

市场价格 (人民币): 15.66 元

新能源汽车产业链阻燃材料龙头崛起!

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.47
已上市流通 A 股(亿股)	3.44
总市值(亿元)	54.31
年内股价最高最低(元)	15.66/10.54
沪深 300 指数	4058
上证指数	2985

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.358	0.425	0.497	0.640	0.827
每股净资产(元)	4.32	4.49	3.62	4.06	4.62
每股经营性现金流(元)	0.51	0.29	0.31	0.68	0.70
市盈率(倍)	77.40	33.07	26.95	20.91	16.18
净利润增长率(%)	-39.09%	18.05%	60.28%	28.85%	29.24%
净资产收益率(%)	8.28%	9.47%	13.45%	15.45%	17.52%
总股本(百万股)	254.39	253.07	346.79	346.79	346.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 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, 目前已经成为全球产量第一的有机磷系 (无卤) 阻燃剂龙头。
- **赛道优势:** 公司的工程塑料阻燃剂需求随着全球新能源汽车产业快速发展, 尤其是各类用电组件的防火环保安全要求不断提升。工程塑料阻燃剂已经成为新能源产业链需求增速放量最快的关键材料之一。目前, 有机磷系 (无卤) 工程塑料阻燃剂已经在新能源汽车的动力组件 (支架, 盖板, 箱体), 充电桩部件 (充电枪, 充电连接器, 充电桩外壳, 各类内部电子模块外壳等) 得到大规模运用。
- **政策优势:** 欧盟最新法规加快无卤阻燃剂替代卤化阻燃剂: 2021 年 3 月 1 日起, 禁止在所有电子显示屏, 显示器和电视的机箱和机座中使用卤化阻燃剂 (小于 100 平方厘米的小型显示器, 投影仪和医疗显示器不包括在内)。公司作为全球第一的磷系 (无卤) 阻燃剂龙头, 需求有望长期处于高增速。
- **品质壁垒优势:** 公司经过 20 多年的发展, 长期以来和雅克科技 (002409, SZ) 共同处于国内行业龙头的位置, 龙头地位稳固。且公司主要产品的应用场景包括汽车, 3C 电子产品等, 认证严格, 车企以及 3C 电子企业对品质要求高, 认证周期长, 其他潜在产能进入缓慢。
- **量价齐升优势:** 公司阻燃剂产品目前处于供不应求状态, 公司当前已有阻燃剂产能 9.5 万吨, 二期投产 2 万吨在建。公司在互动平台表示已经于 2019 年 4 月份开始上调阻燃剂售价, 带动公司 19 年公告业绩预增 50-80%。2019 年阻燃剂产品销量和价格均有所增长, 表明公司主营业务已经处于量价齐升的大环境中。

投资建议

- 我们看好新能源汽车销售增长带动的阻燃剂/固化剂增长机会, 给予公司未来 6-12 个月 21.42 元目标价位。公司 2019~2021 年 EPS0.50/0.64/0.83 元, 三年复合净利率增长率 (CAGR3) 达到 39%, 对应 2019~2021 年市盈率 26.95/20.91/16.18 倍。

风险

1. 全球新能源汽车增长不及预期
2. 宏观经济衰退
3. 股权解禁风险
4. 行业竞争加剧风险
5. 汇率风险
6. 减值计提风险
7. 其他不可抗力

刘蒙 联系人
liumeng@gjzq.com.cn

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

内容目录

一. 公司推荐逻辑	4
1.1 欧盟电子产业环保新规触发磷系阻燃剂实质性替代卤系阻燃剂	4
1.2 全球新能源汽车产业及消费电子大发展拉动磷系工程塑料阻燃剂下游需求	4
1.3 雅克科技有机磷系阻燃剂受响水事件影响，短期复工困难	4
1.4 主要测算与总结	5
二. 欧盟电子产业环保禁令带来替代需求实质进展	7
2.1 环保政策带动磷系阻燃剂替代卤系阻燃剂实质化进展	7
2.2 磷系阻燃剂较卤系阻燃剂更为廉价，带动阻燃剂替代	7
三. 磷系阻燃剂受益于新能源汽车蓬勃发展	8
3.1 汽车轻量化带动工程塑料需求增长	8
3.2 其他阻燃剂的使用领域	11
在电子通讯领域，工程塑料阻燃剂主要增量在于电子通讯产品外壳材料，电线电缆的绝缘材料等用途。	11
3.3 工程塑料带动阻燃剂需求	11
四. 雅克阻燃剂受到响水事件影响产能复工	13
五. 公司的其他项目与产品情况	14
5.1 胺事业部	14
5.2 催化剂与电子化学品	14
5.3 公司参股企业昇显微电子	15
六. 公司的基本情况	15
6.1 股权结构情况	15
6.2 研发投入四年翻三倍：是公司持续保持产品先进性的核心	16
6.3 公司产业链	16
七. 风险提示	17
八. 盈利预测与投资建议	18
8.1 盈利预测	18
8.2 投资建议及估值	18

图表目录

图表 1: 新能源汽车对于阻燃剂的拉动测算	5
图表 2: 全球阻燃剂占比	7
图表 3: 资源的溴素浓度以及溴素产能分布	8
图表 4: 溴素/阻燃剂价格	8
图表 5: 新能源汽车销售量（万辆）	8
图表 6: 从福特 T 型车到福特 07 款 Fusion 的材料转变	9
图表 7: 汽车中预计会用到万盛产品的组成部分	9

图表 8: 动力电池结构与主要材料.....	10
图表 9: 充电枪实物图.....	10
图表 10: 充电连接器实物图.....	10
图表 11: 充电桩外壳与断路器的实物图.....	11
图表 12: 建筑用工程塑料.....	11
图表 13: 公司主要阻燃剂产品适用的工程塑料.....	12
图表 14: 万盛阻燃剂的主要产品产量 (单位: 吨)	12
图表 15: 克莱恩阻燃剂用量用于借鉴.....	13
图表 16: 雅克科技的两套停产产能 (万吨)	13
图表 17: 胺事业部产品清单.....	14
图表 18: 不同车型中汽车电子所占整车比例.....	15
图表 19: 单车 PCB 价值 (美元/车)	15
图表 20: 公司腰果酚类产品产量.....	15
图表 21: 研发费用持续提升.....	16
图表 22: 产业中游的精细化工品种.....	16
图表 23: 预测销量情况.....	18
图表 24: 预测价格变动 (元/吨)	18
图表 25: 可比公司估值比较 (市盈率法)	19
图表 26: 可比公司估值比较 (市销率法)	19
图表 27: 可比公司估值比较 (PEG 估值法)	20
图表 28: 公司现金流量折现法.....	20
图表 29: 折现现金流法核心假设.....	21

一、公司推荐逻辑

公司共有四大事业部，其中有机磷系阻燃剂是公司盈利核心。占营业收入的 82.19%。其他事业部中，胺事业部是并购并扩建的大伟助剂部分，而电子事业部主要产品为腰果酚及两种电子级脂肪胺，主要用于环氧树脂固化剂（用途如 PCB 基板等）。催化剂事业部产品搭配阻燃剂 TCPP 阻燃剂出售给聚氨酯生产企业。

1.1 欧盟电子产业环保新规触发磷系阻燃剂实质性替代卤系阻燃剂

(1) 溴系阻燃剂话题已长期存在，但核心在于本轮禁令严格程度超预期。2010 年之前欧洲就已经禁止或严格限制多溴联苯和多溴二苯醚两类溴系阻燃剂的使用。本轮禁令更加严格，进一步促进欧盟产品卤系阻燃剂（包含氯系以及溴系两大类）向其他阻燃剂品种转移。

2019 年 12 月 5 日，欧盟发布了法规 (EU) 2019/2021。新法规不允许在电子显示器的外壳和支架中使用卤化阻燃剂 (HFR，注：此处定义为所有含卤素的阻燃剂)。本法规将在 2021 年 3 月 1 日正式实行。目前全球市场份额中，溴系阻燃剂与有机磷系阻燃剂市场份额基本相当，这意味着以溴系阻燃剂为主的电子通信产品向磷系阻燃剂倾斜，盈利弹性很大。

(2) 低成本推动磷系阻燃剂持续替代。由于死海溴素资源禀赋难于复制，部分企业仍保留溴系阻燃剂产业链。近两年，溴素资源属性展现，价格持续攀升，成本支撑溴系阻燃剂价格提升，达到 4-6 万元不等，而磷系阻燃剂依然维持在 2 万元左右。

1.2 全球新能源汽车产业及消费电子大发展拉动磷系工程塑料阻燃剂下游需求

(1) 新能源汽车带动公司主要产品用量（工程塑料阻燃剂与环氧树脂固化剂）持续超预期。

首先，新能源汽车对轻量化诉求更为强烈。由于 1kg 塑料可以替代 2-3kg 钢，铝等更重的金属材料，汽车自重每下降 10kg，充电续航里程增加 2.5km。在成本端，塑料比钢铝材料更为廉价，通常降低成本 40% 以上。在新能源汽车高续航里程与低成本的诉求下，改性塑料占新能源汽车总重有望从传统汽车的 5%-8% 上升至约 10% 左右。

新能源汽车相比传统汽车，在动力电池外壳/动力电池组件中改性塑料重量占比更高，带动工程塑料阻燃剂用量需求增长；电控系统更为复杂，因而汽车电子中 PCB 铜板渗透率更高，带动环氧树脂腰果酚固化剂需求增长。目前全球汽车单车塑料用量中，德系车最高 (300-360kg)，而我国仍然集中在 130~160kg。我们认为，单车阻燃工程塑料用量有望持续提升至 220kg 左右。受益于汽车轻量化，阻燃工程塑料受益汽车轻量化未来增长空间巨大。受益于新能源汽车放量，工程塑料与电控系统都有显著增长，间接增长 PCB 以及工程塑料

然后，电动车会显著带动充电桩数量的提升。目前充电桩非金属材料普遍以 PC 或者 PC/ABS 合金为主。单个充电桩所用塑料柱，锂电外壳，充电枪，电缆料都将拉动有机磷阻燃剂的需求增长。

(2) 伴随全球消费电子产业持续放量，消费电子渗透率持续上升。在欧盟卤系阻燃剂禁令情况下，主要壳体及支架材料（以聚碳，PC/ABS 合金为主）需求有望伴随消费电子产品以及磷系阻燃剂替代双重影响下持续增长。2020 年是 5G 通信放量元年。由于 5G 波长减短，从而导致 5G 基站数量将会显著超过 4G 基站数量。5G 通信产业链中，电子产品壳体材料（通常为 PPE 或 PC），线缆包覆材料 (PE/PVC)，PCB 基板所用环氧树脂用量都有望较大幅度提升。

1.3 雅克科技有机磷系阻燃剂受响水事件影响，短期复工困难

雅克科技是我国生产能力最大的有机磷系阻燃剂生产企业之一，磷系阻燃剂产能达到约 9.3 万吨/年。由于响水爆炸事件，雅克科技下属滨海雅克与响水雅克停产自查。目前雅克科技复产进度尚且不明朗，目前响水雅克产能 4.1 万吨大

概率将长期关停。万盛股份 2019 年 Q1-Q3 阻燃剂产量达到 7.09 万吨，前三季度年化产能 9.5 万吨，实际阻燃剂产量与营收反超雅克科技，成为阻燃剂行业龙头。

响水雅克与滨海雅克产能共计 7.5 万吨对供应端影响显著。而需求端持续增长带动有机磷阻燃剂产品供不应求。我们认为，在主要竞争对手政策性原因而无法投产情况下，万盛股份行业龙头地位逆袭有望带动公司市场份额与业绩双重增长。

1.4 主要测算与总结

1.4.1 磷系阻燃剂需求伴随新能源汽车增长的市场空间极其巨大：

受益卤系阻燃剂替代以及终端工程塑料阻燃剂需求的景气度上升，磷系阻燃剂行业需求全年增长率有望持续增长。目前全球供应在中长期来看，则显得比较紧张。伴随万盛股份二期项目 2020 年投产进程，阻燃剂以及催化剂新增产能（阻燃剂）2 万吨预计年内提负荷，公司有效产能有望从 9.5 万吨上升至 11.5 万吨。而考虑到短期雅克两家阻燃剂公司受到响水事件影响，我们预计万盛的有机磷系阻燃剂市场份额将会从 15% 上升至 20% 左右。

测算假设包含：

- (1) 我们按照 IEA 的 2030 年 30% 存量市场份额测算，来估计 2020~2030 年新能源汽车产量情况（我们保守的按 IEA 数据*80% 考虑）。
- (2) 按照汽车轻量化带动汽车塑料质量占比 2020~2030 年目前的 6% 逐步增长到 8% 考虑。
- (3) 充电桩数量与新能源汽车数量比例从现在的 0.4 提升至 1.0。
- (4) 其他测算估计：新能源车 2000kg 平均重量考虑。阻燃塑料在车用塑料中占比较高，约 50% 左右，阻燃剂用量取常用量的下限 15%。新能源汽车充电桩需要 5-6kg 工程塑料，单一充电桩使用阻燃剂 0.5kg (5kg*10%)。

图表 1：新能源汽车对于阻燃剂的拉动测算

	单位	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
新能源 BEV 汽车销量	万辆	280	440	600	640	800	880	960	1200	1360	1760	2160
充电桩数量/汽车数量		0.4	0.46	0.52	0.58	0.64	0.7	0.76	0.82	0.88	0.94	1
汽车塑料重量占比		6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%	7.2%	7.4%	7.6%	7.8%	8.0%
汽车均重	kg	2000	1990	1980	1970	1960	1950	1940	1930	1920	1910	1900
阻燃剂使用量	万吨	2.58	4.17	5.86	6.43	8.25	9.32	10.42	13.35	15.48	20.49	25.70
新能源汽车拉动阻燃剂增量	万吨		1.60	1.69	0.57	1.83	1.06	1.10	2.92	2.14	5.01	5.21
阻燃剂市场容量	万吨	60	61.60	63.28	63.85	65.68	66.74	67.85	70.77	72.91	77.92	83.13
新能源阻燃剂市场份额变动	%	4.29	6.77	9.26	10.07	12.57	13.96	15.36	18.86	21.24	26.30	30.92

来源：IEA，国金证券研究所

1.4.2 腰果酚有望成为新能源汽车的第二大受益产品

公司腰果酚产品 4 万吨产能逐步放量有望成为公司的第二条腿。

腰果酚固化剂的主要下游为环氧树脂，固化剂占环氧树脂中的用量在 20%~30%。而 PCB 的成本中，厚 PCB 成本的 30% 为环氧树脂，薄 PCB 25% 的成本为环氧树脂。考虑到环氧树脂的价格略高于腰果酚，我们认为 PCB 中腰果酚的成本约占 5~8% 不等。

根据国金电子组对 PCB 行业的测算，认为 2019~2021 年 PCB 行业受益于 5G 以及新能源汽车的汽车电子系统增加，PCB CAGR3 达到 40% 以上。PCB 势必带动环氧树脂以及环氧树脂固化胶腰果酚的市场增长。

我们认为公司的腰果酚为新进入者，尚需 1-2 年时间开拓渠道，有望在 2021-2022 年逐步放量。

1.4.3 总体逻辑总结

行业 **beta** 逻辑主要以下三点：

1. 磷系阻燃剂对溴系阻燃剂替代受欧盟政策影响，将进入实质阶段
2. 需求端受到 TESLA 为首的新能源汽车行业带动
3. 供给端受到安全环保影响收缩，产业近年来有望持续出现供不应求现象。

公司存在 **alpha** 主要体现两个方面：

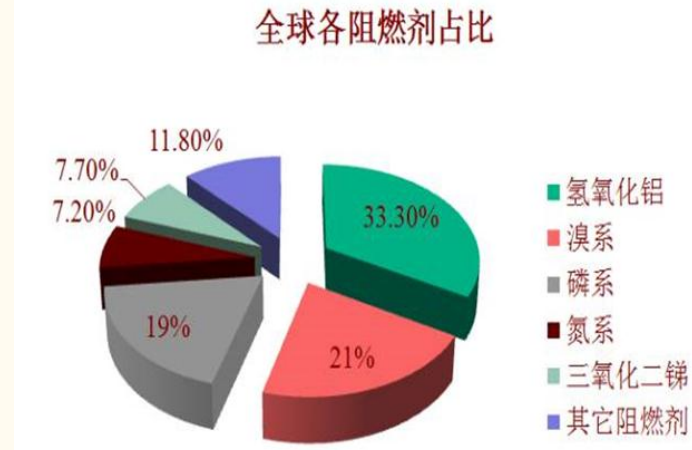
1. 公司作为行业龙头企业，渠道端优势显著，公司目前与多数化工 500 强达成战略联盟。销售端认证是公司稳定的护城河。大公司往往需要长则 3 年，短则 1 年的认证周期，新进入者往往需要 1.5 年建设投产，然后认证需要 1-3 年进行认证，这也是我们认为 3 年内公司受益显著，新建扩产产能难以短期影响市场份额的核心。汽车行业认证时间比其他行业更长，要求规范更加严格。通常认证通过后，客户粘性较强，价格敏感度较弱，具有一定的护城河。
2. 行业龙头地位稳固源于研发高投入带来的产品品种齐全与供应稳定带来的较强议价能力。万盛深耕行业 25 年，目前 50% 以上产品出口供应欧美企业，部分产品牌号存在研发壁垒，带来产品议价权能力很强。在中美贸易摩擦的大环境下，尽管公司的阻燃剂关税提升至 20%，却不影响 2019 年万盛业绩预告增长 50-80%。这也体现了万盛的客户粘性很强。

二. 欧盟电子产业环保禁令带来替代需求实质进展

阻燃剂主要分为有机与无机两大类。有机阻燃剂主要以两大体系为主。

有机主要为磷系，溴系，氮系（氰胺类），无机主要为氢氧化铝水合物（ATH），三氧化二锑，红磷等。

图表 2：全球阻燃剂占比



来源：智研咨询整理，国金证券研究所

2.1 环保政策带动磷系阻燃剂替代卤系阻燃剂实质化进展

此逻辑在多年之前就已经存在，2007 年斯德哥尔摩公约中就开始对部分溴系阻燃剂（如 HBCD 等）实行禁令。但是此次政策拉动与之前超预期的核心在于：**所有的含有卤素（包括氟系以及溴系）阻燃剂都会受到部分影响。**

目前最常用的阻燃剂包含溴系，氟系，氮系，氢氧化铝水合物，三氧化二锑等。目前对于卤系阻燃剂的主要担忧源于燃烧产生的气体可能包含一些有毒物质，包含二噁英，溴化二噁英，呋喃等等。由于全球环保政策的趋严，卤系阻燃剂在多领域的应用受到限制。

2019 年 12 月 5 日，欧盟发布了法规（EU）2019/2021。欧盟 ErP 指令拟禁止在电子显示器的外壳和支架中使用卤系阻燃剂（此处定义的卤系阻燃剂为含卤素的阻燃剂），预计在 2021 年 3 月实行。此法规不包含的产品类别如下：

- 任何屏幕面积小于或等于 100 平方厘米的电子显示器；
- 投影仪；
- 多合一视频会议系统；
- 医疗显示器；
- 虚拟现实耳机；
- 已集成或将集成到指令 2012/19/EU 条款 2 第 3 (a) 点和第 4 点所列产品中的显示器；
- 根据指令 2009/125/EU 采取的实施措施所涵盖的产品组件或子组件的显示器。

此政策意味着磷系阻燃剂对溴系/氟系阻燃剂会带来实质性替代。考虑到目前溴系阻燃剂市场份额略高于磷系阻燃剂，政策带来的磷系阻燃剂需求弹性很大。

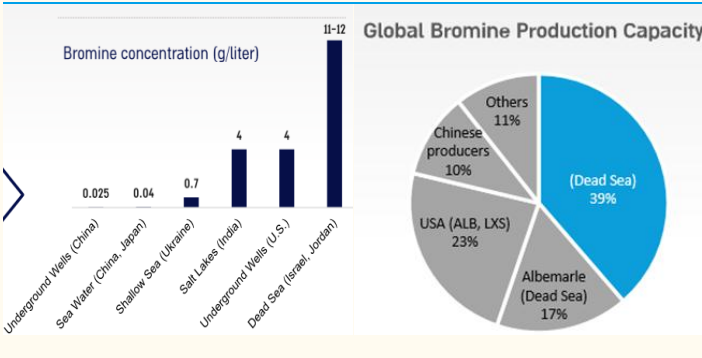
2.2 磷系阻燃剂较卤系阻燃剂更为廉价，带动阻燃剂替代

磷系阻燃剂与溴系阻燃剂存在互相替代效应。国内溴系阻燃剂主要来自于两种渠道，卤水提溴或进口溴素。全球的溴元素寡头是以色列化工（ICL），雅宝（ALB）为首的死海区域企业。由于占据了死海得天独厚的资源禀赋（每升水中溴素含量最高，达到 11~12g/L, 而我国仅 0.025~0.04g/L），ICL 的溴素产能

持续稳定全球第一，溴素（溴产品折溴元素）年产能可在 17.5 万吨左右。溴素价格是溴系阻燃剂的坚实成本支撑。

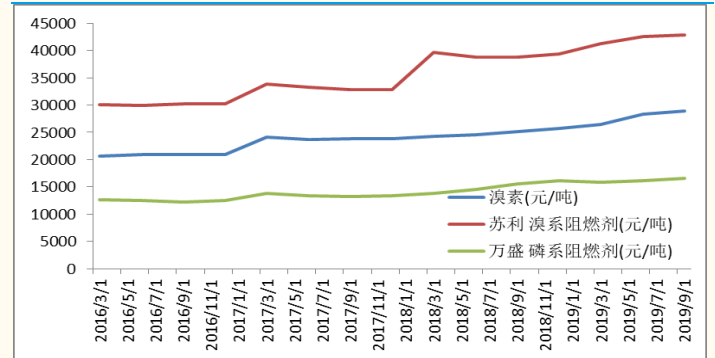
溴素价格在 2019 年出现了较大幅度增长，而磷系阻燃剂价格变动较小。我们可对比苏利的溴系阻燃剂（十溴二苯乙烷）及磷系阻燃剂万盛的主要产品价格（经营数据阻燃剂均价），溴系阻燃剂涨幅明显高于磷系阻燃剂的涨幅。

图表 3：资源的溴素浓度以及溴素产能分布



来源：ICL 年报，国金证券研究所

图表 4：溴素/阻燃剂价格



来源：苏利股份，万盛股份经营数据，国金证券研究所

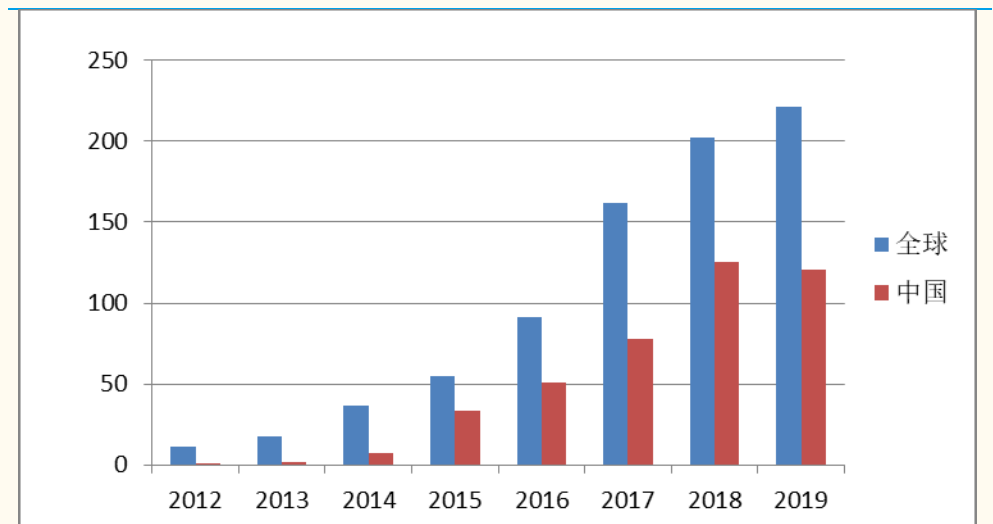
欧洲作为全球第三大阻燃剂市场，全球市场份额稳定在 17%~19%。卤系以及磷系阻燃剂在阻燃剂的总额通常在 40-45%左右。电子产品是工程塑料的第四大下游领域，份额不超过 15%。如果仅仅对欧洲电子产品造成影响，那么此影响对卤系阻燃剂的影响将达到现有市场的 5%左右（ $18\% \times 40\% \times 15\% / 21\% = 5.14\%$ ），对磷系阻燃剂的促进约为 $60 \times 5\% = 3$ 万吨左右。

如果考虑到其他区域受到欧盟限令的指引，我们认为此影响可能会放大到全球的其他部分发达国家市场。

三.磷系阻燃剂受益于新能源汽车蓬勃发展

伴随着全球对节能环保的高度重视，新能源汽车正在从幕后走到台前。欧盟已经率先宣布在 2035 年开始禁售燃油车。我们认为，未来新能源汽车放量是大势所趋。

图表 5：新能源汽车销售量（万辆）



来源：WIND，国金证券研究所

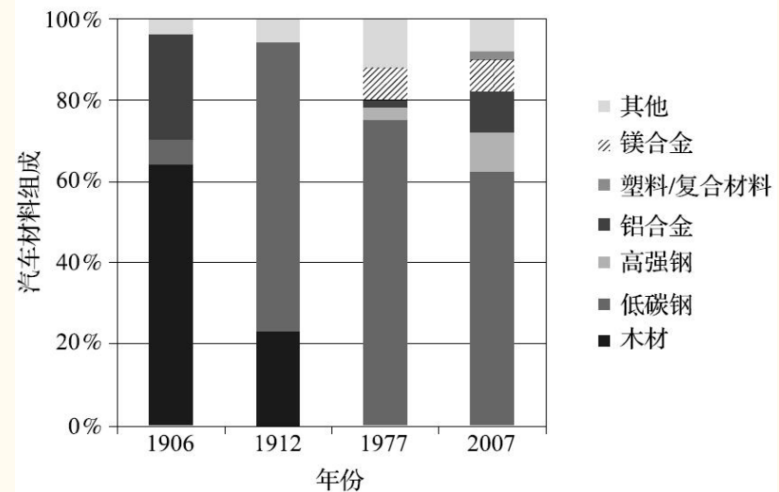
3.1 汽车轻量化带动工程塑料需求增长

首先，新能源汽车对于成本降低，汽车轻量化与延长续航里程的诉求更加强烈。在动力电池能量密度尚无法大幅提升的情况下，“减肥”已经成为新能源汽车充电续航里程提升的主要手段。

在续航里程方面，由于 1kg 塑料可以替代 2-3kg 钢铝等更重的金属材料，汽车自重每下降 10%，油耗可以降低 6%-8%。自重每下降 10kg，每次充电续航里程增加 2.5km。在成本端，塑料比钢/铝等传统金属材料更为廉价，相对于碳纤维等复合材料价格优势更加明显，通常能够降低成本 40%以上。

在新能源汽车高行驶里程与低成本的诉求下，工程塑料占新能源汽车总重有望从传统汽车的 5%-8% 上升至约 10% 以上。

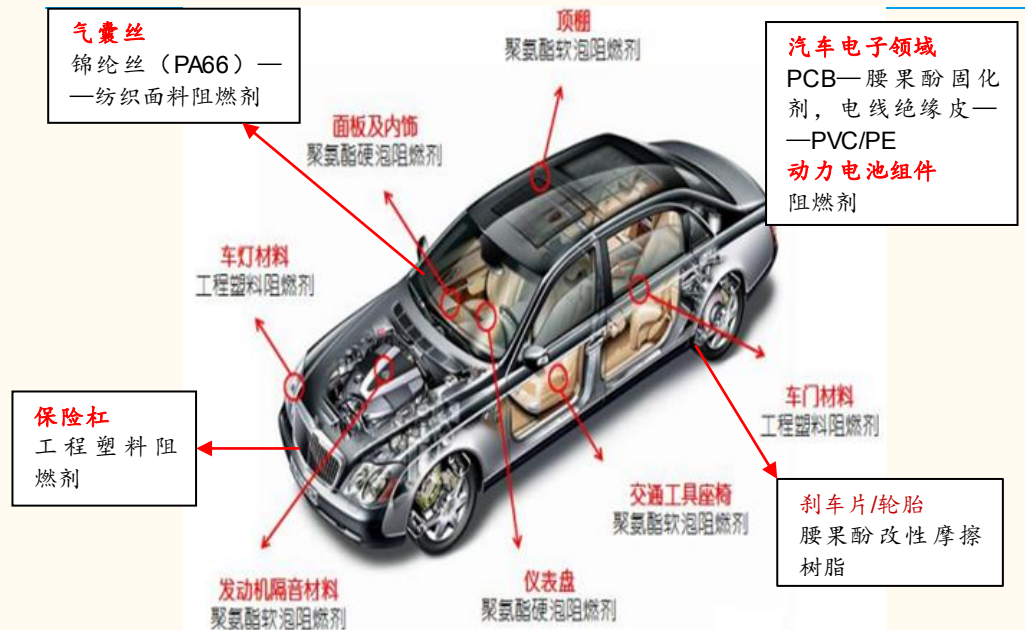
图表 6：从福特 T 型车到福特 07 款 Fusion 的材料转变



来源：《汽车材料及轻量化》，国金证券研究所

目前工程塑料应用已经从汽车的内饰件转向外装件，车身甚至结构件扩展。在目前通用的车用塑料中，PP, ABS, PVC, PU, PC, ABS, PBT, PA, PMMA, PPO, PPE, SMC/BMC 正在成为最为重要的工程塑料品种。

图表 7：汽车中预计会用到万盛产品的组成部分



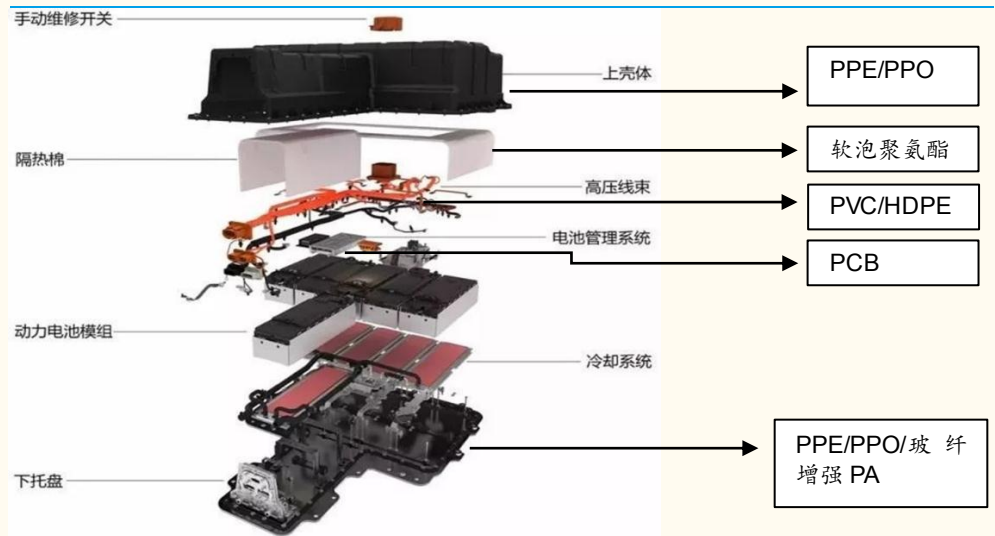
来源：公司公告，国金证券研究所整理

新能源汽车与传统汽车的主要差异部分为动力电池，充电桩组件。

相比于传统燃油车，新能源车去掉了发动机、变速箱、燃油系统，取而代之的是“三电”，即电池、电驱、电控。在“三电”中，电池，也就是电池包，是重量最大的组件，也是轻量化设计的重头戏。传统电池包一般采用低碳钢加工，成本较低但箱体重量大，严重影响电池包系统能量密度和续航里程的提高。所

以，采用轻量化材料就成为了电池包“瘦身”的主要手段之一。一般塑料的比重在 0.9~1.6，玻纤增强复合材料的比重也不会超过 2.0，而钢为 7.6，铝为 2.7。使用塑料可以减轻电池组件壳体约 40% 的重量。

图表 8：动力电池结构与主要材料



来源：《汽车轻量化技术》，国金证券研究所

充电桩部件

目前动力电池汽车重要的组成部分就是充电桩组件。充电桩组件大量使用聚碳以及 ABS 材料，而阻燃性能作为充电桩安全的最后一道防线，受到关注程度较高。

充电枪：目前主要使用改性 PBT、PC、PC/ABS、玻纤增强聚酰胺（GF-PA）

充电连接器：目前主要使用改性 PBT、聚酰胺（PA）。

图表 9：充电枪实物图



来源：聚赛龙，国金证券研究所

图表 10：充电连接器实物图



来源：聚赛龙，国金证券研究所

充电桩外壳：主要使用阻燃 PC 材料

其他工程塑料组件包含以下三类：

充电桩电源模块外壳，主要使用阻燃 GF-PA66 材料

充电桩内部散热风扇，主要使用阻燃 GF-PBT 材料

充电桩内部断路器，主要使用无卤阻燃 PA6，PA66 材料

图表 11：充电桩外壳与断路器的实物图



来源：聚赛龙，国金证券研究所

3.2 其他阻燃剂的使用领域

目前建筑与日常日用品中，工程塑料及聚氨酯的使用较多。出于对建筑安全以及日用品防火安全的考虑，多数材料具备阻燃性能。建筑方面使用聚氨酯较多，主要用于建筑的保温节能。而家用电器主要外壳，多数都是聚碳与 ABS 材料。电线包覆材料目前仍以 PVC 与聚乙烯为主。

图表 12：建筑用工程塑料



来源：公司公告，国金证券研究所

在电子通讯领域，工程塑料阻燃剂主要增量在于电子通讯产品外壳材料，电线电缆的绝缘材料等用途。

3.3 工程塑料带动阻燃剂需求

根据下图，我们看到公司磷系阻燃剂已经渗透进入了多种工程塑料中去。结合目前公司的主要阻燃剂适用塑料品种包含工程塑料与聚氨酯两大领域，我们认为工程塑料用阻燃剂与新能源汽车板块的相关性较高，而聚氨酯类阻燃剂与建筑家电相关性会更强一些。换句话说，我们更加看好工程塑料阻燃剂高速增长，而聚氨酯类阻燃剂需求相对稳定。

图表 13：公司主要阻燃剂产品适用的工程塑料

	Flexible PU	Rigid PU	PC/ PCABS	HIPS/ PPO	Epoxy Resins	Phenolic Resins	PVC/ Flexible	Rubbers/ Elastomers	Textiles/ Fibers
WSFR-BDP									
WSFR-RDP									
WSFR-PX220									
WSFR-TPP									
WSFR-718									
WSFR-CDP									
WSFR-TCP									
WSFR-TMP									
WSFR-504L									
WSFR-TDCPP									
WSFR-TCPP									
WSFR-A300TB									
WSFR-118									
WSFR-780									
WSFR-590									
WSFR-598									
WSFR-690									
WSFR-660									
WSFR-VE101									
WSFR-VE102									
WSFR-HF-4									
WSFR-Q17HF									
WSFR-HF6									
WSFR-HF-560									
WSFR-HF-568									
WSFR-OP-1									
WSFR-TEP									
WSFR-6									
WSFR-TOP									
WSFR-TBEP									
WSFR-141									
WSFR-148									
WSFR-3901									
WSFR-HF-813									
WSFR-R2002									
WSFR-Y1001									
WSFR-ZY0001									

来源：公司官网，国金证券研究所

根据公司的环评公示，阻燃剂中产量较大的为 BDP，TCPP，TDCPP 以及 504L。从上图用途中，以上四种产品的用途主要为 PC，环氧树脂，聚氨酯，纺织材料方向。另外也可部分用于 PPO 以及弹性体的生产。

图表 14：万盛阻燃剂的主要产品产量（单位：吨）

	504L	8000
	TCPP	15000
	TDCPP	8000
	HF-4	1000
聚氨酯	OP-1	2000
	TBEP	3500
	WSFR-141	3000
	PX-200	2000
	复配性阻燃剂	6000
	合计	48500
	RDP	2500
工程塑料	BDP	30000
	TPP	3000
	PX-220	1000
	合计	36500
总计	85000	

来源：《浙江万盛股份有限公司年产 48000 吨高效环保型阻燃剂、腰果酚系列产品生产项目环评报告》，国金证券研究所

根据我们对克莱恩（前南方化学）的阻燃剂用量统计分析，发现阻燃剂的典型用量 15%~20%。（最低 2%，最高 45%）。

图表 15：克莱恩阻燃剂用量用于借鉴

阻燃剂	用量	标准
软泡聚醚聚氨酯	ExolitOP550	2~10% FMVSS302, DIN75200
软泡聚酯型聚氨酯	ExolitAP422,423,462	6~12% CA117, DIN4102B
		~10% DIN4102B
		5%~10% FMVSS302, DIN75200
		10~20% UL94HFI
硬泡聚氨酯	ExolitAP422,462	15% DIN4102B2
		ExolitAP452 30% DIN4102B2
		ExolitOP550 15~30% DIN4102B2
PE/PP 或两者共聚物	ExolitAP750	20~35% UL94V-0, FMVSS302, DIN4102B
		ExolitAP751 ~30% UL94V-0
		ExolitAP752 20~35% UL94V-0, FMVSS302, DIN4102B
聚酰胺, 玻纤增强聚酰胺	ExolitOP1400	15%~20% UL94V-0

来源：克莱恩官网，国金证券研究所

四. 雅克阻燃剂受到响水事件影响产能复工

国内阻燃剂主要龙头公司为雅克科技与万盛股份。雅克科技受到响水爆炸事件影响，响水雅克难以复产；而滨海雅克截止 2019 年中报披露财务数据尚未盈利，我们据此判断滨海雅克 2019 年 7 月份之前应当尚未恢复生产。

根据雅克科技募投项目环评文件，我们可以得到雅克科技的两家子公司影响产能预计在 7.5 万吨左右。雅克总产能在 9.5 万吨左右，目前实际运营的有效产能仅 2 万吨左右。

根据统计，2018 年磷系阻燃剂全球需求在 60 万吨左右。雅克科技 7.5 万吨产能停产导致全球供应下滑约 12.5% 左右；而全球磷系阻燃剂的消费量增长稳定在 5% 左右。阻燃剂的供应端大幅减少，需求端增长，带动了行业主要牌号的产品供不应求。

图表 16：雅克科技的两套停产产能（万吨）

滨海雅克	TEP	TPP	PEPA	Trimer			合计
产能万吨	10000	10000	10000	5000			35000
响水雅克	TCPP	TDCP	BDP	RDP	TEP	TPP	合计
产能万吨	15000	5000	5000	5000	6000	5000	41000

来源：雅克科技募投项目环评，国金证券研究所

全球阻燃剂格局近年来是国外企业逐步退出，而国内企业逐渐崛起的历史。曾经的行业龙头雅宝因磷系阻燃剂持续亏损而将两座工厂停产，而万盛目前的产能出口额持续上升，目前已经达到 50% 以上，并且与化工 500 强企业多数签订供货协议。

全球主要的磷系阻燃剂包含以下企业：

1. 以色列化工 (ICL)，8 万吨磷系阻燃剂产能（原有 13 万吨，后续部分关停），而溴系阻燃剂及溴素产能全球最大。
2. 科聚亚 (Chemtura)
3. 日本大八，3.2 万吨磷系阻燃剂
4. 日本艾迪科，3.3 万吨磷系阻燃剂
5. 克莱恩 (Clariant)，前南方化学，主要磷系阻燃剂系 ExolitOP/AP/EP/RP 等一系列产能，主要优势在于聚酰胺类的阻燃剂。预计产能 3 万吨左右。
6. 巴斯夫 (BASF，原汽巴精化)，具备磷系阻燃剂产能

国内主要产能包含以下企业：

1. 万盛股份 12 万吨
2. 雅克科技 9.5 万吨
3. 联瑞化工 1.2 万吨
4. 长余化工 2.0 万吨

五. 公司的其他项目与产品情况

5.1 胺事业部

公司收购大伟助剂并将其扩建，主要产品为脂肪胺，脂肪酰胺与特种胺，成为公司的胺事业部。收购时产能约 2 万吨，根据 2018 年报管理层讨论与分析，扩建 1.5 万吨。

胺事业部中，主要脂肪胺以及脂肪酰胺均为医药，农药中间体。而特种胺领域更加广泛，涉及到电子，医药，农药，润滑油等多领域中间体或者添加剂。

图表 17：胺事业部产品清单

PRODUCT NAME	PURITY
N-Octylamine 正辛胺	≥99%
2-Ethyl-hexylamine 异辛胺	≥99%
Hexylamine 正己胺	≥99%
N-Pentylamine 正戊胺	≥99%
Bis(2-ethylhexyl)amine 二异辛胺	≥98%
Diisotridecylamine 二异十三胺	≥97%
N,N-Dimethyldecanamide 二甲基癸酰胺	≥97%
N,N-Dimethyloctyl/decanamide 二甲辛/癸酰胺	≥97%
N,N-dimethyl dodecylamine 十二烷基二甲基叔胺	≥98%
N,N-Dimethyloctylamine 辛烷基二甲基叔胺	≥98%
N,N-Dimethyldecanamine 癸烷基二甲基叔胺（单十叔胺）	≥98%
N,N-Dimethyltetradecylamine 十四烷基二甲基叔胺	≥98%
C12-14-alkyldimethyl amines 12/14烷基二甲基叔胺	≥98%
N,N-Dimethylhexadecylamine 16烷基二甲基叔胺	≥98%
C16-18-alkyldimethyl amines 16/18烷基二甲基叔胺	≥98%
N,N-Dimethyloctadecylamine 18烷基二甲基叔胺	≥98%
C18-22-alkyldimethyl amines 18/22烷基二甲基叔胺	≥98%
Diocetyl/decylmethylamine 双辛/癸烷基叔胺	≥95%
Didecylmethylamine 双癸烷基叔胺（双十叔胺）	≥95%
Triocetyl /Decylamine 三辛/癸烷基叔胺	≥95%
Triocetylamine 三辛胺	≥95%
(3-aminopropyl)diethylamine N,N-二乙基-1,3-丙二胺	≥99%
3-Methoxy-propylamine 3-甲氧基丙胺	≥99%
3-isodecyloxy propylamine 异十烷氧基丙胺	≥97%
3-isopropoxypropylamine 3-异丙氧基丙胺	≥99%
3-(2-ethylhexoxy) propylamine 3-异辛氧基丙胺	≥99%
N,N-Bis(3-aminopropyl)ethylenediamine N,N-双(3-氨基)-乙撑二胺	≥95%
3-Morpholinopropylamine 3-氨基吗啉	≥99%
Cyclopentanamine 环戊胺	≥99%
N-(3-Amino Propyl)-N-Dodecyl Propane-1,3-Diamine Y胺	≥97%
Trihexylamine 三正己胺	≥99%

来源：万盛公司官网，国金证券研究所

5.2 催化剂与电子化学品

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。

电子化学品板块主要生产腰果酚类产品。主要包含腰果酚，腰果酚改性摩擦树脂，腰果酚环氧树脂固化剂，环氧树脂稀释剂产品。

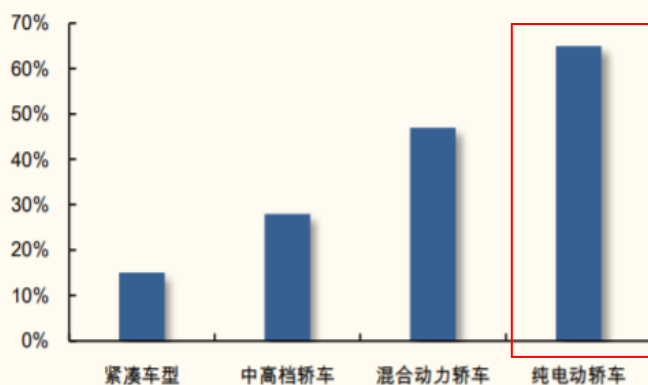
腰果酚是重要环氧树脂以及酚醛树脂固化剂，非离子表面活性剂领域。主要用

途目前集中于覆铜板（PCB）中，在汽车电子，服务器，电子通讯等多领域有广泛使用。

根据国金证券电子组测算，薄/厚 PCB 的环氧树脂成本占比在 25%/30%不等，而环氧树脂的腰果酚固化剂用量占 20%~30%，成本端考虑到腰果酚价格略低于环氧树脂（环氧树脂在 3 万元左右，而腰果酚在 15000 元左右）。我们认为薄 PCB 的成本中腰果酚固化剂约占 4%~5%，而厚 PCB 的成本中腰果酚固化剂的成本占 6~8%。

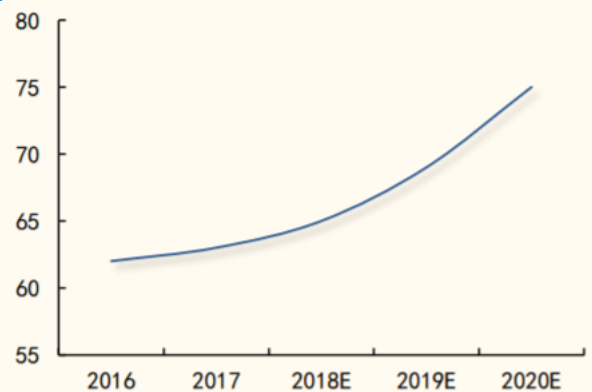
新能源汽车电子比重持续攀升，PCB 用量持续增长。PCB 主要下游包含计算器，手机，消费电子，汽车以及通讯。电子组测算 PCB 的三年 CAGR 达到 40%以上，而公司腰果酚由于市场在开拓阶段，尚未提升负荷。我们认为腰果酚类固化剂产品需求高速增长的情况下，公司的腰果酚类产品将会显著受益于 PCB 的放量。

图表 18：不同车型中汽车电子所占整车比例



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 19：单车 PCB 价值（美元/车）



来源：TTM，国金证券研究所

腰果酚改性摩擦树脂用于刹车片与高性能轮胎中，改善轮胎耐磨性与摩擦系数的高温稳定性能。环氧树脂稀释剂主要增强环氧树脂的流动性，是涂料行业的常用材料。

图表 20：公司腰果酚类产品产量

序号	产品名称	年产量 (t/a)
1	腰果酚	20000
2	腰果酚改性摩擦树脂	2000
3	腰果酚环氧树脂固化剂	12000
4	环氧树脂稀释剂	6000
小计		40000

来源：《浙江万盛股份有限公司年产 48000 吨高效环保型阻燃剂、腰果酚系列产品生产项目环评报告》，国金证券研究所

5.3 公司参股企业昇微电子

公司控股昇微电子 59% 股权。昇微电子的主营业务是面向 OLED 的驱动芯片设计。2019 年中报披露，公司第一款高清 AMOLED 驱动芯片项目已完成第一颗 AMOLED 芯片的样片制作，并已成功点屏，该项目尚需进行客户验证等工作。尚未实现量产，未形成销售收入。

六. 公司的基本情况

6.1 股权结构情况

实控人集团直接与间接共计持有万盛股份的股权 30.2807%。

公司主要股权结构较为分散。实控人高峰，郑国富，高远夏，高献国，高强直接分别持有公司股权 3.1669%，1.4978%，2.3498%，8.237%，1.5760%，共

计持有公司股权 16.8375%。

实控人高峰，郑国富，高远夏，高献国，高强分别持股临海市万盛投资有限公司 11.23%，5.28%，5.28%，18.17%，5.61%，共计持有临海市万盛投资 45.57%，间接持有万盛股份 13.4432%。

管理层持股比例较高。离任与现任管理层持股总量达到 15.016%

公司离任与现任高管（除实控人集团外）主要持股情况：

周三昌、金译平、郑永祥、宋丽娟分别直接持股 3.0612%，1.8915%，0.7199%，0.3344%，共计直接持有 6.007% 股权。

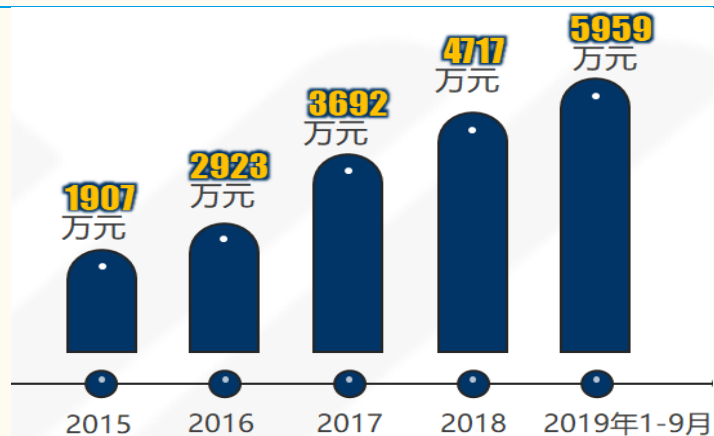
周三昌、金译平、王克柏、郑永祥持有临海市万盛投资股权 12.23%，11.56%，5.28%，1.47%。共计间接持有万盛股份 9.0094% 的股权。

总体分析，公司的股权结构相对松散。但是实控人集团与管理层持股总量较大，达到约 45.3%，构成了较为庞大的实控人-管理层持股体系。

6.2 研发投入四年翻三倍：是公司持续保持产品先进性的核心

公司维持较高比例的研发投入，主要源于市场阻燃剂新品种以及复配产品研发持续投入较高。我们认为，研发高投入是未来产出的主要原动力。

图表 21：研发费用持续提升

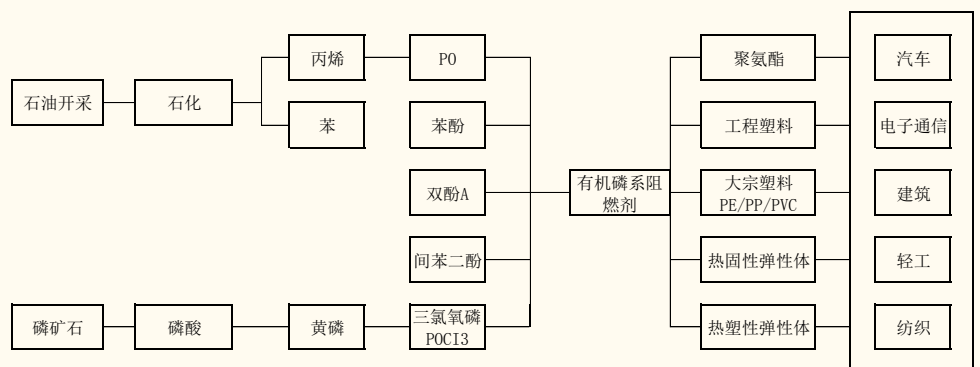


来源：WIND，国金证券研究所

6.3 公司产业链

公司主要阻燃剂处于全产业链的中上游行业。产业链上游多数为大宗化学品，随行就市。下游既有大宗也有精细产品，相对用量不大，下游产品的成本占比不超过 10%，因而具备一定的议价能力，行业属性相对较好。

图表 22：产业中游的精细化工品种



来源：国金证券研究所

七.风险提示

1.全球新能源汽车增长不及预期

公司的主要产品针对于工程塑料以及聚氨酯产品。而工程塑料以及聚氨酯在新能源汽车产业发展中显著受益。如果新能源汽车销售数量不及预期，会对公司短期业绩造成一定的影响。

2.宏观经济衰退

3.股权解禁风险

公司在 2019 年有三次密集解禁。

2019 年 9 月 16 日，解禁 215.65 万股，为定向增发解禁股份，占总股本 0.61%

2019 年 11 月 8 日，解禁 1715.96 万股，为定向增发解禁股份，占总股本 4.95%

2019 年 12 月 9 日，解禁 178.08 万股，为股权激励解禁股份，占总股本 0.49%

三次解禁按收盘价 13.39 元/股，解禁总市值约为 28248 万元。

4 行业竞争加剧风险

行业目前存在较高的 beta，虽然公司存在认证渠道以及客户黏性等一系列优势，但无法排除国内新进入者加剧竞争风险的可能性。

5 汇率风险

公司业务 50%以上为海外业务，涉及外币种类较多。目前公司已经有部分外汇套保头寸，但是仍然无法完全规避单一货币汇率出现大幅波动的风险。

6 减值计提风险

公司目前存有商誉 1.4 亿元，主要系收购大伟助剂产生。大伟助剂业绩受到一系列客观因素（搬迁，以及响水事件导致的短期停产，环保审批时间增长）未能完成业绩目标，从而产生过一次商誉减值。未来不排除商誉再次减值的风险。

7 其他不可抗力

八.盈利预测与投资建议

8.1 盈利预测

我们对于公司的主要产品判断：**工程塑料阻燃剂目前增长较快，处于量价齐升过程中。**聚氨酯阻燃剂消费稳定，处于量价稳定状态。胺事业部主要产品二期产能逐步爬坡，市场相对容量有限，价升量跌；电子化学品的逻辑在于公司加大投入研发，产品未来有望从现在的两种电子级胺类产品向多种电子级产品逐步提升。电子化学品由于使用胺类用量少，但是价格敏感度低，价格通常较为稳定。腰果酚属于新进入者，需要 1-2 年的市场开拓，受益于下游 PCB 高增长，销量有望逐步提升。

图表 23：预测销量情况

销量	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
阻燃剂（万吨）	9.05	9.1	11.2	14	14	14	14	14	14	14	14
胺事业部（万吨）	1.5	2	3	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
电子化学品（吨）	100	250	600	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
腰果酚（吨）	1500	11000	21000	30000	40000	40000	40000	40000	40000	40000	40000

来源：国金证券研究所

参考以往涨价情形，我们 2019~2021 年的主要涨价情况预测如下，聚氨酯类阻燃剂价格略有下滑，工程塑料类阻燃剂量价齐升。催化剂以及胺类价格略有下滑，腰果酚类产品受益于下游需求较好，有望小幅涨价。我们认为万盛股份赛道好，成长快，客户存在认证粘性，并且存在新能源汽车放量以及对卤系阻燃剂被替代带来的需求高增长，持续看好。

图表 24：预测价格变动（元/吨）

价格	2019	2020	2021	2022
阻燃剂		17000	17500	18000
催化剂以及胺类产品		17000	16500	16000
电子化学品		60000	60000	60000
腰果酚		13000	13500	14000

来源：国金证券研究所

8.2 投资建议及估值

我们分别采用市盈率法、市净率法、PEG 估值法、折现现金流法对公司进行估值。我们给予公司 12 个月目标价 21.42 元，首次覆盖公司“买入”评级。

1. 市盈率法

预计公司 2019-2021 年净利润为 1.80、2.35、3.20 亿元，对应 EPS 为 0.52、0.68、0.92 元，对应 PE 为 25.78、19.78、14.49 倍。

我们在可比估值中选取 7 家可比公司对万盛股份进行估值。选取这些公司的主要原因在于可比公司在细分的小赛道中都具备全球或国内领先的优势，与公司的成长逻辑相似。

雅克科技是公司的主要竞争对手，磷系阻燃剂国内龙头之一。

阳谷华泰是橡胶添加剂领域的龙头企业，在轮胎行业回暖的情况下具备一定的超额收益。

美联新材是国内色母粒的龙头企业，主要用途为橡塑加工的添加染色剂。

皇马科技是聚酯助剂以及表面活性剂细分跑道的龙头企业。

利安隆是国内塑料用光稳定剂的主要龙头企业，与万盛的相似之处是同为塑料的添加剂，同为具有渠道优势的企业。

新宙邦主要产品为电解液，下游同为新能源车，高研发，高增长与万盛的逻辑

辑相似。

美国雅宝主要三部分业务，三个领域都是全球龙头，分别是溴素以及溴系阻燃剂，锂金属、以及炼厂催化剂。曾经雅宝也是磷系阻燃剂全球龙头企业，后因为盈利较差关闭了两座磷系阻燃剂工厂。

我们认为万盛股份主要特点部分能与可比公司相近或相似，存在高成长，高研发，渠道强的一系列特点。给予公司 2020 年 21 倍 PE 估值，目标价 21.42 元，给予公司“买入”评级。

图表 25：可比公司估值比较（市盈率法）

PE 序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
1	603010	万盛股份	13.39	0.59	0.66	0.86	22.81	20.19	15.56
2	300586	美联新材	18.68	-	-	-			
3	300121	阳谷华泰	8.66	0.49	0.65	0.90	17.61	13.38	9.61
4	002409	雅克科技	38.82	0.55	0.73	0.92	71.14	53.35	42.34
5	603181	皇马科技	16.11	0.92	1.18	1.49	17.48	13.69	10.79
6	300596	利安隆	37.01	1.53	2.10	2.67	24.21	17.59	13.84
7	300037	新宙邦	36.84	-	1.19	1.49		31.01	24.74
8	alb.n	美国雅宝(ALBEMARLE)	89.64	6.11	5.30	6.33	14.67	16.91	14.15
		中位数					20.21	17.59	14.15
		平均数					27.99	23.73	18.72
	603010	万盛股份	13.39	0.50	0.64	0.83	26.95	20.91	16.18

来源：Wind，国金证券研究所

2. 市销率法

预计公司 2019-2021 年销售收入为 19、23、32 亿元，对应每股销售收入为 5.49、6.66、9.23 元，对应 PS 为 2.44、2.01、1.45 倍。

我们认为，万盛股份通过盈利提升逐渐降杠杆，带来 PS 的持续下移，给予 2020 年目标价 3.5 倍 PS 估值，目标价 21.42 元，给予公司“买入”评级。

图表 26：可比公司估值比较（市销率法）

PS 序号	股票代码	股票名称	股价(元)	SPS(万得一致预测均值)			PS		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
1	603010	万盛股份	13.39	6.14	7.68	9.60	2.18	1.74	1.39
2	300586	美联新材	18.68	-	-	-			
3	300121	阳谷华泰	8.66	5.22	5.84	6.65	1.66	1.48	1.30
4	002409	雅克科技	38.82	4.10	5.07	6.02	9.46	7.66	6.44
5	603181	皇马科技	16.11	6.98	8.42	9.99	2.31	1.91	1.61
6	300596	利安隆	37.01	10.20	13.72	17.41	3.63	2.70	2.13
7	300037	新宙邦	36.84	-	8.31	10.64		4.43	3.46
8	alb.n	美国雅宝(ALBEMARLE)	89.64	33.43	33.84	35.71	2.68	2.65	2.51
		中位数					2.49	2.65	2.13
		平均数					3.65	3.23	2.69
	603010	万盛股份	13.39	5.23	6.02	8.15	2.56	2.22	1.64

来源：Wind，国金证券研究所

3. PEG 估值法

预计公司 2019-2021 年净利润增长率为 68%、30%、36%，对应 PEG 为 0.38、0.85、0.71 倍。我们选取 8 家可比公司对公司进行估值。主要选取公司均为精细化工领域中在一方面具备独特优势的公司。

我们认为，万盛股份属于精细化工产业中跑道好的成长股，公司在历史机遇期中能够持续维持高速增长。未来 2020~2021 年的增长为 23%、36%，按照 2020 年 PEG1.65 倍估值（考虑 2020-2021 年 65% 的利润成长），目标价 21.42 元，给予公司“买入”评级。

图表 27：可比公司估值比较 (PEG 估值法)

PEG 序号	股票代码	股票名称	当前股价对应 PE			归母净利润同比增长率 g			PEG		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
1	603010	万盛股份	22.81	93%	13%	30%	0.24	1.76	0.77		
2	300586	美联新材	18.68	0%	0%	0%					
3	300121	阳谷华泰	17.61	-48%	32%	39%	-0.37	0.56	0.45		
4	002409	雅克科技	71.14	90%	33%	26%	0.79	2.13	2.74		
5	603181	皇马科技	17.48	31%	28%	27%	0.57	0.63	0.65		
6	300596	利安隆	24.21	62%	38%	27%	0.39	0.64	0.89		
7	300037	新宙邦	36.84	0%	39%	26%		0.94	1.40		
8	alb.n	美国雅宝 (ALBEMARLE)	14.67	-6%	-13%	19%	-2.26	-1.11	0.75		
	中位数						0.32	0.64	0.77		
	平均数						-0.11	0.79	1.09		
	603010	万盛股份	26.95	60%	29%	29%	0.45	0.93	0.92		

来源：Wind，国金证券研究所

4. 折现现金流法

我们采用二阶段折现现金流法对公司进行估值。主要参数选取依据如下：

R_f 采用十年期国债收益率， R_m 采用沪深 300 指数 5 年收益率。目标负债水平选取公司 2015-2016 年尚未进行大幅扩张时期的负债率水平区间。

对于未来终值增长率，我们认为欧洲宣布 2035 年禁售燃油车。也就是 2030 年后，仍然存在新能源汽车的替代需求。我们看好公司具备 alpha 优势，新进入者面临产品研发，产品认证，客户粘性多方面困难。我们看好公司持续在市场容量较小的阻燃剂细分赛道中能够持续增长，建议给予公司 TV 增长率+2%。

经测算，公司现金流折现股价在 20.16 元每股，相对现价仍有约 50% 空间，给予公司“买入”评级。

图表 28：公司现金流量折现法

单位：人民币百万元		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
息税折摊前利润 EBIT	a	206	270	364	419	397	405	404	405	404	405	404
所得税率 T	b	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
EBIT*(1-T)	c=a*(1-b)	161	211	284	327	310	316	315	316	315	316	315
加：折旧与摊销	d	62	69	81	105	139	176	200	209	219	229	238
营运资本变动	e	-130	-48	-128	-93	-14	-16	4	-4	4	-4	4
资本开支	f	-449	-554	-312	-235	-147	-297	-147	-147	-147	-147	-147
公司自由现金流	g=c+d+e+f	-356	-322	-76	104	289	179	372	375	392	394	411
现金流现值	h=g/(1+WACC) ^t	-356	-305	-68	88	231	136	267	255	252	240	236
终值	i	10,381										
终值现值	j=i/(1+WACC) ⁿ	7,050										
企业价值	k=h+j	7,298										
净负债	l	308										
少数股东权益	m	-1										
归母股权价值	n=k-l-m	6,990										
总股数 (百万股)	o	347										
每股价值	p=n/o	20.16										

来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：折现现金流法核心假设

参数名称	取值
显性期年数	8
终值期增长率	2.00%
Beta	0.59
无风险利率	2.82%
市场风险溢价	5.37%
股权成本	6.00%
债权成本	5.00%
WACC	5.68%

来源：Wind，国金证券研究所

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)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,227	1,473	1,733	1,815	2,088	2,826	货币资金	287	188	291	295	317	419
增长率		20.1%	17.6%	4.7%	15.0%	35.4%	应收款项	219	256	389	400	458	619
主营业务成本	-918	-1,171	-1,341	-1,366	-1,533	-2,068	存货	132	149	269	270	290	374
%销售收入	74.9%	79.5%	77.4%	75.3%	73.4%	73.2%	其他流动资产	20	153	69	111	114	123
毛利	308	302	392	449	555	758	流动资产	657	746	1,017	1,076	1,179	1,535
%销售收入	25.1%	20.5%	22.6%	24.7%	26.6%	26.8%	%总资产	46.8%	41.2%	49.0%	42.8%	37.6%	40.9%
营业税金及附加	-6	-12	-11	-12	-14	-18	长期投资	26	25	25	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	396	688	784	1,108	1,427	1,644
销售费用	-63	-75	-90	-102	-121	-170	%总资产	28.2%	38.0%	37.7%	44.1%	45.6%	43.8%
%销售收入	5.2%	5.1%	5.2%	5.6%	5.8%	6.0%	无形资产	283	327	232	330	526	570
管理费用	-71	-86	-72	-78	-90	-122	非流动资产	748	1,063	1,060	1,438	1,954	2,215
%销售收入	5.8%	5.8%	4.1%	4.3%	4.3%	4.3%	%总资产	53.2%	58.8%	51.0%	57.2%	62.4%	59.1%
研发费用	0	0	-47	-51	-61	-85	资产总计	1,406	1,809	2,077	2,514	3,132	3,750
%销售收入	0.0%	0.0%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	短期借款	41	290	186	507	786	927
息税前利润 (EBIT)	167	129	173	206	270	364	应付款项	132	265	413	336	363	476
%销售收入	13.6%	8.8%	10.0%	11.4%	12.9%	12.9%	其他流动负债	38	40	57	33	40	53
财务费用	11	-19	-3	-13	-23	-33	流动负债	211	595	656	876	1,189	1,456
%销售收入	-0.9%	1.3%	0.2%	0.7%	1.1%	1.2%	长期贷款	120	90	250	250	400	550
资产减值损失	-2	0	-98	0	0	0	其他长期负债	21	24	36	107	107	107
公允价值变动收益	3	-1	0	-3	0	0	%负债	352	709	942	1,233	1,696	2,113
投资收益	-1	2	2	2	2	2	普通股股东权益	1,053	1,100	1,136	1,281	1,437	1,638
%税前利润	n.a	2.0%	1.1%	0.7%	0.5%	0.4%	其中：股本	254	254	253	354	354	354
营业利润	177	116	79	197	255	338	未分配利润	298	325	387	507	663	864
营业利润率	14.4%	7.9%	4.5%	10.9%	12.2%	12.0%	少数股东权益	0	0	-1	-1	-1	-1
营业外收支	4	0	67	24	30	30	负债股东权益合计	1,406	1,809	2,077	2,514	3,132	3,750
税前利润	181	116	146	221	285	368	比率分析						
利润率	14.8%	7.9%	8.4%	12.2%	13.6%	13.0%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-32	-25	-42	-49	-63	-81	每股指标						
所得税率	17.5%	21.6%	28.9%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.588	0.358	0.425	0.497	0.640	0.827
净利润	149	91	104	172	222	287	每股净资产	4.141	4.322	4.487	3.617	4.056	4.622
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0	每股经营现金净流	0.527	0.513	0.294	0.310	0.679	0.702
归属于母公司的净利润	150	91	108	172	222	287	每股股利	0.240	0.110	0.150	0.146	0.188	0.243
净利率	12.2%	6.2%	6.2%	9.5%	10.6%	10.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.19%	8.28%	9.47%	13.45%	15.45%	17.52%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	10.64%	5.03%	5.18%	6.86%	7.09%	7.65%
净利润	149	91	104	172	222	287	投入资本收益率	11.35%	6.83%	7.83%	7.89%	8.03%	9.10%
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0	增长率						
非现金支出	29	27	145	62	69	81	主营业务收入增长率	39.39%	20.11%	17.63%	4.74%	15.01%	35.38%
非经营收益	-4	11	5	6	-2	9	EBIT增长率	73.53%	-22.83%	34.04%	19.21%	30.88%	34.66%
营运资金变动	-41	1	-180	-130	-48	-128	净利润增长率	75.86%	-39.09%	18.05%	60.28%	28.85%	29.24%
经营活动现金净流	134	131	74	110	241	249	总资产增长率	26.65%	28.67%	14.85%	21.01%	24.62%	19.71%
资本开支	-168	-280	-149	-449	-554	-312	资产管理能力						
投资	5	4	5	-3	0	0	应收账款周转天数	47.5	45.2	53.3	65.0	65.0	65.0
其他	-100	7	124	2	2	2	存货周转天数	48.1	43.7	56.9	72.0	69.0	66.0
投资活动现金净流	-263	-270	-20	-451	-552	-311	应付账款周转天数	43.0	53.3	72.7	75.0	72.0	70.0
股权募资	0	0	27	25	0	0	固定资产周转天数	83.5	73.6	135.1	127.0	107.9	93.7
债权募资	137	219	56	391	430	290	偿债能力						
其他	-22	-78	-43	-71	-96	-127	净负债/股东权益	-12.10%	17.48%	12.78%	34.10%	58.79%	63.11%
筹资活动现金净流	116	142	40	345	334	163	EBIT利息保障倍数	-15.9	6.7	57.0	15.7	11.8	10.9
现金净流量	-13	3	95	4	22	102	资产负债率	25.04%	39.19%	45.36%	49.04%	54.15%	56.34%

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	0	0	1
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	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

单击此处输入文字。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH