色，国内市占率第一，是宜家家居中国唯一合作商。
- **有机磷系阻燃剂市场空间广阔。**全球阻燃剂市场稳步增长，预计至2018年全球容量280万吨，年复合增速4.6%。随着经济发展及合成材料的广泛应用，我国对阻燃剂的需求呈现快速增长趋势。全球阻燃剂“无卤化”进程加速，有机磷阻燃剂潜力十足，预计全球增速超过7%。国内外资源禀赋不同，我国生产有机磷阻燃剂更有优势。外资退出，竞争格局重构，国内厂家规模和技术水平日趋提高。
- **主业受益原材料下降，毛利率大幅提升，收购大伟助剂丰富公司产品线。**公司产品系列丰富，客户资源稳定，技术实力强。受益于原材料价格下降，产品毛利率大幅提升3%以上。同时收购国内最大的材料用胺类化学品生产商大伟助剂，16年承诺业绩4500万，有利于丰富公司产品线，提供整体解决方案，实现协同发展。
- **成立产业并购基金，新一轮外延可期。**公司10月31日公告与杭州市汇信资产管理成立2亿元并购基金，投资新材料、大消费、大健康、汽车后市场等领域相关产业链的成长成熟期公司。公司新一轮外延可期。
- **盈利预测及投资评级：**公司是全球有机磷阻燃剂龙头之一，近两年受益产能扩张以及原材料价格下降，主业高速增长，通过外延收购大伟助剂，实现协同发展，成立并购基金，新一轮外延可期。**首次覆盖给予增持评级。**预计2015-17年EPS（按最新股本摊薄）为0.69元，1.38元，1.68元，当前股价对应15-17年PE为83X、42X和34X。
- 风险提示：1) 原材料价格大幅波动；2) 下游需求低迷；3) 项目投产进度及外延低于预期。

财务数据及盈利预测

	2014	15Q1-Q3	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	747	637	884	1,591	1,919
同比增长率(%)	15.79	17.42	18.35	79.98	20.62
净利润(百万元)	42	59	80	159	194
同比增长率(%)	-28.51	74.71	90.22	98.75	22.01
每股收益(元/股)	0.42	0.59	0.69	1.38	1.68
毛利率(%)	19.8	23.3	23.3	23.0	22.4
ROE(%)	8.2	10.6	8.5	14.5	15.0
市盈率	136		83	42	34

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

公司是全球有机磷阻燃剂龙头之一，近两年受益产能扩张以及原材料价格下降，主业高速增长，通过外延收购大伟助剂，实现协同发展，成立并购基金，新一轮外延可期。首次覆盖给予增持评级。预计 2015-17 年 EPS (按最新股本摊薄) 为 0.69 元, 1.38 元, 1.68 元, 当前股价对应 15-17 年 PE 为 83X、42X 和 34X。

关键假设点

原材料价格维持低位，下游需求稳定增长。

有别于大众的认识

市场普遍认为国内磷阻燃剂行业已是红海，未来增长放缓，公司作为行业第二也会受行业整体趋势影响。

我们认为，磷阻燃剂替代卤族阻燃是大趋势，国内企业依托国内丰富的磷矿资源，成本、技术均比国外企业有优势，且国内两大企业全球市占率超过 20%，产业集中度提升。同时公司通过收购大伟助剂，实现下游整体解决方案，实现产业协同。此外公司成立并购基金，明确表明未来投向新材料、大消费、大健康、汽车后市场等领域，前景可期。

股价表现的催化剂

1) 公司新产能快速释放；2) 并购基金进行外延布局。

核心假设风险

1) 原材料价格大幅波动；2) 下游需求低迷；3) 项目投产进度及外延低于预期。

目录

1. 公司是有机磷阻燃剂领先生产企业	6
1.1 主营有机磷系阻燃剂，营收利润大幅增加	6
1.2 以软泡聚氨酯阻燃剂为特色，与雅克科技列国内前二	8
2. 有机磷系阻燃剂市场空间广阔	10
2.1 全球阻燃剂市场稳步增长，中国市场有广泛前景	10
2.2 无卤化进程加速，有机磷阻燃剂有较大发展潜力	12
2.3 国内外资源禀赋不同，外资退出重构竞争格局	14
3. 主业进入收获期，外延并购寻求进一步扩张	15
3.1 产品系列丰富，客户资源稳定，技术实力强	15
3.2 原材料价格下降+募投产能释放，助力业绩提升	17
3.3 收购大伟助剂+设立并购基金，外延发展可期	17
4. 关键结论与投资建议	19

图表目录

图 1: 公司在产业中处于中上游的位置	6
图 2: 高献国等人控制公司 40%以上的股权	7
图 3: 2011-15H1 公司营业收入增速	7
图 4: 公司 2015 上半年净利润增长迎来爆发	7
图 5: 阻燃剂营收占比 88%, 聚氨酯阻燃剂占半	8
图 6: 公司海外收入比例一直维持在 50%以上	8
图 7: 阻燃剂主要分类一览	8
图 8: 阻燃剂主要应用领域	9
图 9: 阻燃剂在塑料领域的主要应用	9
图 10: 1984-2013 年全球阻燃剂消费地区分布	10
图 11: 全球阻燃剂市场需求预测 (万吨)	10
图 12: 目前我国塑钢比仍然较低	11
图 13: 2013 阻燃剂全球需求占比细分 (万吨)	13
图 14: 全球有机磷阻燃剂市场需求预计 (万吨)	13
图 15: 全球主要国家和地区阻燃剂消费比例	14
图 16: 2014-19 阻燃剂中国市场占比细分 (亿元)	14
图 17: 13 年全球磷矿石产量一览 (单位: 万吨)	14
图 18: 14 年全球溴矿产量一览 (单位: 公吨)	14
图 19: 自 2014 年底开始, 公司主要原材料价格处于下行通道	17
表 1: 公司产能利用率、产销率均处于高位, 2014 上半年产销率超过 100%	8
表 2: 全球主要阻燃剂生产企业一览	9
表 3: 新《建筑设计防火规范》提高了建筑材料阻燃等级的要求	12
表 4: 三类阻燃剂特性及应用领域	12
表 5: 全球部分国家和地区对溴系阻燃剂的禁令	13
表 6: 公司主要产品及用途情况	15
表 7: 公司与主要竞争对手同类产品技术指标对比*	16
表 8: 公司工程塑料阻燃剂 BDP 和竞争对手同类产品技术指标对比	16

表 9: 大伟助剂主要产品简介	18
表 10: 大伟助剂近 2 年业绩情况 (单位: 万元)	18
表 11: 可比上市公司估值对比	19
表 12: 关键假设表	19
表 13: 合并利润表 (单位: 百万元)	20
表 14: 合并资产负债表 (单位: 百万元)	20

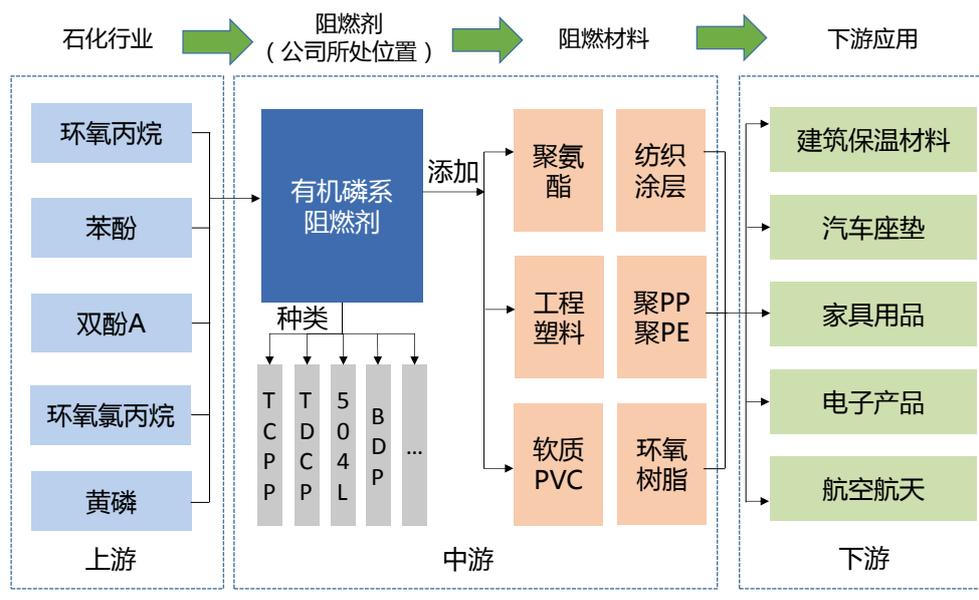
1. 公司是有机磷阻燃剂领先生产企业

1.1 主营有机磷系阻燃剂，营收利润大幅增加

浙江万盛股份有限公司是一家专业从事有机磷系阻燃剂研发、生产和销售精细化工企业。公司是全球最主要的有机磷系阻燃剂生产企业之一，主营产品包括阻燃剂和生产聚氨酯的原料多元醇。公司在产业链处于中上游的位置，核心产品阻燃剂主要包括聚氨酯阻燃剂和工程塑料阻燃剂，在下游作为助剂被添加用于材料的改性加工（以塑料、泡沫塑料为主），以加强产成品的防火性能。最终下游应用包括航天、汽车、电子、建筑以及家具等领域（图1）。

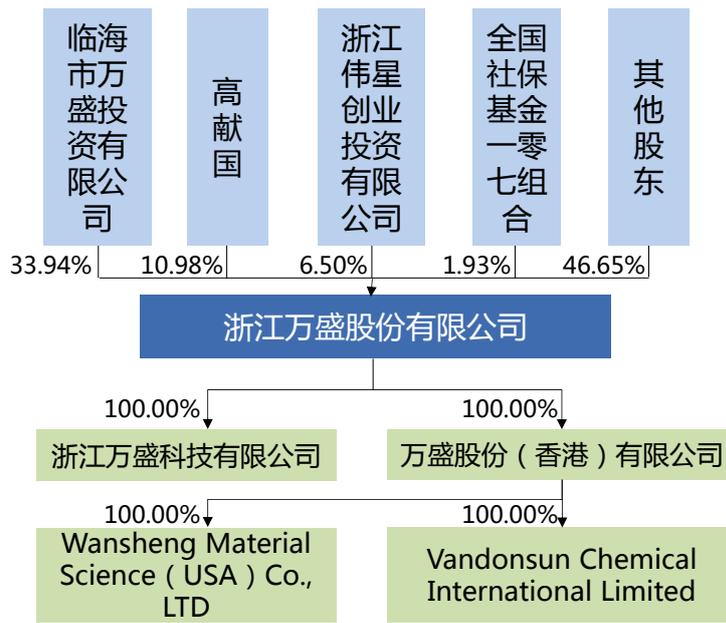
公司股权结构较为分散，实际控制人为高献国家族成员（包括高献国、高峰、高远夏、高强、郑国富5人）。其作为创业股东，通过自有及临海市万盛投资有限公司控制公司40%以上的股权（图2）。公司产品远销美国、欧洲、南美、韩国、日本、东南亚等20多个国家和地区，并在美国和香港设立全资子公司，以适应公司海外业务的扩展。

图1：公司在产业中处于中上游的位置



资料来源：申万宏源研究

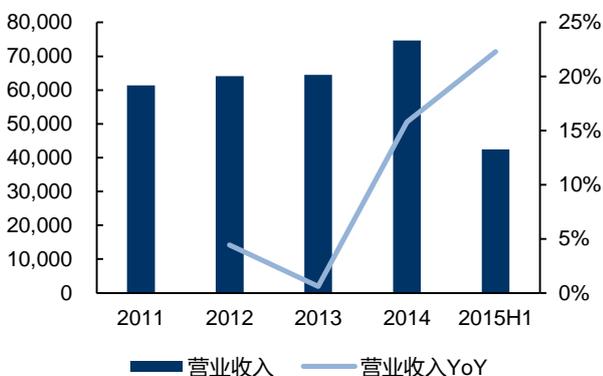
图 2：高献国等人控制公司 40%以上的股权



资料来源：申万宏源研究

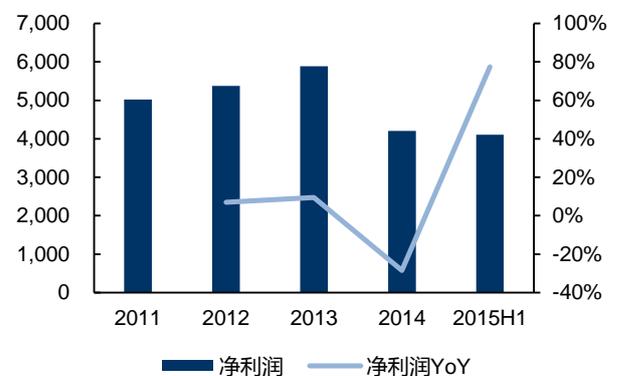
公司过去三年业绩稳中有升，15 年上半年迎来爆发。2011 至 2014 年，公司营业收入从 6.14 亿元增长至 7.47 亿元，复合增长率为 6.8% (图 3)。2014 年因募投项目固定资产折旧较大，公司净利润增速下滑。2011 年至 2013 年公司产能利用率分别为 98.6%、110.1% 和 101.3%，2014 年上半年产销率甚至高于 100% (表 1)，产能成为公司业绩进一步提升的一大瓶颈。2015 年上半年受益于原材料成本下降导致的毛利率上升，以及财务费用大幅减少，公司营业收入和归属于母公司股东的净利润分别同比大增 22% 和 78%，迎来业绩高速增长 (图 3，图 4)。公司收入结构中，阻燃剂作为公司的核心产品，营收占比逐年增加，至 2015 年上半年已达到 88%。聚氨酯阻燃剂贡献公司超过一半的收入 (图 5)。公司产品大量出口，因此海外收入占比较高，自 2011 年开始一直稳定在 50% 以上 (图 6)。

图 3：2011-15H1 公司营业收入增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：公司 2015 上半年净利润增长迎来爆发



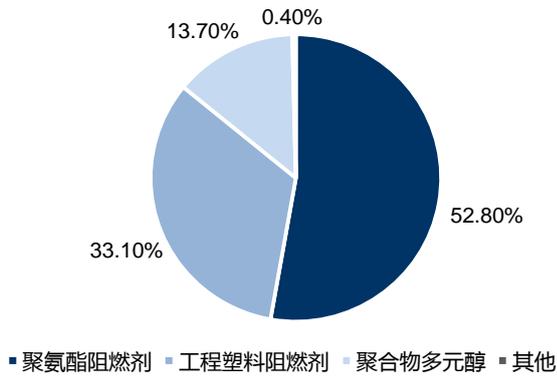
资料来源：Wind，申万宏源研究

表 1：公司产能利用率、产销率均处于高位，2014 上半年产销率超过 100%

	2011	2012	2013	2014H1	2015E
产能 (吨)	28250	31250	36550	21083	53500
产量 (吨)	27854	34392	37040	18013	
销量 (吨)	27412	34137	35899	19871	
产能利用率	98.60%	110.10%	101.30%	85.40%	
产销率	98.40%	99.30%	96.90%	110.30%	

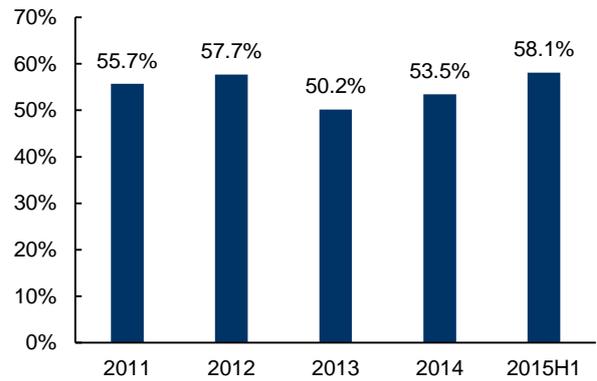
资料来源：申万宏源研究

图 5：阻燃剂营收占比 88%，聚氨酯阻燃剂占半



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司海外收入比例一直维持在 50% 以上

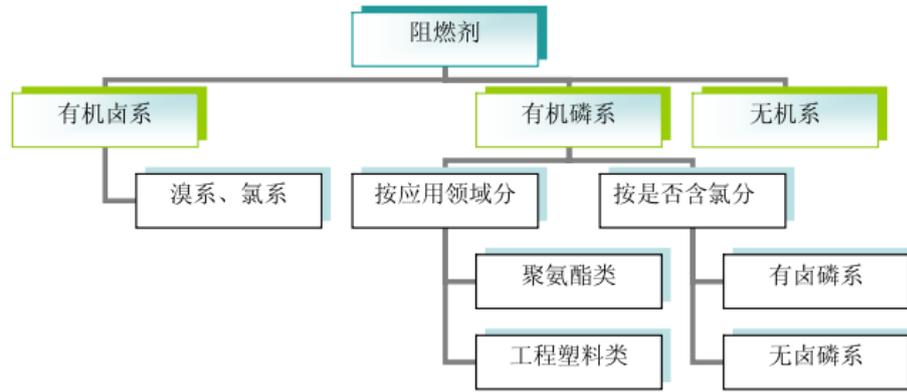


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 以软泡聚氨酯阻燃剂为特色，与雅克科技列国内前二

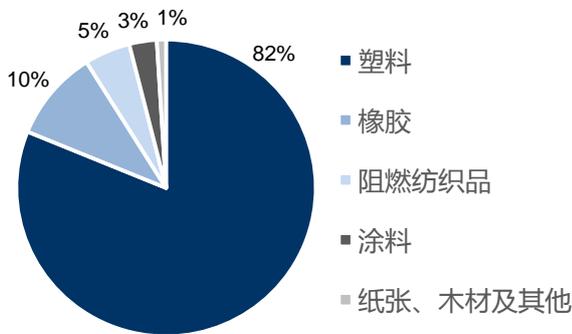
阻燃剂 (flame retardant) 是一种阻止材料被引燃以及抑制火焰传播的橡塑助剂，也是材料的一种改性添加剂。目前阻燃剂已经成为仅次于增塑剂的第二大高分子材料改性剂。阻燃剂经过几十年的创新，发展出了数百个品种，常见的分类是按照阻燃剂中主要阻燃化学元素不同，分为有机卤系、有机磷系和无机系三大类 (图 7)。阻燃剂主要应用在塑料、橡胶、纺织品、涂料和纸张木材等领域，其中塑料是目前阻燃剂应用最广的领域 (图 8)。塑料中，PVC、聚氨酯和聚烯烃 (PP、PE 等) 是阻燃剂添加相对较多的目标材料 (图 9)。

图 7：阻燃剂主要分类一览



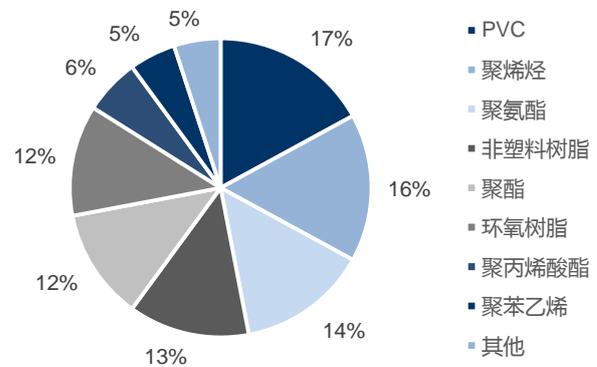
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 8：阻燃剂主要应用领域



资料来源：《国内外阻燃剂市场分析》，申万宏源研究

图 9：阻燃剂在塑料领域的主要应用



资料来源：《国内外阻燃剂市场分析》，申万宏源研究

阻燃剂生产面临全球竞争。目前阻燃剂产能主要集中在以色列化工、美国科聚亚、日本艾迪大八、雅克科技、万盛股份等几家公司（表 2）。国内供应商中，雅克科技和万盛股份的阻燃剂产能合计约为 15 万吨左右，在国内的有机磷系阻燃剂供应商中规模相对较大。公司目前产能为 5.35 万吨，位于雅克科技之后列行业第二，全球市场占有率在 7% 左右。公司以聚氨酯软泡阻燃剂为特色，在该聚氨酯软泡阻燃剂领域的市场占有率处于第一的位置，被宜家家居指定为中国区唯一聚氨酯阻燃剂合作供应商。

表 2：全球主要阻燃剂生产企业一览

企业	销售情况	公司介绍及主要阻燃剂产品	产能
以色列化工	2014 年阻燃剂销售收入约 4.5 亿美元	多元化的肥料和特种化学品公司，优势是低成本钾和溴的原材料供应，在专业肥料、阻燃剂和水处理技术上处于领先地位；阻燃剂方面，有机磷系排第一、溴系阻燃剂位于领导地位	13 万吨

美国科聚亚	2014 年公司销售收入 21.90 亿美元	2005 年由美国康普顿公司与美国大湖化工合并而来，世界知名聚合物产品和特种化学品生产商和销售商，美国公开上市证券交易中最大的特种化学制品公司之一，全球最大的塑料添加剂和阻燃剂生产商	
日本大八	2014 年公司销售收入 180 亿日元	创立于 1919 年，主要从事增塑剂、阻燃剂和金属萃取剂	3.2 万吨
日本艾迪科	2014 年总销售收入 2143.19 亿日元	创建于 1917 年，以化学品及食品为主的综合制造公司，在化学产品中涉及的产品主要是塑料添加剂、油脂化学产品和电子工业材料等；其中阻燃剂业务包含在塑料添加剂中，主要应用在工程塑料及通用塑料 PP 中	3.3 万吨
雅克科技	2014 年阻燃剂销售金额 11.7 亿元	我国有机磷系阻燃剂行业规模最大的企业，主要产品为聚氨酯硬泡阻燃剂 TCPP 及工程塑料阻燃剂 BDP	9.6 万吨
万盛股份	2014 年阻燃剂销售金额 6.4 亿元	位于浙江台州，专业生产有机磷酸酯类阻燃剂、增塑剂、抗静电剂，主要生产阻燃剂 TDCP、TCPP 等	5.4 万吨
天津联瑞	公司年营业额约 1 亿元	位于天津，专业生产有机磷酸酯类阻燃剂、增塑剂、抗静电剂，主要生产阻燃剂 TDCP、TCPP 等	5000 吨
江苏常余	公司年营业额约 2.2 亿元	位于江苏张家港市，主营磷阻燃剂、农药、医药、染料等中间体	5000 吨

资料来源：申万宏源研究

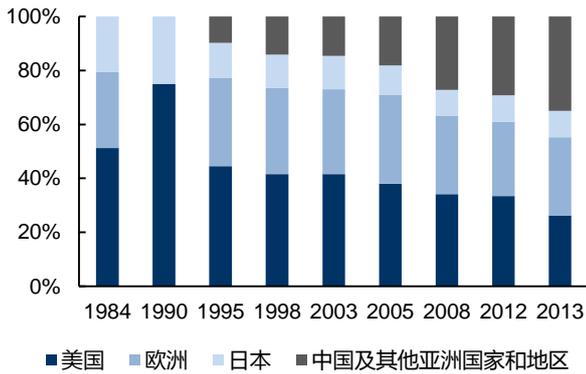
2. 有机磷系阻燃剂市场空间广阔

2.1 全球阻燃剂市场稳步增长，中国市场有广泛前景

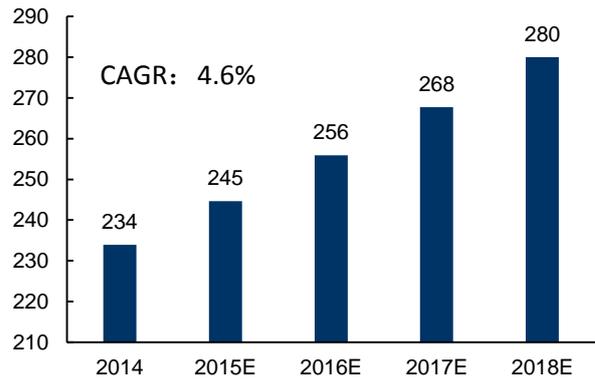
阻燃剂的应用始于上世纪 60 年代。欧美发达国家是阻燃剂的发源地，很早即通过国家立法强制在主要行业推行阻燃材料的使用，具有较强的技术和市场积淀。自上世纪 90 年代开始，亚洲地区的阻燃剂市场也开始培育。目前全球阻燃剂市场处于稳步增长的状态。据统计，2005 年全球阻燃剂使用量为 148 万吨，2012 年为 197 万吨，年复合增速为 4.2%。2005 年以后，随着以中国为代表的亚洲市场出现显著增长，亚洲地区的阻燃剂产销量出现显著上升，成为最具潜力的消费市场。2013 年全球阻燃剂市场中亚洲地区占比已达 29.1%，比 2005 年提升近 11 个百分点（图 10）。据 Freedonia 预计，至 2018 年全球的阻燃剂市场容量将达到 280 万吨，实现 4.6% 的年化增长率（图 11）。

图 10: 1984-2013 年全球阻燃剂消费地区分布

图 11: 全球阻燃剂市场需求预测（万吨）



资料来源：中国阻燃学会，Freedonia，申万宏源研究

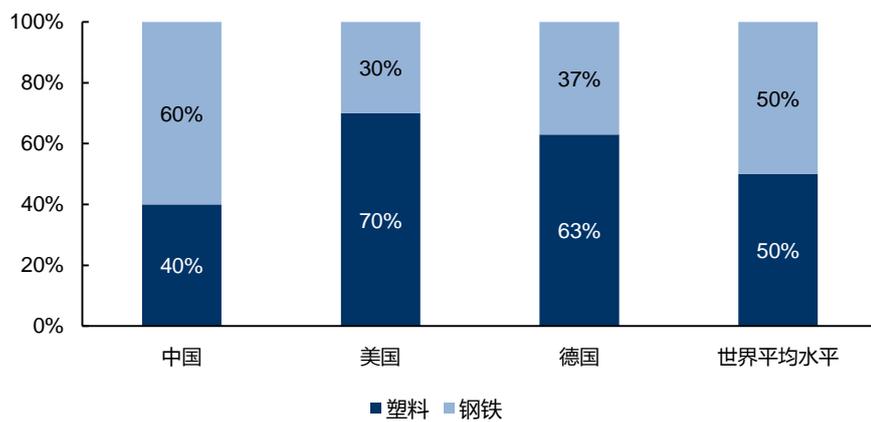


资料来源：Freedonia，申万宏源研究

随着经济发展及合成材料的广泛应用，我国对阻燃剂的需求呈现快速增长趋势。根据研究机构 IHS 发布的数据，2013 年中国已占据全球 27% 的阻燃剂市场。目前国内下游产品厂家考虑到成本因素，阻燃剂使用比例仍然较小。以塑料为例，2012 年前后，全球塑料中约有 10% 添加阻燃剂，而目前中国阻燃塑料占塑料制品的比例只有 2% 左右，低于世界平均水平，更低于欧美等发达国家和地区。预计到 2016 年，我国阻燃剂消费量将达到 105 万吨。

下游家电、汽车“以塑代钢”进程加速，改性塑料发展为阻燃剂推进打下坚实基础。此外汽车轻量化的要求，使汽车领域“以塑带钢”加快步伐。我国目前塑钢比仍较低（图 12），预计未来我国改性塑料市场需求将保持高速增长。这将成为阻燃剂推进的坚实基础。

图 12：目前我国塑钢比仍然较低



资料来源：Wind，申万宏源研究

政策驱动，聚氨酯建筑保温材料有望成为阻燃剂在中国市场推进的一大重要节点。聚氨酯材料用于建筑保温，具有更好的保温特性和环境友好度，但因过去我国对聚氨酯阻燃材料的认知和监管不到位，导致舆论矛头将多起重大火灾事故的元凶指向聚氨酯，限制了该种材料的使用。2015 年 5 月 1 日起开始实施的住建部新《建筑设计防火规范》，规定 27-100 米民用住宅建筑的外墙保温阻燃等级从 B2 级提高至 B1 级（表 3），人员密集场所及 24 米

以上除民用建筑和人员密集场所建筑以外的其他建筑的建筑保温材料燃烧性均不能低于 B1 级，这就意味着添加更多阻燃剂的聚氨酯建筑保温材料的需求会因政策驱动大大增加，且预计将来我国对聚氨酯建筑保温材料的防火性能会有更严格的要求，防火安全政策将推动中国阻燃剂市场进一步扩张。

目前聚氨酯保温材料占比小，提升空间大。中国聚氨酯材料在建筑保温材料市场上的市场份额仅 10% 左右，相比国外差距较大。在美国，为了达到节能 50%~70% 的目标，房屋保温系统所采用的保温材料由玻璃纤维普遍转向聚氨酯保温材料。随着中国对建筑材料燃烧性能的要求越来越严格，聚氨酯以其阻燃性上的优点，未来有望逐渐替代无机材料和聚苯乙烯等有机材料。

表 3：新《建筑设计防火规范》提高了建筑材料阻燃等级的要求

建材阻燃等级	燃烧特性	新《建筑设计防火规范》	旧《民用建筑外保温系统及外墙装饰防火暂行规定》（46 号文）
A 级	不燃	100 米以上	100 米以上
B1 级	难燃	27-100 米	/
B2 级	可燃	27 米以下	100 米以下

资料来源：申万宏源研究

2.2 无卤化进程加速，有机磷阻燃剂有较大发展潜力

全球阻燃剂“无卤化”进程加速。以溴系、氯系阻燃剂为代表的卤系阻燃剂（包括与之复配的三氧化二锑）凭借其广泛适用性和良好阻燃效果，一直以来占据重要地位（图 13）。但该阻燃剂在环保性上存在缺陷，阻燃中会产生有害致癌物质（如二噁英）和大量有害烟雾。由于其产生的环境污染较大，各国已开始逐渐限制其使用（表 5）。国际上许多非政府组织的绿色环保机构正积极推动“无/低卤素”行动，同时一些跨国公司，例如苹果、三星、惠普、戴尔，均承诺将逐渐停用溴系阻燃剂。相比之下，有机磷阻燃剂阻燃效率高、低毒、低腐蚀性、与材料相容性好，兼具阻燃和增塑的双重功能，并且具备环保优势，成为替代卤系阻燃剂的最优选择之一。2012 年全球有机磷系阻燃剂消费达 55 万吨，预计到 2020 年，有机磷系阻燃剂将实现 8.3% 的年化增长率，贡献超过 50% 的新增产值，在非卤系阻燃剂中属于增长最快的细分品类（图 14）。

表 4：三类阻燃剂特性及应用领域

项目	有机卤系	有机磷系	无机系
代表产品	十溴二苯醚、四溴双酚 A	TCPP、BDP	氢氧化铝、氢氧化镁
阻燃效率	最高	高	低
环保性	放出有毒、腐蚀性气体	高	低毒、低腐蚀、抑烟效果好
相容性	好	好	差
价格	价格适中	价格适中	较低
主要缺点	燃烧烟雾大，放出有毒腐蚀性	挥发性大，热稳定性差	添加量较大，影响材料的

具有优势的应用领域	气体 主要为通用塑料、工程塑料等	主要为聚氨酯、工程塑料	物理机械性能 主要为通用塑料、橡胶
-----------	---------------------	-------------	----------------------

资料来源：申万宏源研究

表 5：全球部分国家和地区对溴系阻燃剂的禁令

时间	范围	事件
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
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
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：α-六氯环己烷；β-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；全氟辛烷磺酸、全氟辛烷磺酸盐和全氟辛基磺酰氟
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。
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
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 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
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

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 13：2013 阻燃剂全球需求占比细分（万吨）

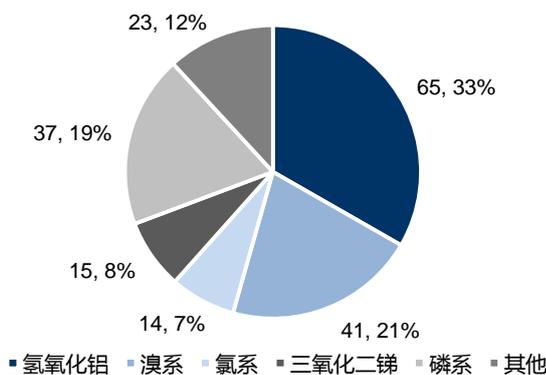
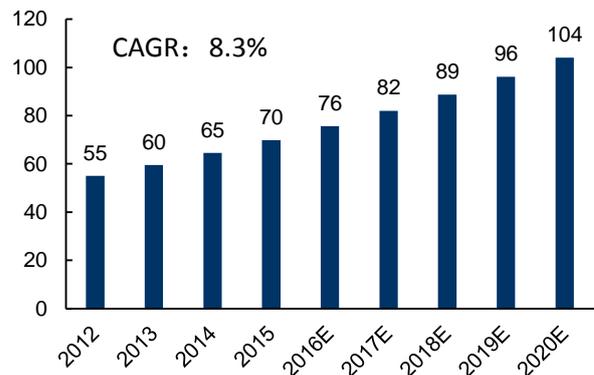


图 14：全球有机磷阻燃剂市场需求预计（万吨）



资料来源：《国内外阻燃剂市场分析》，申万宏源研究

资料来源：Market and Markets, 申万宏源研究

图 15: 全球主要国家和地区阻燃剂消费比例

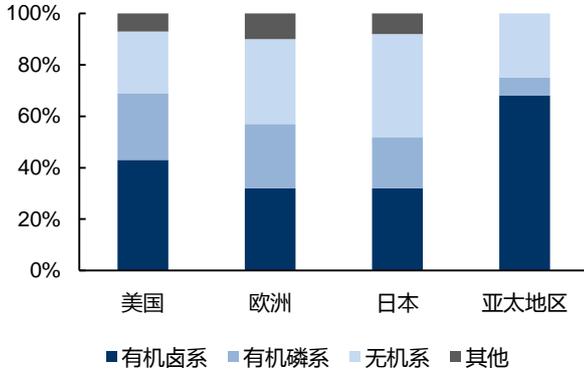
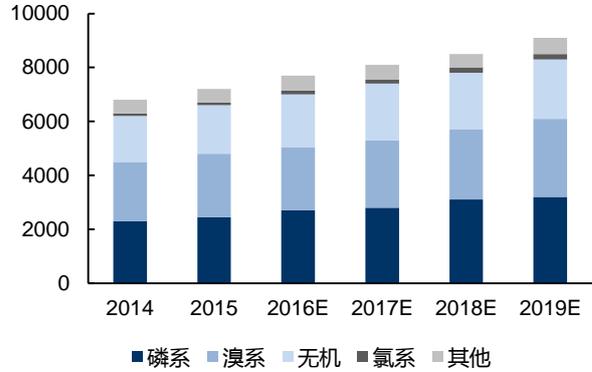


图 16: 2014-19 阻燃剂中国市场占比细分 (亿元)



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

资料来源：GCiS, 申万宏源研究

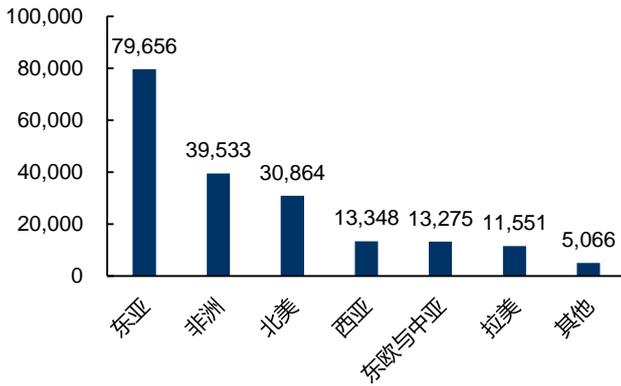
在以中国为代表的亚太地区，阻燃剂无卤化进程远低于世界平均水平（图 15）。在国内溴系阻燃剂作为传统品种，市场接受度较高，阻燃剂消费结构中中长期以溴系为主。据前瞻网统计，2011 年国内卤系阻燃剂（氯化石蜡、溴系阻燃剂）占比达 40%，而磷、氮类阻燃剂仅占 17.8%，低于全球 20% 以上的水平。目前，我国的阻燃剂行业处于消费结构转型时期，未来随着环保监管越发严格，未来有机磷系阻燃剂的使用比例将会有较大幅度的提升，有望刺激行业迎来高速增长。预计未来几年，国内有机磷系阻燃剂市场消费量年均增速将超过 7%（图 16）。

2.3 国内外资源禀赋不同，外资退出重构竞争格局

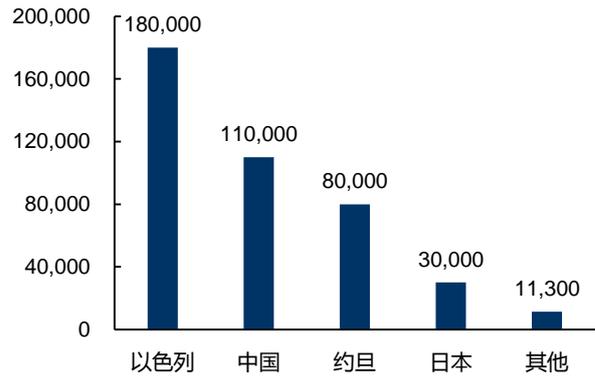
对于卤系和有机磷系阻燃剂，我国和国外具备不同的资源禀赋。东亚地区磷矿石产量占全球的 41%，具有绝对优势（图 17）；我国磷资源储量约为 66 亿吨，占全球磷资源储量的 36% 左右，为世界第一大磷资源国。同时我国对低端磷产品出口征收较高的关税，使得国内外磷矿石价格存在一定的差异，给国内企业带来较明显的成本优势。而我国的溴资源在世界上优势并不明显（尤其是与以色列化工所在的以色列相比，图 18），溴资源的配套产品梯的价格在国外也比国内便宜，因此国际企业与国内企业相比，在卤系阻燃剂生产上具有更多成本优势，相反在有机磷阻燃剂的生产上并不如后者有竞争力。

图 17: 13 年全球磷矿石产量一览 (单位: 万吨)

图 18: 14 年全球溴矿产量一览 (单位: 公吨)



资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

部分外资企业已经开始退出有机磷阻燃剂领域。2012年5月,美国雅宝宣布退出有机磷系阻燃剂市场,并陆续关停位于英国阿芬默思(产能2.5万吨/年)和中国南京(产能1万吨/年)的工厂,2012年12月,美国雅宝完成了对南京工厂的出售工作。同时,伴随国内市场的发展,我国阻燃剂生产商的规模和技术水平已经逐步成长,并得到国际同行的认可。美国雅宝公司在其2008年年报中将以色列化工集团、公司以及雅克科技列为其在有机磷系阻燃剂领域内主要的三个竞争对手。

3. 主业进入收获期,外延并购寻求进一步扩张

3.1 产品系列丰富,客户资源稳定,技术实力强

阻燃剂作为一种材料助剂,对产品满足特异性领域需求的要求较高。公司有20多种具体产品,应用于各种垫材、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(表6)。公司目前以聚氨酯和工程塑料客户为主,积累了包括拜耳、巴斯夫、SABIC、陶氏化学、金发科技等国内外知名企业在内的超过800家下游客户。这些行业龙头对于原材料供应商的要求非常严格,需要经过长期论证,而公司与之均建立了稳定的合作关系。公司多项产品在技术指标上与国外企业已经没有差距,甚至超越了国外企业(表7,表8)。未来公司会进一步扩大产能3-4万吨,通过现有工序的技术改造提高收率降低成本,并进一步降低三废的排放量。另一方面,公司的新产区拥有较多空地,可进一步支持公司业务的拓展。

表6: 公司主要产品及用途情况

产品种类	分类	产品名称(化学名)	简称/企业内部编号	典型用途
有机磷系阻燃剂	聚氨酯阻燃剂	氯代烷基磷酸酯	WSFR-TDCP、 WSFR-504L、 WSFR-TCPP 等	1. 阻燃床垫、枕头、沙发、纺织品、汽车阻燃座椅
		无卤芳基磷酸酯	WSFR-HF4 等	2. 墙体节能保温材料和保温隔热材料
				3. 电子行业,如音箱布、喇叭棉

	复配阻燃剂	WSFR-117HF、 WSFR-590、 WSFR-HF560 等	4. 电线电缆等 5. 聚氨酯热塑性弹性体
工程塑料阻燃剂	无卤芳基磷酸酯	WSFR-BDP、 WSFR-PX220 等	用于电脑外壳、手机外壳、电视外壳、电气及电子元器件、汽车零部件等
聚醚多元醇	聚合物多元醇	WS-POP	用于聚氨酯床垫、枕头、沙发和汽车座椅等

资料来源：申万宏源研究

表 7：公司与主要竞争对手同类产品技术指标对比*

项目	万盛股份 WSFR-504L	日本大八 CR-504L	万盛股份 WSFR-TCPP	以色列化工 FYROL PCF	日本大八 TMCPP	雅克科技 TCPP
外观	无色透明液体	无色至浅黄色透明液体	无色透明液体	无色透明液体	无色透明液体	无色透明液体
磷含量	10.9%	10.9%	9.50%	9.50%	9.50%	9.40%
氯含量	23.0%	23.0%	32.50%	32.50%	32.50%	32.50%
酸值 (mgKOH/g)	≤0.10	≤0.30	≤0.07	≤0.08	≤0.10	≤0.10
水份 (%)	≤0.10	≤0.10	≤0.07	≤0.07	≤0.10	≤0.10
色度 (APHA)	≤100	≤150	≤50	<75	<50	--
粘度 (CPS)	800-1200 (25°C)	800-1100 (25°C)	65-72 (25°C)	65 (25°C)	69 (25°C)	65 (25°C)

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

*对比项目 1：万盛股份 WSFR-504L 与日本大八 CR-504L

对比项目 2：万盛股份 WSFR-TCPP，以色列化工 FYROL PCF，日本大八 TMCPP 与雅克科技 TCPP

表 8：公司工程塑料阻燃剂 BDP 和竞争对手同类产品技术指标对比

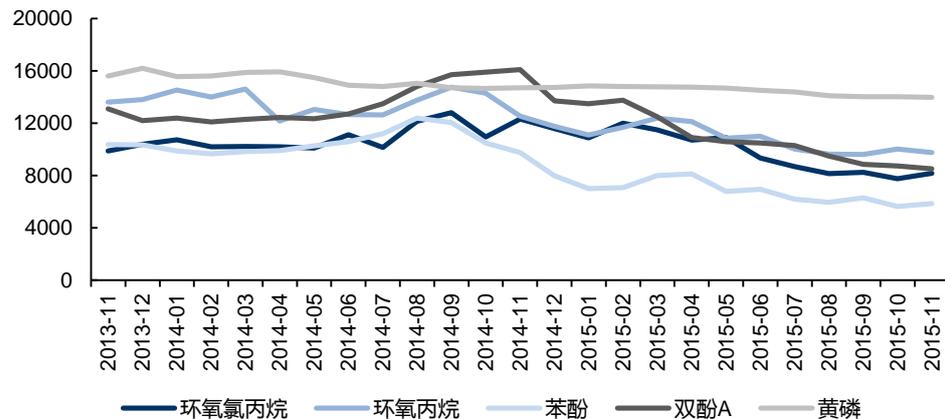
项目	万盛股份 WSFR-BDP	以色列化工 FYROLFLEXBDP	日本大八 CR-741	雅克科技 BDP
外观	无色至浅黄色透明液体	无色至浅黄色透明液体	无色至浅黄色透明液体	无色或浅黄色透明液体
磷含量	8.90%	8.90%	8.90%	9%
酸值 (mgKOH/g)	≤0.10	≤0.12	≤0.20	<0.10
水份 (%)	≤0.10	≤0.10	≤0.10	<0.05
色度 (APHA)	≤80	<100		<100
TGA: 1%	>261°C	--	--	--
TGA: 5%	>378°C	329°C	--	329°C
TGA: 10%	>403°C	393°C	--	--

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

3.2 原材料价格下降+募投产能释放，助力业绩提升

公司产品主要原料包括环氧丙烷、环氧氯丙烷、苯酚、双酚 A 和黄磷。自 2015 年初起，前四种原材料价格均处于下行通道（图 19）。并且因其均为石油化工产品，价格与原有油价格有较强的联动性，受益油价持续低位震荡，预计在近一段时间内价格将保持低位，这将有利于公司毛利率的进一步提升。公司 2015 年半年报披露年产 44000 吨磷酸酯阻燃剂项目已经完成 93.34%。部分投产项目经去年下半年的试生产，目前已经趋于稳定。募投项目的逐步投产将有利于公司打破产能瓶颈，同时也可带来更大的规模效应，助力业绩提升。

图 19：自 2014 年底开始，公司主要原材料价格处于下行通道



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 收购大伟助剂+设立并购基金，外延发展可期

2015 年 6 月 2 日，公司与大伟助剂股东龚卫良、勇新、黄德周和龚诚签署附生效条件的《关于浙江万盛股份有限公司发行股份并支付现金购买资产的协议》，拟通过发行股份和现金方式收购对方持有的大伟助剂 100% 股权。

大伟助剂主营为以特种脂肪胺类为主的精细化工产品的研发、生产和销售。其以正辛胺、异辛胺等少数产品起家，多年来持续在特种脂肪胺领域深耕细作，目前产品品类已超过 50 种，广泛应用于洗护用品表面活性剂、聚氨酯催化剂、工业杀菌剂、农药绿色溶剂、稀有金属萃取剂、污水处理剂等多种领域（表 9），已经成为在细分市场中具有较强影响力的企业。其中正辛胺和 2-乙基己胺等是亚洲最大的生产供应商。公司占地面积 30000 多平方米，建筑面积 10000 多平方米，固定资产 6000 多万元，员工 130 多人，其中专业技术人员 20 多名。公司于 2010 年分别通过了 ISO9001 质量管理认证和 ISO14001 环境管理认证。并于 2012 年获得了江苏省高新技术企业和苏州市企业技术中心称号。

大伟助剂业绩高速增长，2013 年、2014 年、2015 年 1-3 月分别实现净利润 1696.36、3639.97、927.27 万元（表 10）。本次交易价格为 3.5 亿元，对应 2014 年 9.6 倍 PE。大伟助剂方面承诺 2015-2018 年实现税后净利润分别为 4000 万、4500 万、5000 万、5500 万元。

表 9：大伟助剂主要产品简介

产品名称	产品物化性能	产品应用简介
正辛胺	本品为无色油状透明液体,具有氨味。不溶于水,易溶于醇、醚、丙酮等有机溶剂,沸点 180°C,闪点 62°C。	本品主要用作染料、颜料、表面活性剂、医药合成的中间体。
三正辛胺	无色到淡黄色油状液体。熔点-34°C,沸点 315°C。相对密度(20/4°C)0.811,折光率(nD20)1.449。溶于醇和醚,易溶于非极性溶剂,微溶于水。有氨的气味,呈碱性。	用作贵金属萃取剂。在冶金工业中,用来萃取分离钴、镍、铜系和镧系元素。也可用于合成杀菌剂。
二甲基癸酰胺	无色或浅黄色透明液体。	主要用作聚氨酯催化剂、润滑剂和溶剂等。
N, N-二甲基环己胺	无色透明液体。凝固点-46°C,沸点 262.7°C,相对密度 0.9 (20/20°C),折光率 1.436,闪点 110.6°C。能与水混溶,有氨味。	该产品可用于聚氨酯的凝胶平衡催化剂,可用于聚氨酯软泡,聚氨酯硬泡和涂料。
十八/二十二烷基叔胺	无色透明液体,略有胺味,不易挥发,不易燃,不易爆,熔点:-34°C,沸点:315°C。	主要用作生产日常化用表面活性剂和杀菌剂
N-辛基吡咯烷酮	无色透明液体, D20=0.922g/cm3; 沸点 307°C; 熔点-26°C; 具有优良的皮肤渗透性; 具有优良的表面活性。避免与皮肤和研究接触	农药溶剂,水溶性染料溶剂或分散剂; 电子涂层的剥落剂; 药物合成介质。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 10：大伟助剂近 2 年业绩情况（单位：万元）

项目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年
营业收入	7,841.40	27,585.35	14,427.08
营业利润	1,088.08	4,193.69	1,940.60
利润总额	1,092.47	4,180.60	1,999.43
净利润	927.27	3,639.97	1,696.36
归属母公司所有者净利润	927.27	3,639.97	1,696.36

资料来源：公司公告，申万宏源研究

本次收购对于公司的横向整合具有明显的协同效应。大伟助剂主营产品之一聚氨酯催化剂与公司阻燃剂具有相同的客户群体，能够借助公司的销售能力和品牌价值有效开拓国际知名客户，扩大业务规模。而公司可通过并购切入特种脂肪胺领域，有利于完善自身产品结构，并有望通过大伟助剂进一步开拓视野，了解与主业相关、拥有高技术壁垒的涂料、农药、日化等多个子行业，为进一步拓展打好基础。

——设立并购基金，新一轮外延可期

同时，公司公告拟出资不超过 1.1 亿元与远洲集团旗下杭州市汇信资产合作设立并购基金。此次成立的并购基金计划投资于新材料、大消费、大健康、汽车后市场等领域相关产业链的成长期和成熟期公司，待项目成熟之后注入上市公司。并购基金的设立将为公司资本运作提供有效支持，有利于公司积极布局外延扩张的同时，消除并购项目的前期风险，为公司快速稳定发展提供保障。

4. 关键结论与投资建议

快速增长的有机磷阻燃剂龙头。公司主营聚氨酯和工程塑料用有机磷系阻燃剂，2015 上半年营收和归属母公司净利润分别大增 22%和 78%。产品大量出口，海外收入占 50%以上。公司目前产能 5.35 万吨，与雅克科技列国内阻燃剂前两位，两家全球市占率超过 25%。聚氨酯软泡阻燃剂作为公司特色，国内市占率第一，是宜家家居中国唯一合作商。

有机磷系阻燃剂市场空间广阔。全球阻燃剂市场稳步增长，预计至 2018 年全球容量 280 万吨，年复合增速 4.6%。随着经济发展及合成材料的广泛应用，我国对阻燃剂的需求呈现快速增长趋势。全球阻燃剂“无卤化”进程加速，有机磷阻燃剂潜力十足，预计全球增速超过 7%。国内外资源禀赋不同，我国生产有机磷阻燃剂更有优势。外资退出，竞争格局重构，国内厂家规模和技术水平日趋提高。

主业受益原材料下降，毛利率大幅提升，收购大伟助剂丰富公司产品线。公司产品系列丰富，客户资源稳定，技术实力强。受益于原材料价格下降，产品毛利率大幅提升 3%以上。同时收购国内最大的材料用胺类化学品生产商大伟助剂，16 年承诺业绩 4500 万，有利于丰富公司产品线，提供整体解决方案，实现协同发展。

成立产业并购基金，新一轮外延可期。公司 10 月 31 日公告与杭州市汇信资产管理成立 2 亿元并购基金，投资新材料、大消费、大健康、汽车后市场等领域相关产业链的成长成熟期公司。公司新一轮外延可期。

盈利预测及投资评级：公司是全球有机磷阻燃剂龙头之一，近两年受益产能扩张以及原材料价格下降，主业高速增长，通过通过外延收购大伟助剂，实现协同发展，成立并购基金，新一轮外延可期。首次覆盖给予增持评级。预计 2015-17 年 EPS（按最新股本摊薄）为 0.69 元，1.38 元，1.68 元，当前股价对应 15-17 年 PE 为 83X、42X 和 34X。

表 11：可比上市公司估值对比

公司名称	代码	股价	EPS			PE			PB
			2014	2015	2016	2014	2015	2016	
万盛股份	603010.sh	57.35	0.42	0.69	1.38	136.55	83.12	41.56	7.33
雅克科技	002409.sz	21.96	0.36	0.57	1.03	61.00	38.53	21.32	2.75

资料来源：申万宏源研究 wind

表 12：关键假设表

聚氨酯阻燃剂	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售量 (吨)	18136	21841	22466	25770	27900	34900	39900
不含税平均价格 (万元/吨)	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
毛利率 (%)	29.43%	32.92%	29.00%	23.00%	26.50%	26.50%	25.50%
工程塑料阻燃剂	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售量 (吨)	9276	12296	13433	12260	14000	17500	20000
不含税平均价格 (万元/吨)	2.0	1.7	1.7	2.2	2.3	2.5	2.7
毛利率 (%)	13.97%	15.69%	16.36%	19.43%	22.93%	22.90%	22.40%
聚合物多元醇	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售量 (吨)	9978.1	9327.39	6650.7	6905.54	7450	7950	8450
不含税平均价格 (万元/吨)	1.5	1.3	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7
毛利率 (%)	8.21%	8.49%	6.93%	8.04%	12.00%	12.00%	11.50%

资料来源：申万宏源研究 wind

表 13：合并利润表 (单位：百万元)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	645	747	884	1,591	1,919
二、营业总成本	583	695	790	1,404	1,692
其中：营业成本	506	599	678	1,225	1,489
营业税金及附加	3	3	4	6	8
销售费用	29	37	53	83	92
管理费用	35	44	53	87	100
财务费用	10	11	2	3	3
资产减值损失	1	2	0	0	0
加：公允价值变动收益	3	(3)	0	0	0
投资收益	4	1	0	0	0
三、营业利润	69	49	93	186	227
加：营业外收入	2	3	2	2	2
减：营业外支出	1	1	1	1	1
四、利润总额	70	51	94	187	228
减：所得税	11	9	14	28	34
五、净利润	59	42	80	159	194
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	59	42	80	159	194
六、基本每股收益	0.78	0.52	0.69	1.38	1.68
全面摊薄每股收益	0.51	0.36	0.69	1.38	1.68

资料来源：申万宏源研究 wind

表 14：合并资产负债表 (单位：百万元)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	302	398	926	1,199	1,460
现金及等价物	103	123	629	791	1,000
应收款项	130	141	163	274	326

存货净额	69	82	82	82	82
其他流动资产	0	52	52	52	52
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	220	249	232	214	197
无形资产及其他资产	33	35	35	35	35
资产总计	555	682	1,192	1,448	1,691
流动负债	259	152	226	327	376
短期借款	151	40	100	100	100
应付款项	107	111	125	227	276
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	40	19	19	19	19
负债合计	299	171	245	346	395
股本	75	100	116	116	116
资本公积	51	279	619	619	619
盈余公积	17	20	26	37	52
未分配利润	113	113	188	331	510
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	256	512	947	1,102	1,296
负债和股东权益合计	555	682	1,192	1,448	1,691

资料来源：申万宏源研究 wind

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。