

603010.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 26.18

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	56.8	(11.9)	9.1	67.9
相对上证指数	52.9	(14.0)	7.1	61.3

发行股数(百万)	485
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	12,704
3个月日均交易额(人民币 百万)	344
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
河南洛升企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	14

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2021年12月31日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格**
化工: 化学制品
证券分析师: 余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

万盛股份

磷系阻燃剂龙头, 拓展新能源材料领域

万盛股份为全球磷系阻燃剂行业龙头, 公司通过投资控股福建中州进军电解液添加剂领域, 进一步拓展了公司产品品类。

支撑评级的要点

- 公司为全球磷系阻燃剂行业龙头, 20多年来深耕以磷系阻燃剂为主的功能性精细化学品业务。公司现有工程塑料阻燃剂产能7.5万吨, TCPP产能4万吨, 软泡阻燃剂产能1万吨, 胺助剂产能2.5万吨, 催化剂产能1万吨, 涂料助剂产能4万吨。公司营业收入从2016年的12.27亿元增长到2020年的23.3亿元, 年均复合增长率为21.5%; 归母净利润从2016年1.49亿元增长到2020年3.93亿元, 年均复合增长率为35.83%。2021年, 公司前三季度营业收入30.68亿元, 同比增长97.80%, 归母净利润6.25亿元, 同比大幅增长171.41%。
- 多因素促进BDP阻燃剂需求增长, 公司占全球BDP产能超过40%, 在此轮涨价中最为受益。欧盟无卤化法规、PC产能扩张、5G基站建设、新能源汽车产业发展等因素共同促进BDP阻燃剂需求增长。根据EVTank预计, 2025年全球新能源汽车销量将达到1800万辆, 经测算对应新能源汽车领域工程塑料阻燃剂需求将约为10.08万吨。综合考虑, 我们预计BDP未来5年有望维持略超2万吨/年的需求增长。因2019年响水事故, 国内部分产能退出, 以及疫情导致的海外厂商于2020年的陆续关停, 造成全球BDP阻燃剂供应大幅下滑, 2021年BDP价格出现大幅上涨, 10月份价格触及51000元/吨, 较去年同期上涨59%。按公司理论产能65000吨/年测算, BDP阻燃剂价格每上涨1000元/吨, 公司EPS增厚0.114元。
- 投资福建中州布局新能源材料领域, 扩展未来盈利增长点。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。其中, 一期产能20500吨。受下游新能源汽车行业高景气, 磷酸铁锂电池比例提升影响, VC、FEC需求大幅度增长, 预计后期VC、FEC供需将维持紧平衡状态, 公司释放产能后未来有望持续贡献业绩增量。

盈利预测与估值

- 基于山东万盛“年产31.93万吨功能性新材料一体化生产项目”、福建中州“三明锂离子电解液添加剂和导电新材料项目”投产以及BDP阻燃剂长期供应紧缺的预期, 暂不考虑增发带来的股本摊薄, 预计公司2021-2023年每股收益分别为1.79元, 2.07元, 2.37元, 对应的PE分别为14.6倍, 12.6倍, 11.1倍, 首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- BDP阻燃剂其他厂家规划产能投放进度超预期的风险; 福建中州项目环评能评遇阻导致项目延迟的风险; 产品销售价格波动的风险; 安全生产管理风险; 疫情影响的风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,930	2,330	3,792	4,276	5,184
变动(%)	11	21	63	13	21
净利润(人民币 百万)	396	410	868	1,005	1,149
全面摊薄每股收益(人民币)	0.342	0.810	1.790	2.071	2.367
变动(%)	(19.6)	137.2	120.9	15.7	14.3
全面摊薄市盈率(倍)	76.6	32.3	14.6	12.6	11.1
价格/每股现金流量(倍)	62.3	31.6	13.1	12.6	10.4
每股现金流量(人民币)	0.42	0.83	2.00	2.07	2.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.5	22.9	12.0	10.1	8.5
每股股息(人民币)	0.107	0.286	0.608	0.695	0.811
股息率(%)	0.4	1.1	2.3	2.7	3.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

公司为全球最大磷系阻燃剂生产商	6
公司当前实际控制人为高献国家族，未来有望归入复星集团	7
公司盈利能力持续提升	8
多个在建项目或将给未来业绩带来较大增量	10
磷系阻燃剂行业快速发展，供需格局持续紧张	12
阻燃剂应用广泛，磷系阻燃剂为未来发展趋势	12
全球阻燃剂市场稳步发展，亚洲市场上升势头强劲	14
有机磷系阻燃剂消费量快速增长，中国市场占比不断提升	16
国家对消防安全和防火材料高度重视，阻燃剂消费市场前景广阔	16
欧盟无卤化法规促进有机磷系阻燃剂需求增长	17
工程塑料类阻燃剂 BDP 需求持续增长，响水事故后供应端趋紧	18
TCPP 阻燃剂部分产能关停，行业竞争格局改善	23
胺助剂及催化剂市场发展空间广阔，公司产品产销量持续增长	26
脂肪胺应用广泛，国内市场发展空间巨大	26
杀菌剂、洗手液等行业市场规模不断扩大，带动胺助剂销量增长	26
公司胺助剂产品产销量持续增长	27
涂料助剂以可再生资源为原料，符合绿色规划	28
涂料助剂作为公司新业务，未来发展空间广阔	28
投资福建中州进军新能源材料赛道，扩展未来盈利增长点	30
VC、FEC 需求逐年增长	30
新能源汽车市场快速发展，动力电池装车量持续攀升	30
磷酸铁锂电池装机占比上升，VC 需求激增	31
今年以来 VC 价格大幅上行	32
VC 厂家积极扩产，行业维持供需紧平衡	33
FEC 价格今年以来大幅上行，供需格局长期偏紧	34
盈利预测与投资评级	35
核心假设：	35

盈利预测: 35

风险提示 37

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2. 万盛股份产业链关系图.....	7
图表 3. 万盛股份股权结构图 (按非公开发行 10430 万股完成后计算).....	8
图表 4. 2016-2021 公司营业收入变化.....	9
图表 5. 2016-2021 公司归母净利润变化.....	9
图表 6. 2016-2020 公司主营业务收入结构.....	9
图表 7. 2016-2020 公司毛利结构.....	9
图表 8. 公司历年毛利率、净利率、ROE (加权) 变化.....	10
图表 9. 公司历年毛利率变化 (按产品分类).....	10
图表 10. 在建项目情况.....	11
图表 11. 阻燃剂下游应用领域.....	12
图表 12. 阻燃剂产品类别.....	13
图表 13. 三类阻燃剂区别.....	13
图表 14. 有机磷系阻燃剂应用领域.....	14
图表 15. 2020-2027 全球阻燃剂需求量.....	14
图表 16. 国外主要阻燃剂生产商列表.....	15
图表 17. 国内主要阻燃剂生产商列表.....	15
图表 18. 客户的产品认证流程.....	16
图表 19. 2017 年全球阻燃剂占比情况.....	16
图表 20. 中国有机磷系阻燃剂需求情况.....	16
图表 21. 国家出台有关阻燃标准的政策.....	17
图表 22. 欧盟无卤化法规发展历程.....	18
图表 23. BDP 生产流程.....	18
图表 24. 全球现有 BDP 产能情况.....	19
图表 25. 全球在建 BDP 产能情况.....	19
图表 26. 新能源汽车充电桩保有量预测.....	20
图表 27. 全球新能源汽车销量变化.....	20
图表 28. 全球新能源汽车销量增长对阻燃剂消费量拉动测算.....	20
图表 29. 2013-2019 年中国 PC 产量情况.....	21
图表 30. 国内 PC 规划产能情况.....	21

图表 31.2017-2021 年 ABS 和 PC 现货价情况.....	21
图表 32. 中国新建 5G 基站数量预测.....	22
图表 33.全球 5G 手机出货量预测.....	22
图表 34.三氯氧磷价格走势.....	22
图表 35.双酚 A 价格走势.....	22
图表 36. BDP 价格走势.....	23
图表 37. 国内主要 TCPP 产能情况.....	23
图表 38. 国内在建 TCPP 产能情况.....	24
图表 39. 2015-2020 年中国聚氨酯产量及消费量.....	24
图表 40. 2017 年中国聚氨酯产品结构.....	24
图表 41. 环氧丙烷价格走势.....	25
图表 42. TCPP 价格走势.....	25
图表 43.胺助剂行业产业链.....	26
图表 44. 2015-2020 年中国洗手液市场规模情况.....	27
图表 45. 2013-2018 年中国工业杀菌剂市场规模.....	27
图表 46. 涂料助剂行业产业链.....	28
图表 47. 船舶涂料 VOC 相关法规及限值.....	29
图表 48. 2019 年不同电解液添加剂市场占有率.....	30
图表 49. 2014-2020 全球电解液添加剂出货量.....	30
图表 50. 2017-2021 年 11 月中国动力锂电池产量统计.....	31
图表 51. 2019-2021 年 11 月中国动力电池月度装车量.....	31
图表 52. 2021 年中国动力电池装车量结构统计.....	31
图表 53. 2016-2021 年 11 月中国动力电池装车量结构.....	31
图表 54. 2025 年全球 VC 需求量测算.....	32
图表 55. VC 价格走势.....	33
图表 56. 2021 年 VC 现有产能.....	33
图表 57. 近几年 VC 规划产能.....	33
图表 58. 2021 年 FEC 现有产能.....	34
图表 59. 近几年 FEC 规划产能.....	34
图表 60. 万盛股份盈利预测.....	35
图表 61.可比上市公司估值表.....	36
损益表(人民币 百万).....	38
资产负债表(人民币 百万).....	38
现金流量表(人民币 百万).....	38
主要比率 (%).....	38

公司为全球最大磷系阻燃剂生产商

浙江万盛股份有限公司(以下简称“万盛股份”、“公司”)前身为成立于1995年的临海市江南助剂厂。公司20多年来专注于以磷系阻燃剂为主的功能性精细化学品的生产、研发和销售,目前已成为全球最大的磷系阻燃剂供应商。2014年10月,公司于上交所挂牌上市(股票代码:603010)。2015年11月,公司收购张家港市大伟助剂有限公司,拓展特种脂肪胺类业务。2020年8月,公司成立全资子公司山东万盛新材料有限公司,拟投建年产31.93万吨功能性新材料一体化生产项目。2021年11月,公司通过投资控股福建中州新材料科技有限公司拟新建“三明锂离子电解液添加剂和导电新材料项目”,正式进军新能源汽车电池材料领域。公司不断拓展业务板块,目前已形成磷系阻燃剂、胺助剂及催化剂、涂料助剂、新能源汽车电池材料等多业务板块齐头并进的良好发展态势。

图表1 公司发展历程

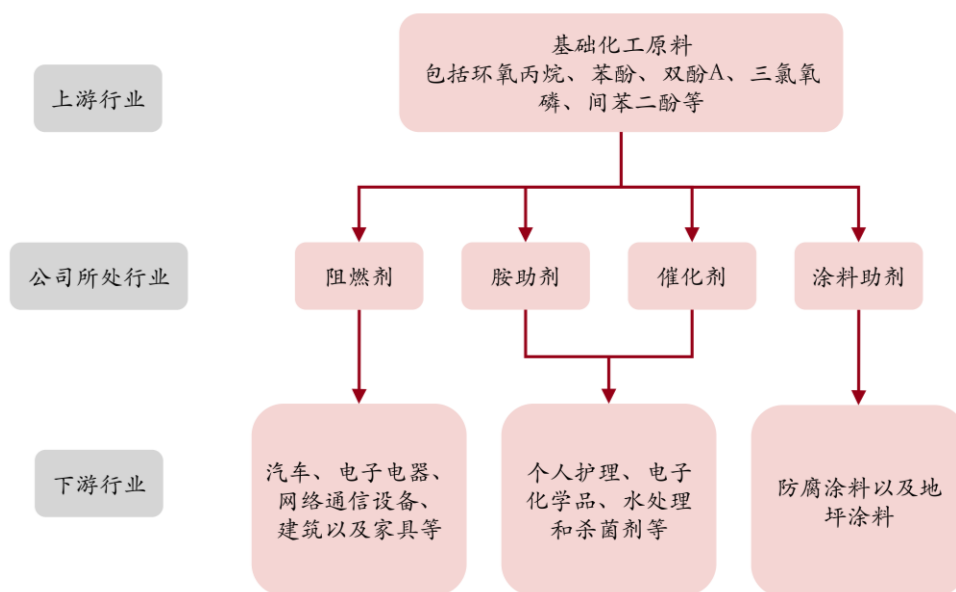


资料来源:公司官网,中银证券

公司目前主要产品包括阻燃剂、胺助剂及催化剂和涂料助剂,均属于功能性精细化学品领域。根据公司2020年报,阻燃剂产品占公司主营收入比例为76.51%,胺助剂及催化剂产品占比为20.88%,涂料助剂产品则仅占2.5%。公司现有工程塑料阻燃剂产能7.5万吨(其中BDP6.5万吨),TCP产能4万吨,软泡阻燃剂产能1万吨,胺助剂产能2.5万吨,催化剂产能1万吨,涂料助剂产能4万吨。公司设有欧洲万盛、英国万盛、美国万盛、香港万盛销售子公司,服务欧洲、美国当地客户,并已与陶氏化学、拜耳、朗盛、巴斯夫、沙比克、金发科技、万华化学等国内外知名企业建立了长期的合作关系,形成了较高的客户认证壁垒。

产品下游应用广泛。公司产品的原材料主要包括环氧丙烷、苯酚、双酚A、三氯氧磷、间苯二酚等基础化工原料。产品下游来看,阻燃剂可应用于汽车、电子电器、网络通信设备、建筑以及家具等行业;胺助剂及催化剂可用于个人护理、电子化学品、水处理和杀菌剂等行业;涂料助剂则应用于防腐涂料及地坪涂料行业。

图表 2. 万盛股份产业链关系图



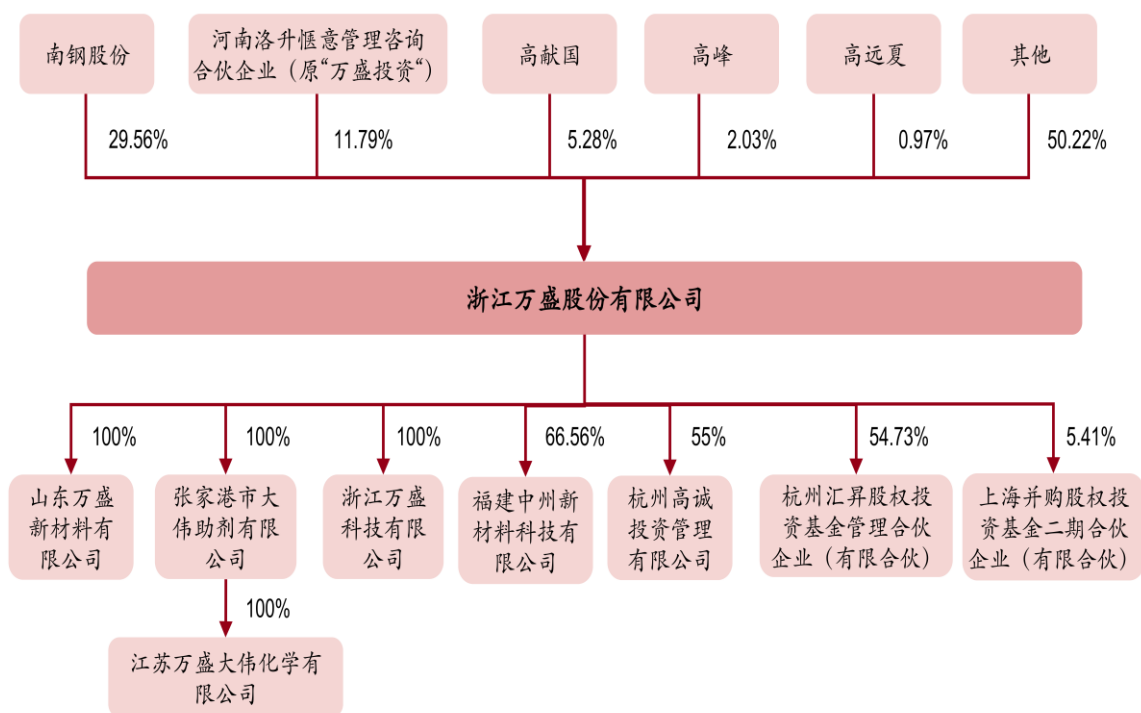
资料来源：公司年报，中银证券

公司当前实际控制人为高献国家族，未来有望归入复星集团

截至 2021 年 11 月 28 日，万盛股份实控人为高献国家族。高献国家族通过 100% 控股河南洛升（原“万盛投资”）间接持有万盛股份 14.14% 股权，另外，高献国、高峰、高远夏分别直接持有万盛股份 6.33%、2.43%、1.16% 的股权。目前，南钢股份持有公司 14.42% 的股权。山东万盛新材料有限公司、张家港市大伟助剂有限公司、浙江万盛科技有限公司为公司全资子公司，江苏万盛大伟化学有限公司为公司全资二级子公司。

公司控股股东和实际控制人拟发生变化。公司控制权将在非公开发行股票完成后发生变更。公司拟非公开发行不超过 10,430 万股（含 10,430 万股）股票，将全部由南钢股份认购。若本次非公开发行完成，南钢股份合计将持有公司 17,430 万股股份，占发行后总股本的 29.56%，公司控股股东将由河南洛升变更为南钢股份，实际控制人将由高献国家族变更为郭广昌。2021 年 11 月 12 日，公司非公开发行股票申请已经获得证监会受理。

图表 3. 万盛股份股权结构图 (按非公开发行 10430 万股完成后计算)



资料来源：公司公告，中银证券

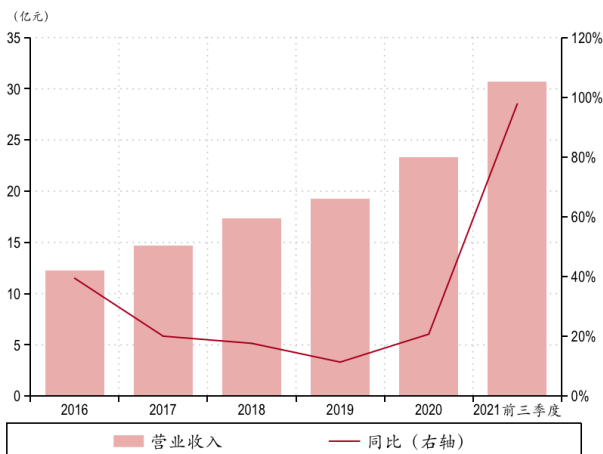
注：高献国、高峰、高远夏为一致行动人

公司盈利能力持续提升

公司经营业绩持续增长。公司近年来营业收入稳定增长，营业收入从 2016 年 12.27 亿元增长到 2020 年 23.3 亿元，年均复合增长率为 21.5%。归母净利润从 2016 年 1.49 亿元增长到 2020 年 3.93 亿元，年均复合增长率为 35.83%。2021 年，公司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，同比大幅增长 171.41%，主要原因为阻燃剂市场供应短缺，公司阻燃剂产品量价齐升。

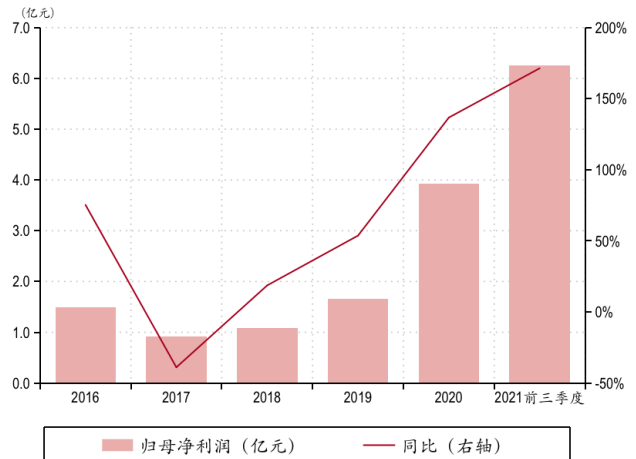
公司绝大部分毛利来源于阻燃剂业务。公司业务毛利结构与收入类似，绝大部分来自于阻燃剂，胺助剂及催化剂毛利占比不足 20%。聚合物多元醇 (POP) 收入和毛利占比逐年下降，2019 年，公司不再生产聚合物多元醇 (POP)，转向涂料助剂行业，2020 年涂料助剂的毛利占比为 0.45%。

图表 4. 2016-2021 公司营业收入变化



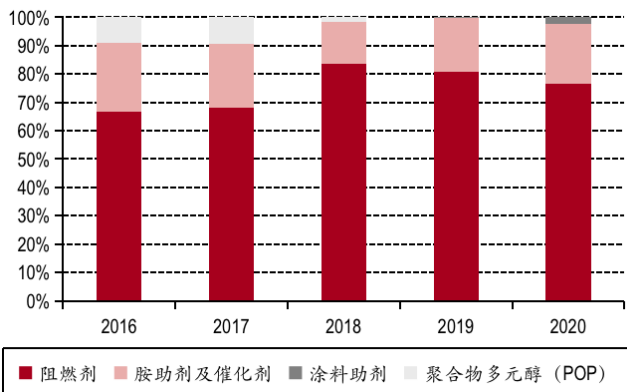
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2016-2021 公司归母净利润变化



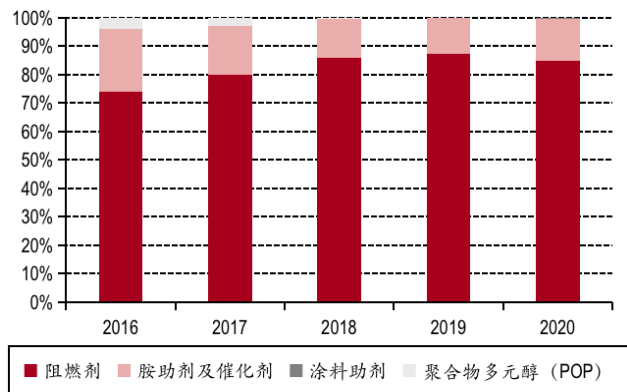
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2016-2020 公司主营业务收入结构



资料来源：公司年报，中银证券

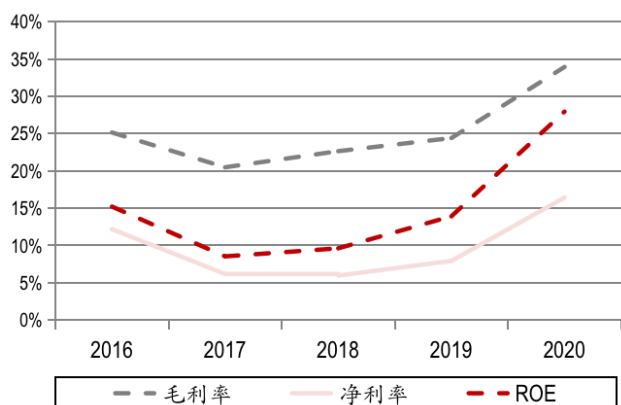
图表 7. 2016-2020 公司毛利结构



资料来源：公司年报，中银证券

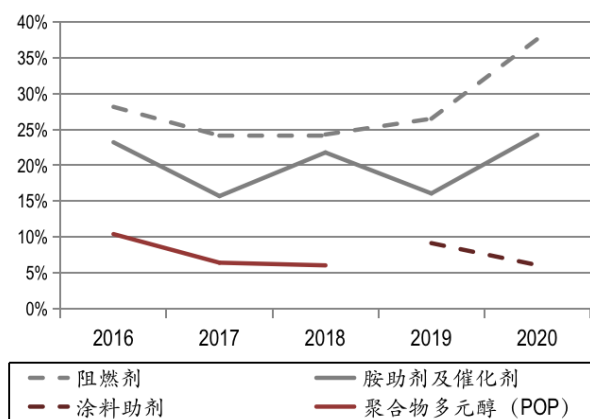
公司调整业务模块，盈利能力逐年提升。公司毛利率总体处于上升趋势，除了在 2017 年由于全球化工原材料成本快速上涨而出现小幅下降。公司的毛利率从 2016 年的 25% 左右提高到 2020 年的 33.92%，主要归因于公司主要产品阻燃剂、胺助剂盈利能力提升。公司的净利率与毛利率变动趋势一致，在 2017 年下降后持续提升，2020 年公司净利率已提升至 15% 以上。公司的 ROE 变动趋势也与毛利率变动趋势基本一致。分产品而言，阻燃剂毛利率在 2018-2020 年逐年上升，主要是由于阻燃剂行业供小于求，公司阻燃剂产品价格上升。胺助剂毛利率波动较大，主要系市场供求关系及原料成本波动所致。2020 年涂料助剂毛利率则略有下滑至 6.09%，主要是因为业务开展初期，处于客户开发阶段，产能负荷不足。

图表 8. 公司历年毛利率、净利率、ROE (加权) 变化



资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 公司历年毛利率变化 (按产品分类)



资料来源：公司年报，中银证券

多个在建项目或将给未来业绩带来较大增量

根据 2021 年 8 月 3 日公司非公开发行方案修订公告，山东万盛新材料有限公司年产 31.93 万吨功能性新材料一体化生产项目计划总投资 16 亿元，建设周期为 2 年。目前该生产项目已成功拿到能评、环评批复，项目建设正有序推进中。项目建成后，公司将新增 7 万吨绿色聚氨酯阻燃剂、5 万吨绿色工程塑料阻燃剂及 7 万吨三氯氧磷、10 万吨高端环氧树脂及助剂、2.93 万吨表面活性剂的生产能力。公司阻燃剂产能将进一步提升，有利公司巩固行业龙头地位，进一步提高行业市场份额。三氯氧磷的自主生产，有利于公司向产业链上游延伸，保证阻燃剂业务的原材料供应，提升阻燃剂业务的盈利水平。环氧树脂及助剂、表面活性剂为公司在涂料助剂与胺助剂业务上的延伸，有利于公司实现产品线多元化，打开更广阔的市场空间。

另外，根据公司 2021 年半年度报告，临海厂区一车间技改项目，已于 2021 年下半年建设完成；杜桥医化园区研发中心募投项目，研发设施仪器已投入使用；江苏大伟二期工程年产 27,000 吨脂肪胺及其衍生产品生产项目有序推进，预计 2021 年第四季度施工完成进入试生产。杜桥医化园区年产 4 万吨腰果酚系列产品项目已于 2019 年 9 月份顺利试生产，产品主要用于防腐环氧涂料及工业环氧涂料，二期环保设施及罐区建设项目已于 2021 年上半年完成，二期产能规划正在实施当中。

公司 2021 年 11 月 11 日披露对外投资公告，公司、股权激励平台及跟投平台拟以投前估值 4700 万元对福建中州增资 11000 万元。增资后，公司合计持股 66.56%，跟投平台持股 3.50%。同时，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。其中，一期实现产能 20500 吨 (VC5000t/a; FEC5000t/a; DTD1500t/a; NNP7500t/a; VEC200 t/a; MMDS 200 t/a; DENE 200 t/a; TMSB 100 t/a; TMSA 100 t/a; 1, 3-PS 500 t/a; BOB200 t/a)，建设周期 24 个月，预计一期项目总投资 4.5 亿元。投资控股福建中州有利于公司迅速切入新能源材料赛道，拓展未来盈利增长点。

图表 10.在建项目情况

主要项目	设计产能	工程进度 (%)	在建产能	在建产能已投资额 (万元)	在建产能预计完工时间
年产 48,000 吨高效环保型阻燃剂、腰果酚系列产品项目	48,000 吨	57.25	年产 40,000 吨腰果酚系列产品	2,464.67	年产 48,000 吨高效环保型阻燃剂、腰果酚系列产品项目中二期环保设施及罐区建设项目于 2021 年上半年完成，二期产能规划正在实施当中。
江苏泰兴厂区项目	100,000 吨	51.40	二期工程年产 27,000 吨脂肪胺及其衍生产项目	9,709.62	预计 2021 年第四季度施工完成进入试生产。
山东万盛一体化生产项目	7 万吨绿色聚氨酯阻燃剂、5 万吨绿色工程塑料阻燃剂及 7 万吨三氯氧磷、10 万吨高端环氧树脂及助剂、2.93 万吨表面活性剂	0.27	山东万盛新材料有限公司年产 31.93 万吨功能性新材料一体化生产项目	428.39	山东万盛功能性新材料一体化生产项目已成功拿到能评、环评批复，项目建设正有序推进中，预计 2023 年建设完成。
三明锂离子电解液添加剂和导电新材料项目	年产 95500 吨锂离子电解液添加剂和导电新材料共十五种产品	-	20500 吨锂离子电解液添加剂和导电新材料	-	已完成投资备案及土地摘牌，环评尚未开始，一期项目预计 2023 年年底建设完成。

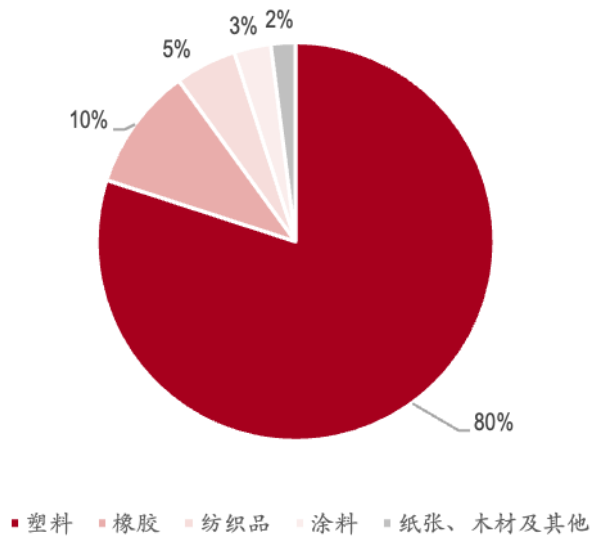
资料来源：公司 2021 年半年报，中银证券

磷系阻燃剂行业快速发展，供需格局持续紧张

阻燃剂应用广泛，磷系阻燃剂为未来发展趋势

阻燃剂主要应用于塑料、橡胶领域，在合成材料安全性上发挥着重要作用。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的阻燃处理。经过阻燃剂加工后的材料，在受到外界火源攻击时，能够有效地阻止、延缓或终止火焰的传播，从而达到阻燃的作用。就阻燃剂的下游应用领域而言，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%。

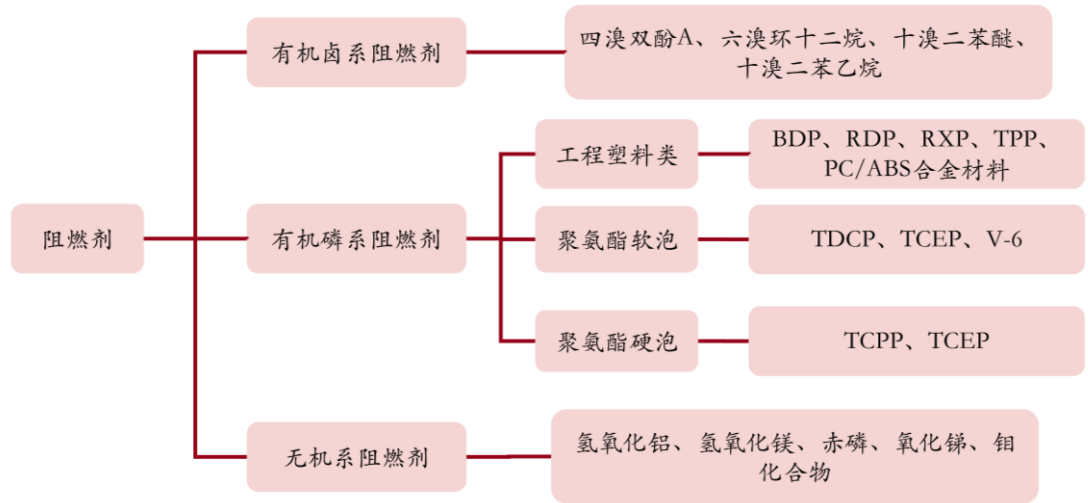
图表 11. 阻燃剂下游应用领域



资料来源：公司招股说明书，中银证券

阻燃剂分为有机卤系阻燃剂、有机磷系阻燃剂和无机系阻燃剂三大类。由于性能、阻燃效率、环保性等方面的差异，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。有机磷系阻燃剂由于高效、低毒、少烟和低腐蚀等优势，成为未来主要的应用方向。

图表 12. 阻燃剂产品类别



资料来源: Global Market Monitor, 前瞻网, 中银证券

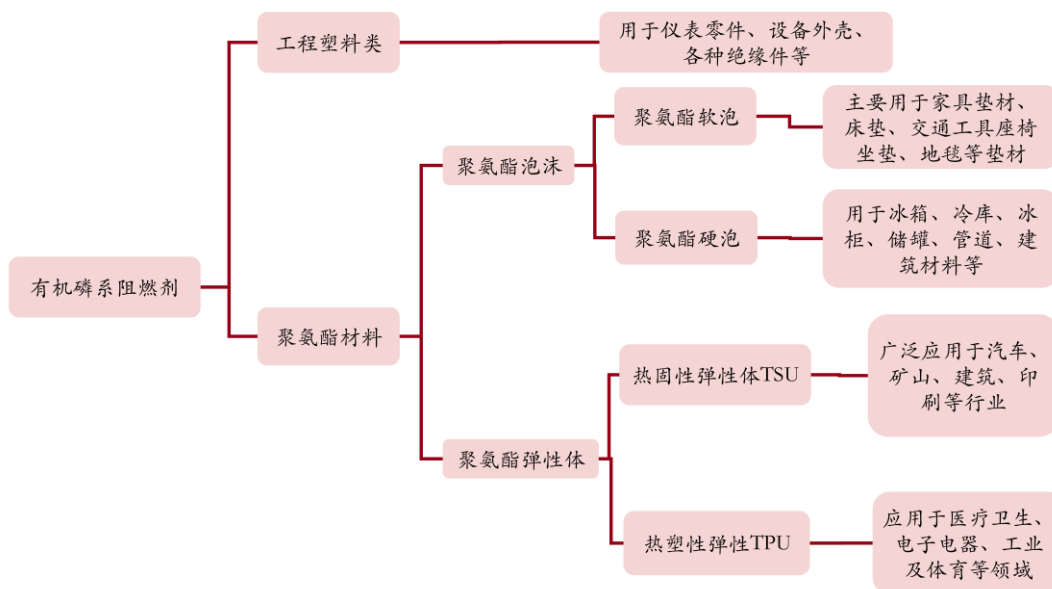
图表 13. 三类阻燃剂区别

	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、十溴二苯醚、六溴环十二烷	BDP、TCPP、RDP、TPP	氢氧化铝、氢氧化镁、氧化铋、钼化合物
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	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

资料来源: 公司招股说明书, 中银证券

有机磷系阻燃剂可替代溴系阻燃剂, 主要应用于聚氨酯材料与工程塑料领域。随着技术的进步, 新型磷系阻燃剂层出不穷, 被广泛应用于各类高分子材料以及 PVC、PP 等通用塑料领域。有机磷系阻燃剂在安全和环保方面的优势, 使其成为替代溴系阻燃剂的优先选择之一。有机磷系阻燃剂在聚氨酯材料和工程塑料领域的应用最为普遍。在种类繁多的聚氨酯产品中, 有机磷系阻燃剂用量较大的是聚氨酯泡沫和聚氨酯弹性体。前者主要包括聚氨酯软泡和聚氨酯硬泡, 后者则主要表现为热固性弹性体 (TSU) 和热塑性弹性体 (TPU) 的应用。与通用塑料相比, 工程塑料具有良好的机械性能和尺寸稳定性, 在高温、低温下仍能保持其优良性能, 有机磷系阻燃剂的相容度高、热稳定性高等特点使其在工程塑料领域中得到广泛应用。

图表 14.有机磷系阻燃剂应用领域

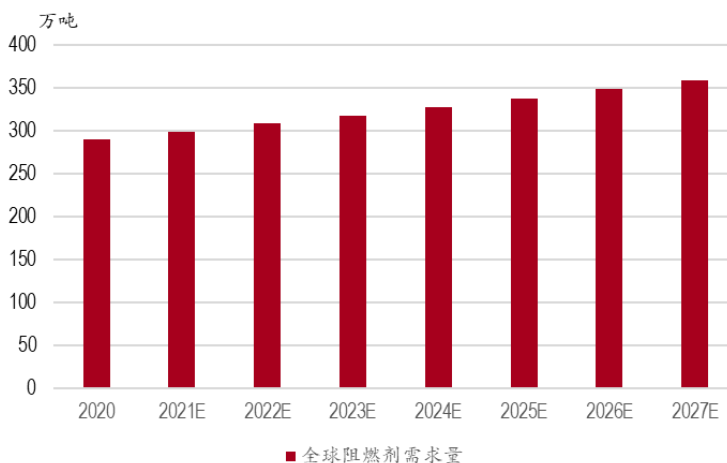


资料来源：公司招股说明书，中银证券

全球阻燃剂市场稳步发展，亚洲市场上升势头强劲

全球阻燃剂消费量逐年增长，2020 年全球阻燃剂需求量为 290.4 万吨，据 GRAND VIEW RESEARCH 预测，2027 年全球阻燃剂需求量将达到 359.0 万吨，年均需求增速约 3.08%。美国、欧洲在阻燃剂消费市场发展得较早，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逐渐转移至亚洲地区。亚洲地区阻燃剂行业虽然起步较晚，但从 2005 年至 2012 年，以中国为代表的亚洲市场增长最快。

图表 15.2020-2027 全球阻燃剂需求量



资料来源：GRAND VIEW RESEARCH，中银证券

供应方面，国际市场形成了以以色列化工、美国雅宝、朗盛集团为代表的阻燃剂主要生产厂商，其中，以色列化工、美国雅宝为全球主要溴系阻燃剂生产商，朗盛则生产高性能磷系和溴系阻燃剂。随着中国阻燃剂行业的崛起，万盛股份、雅克科技、苏利股份以及晨化股份也逐渐成为世界阻燃剂市场中重要的生产厂商。从4家上市公司最新披露年报来看，万盛股份2020年阻燃剂产量约9.55万吨，阻燃剂产品营收高达17.79亿元，为国内最大阻燃剂生产商。

图表 16. 国外主要阻燃剂生产商列表

公司名称	生产的阻燃剂产品
以色列化工集团 (ICL)	溴系阻燃剂、磷系阻燃剂、氢氧化镁阻燃剂
美国雅宝公司 (ALB)	溴系阻燃剂
日本大八化学	无卤磷酸酯类阻燃剂
德国朗盛集团	溴系阻燃剂、磷系阻燃剂
德国科莱恩公司	磷系阻燃剂
荷兰皇家帝斯曼集团	无卤阻燃剂
日本东曹公司	溴系阻燃剂
日本艾迪科公司	无卤阻燃剂

资料来源：公司年报，链塑网，公司官网，中银证券

注：美国科聚亚公司已被朗盛集团收购

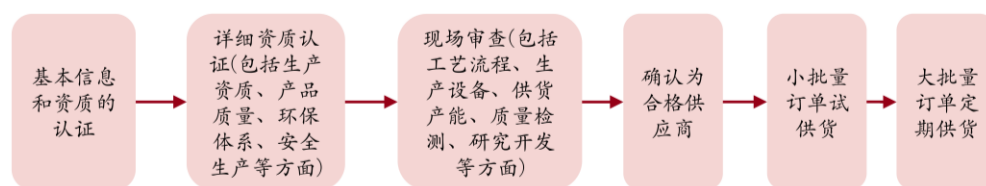
图表 17. 国内主要阻燃剂生产商列表

公司名称	生产的阻燃剂产品	产品经营情况	产品营收情况
万盛股份	有机磷系阻燃剂	2020年产量约为9.55万吨	2020年实现营业收入17.79亿元
雅克科技	有机磷系阻燃剂	2020年产能9.3万吨（6.1万吨停产）	--
苏利股份	包括十溴二苯乙烷及阻燃母粒和其他阻燃剂类产品，其他阻燃剂类产品主要包括三聚氰胺聚磷酸盐及二苯基乙烷中间体等	2020年产量约为0.95万吨	2020年实现营业收入3.63亿元
晨化股份	无卤磷阻燃剂、有卤磷阻燃剂	2020年产量为1.96万吨	2020年实现营业收入2.08亿元
山东泰星	无卤阻燃剂	年产2万吨无卤阻燃剂	2020年实现营业收入3.00亿元
聚石化学	无卤阻燃剂	目前产能已有1.1万吨，在建产能6000吨	2020年实现营业收入1.17亿元
寿光卫东化工有限公司	溴系阻燃剂、氮磷系阻燃剂	年产溴系阻燃剂2.75万吨，氮磷系阻燃剂3万吨	--
山东默锐	溴系阻燃剂、有机磷系阻燃剂	--	--

资料来源：公司年报，公司官网，链塑网，企查查，中银证券

阻燃剂行业的客户认证壁垒是导致阻燃剂厂商集中的原因之一。阻燃剂厂商的下游客户是各类合成材料制造商，材料制造商在确定新供应商之前，必须经过一系列试验和测试。一旦通过系列测试，阻燃剂厂商将会与下游合成材料制造商形成长期稳定的供货关系，这样的客户认证关系构成了阻燃剂行业的高壁垒；材料制造商的产品认证一般需要1-2年或以上。

图表 18. 客户的产品认证流程

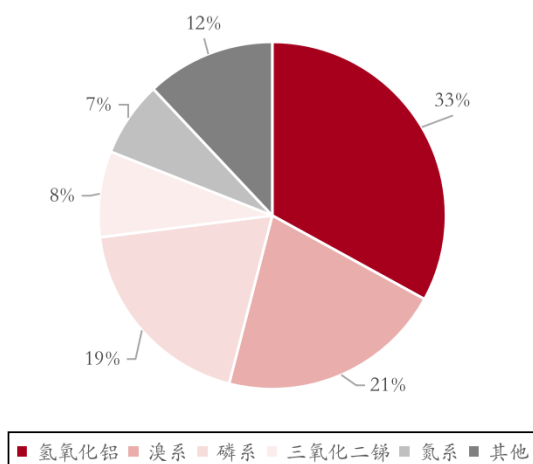


资料来源：公司招股说明书，中银证券

有机磷系阻燃剂消费量快速增长，中国市场占比不断提升

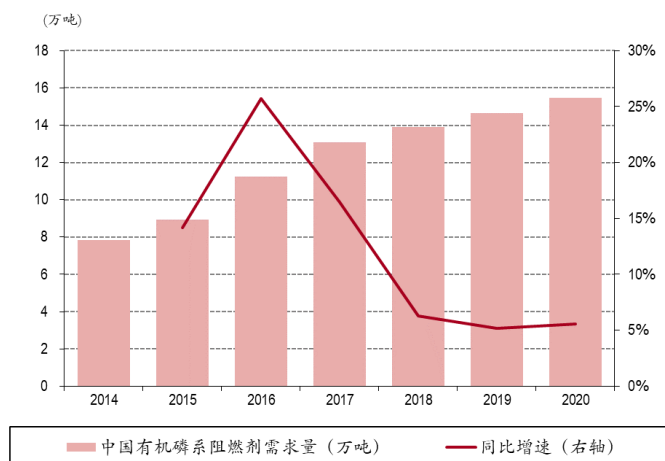
据中国产业信息网，2017 年全球有机磷系阻燃剂消费量约为 54 万吨，占全球阻燃剂消费量约 19%；根据 Pinfa（国际无卤阻燃剂协会）2017 年的预测，受下游新能源汽车，PC 产能扩张，5G 基站建设等推动，2017-2021 年全球有机磷系阻燃剂市场 CAGR 达到 7.1%。据智研咨询数据，2014 年中国有机磷阻燃剂需求量为 7.84 万吨，2020 年需求量为 15.45 万吨，2014 年以来有机磷系阻燃剂需求 CAGR 为 11.97%。综合来看，中国市场有机磷系阻燃剂增速高于全球，在全球有机磷系阻燃剂消费中所占比重不断提升。

图表 19. 2017 年全球阻燃剂占比情况



资料来源：智研咨询，产业信息网，中银证券

图表 20. 中国有机磷系阻燃剂需求情况



资料来源：智研咨询，中银证券

国家对消防安全和防火材料高度重视，阻燃剂消费市场前景广阔

据应急管理部消防救援局数据显示，2013-2020 年中国火灾发生次数虽然呈现减少的趋势，但 2020 年仍有 25.2 万起火灾事故发生。火灾频发对人民群众的生命财产安全造成巨大威胁，引起国家对消防安全和防火材料的高度重视。为此，国家出台政策对公共场所使用的建筑制品、铺地材料、电线电缆等，以及座椅、床垫中使用的保温隔热层的相关阻燃标准提出了具体要求，大力推动了我国阻燃剂行业的发展。

图表 21. 国家出台有关阻燃标准的政策

法律法规	相关内容
GB 8410-2006 《汽车内饰材料的燃烧特性》	实施于 2006 年 7 月 1 日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、生产和销售的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
中华人民共和国主席令 第六号 《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
公通字【2009】46 号 《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
国发【2011】46 号 《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
《建筑内部装修谁急防火规范》 GB50222-2017	颁布于 2017 年 7 月 31 日，自 2018 年 4 月 1 日起实施。规定了酒店、机场、影剧院、歌舞厅、幼儿园、学校、养老院、住宅等内部装饰材料的阻燃性能要求，与之前的相关标准相比均有不同程度的提高。
《建筑设计防火规范》 GB50016-2014（2018 年版）	颁布于 2018 年 10 月 26 日，完善了老年人照料设施建筑设计的基本防火技术要求

资料来源：公司 2018 年年报，政府官网，中银证券

欧盟无卤化法规促进有机磷系阻燃剂需求增长

欧盟等发达市场已经禁止在电子设备制造时使用多溴联苯、多溴二苯醚等卤系阻燃剂。《关于在电子电气设备中限制使用某些有害物质指令》（The Restriction of the use of certain Hazardous substances in Electrical and Electronic Equipment，以下简称“ROHS 指令”）是由欧盟立法制定的一项强制性指令，核心内容是在电子电气设备中限制使用毒害物质，保护环境，提供绿色消费，实现生产和消费两个领域的灭害化、无害化。ROHS 指令规定，在电气、电子产品中如含有铅、镉、汞、六价铬、多溴二苯醚和多溴联苯等有害物质的，欧盟从 2006 年 7 月 1 日将禁止进口。2011 年 7 月 1 日，欧盟理事会公布了重新修订的《关于在电子电气设备中限制使用某些有害物质的指令》（2011/65/EU），代替原有的 2002/95/EC 指令（2003 年 2 月 13 日公布）。新 ROHS 指令对电子电气设备中限制使用的铅、汞、镉、六价铬、多溴联苯（PBB）、多溴二苯醚（PBDE）等 6 种有害物质的最大允许含量没有变化，但扩大了适用范围，并要求欧盟委员会对限制物质清单在全面评估的基础上进行审查，并考虑对该清单进行修订。欧盟新的电子显示屏生态设计法规要求现已公布，自 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。同时，由于 BDP、RDP 等无卤有机磷系阻燃剂与 PC/ABS 等工程塑料相容性好，并且具有环保性能好、热稳定性高、对材料性能影响小等优点，因此在手机、笔记本电脑、电视机等电子电器设备中得到广泛应用。欧盟无卤化法规的颁布，或将促进磷系阻燃剂电子电器设备中的应用。

图表 22. 欧盟无卤化法规发展历程

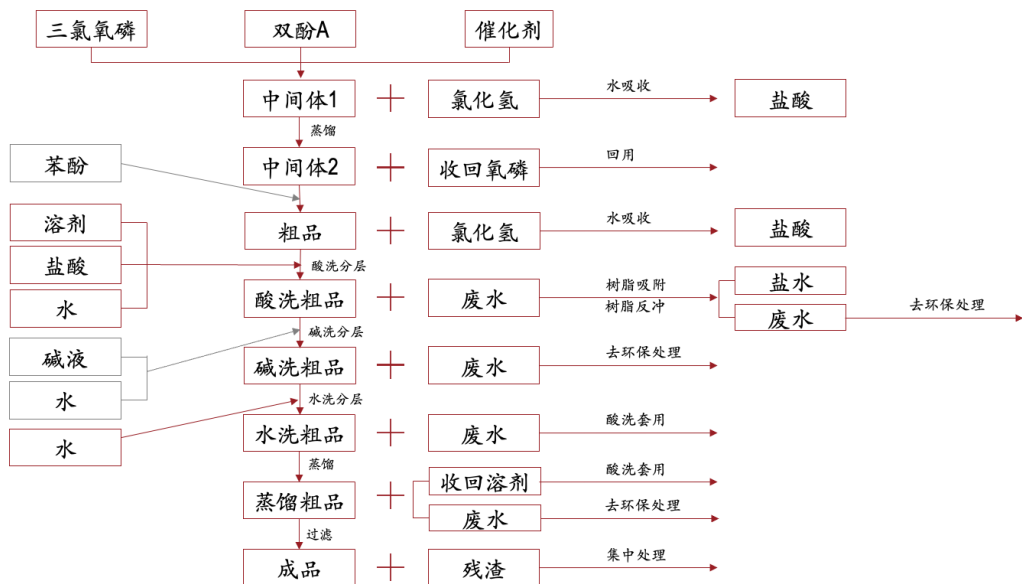


资料来源：政府官网，中银证券

工程塑料类阻燃剂 BDP 需求持续增长，响水事故后供应端趋紧

BDP 为新型磷系阻燃剂双酚 A 双(磷酸二苯酯)的英文缩称，是一种齐聚磷酸酯的高效阻燃增塑剂。与传统的非聚合型阻燃剂相比，BDP 分子量大、磷含量高且结构对称，克服了传统磷酸酯类阻燃剂阻燃效果和阻燃持久性不足的问题，具有阻燃性好，与聚合物基材相容性好，耐迁移，耐挥发，阻燃效果持久的优势，是 80 年代末 90 年代初开始出现的一类新产品。作为高聚物的添加型阻燃剂，以其独特的化学组合和机械性能，在聚合物中显出良好的热稳定性，以及超常的阻燃性能，受到广泛的重视和普遍的应用。

图表 23. BDP 生产流程



资料来源：公司招股书，中银证券

公司为工程塑料阻燃剂细分领域龙头，占全球 BDP 产能超过 40%。目前，全球 BDP 产能大约为 15 万吨，主要集中于 5 家企业，万盛股份的 BDP 产能约为 6.5 万吨，其中 2020 年新增 2 万吨，产能为全球最大。默锐产能 1.5 万吨，其中 2019 年年底扩产 5000 吨；雅克科技因响水事故影响，目前可运行产能约 5000 吨(注)。其他产能还包括日本大八（常熟）2 万吨（日本本土 1 万吨于 2020 年 4 月停产），日本艾迪科 3.5 万吨。美国雅宝、以色列化工集团、英国科聚亚 BDP 产能已于 2020 年陆续关停。因 2019 年响水事故，雅克科技响水、滨海厂区停产，以及海外厂商的陆续关停，造成全球 BDP 阻燃剂供应大幅下滑，市场处于供不应求的状态。

图表 24. 全球现有 BDP 产能情况

企业名称	BDP 产能
万盛股份	6.5 万吨
山东默锐	1.5 万吨
雅克科技	约 5000 吨(注)
日本大八	常熟大八 2 万吨，日本 1 万吨
日本艾迪科	3.5 万吨

资料来源：公司年报，公司官网，中银证券

注：雅克科技因响水、滨海厂区停产，产能存在不确定性

BDP 行业扩产规划主要集中在万盛、默锐和江山，且预计集中于 2022-2023 年释放。公司年产 31.93 万吨功能性新材料一体化生产项目建成后将进一步扩产 5 万吨 BDP 及配套 7 万吨三氯氧磷原材料；山东默锐 2 万吨 BDP 项目正在建设实施中；江山股份 1 万吨 BDP 装置已开始建设中，截止 2021 半年度报告，项目建设进度已达 29.70%。另外，新建产能方面，新安股份在福建上杭蛟洋工业区计划投资 12.4 亿元建设 14.2 万吨新型无卤阻燃剂生产装置，项目主要产品包括 TCPP、TEP、ADP、BDP 等。徐州永利精细化工有限公司计划在宁夏吴忠青铜峡市投资 6 亿元人民币建设年产 6 万吨三氯氧磷、2 万吨五氯化磷、11.2 万吨新型磷系阻燃剂生产基地。考虑到阻燃剂项目的建设以及客户认证壁垒，预计新增产能短期内不会对当前供应紧张的格局产生冲击。

图表 25. 全球在建 BDP 产能情况

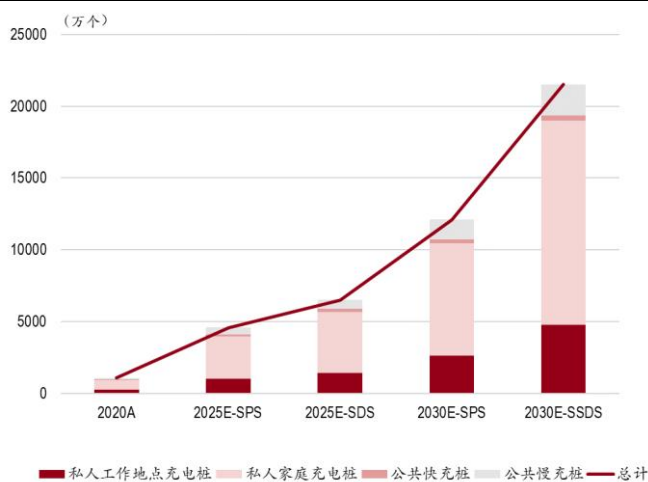
企业名称	在建项目名称	BDP 产能规划
万盛股份	年产 31.93 万吨功能性新材料一体化生产项目	5 万吨
江山股份	阻燃剂及其配套中间体项目	8000 吨
山东默锐	2 万吨/年环保型阻燃剂 BDP 项目	2 万吨
新安股份	14.2 万吨新型无卤阻燃剂项目	3.4 万吨
宁夏永利	年产 6 万吨三氯氧磷、2 万吨五氯化磷、11.2 万吨新型磷系阻燃剂生产基地	1 万吨

资料来源：公司公告，公司官网，环评公告，中银证券

需求端来看，据中国化工信息中心胡世明的《工程塑料阻燃体系市场发展概况》报告指出，2020 年 BDP 阻燃剂市场需求量为 19.4 万吨，而近几年随着工程塑料产能不断扩张，磷系阻燃剂需求快速增长；另外，欧盟法规推进电子电气设备无卤化，新能源汽车市场增长强劲，5G 基站建设快速推进，预计 BDP 未来 5 年有望维持略超 2 万吨/年的需求增长，供需缺口或将持续扩大。

新能源汽车发展带动工程塑料阻燃剂需求增长。工程塑料在新能源汽车领域应用广泛，新能源汽车零部件、充电桩充电枪外壳、电子配套设备等均有采用工程塑料。工程塑料中磷系阻燃剂用量占比较高，另外在欧盟无卤化法规的约束下，溴系阻燃剂被禁止使用于电子显示器的外壳和支架中，预计磷系阻燃剂每年会对部分溴系阻燃剂进行替代。据国际能源署 IEA 数据，截至 2020 年底，全球充电桩数量约为 1070 万个；基于可持续发展方案模型，IEA 预计至 2025 年全球充电桩保有量将达到 6500 万个，年均复合增长率达 43.45%。根据 EVTank 联合伊维经济研究院发布的《全球新能源汽车市场中长期发展展望（2030 年）》预计，到 2025 年，全球新能源汽车销量将达到 1800 万辆。工程塑料阻燃剂在新能源汽车上的添加比例大致为每辆 0.005 吨，若 2025 年全球新能源汽车销量达到 1800 万辆，工程塑料阻燃剂在新能源汽车上的应用量将增长至约 9 万吨。目前单个充电桩会添加约 0.6Kg 的工程塑料阻燃剂，若 2025 年全球新能源汽车充电桩保有量为 6500 万个，工程塑料阻燃剂在充电桩上的应用量约为 3.9 万吨。随着新能源汽车市场容量不断增大，工程塑料阻燃剂需求量也将随之增长。

图表 26. 新能源汽车充电桩保有量预测

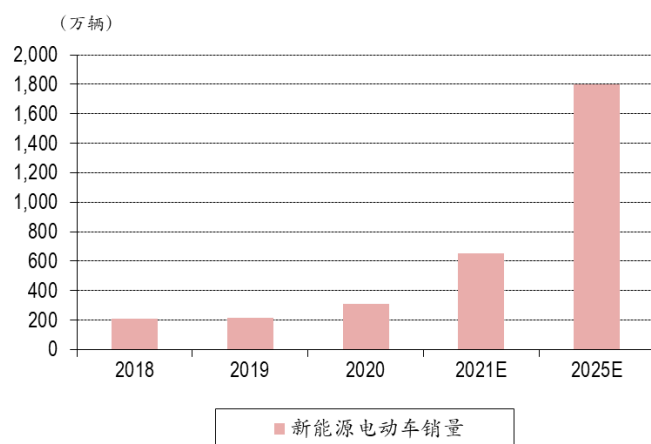


资料来源：IEA，中银证券

注：SPS：(Stated Policies Scenario) 基于各国最新政策情形

SDS：(Sustainable Development Scenario) 可持续发展方案情形

图表 27. 全球新能源汽车销量变化



资料来源：EVTank，伊维经济研究院，中银证券

图表 28. 全球新能源汽车销量增长对阻燃剂消费量拉动测算

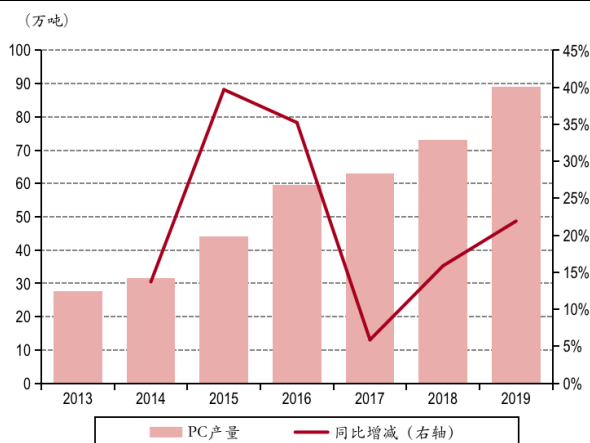
	单位	2018	2019	2020	2021E	2025E
新能源汽车销量	万辆	208	217	307	650	1800
阻燃剂在新能源汽车上的用量	万吨	1.04	1.085	1.535	3.25	9
新能源汽车充电桩销量	万个	208	217	307	650	1800
阻燃剂在充电桩上的用量	万吨	0.1248	0.1302	0.1842	0.39	1.08
阻燃剂合计用量	万吨	1.1648	1.2152	1.7192	3.64	10.08

资料来源：IEA，EVTank，伊维经济研究院，中银证券

注：工程塑料阻燃剂在新能源汽车上的添加比例大致为每辆 0.005 吨，每个充电桩会用到 0.6 公斤左右的工程塑料阻燃剂，假设电动汽车与充电桩的比例接近标配的 1:1。

PC 价格走低、产能产量持续扩张，需求前景广阔推动 BDP 需求增长。磷系工程塑料阻燃剂多用于 PC 阻燃，磷系阻燃剂低毒、持久、性价比高，不仅能对 PC 合金有效阻燃，而且能改善 PC 合金的加工流动性。近年来，PC 产能产量持续扩张。据卓创资讯统计，2021-2022 年国内预计有 142.5 万吨 PC 新产能陆续投产，近两年新增产能相对现有产能增长近 68%。自 2018 年起，PC 现货价走势偏弱运行，2020 年 11 月 PC 平均价格仅 17,704.76 元/吨，低于同期 17,814.29 元/吨的 ABS。PC 价格走低有利于 PC 在电子电器、汽车、建筑材料和医疗器械等应用领域需求空间的打开，并提升与之配套的 BDP 的用量。

图表 29. 2013-2019 年中国 PC 产量情况



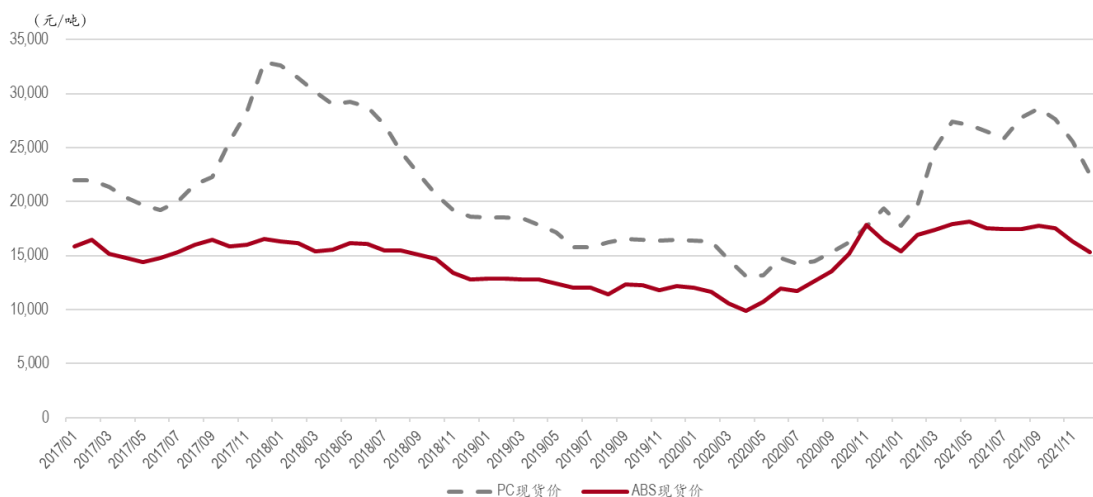
资料来源：合成树脂供销协会，前瞻产业研究院，中银证券

图表 30. 国内 PC 规划产能情况

企业名称	产能 (万吨)	预计投产时间
海南华盛一期	26	2021
天津中沙石化	26	2021
平煤神马一期	10	2021
开封华瑞一期	10	2021
青岛恒源	10	2022
营口佳孚一期	6.5	2022
吉化星云化工	24	2022
万盛东方希望	10	2022
科思创	20	2022

资料来源：卓创资讯，公司 2020 年年报，中银证券

图表 31. 2017-2021 年 ABS 和 PC 现货价情况

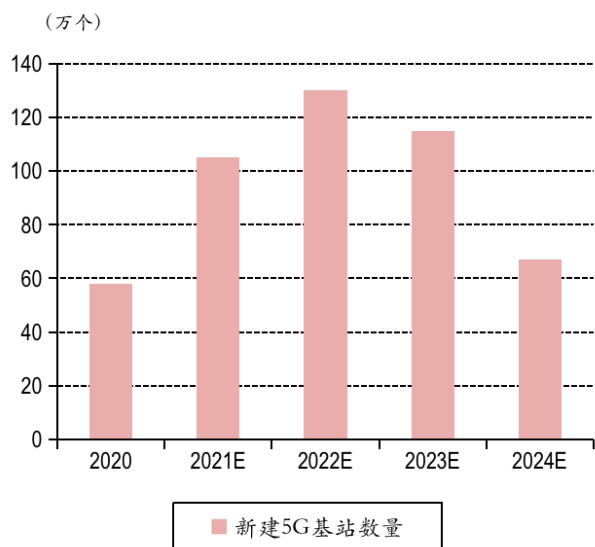


资料来源：万得，中银证券

注：该价格为月平均值

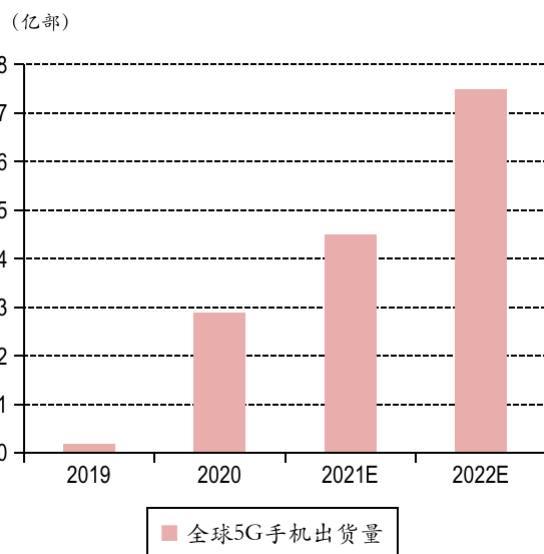
5G 时代来临，拉动工程塑料阻燃剂需求增长。由于 5G 通讯传输速率、信号强度等的提升，从基站端到应用端，这对材料的性能也提出了更高质量的要求，5G 通讯的实现必将涉及到多领域材料的更新换代，其中包括塑料领域的支持。5G 基站建设的数量将达到 4G 基站的两倍以上，仅基站建设将给工程塑料行业带来大量需求。华为预计到 2025 年，全球 5G 宏基站总量将达到 650 万个，中国 5G 宏基站总量 300 万个，全球小基站总量 1200 万个，中国小基站总量 600 万个。根据前瞻网数据，2021 年国内预计将新建 5G 基站 105 万个，之后在 2022 年 5G 基站将新增 130 万个，达到峰值，2023 年开始 5G 基站建设增速预计放缓。根据 Strategy Analytics 数据，2020 年全球 5G 手机出货量为 2.9 亿部，高通预计 2021-2022 年全球 5G 手机出货量分别为 4.5、7.5 亿部。工程塑料阻燃剂 80%-90% 消费量被应用于下游电子电气设备，随着 5G 的推广，智能终端的外壳、中框等防护、包覆材料将大量用到工程塑料，进而拉动工程塑料阻燃剂需求增长。

图表 32. 中国新建 5G 基站数量预测



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

图表 33. 全球 5G 手机出货量预测

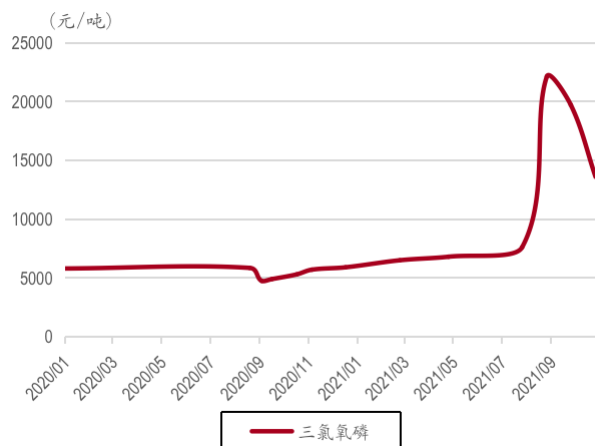


资料来源：Strategy Analytics，高通，Digitimes Research，中银证券

原料端方面，2021 年以来，原料三氯氧磷以及双酚 A 价格大幅上行，对 BDP 成本支撑强劲。据生意社数据显示，三氯氧磷华东地区报价自 7 月开始大幅上涨，于 9 月触及高点 22125 元/吨，之后逐渐回落。截至 11 月 22 日，三氯氧磷华东地区价格为 11550 元/吨，仍较年初上涨 77.69%。据百川盈孚数据，双酚 A 市场自 2020 年 5 月以来震荡上行，2021 年 4 月 14 日价格最高触及 29900 元/吨，创近 10 年新高，随后虽大幅回落，但截至 2021 年 11 月 19 日，双酚 A 市场报价 17260 元/吨，仍较年初上涨 34.8%。

BDP 阻燃剂高景气，价格持续上行。据隆众资讯数据显示，近年 BDP 价格稳步上涨，2021 年出现大幅上涨，10 月份价格最高触及 51000 元/吨，较去年同期上涨 59%，11 月份略有回调但仍维持高位，截至 11 月 22 日，BDP 报价 49000 元/吨。

图表 34. 三氯氧磷价格走势



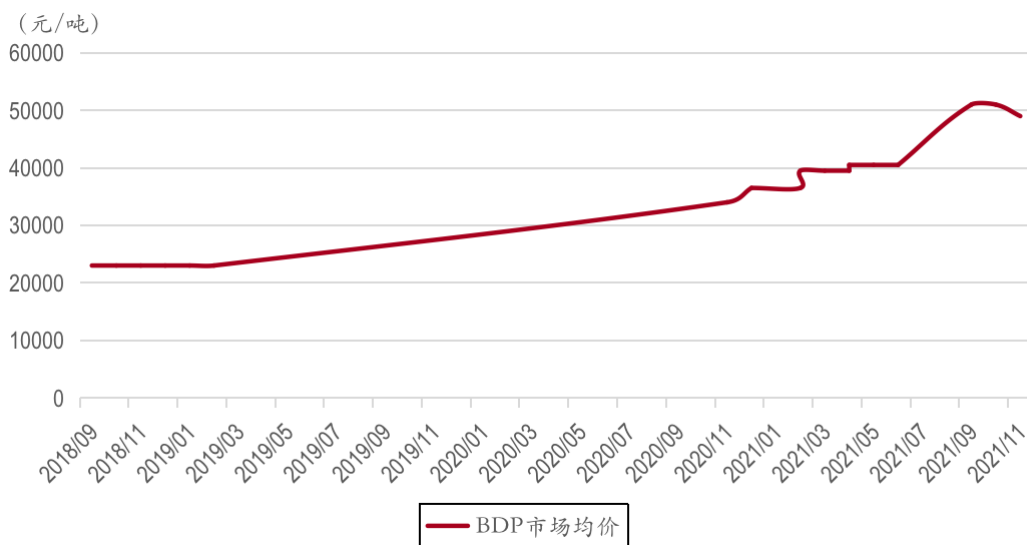
资料来源：生意社，中银证券

图表 35. 双酚 A 价格走势



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 36. BDP 价格走势



资料来源：隆众资讯，中银证券

公司现有 BDP 产能 6.5 万吨，为全球规模最大的 BDP 阻燃剂生产企业，在此轮涨价中最为受益。弹性测算：按照理论产能 65000 吨/年测算，BDP 阻燃剂价格每上涨 1000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.114 元（注：按照 15% 所得税率，不考虑增值税，暂不考虑增发带来的股本摊薄）。

TCPP 阻燃剂部分产能关停，行业竞争格局改善

TCPP 阻燃剂作为低卤环保型阻燃剂，阻燃效率高，同时还兼有增塑、防潮、抗静电等作用，可用于硬质或软质聚氨酯泡沫、聚氯乙烯、酚醛树脂、丙烯酸树脂以及橡胶、涂料的阻燃。通常它还和三氧化二锑配合使用，用来提高三氧化二锑的阻燃效率。2021 年全球 TCPP 产能约 29 万吨，中国企业的产能为 22.68 万吨，占全球产能的比重约为 78%。在国内主要拥有 TCPP 产能的生产企业中，前 5 大企业分别为安徽润岳、万盛股份、晨化股份、雅克科技和河北振兴化工，拥有的产能分别为 9 万吨/年、4 万吨/年、3.48 万吨/年、3 万吨/年和 2 万吨/年。2020 年富彤化学有限公司和泰州瑞世特新材料有限公司的 TCPP 生产线已停产，两家企业的 TCPP 产能约 6.5 万吨/年，约占国内总产能的 30%，约占全球总产能的 25%。2020 年晨化股份子公司淮安晨化 2 万吨/年 TCPP 项目进入试生产，2021 年 4 月达到设计产能，2021 年 9 月安徽润岳年产 6 万吨 TCPP 项目投产。部分产能的关停以及新产能的投产使得行业集中度进一步提高。

图表 37. 国内主要 TCPP 产能情况

企业名称	TCPP 产能 (万吨/年)
安徽润岳	9
万盛股份	4
晨化股份	3.48
雅克科技	3
河北振兴化工	2
联瑞化工	1.2

资料来源：公司公告，公司年报，公司官网，深交所互动易，中银证券

国内目前 TCPP 行业已知主要扩产规划分别有万盛股份“年产 31.93 万吨功能性新材料一体化生产项目”新建 7 万吨 TCPP 产能(其中 4 万吨为浙江临海地区产能置换), 新安股份“年产 14.2 万吨磷系阻燃剂产品项目”新建 7 万吨 TCPP 产能, 宁夏永利“年产 6 万吨三氯氧磷、2 万吨五氯化磷、11.2 万吨新型磷系阻燃剂项目”新建 4 万吨 TCPP 产能, 江山股份阻燃剂及其配套中间项目新建 3 万吨 TCPP 产能。在行业部分产能关停、下游需求持续增长的影响下, 扩产有利于公司进一步提高 TCPP 市占率, 巩固行业优势地位。

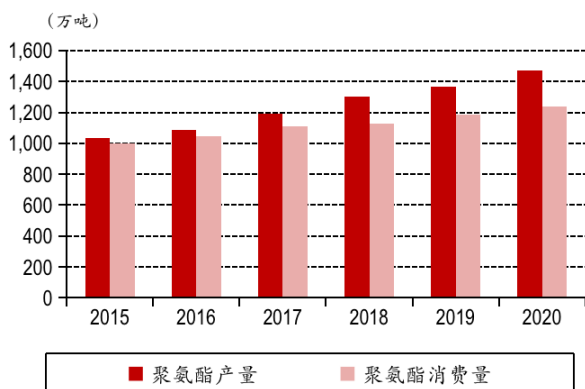
图表 38. 国内在建 TCPP 产能情况

企业名称	在建项目名称	TCPP 产能规划
万盛股份	年产 31.93 万吨功能性新材料一体化生产项目	7 万吨
新安股份	14.2 万吨新型无卤阻燃剂项目	7 万吨
宁夏永利	年产 6 万吨三氯氧磷、2 万吨五氯化磷、11.2 万吨新型磷系阻燃剂生产基地	4 万吨
江山股份	阻燃剂及其配套中间项目	3 万吨

资料来源: 公司公告, 环评公告, 中银证券

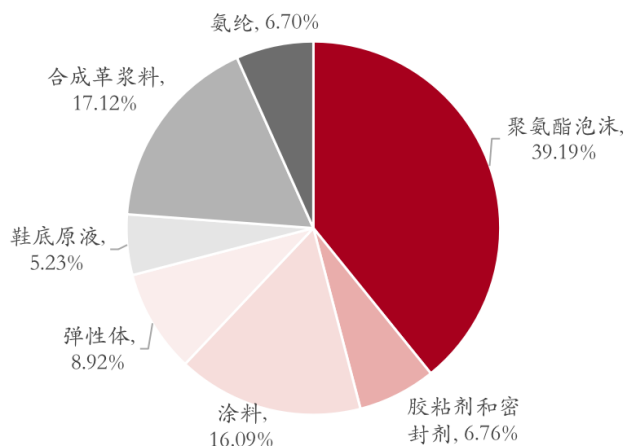
中国聚氨酯行业快速发展, TCPP 阻燃剂市场发展空间巨大。据中国化工行业协会数据, 2020 年中国聚氨酯产量为 1470 万吨, 聚氨酯产品消费量达 1240 万吨, 已成为了世界最大的聚氨酯生产国, 最主要聚氨酯消费市场之一; 其中, 聚氨酯产品以硬泡、软泡、合成革浆料、涂料、弹性体、氨纶为主, 聚氨酯泡沫(硬泡+软泡)、合成革浆料、涂料分别占中国聚氨酯产品需求约 39%、17%、16%, 其余产品占比均不足 10%; 目前中国建材、家电、汽车产量均居世界第一, 国家大力实施建筑节能新政策、推广水性涂料等措施, 都为聚氨酯产业带来巨大的市场机遇。预计中国聚氨酯产量消费量将持续攀升, 带动配套的硬泡阻燃剂 TCPP 用量增长。

图表 39. 2015-2020 年中国聚氨酯产量及消费量



资料来源: 中国化工行业协会, 中银证券

图表 40. 2017 年中国聚氨酯产品结构



资料来源: 前瞻产业研究院, 中银证券

原料端方面, 今年原料三氯氧磷以及环氧丙烷价格大幅上行, 对 TCPP 成本支撑强劲。据万得数据显示, 环氧丙烷价格自 2020 年大幅上涨后持续震荡于高位, 于 2021 年 3 月 15 日触及近十年高位 19800 元/吨, 第四季度开始有所下滑, 截止 2021 年 11 月 21 日, 环氧丙烷报价 14500 元/吨, 相较 2020 年初上涨 45%。原料端后期受不定期限电措施、环保因素制约, 预计或将持续高位震荡运行。

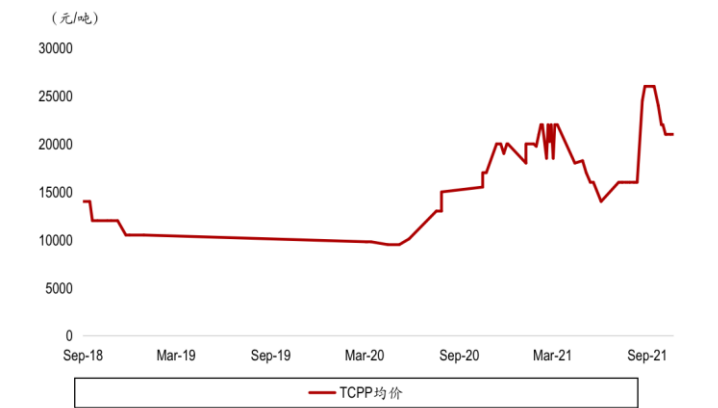
TCPP 阻燃剂持续景气, 价格维持高位。据隆众资讯数据, TCPP 价格自 2020 年 6 月开始上涨, 2021 年价格持续维持高位, 9 月 23 日 TCPP 价格最高触及 26000 元/吨, 11 月份略有回调, 截止 11 月 12 日, TCPP 报价 21000 元/吨, 仍较去年同期上涨 26.3%。

图表 41. 环氧丙烷价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 42. TCPP 价格走势



资料来源：隆众资讯，中银证券

公司现有 TCPP 产能 4 万吨，为国内规模第二大的 TCPP 阻燃剂生产企业，将充分受益于此轮产品涨价。弹性测算：按照理论产能 40000 吨/年测算，TCPP 阻燃剂价格每上涨 1000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.07 元（注：按照 15% 所得税率，不考虑增值税，暂不考虑增发带来的股本摊薄）。

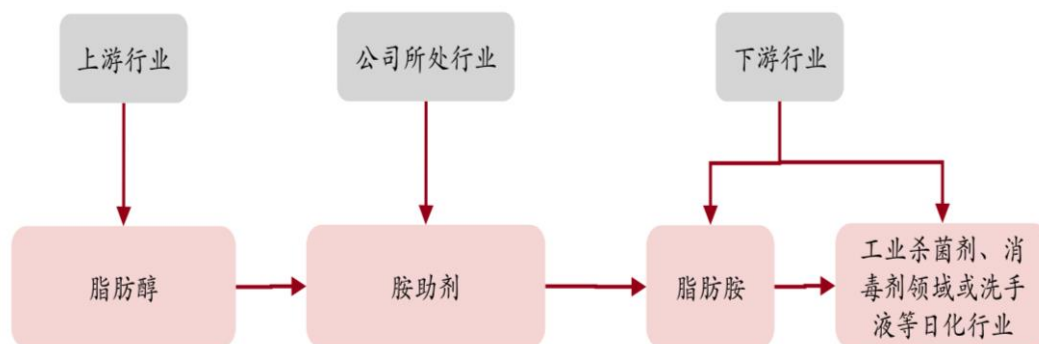
胺助剂及催化剂市场发展空间广阔，公司产品产销量持续增长

脂肪胺应用广泛，国内市场发展空间巨大

胺助剂及催化剂产品通常以棕榈仁油等天然油脂制成的脂肪醇为主要原料，通过加氢、胺化等工艺技术，制成特种脂肪胺类精细化工产品。脂肪胺分为伯胺、仲胺和叔胺及多胺四大类，特种脂肪胺及其衍生物具有广泛的应用，主要用途包括医药、农药、油品添加剂、电子化学品以及日化产品等脂肪胺类表面活性剂。

据公司 2020 年报，全球脂肪胺需求在 700 万吨以上，目前全球市场主要供应商有索尔维，赢创，万盛大伟等。脂肪叔胺全球需求大于 25 万吨，国外生产叔胺的公司主要为 Albemarle Corporation、花王和 EASTMAN，全球现有 20 万吨左右的脂肪叔胺产能无法满足现有的需求。中国为叔胺需求大国，年均需求复合增长率在 5% 左右；近些年受环保相关政策的影响和限制，国内一些小规模厂家逐步退出，行业逐步向有规模优势的企业集中。

图表 43. 胺助剂行业产业链

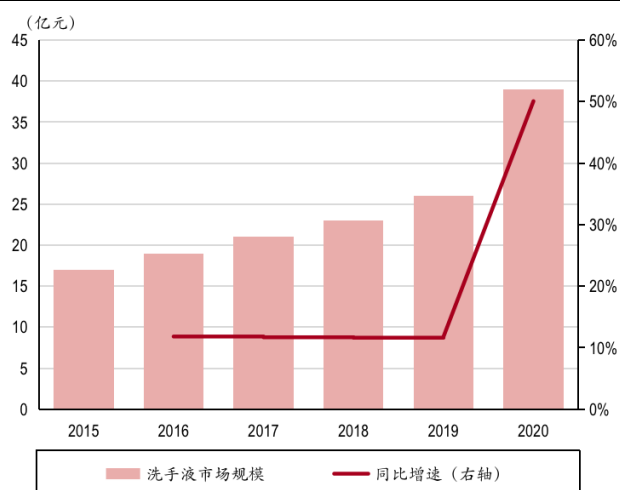


资料来源：公司 2019 年年报，中银证券

杀菌剂、洗手液等行业市场规模不断扩大，带动胺助剂销量增长

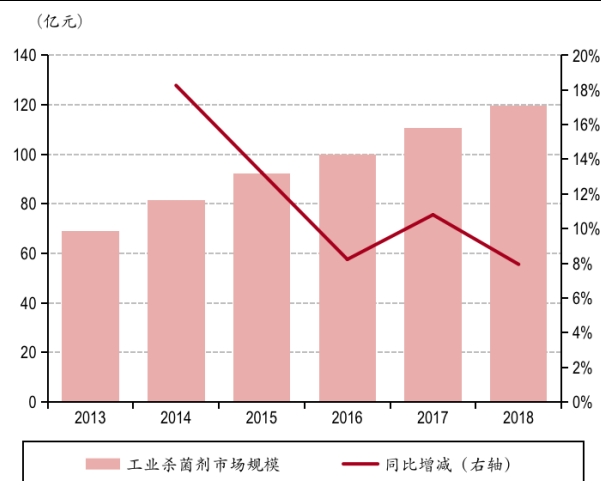
中国洗手液和工业杀菌剂市场规模不断扩张。据智研咨询统计，中国洗手液市场规模从 2015 年的 16.67 亿元增长至 2020 年的 38.99 亿元，年均增长 18.52%。工业杀菌剂方面，2013 年中国工业杀菌剂市场规模约为 69 亿元，2018 年已增长至 119.6 亿元，2013-2018 年中国工业杀菌剂市场规模的年均复合增长率超过 11%，行业市场规模增长平稳，增速预计将保持在较高水平。

图表 44. 2015-2020 年中国洗手液市场规模情况



资料来源：智研咨询，中银证券

图表 45. 2013-2018 年中国工业杀菌剂市场规模



资料来源：智研咨询，中银证券

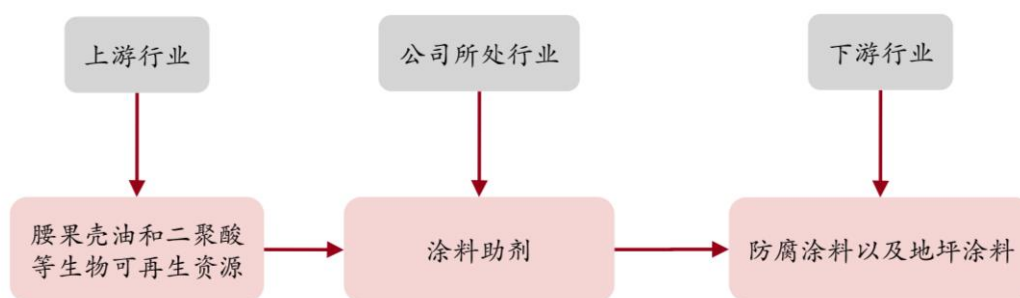
公司胺助剂产品产销量持续增长

公司通过子公司张家港市大伟助剂有限公司于 2015 年开始生产脂肪胺产品。2019 年公司通过万盛大伟生产胺助剂及催化剂。随着万盛大伟的产能逐渐释放，公司胺助剂及催化剂产量大幅度增长。据公司 2020 年报显示，公司目前江苏泰兴厂区在建“年产 10 万吨特种脂肪胺系列产品项目”二期工程“年产 2.7 万吨脂肪胺及其衍生产品生产项目”正在有序推进中，预计于 2022 年上半年建设完成。

涂料助剂以可再生资源为原料，符合绿色规划

公司涂料助剂产品包括腰果酚改性固化剂、稀释剂及聚酰胺固化剂等，主要原料为腰果壳油和二聚酸等生物可再生资源，作为防腐涂料和地坪涂料被广泛应用于船舶防腐、钢结构桥梁防腐、石油石化防腐、海洋工程防腐、风力发电防腐等领域，具有保护环境和节约资源的双重优势。近年来，随着中国经济建设高质量发展，防腐涂料使用量保持着较快的增长速度，从而带动了涂料助剂等相关配套产品的需求快速增长。在当前国家环保政策日趋严格、涂料行业 VOC 减排势在必行的趋势下，腰果酚固化剂及稀释剂的特点尤其适合用于高固含及无溶剂涂料，这一优势有望支撑该产品的需求不断增加。

图表 46. 涂料助剂行业产业链



资料来源：公司 2019 年年报，中银证券

涂料助剂作为公司新业务，未来发展空间广阔

根据美国 Persistence 市场研究公司 (PMR) 发布的最新研究报告显示，全球油漆和涂料市场价值 2020 年约为 1765 亿美元，约合 1.2 万亿人民币，2014-2022 年 CAGR 为 5.5%。美国市场研究机构 GrandViewResearch 研究报告显示，全球环氧涂料市场价值预计在 2024 年达到 417.1 亿美元，约合 3000 亿人民币。据此，EP（环氧树脂）固化剂的全球需求量将迅速膨胀。2016 年，国家工信部和财政部联合发布了《重点行业挥发性有机物消减行动计划》，“计划”要求到 2018 年，低（无）VOCs 的绿色涂料产品比例要达到 60% 以上。2019 年，生态环境部发布了《重点行业挥发性有机物综合治理方案》，要求企业应大力推广使用低（无）VOCs 涂料，重点区域到 2020 年底前基本完成推广；鼓励加快低（无）VOCs 涂料的研发与生产。含量低（无）VOCs 的产品中，腰果酚固化剂、稀释剂属于可再生的生物资源，不仅价格低廉，来源丰富，且特别适合用于高固含及无溶剂涂料，其行业需求将不断增加。

图表 47. 船舶涂料 VOC 相关法规及限值

法规	标准限值 (g/L)	适用范围
	500	防污涂料
	300	不沾污涂料
上海《船舶工业大气污染物排放标准》(DB31/934-2015)	550	底漆
	500	面漆
	400	通用底漆
	650	车间底漆
	500	其他涂料
《环境标志产品技术要求 船舶防污漆》(HJ2515-2012)	400	各类船舶防污漆

资料来源：政府官网，中银证券

涂料助剂业务初露头角，营收占比尚低但增长迅速。万盛股份杜桥医化园区年产 4 万吨腰果酚系列产品项目为公司近两年涂料助剂最重要的项目。产品主要用于防腐环氧涂料及工业环氧涂料，将丰富公司的精细化工产品，扩展在涂料助剂业务的布局。项目一期已于 2019 年 9 月份顺利试生产，另外，腰果酚系列产品项目二期环保设施及罐区建设项目也已于 2021 年上半年完成，二期产能 20000 吨正在规划实施当中。据公司 2020 年报，公司 2020 年实现涂料助剂生产量 5,720.44 吨，同比增长 599.79%，实现销售量 4,940.82 吨，同比增长 2,028.47%。

公司涂料助剂主要客户包括海虹老人、宣伟、立邦、鱼童等国内外工业环氧涂料公司。环保安全等问题使得部分涂料助剂生产企业逐步被市场淘汰，这将为公司提供更多的市场机遇。涂料助剂业务或将成为公司未来功能性精细化学品重要的增长点，助推公司成为该细分行业全球主要供应商之一。

投资福建中州进军新能源材料赛道，扩展未来盈利增长点

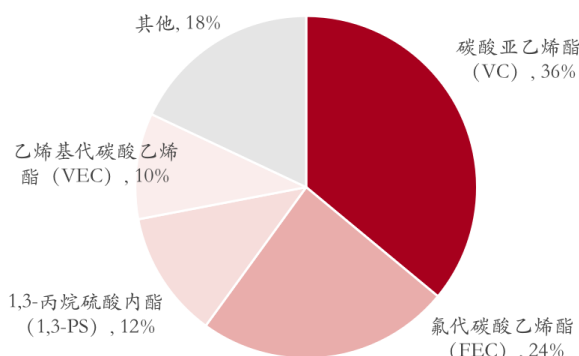
2021年11月11日，万盛股份披露对外投资公告，公司投资福建中州拟新建“三明锂离子电解液添加剂和导电新材料项目”，计划生产锂离子电解液添加剂和导电新材料共十五种产品，合计95500吨。其中，一期实现产能20500吨（VC5000t/a；FEC5000t/a；DTD1500t/a；NNP7500t/a；VEC200t/a；MMDS200t/a；DENE200t/a；TMSP100t/a；TMSB100t/a；1,3-PS500t/a；BOB200t/a）。

VC、FEC需求逐年增长

VC与FEC是锂电池中应用最为广泛的电池电解液添加剂，VC中文名为碳酸亚乙烯酯，是一种锂电池新型有机成膜添加剂与过充电保护添加剂，具有良好的高低温性能与防气胀功能，可以提高电池的容量和循环寿命。FEC中文名为氟代碳酸乙烯酯，主要用作锂离子电池电解液添加剂，形成的SEI膜既有紧密结构层又不增加阻抗，能阻止电解液进一步分解，提高电解液的低温性能。因此，这类电解液添加剂对锂电池性能的提升至关重要。

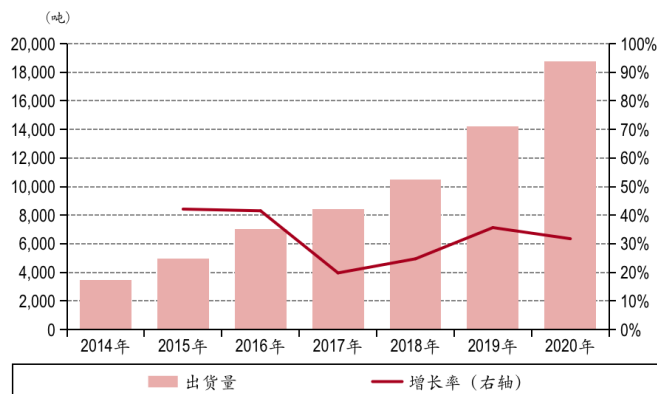
据隆众资讯数据，2019年VC、FEC分别占电解液添加剂市场的36%、24%份额；据EVTank数据，全球电解液添加剂出货量从2014年3490吨大幅增长至2020年的18750吨，近6年CAGR高达32.34%。随着全球电解液添加剂出货量的持续增长，VC、FEC出货量也将相应逐年增长。

图表 48. 2019 年不同电解液添加剂市场占有份额



资料来源：隆众资讯，中银证券

图表 49. 2014-2020 全球电解液添加剂出货量



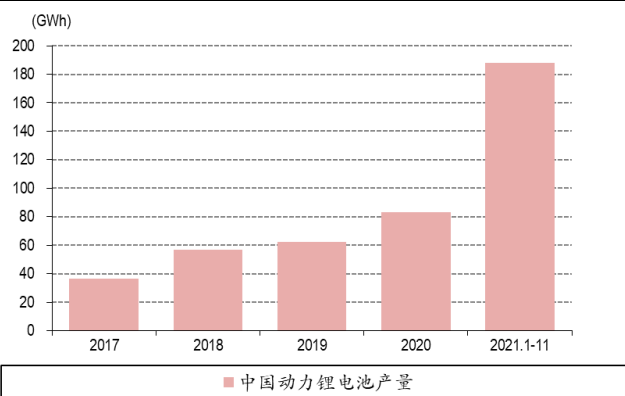
资料来源：EVTank，伊维智库，中银证券

新能源汽车市场快速发展，动力电池装车量持续攀升

在“中国制造2025”、“十四五”规划以及“双碳”政策的驱动下，新能源汽车以及动力电池相关利好政策频出；受相关利好政策持续推动、动力电池技术进步、国民消费习惯改变、配套设施日渐完善的影响，中国新能源汽车市场快速发展，从而带动了动力电池产业的迅猛发展。中国动力电池产量从2017年36.4GWh增长至2020年的83.4GWh，2017-2020年CAGR为31.8%。截止2021年11月底，中国动力电池产量为188.1GWh，同比增幅高达175.5%。

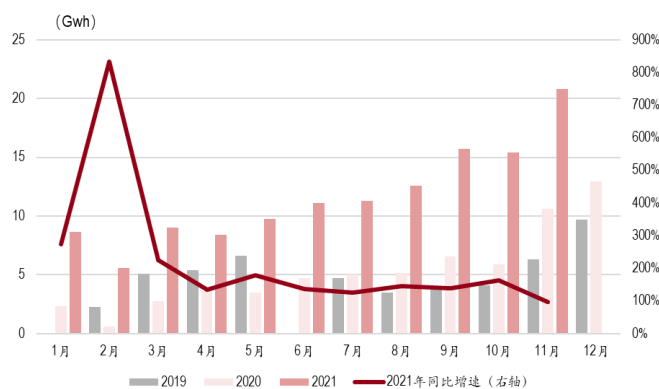
2020上半年受疫情影响，动力电池装车量连续六个月同比下滑，下半年伴随着国内疫情基本受控，新能源汽车销量及动力电池装车量迅速回暖，自7月开始同比增速由负转正。2020年中国动力电池装车量累计63.6GWh，同比上升2.3%。2021年1-11月，中国动力电池装车量共计128.3GWh，同比大幅增长153.1%。

图表 50. 2017-2021 年 11 月中国动力锂电池产量统计



资料来源：万得，中国汽车动力电池产业创新联盟，中银证券

图表 51. 2019-2021 年 11 月中国动力电池月度装车量



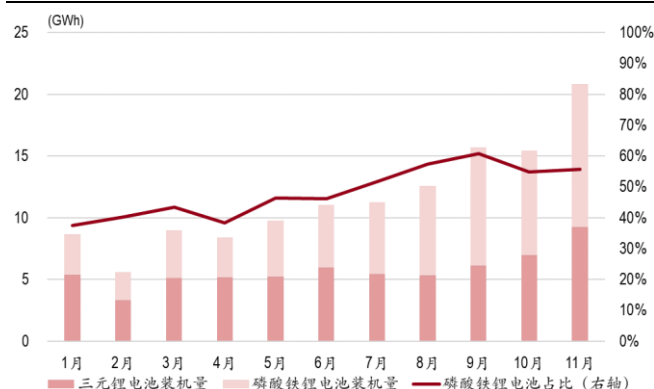
资料来源：万得，中国汽车动力电池产业创新联盟，中银证券

从全球范围看，据 SNE Research 统计，2020 年动力电池总装车量达 137GWh，同比增长 17%，得益于欧洲新能源汽车市场销量的爆发，增速快于中国市场。2021 年 1-10 月，全球动力电池总装车量为 216.3GWh，同比增长 116.3%，主要由于中国地区疫情基本受控，高能量密度 LFP 电池在全球的发展与推广以及全球“碳中和”趋势加速。考虑到 2022 年全球疫情有望稳定，新能源汽车行业维持高景气，预计 2022 年全球动力电池装车量将得到进一步提升。

磷酸铁锂电池装机占比上升，VC 需求激增

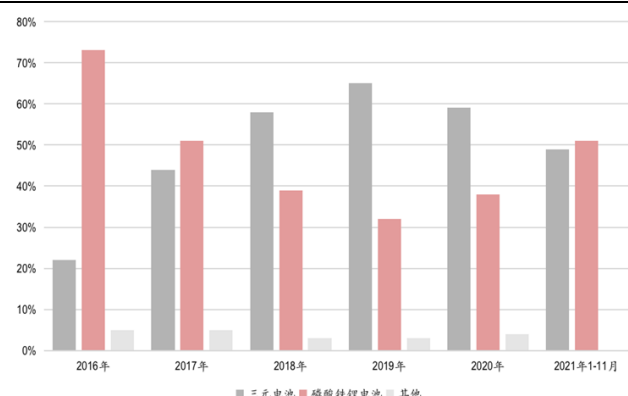
新能源汽车行业高景气，磷酸铁锂电池装机占比持续上升。目前，新能源汽车所用动力电池主要为三元电池和磷酸铁锂电池。国内受新能源汽车补贴政策影响，并且凭借能量密度的优势，三元电池在 2018-2020 年占据着相对主导地位，但磷酸铁锂电池由于安全性高、成本低等优点在紧凑型车和物流车等领域占据绝对优势。根据中国汽车动力电池产业创新联盟发布的数据显示，2021 年 1-11 月份我国动力电池装车量 128.3GWh，同比累计上升 153.1%，其中三元电池装车量 63.3 GWh，占总装车量的 49.3%，累计同比上升 92.5%；磷酸铁锂动力电池装车量 64.8 GWh，占总装车量的 50.5%，累计同比上升 270.3%。其中，2021 年 11 月，三元电池装车量 9.2GWh，磷酸铁锂电池装车量 11.6GWh。2021 年 7 月以来国内磷酸铁锂电池装车量连续五个月超越三元电池，并在年度累计装车量上完成了对三元电池的反超。近日，包括特斯拉、大众、福特、奔驰在内的车企都表明了加大磷酸铁锂电池在基础级车型使用比例的意愿，未来磷酸铁锂电池的需求量有望大幅增加。亿纬锂能、中航锂电、蜂巢能源等国内头部企业今年也已经大规模布局磷酸铁锂电池产能，预计明年磷酸铁锂装车量增幅仍将保持高位。

图表 52. 2021 年中国动力电池装车量结构统计



资料来源：万得，中国汽车动力电池产业创新联盟，中银证券

图表 53. 2016-2021 年 11 月中国动力电池装车量结构



资料来源：GGII，中国物理化学协会，中银证券

磷酸铁锂电池市占率的提升导致了 VC 的需求激增，磷酸铁锂电池中通常需加入不低于 3% 的 VC，远高于三元电池 1.5% 左右的添加比例，使得 VC 处于供不应求的局面。在实际生产过程中，每 GWh 磷酸铁锂电池需要 VC 用量 26 吨，每 GWh 三元电池需要 VC 用量约为 13 吨。根据 EVTank 联合伊维经济研究院发布的《全球新能源汽车市场中长期发展展望（2030 年）》，2025 年全球新能源汽车销量将达 1800 万辆。假设 2025 年全球磷酸铁锂电池装车量与三元电池装车量之比为 3:7，电化学储能需求受政策性配储要求而持续增长，综上所述，2025 年动力电池 VC 需求量约为 30420 吨，VC 需求量总计约为 37700 吨。

图表 54. 2025 年全球 VC 需求量测算

	2018	2019	2020	2021E	2025E
新能源汽车销量（万辆）	208	217	307	650	1800
全球动力电池需求量合计（GWh）	100	117	137	390	1800
三元动力电池占比（%）	76	81	80	70	70
磷酸铁锂动力电池占比（%）	24	19	20	30	30
全球三元动力电池需求量合计（GWh）	76	94.77	109.6	273	1260
全球磷酸铁锂动力电池需求量合计（GWh）	24	22.23	27.4	117	540
全球 3C 电池需求量合计（GWh）	81	90	85	90	110
全球储能电池需求量合计（GWh）	10	11	20	27	90
全球其他领域用锂电池需求量合计（GWh）	15	18	25	35	80
三元动力电池 VC 消耗量（吨）	988	1232.01	1424.8	3549	16380
磷酸铁锂动力电池 VC 消耗量（吨）	624	577.98	712.4	3042	14040
3C 电池 VC 消耗量（吨）	2106	2340	2210	2340	2860
储能电池 VC 消耗量（吨）	260	286	520	702	2340
其他领域用电池 VC 消耗量（吨）	390	468	650	910	2080
VC 需求量合计（吨）	4368	4903.99	5517.2	10543	37700

资料来源：工业和信息化部，全球汽车信息平台，EVTank，EVsales，中汽协，SNE Research，中银证券

注：2021 年以每台车 60KWh 计算，考虑到未来新能源汽车续航里程持续提升，2025 年以每台车 100KWh 计算

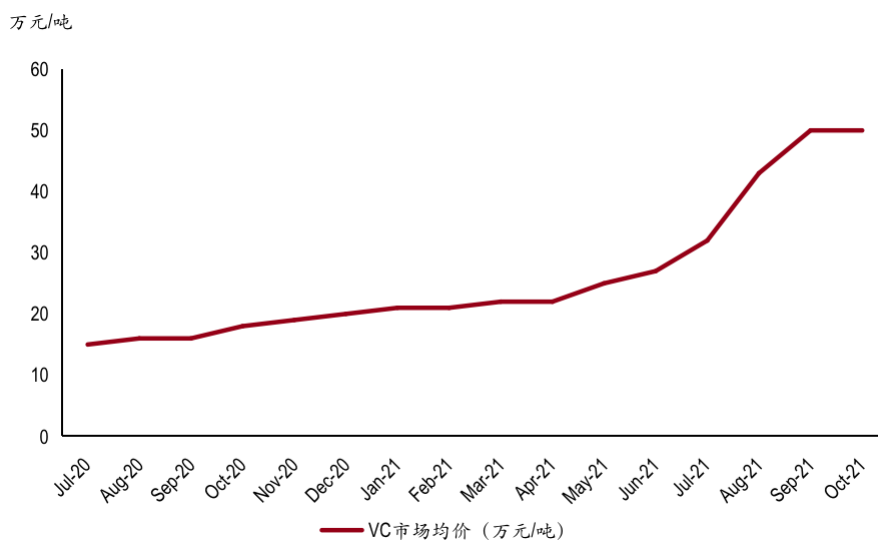
3C、储能、其他领域用电池均以磷酸铁锂电池计算

新能源车销量、三元/磷酸铁锂比例均为 EVTank，SNE Research，中银化工组预测数据

今年来 VC 价格大幅上行

需求大增支撑 VC 价格持续上行，据百川盈孚数据，2021 年 VC 价格屡创新高，10 月 VC 市场均价 50 万元/吨，相较去年同期已上涨 177.78%。虽然国内 VC 产能逐渐释放导致价格有回调趋势，但由于上游原料价格坚挺与下游需求旺盛的双重效应，VC 价格下调幅度有限，预计未来一段时间仍将维持高位。

图表 55. VC 价格走势



资料来源：百川盈孚，中银证券

VC 厂家积极扩产，行业维持供需紧平衡

国内目前 VC 产能合计 1.5 万吨左右，华盛锂电与华一新能源产能位居前二，其中华盛锂电产能为 3250 吨/年，华一新能源产能为 3000 吨/年，另外新宙邦、天赐材料、荣成青木和永太科技等企业产能在 1000-2000 吨/年。过去两年磷酸铁锂市场低迷所带来的 VC 产能过剩，使得生产厂家无法及时应对在短时间内大涨的 VC 需求，市场处于供给紧缺的状态。

目前 VC 规划产能主要集中在永太科技、华一新能源以及万盛，并且都将于 2022-23 年释放。内蒙古永太科技拟在 2022 年底前投产 25000 吨 VC，其中有 5000 吨产能已进入试生产阶段，预计 2021 年底投产。华一新能源全资子公司大连华一拟建设 11.56 万吨/年的电解质及添加剂项目，其中包括 10000 吨/年的 VC 产能。万盛方面，公司出资 1.045 亿控股福建中州，拟建设年产 9.55 万吨电解液添加剂和导电新材料项目，其中一期建设包括 5000 吨 VC 产能。考虑到 VC 存在投资规模大、建设周期长、生产难度大以及国家管控较严等因素，即使未来 1-2 年产能开始逐渐释放，VC 整体开工率仍受限，缺口或将延续至 2022 年底。

长期来看，考虑 VC 自聚合现象导致的产出损失，部分老旧产线退出产能以及无法全负荷运载等情况；另外，参考当前 VC 行业低开工率，预计未来几年行业或维持供需紧平衡的状态。

图表 56. 2021 年 VC 现有产能

省份	企业	2021 年产能 (吨)
江苏	江苏华盛锂电	3250
江苏	华一新能源	2500
山东	山东永浩	2000
内蒙古	内蒙古永太	2000
山东	荣成青木高新	1500
江苏	瀚康电子	1000
江苏	南通新宙邦	1000
浙江	浙江天硕	1000
福建	福建博鸿	1000
合计		15250

资料来源：公司年报，每日经济新闻，鑫椏资讯，中银证券

图表 57. 近几年 VC 规划产能

省份	企业	规划产能 (吨)	预计投产时间
内蒙古	内蒙古永太	25000	2021 年 10 月-2022 年 12 月
浙江	天赐材料	20000	-
江苏	华一新能源	10000	-
江苏	江苏华盛锂电	6000	2023 年
江苏	南通新宙邦	5000	2023 年
浙江	万盛福建中州	5000	2023 年
山东	山东永浩	1000	2021 年底
山东	荣成青木高新	1000	2021 年底
福建	福建博鸿	1000	2022 年
合计		74000	

资料来源：华盛锂电招股说明书，每日经济新闻，公司公告，中银证券

FEC 价格今年来大幅上行，供需格局长期偏紧

由于 FEC 供应紧缺，今年来价格不断上涨，据 EVtank 数据，截止 2021 年 7 月，FEC 市场主流报价已涨至 20 万元/吨以上，较 2020 年平均价格 9 万元/吨上涨超过 122%。

2021 年国内 FEC 产能约为 1.2 万吨，前三大企业分别为永太科技、山东永浩、华一新能源，分别拥有 3000 吨/年、2000 吨/年、2000 吨/年的产能。华盛锂电、新宙邦、荣成青木也分别有 1000-2000 吨产能不等。下游磷酸铁锂电池的产量上升带动了 FEC 需求，并且随着新能源汽车销量预期的上升以及对动力电池高续航、高质量的要求，FEC 厂家开始进行产能扩张，以应对 FEC 未来需求快速提升的情况。华一新能源全资子公司大连华一拟建设 11.56 万吨/年的电解质及添加剂项目，其中包括 10000 吨/年的 FEC 产能。万盛股份、内蒙古永太科技和新宙邦均已规划新建产能 5000 吨，预计于 2022 年底至 2023 年释放。受地方政策、环保等因素的影响，FEC 供给紧张的状态或仍将持续 2-3 年。

FEC 供需格局总体向好，考虑部分退出产能及行业开工率，预计在 2023 年公司 FEC 产能释放后，FEC 行业供需格局或仍维持偏紧状态。

图表 58. 2021 年 FEC 现有产能

省份	企业	2021 年产能 (吨)
内蒙古	内蒙古永太	3000
江苏	华一新能源	2000
山东	山东永浩	2000
江苏	江苏华盛锂电	1750
山东	荣成青木高新	1500
江苏	瀚康电子	1000
江苏	南通新宙邦	1000
合计		12250

资料来源：新浪财经，每日经济新闻，同花顺财经，中银证券

图表 59. 近几年 FEC 规划产能

省份	企业	规划产能 (吨)	投产时间
江苏	华一新能源	10000	-
江苏	南通新宙邦	5000	2023 年
内蒙古	内蒙古永太	5000	2021 年 10 月-2022 年 12 月
浙江	万盛股份	5000	2023 年
江苏	江苏华盛锂电	3000	2023 年
山东	山东永浩	2000	2021 年底
浙江	天赐材料	2000	-
合计		32000	

资料来源：公司公告，上证 e 互动，深交所互动易，同花顺财经，中银证券

盈利预测与投资评级

核心假设：

1. 山东万盛新材料有限公司年产 31.93 万吨功能性新材料一体化生产项目将于 2023 年第三季度起陆续投产。
2. 福建中州“三明锂离子电解液添加剂和导电新材料项目”将于 2023 年底前陆续投产
3. 大伟二期工程年产 27,000 吨脂肪胺及其衍生产品生产项目将于 2021 年底前施工完成进入试生产。
4. 工程塑料阻燃剂 BDP 价格 2023 年底前维持高位。
5. 受“能耗双控”政策影响较小，核心原材料三氯氧磷供应与江苏大伟开工均不受影响。

盈利预测：

图表 60. 万盛股份盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)				
阻燃剂产品	1778.71	2998.20	3181.61	3709.71
胺助剂及催化剂	485.39	662.55	904.38	1234.48
涂料助剂	58.16	122.14	179.54	226.22
其他	7.67	8.82	10.58	13.76
公司合计	2329.93	3791.71	4276.12	5184.17
毛利 (百万元)				
阻燃剂产品	668.96	1306.36	1385.49	1584.37
胺助剂及催化剂	117.69	152.39	217.05	308.62
涂料助剂	3.54	15.88	35.91	56.56
其他	0.04	1.62	1.95	2.53
公司合计	790.22	1476.24	1640.40	1952.08
毛利率 (%)				
阻燃剂产品	37.61	43.57	43.55	42.71
胺助剂及催化剂	24.25	23.00	24.00	25.00
涂料助剂	6.09	13.00	20.00	25.00
其他	0.52	18.41	18.41	18.41
公司合计	33.92	38.93	38.36	37.65

资料来源：公司年报，中银证券预测

投资评级：

基于山东万盛“年产 31.93 万吨功能性新材料一体化生产项目”、福建中州“三明锂离子电解液添加剂和导电新材料项目”投产以及工程塑料阻燃剂 BDP 长期供应紧缺的预期，暂不考虑增发带来的股本摊薄，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.79 元，2.07 元，2.37 元，对应的 PE 分别为 14.6 倍，12.6 倍，11.1 倍，首次覆盖给予买入评级。

图表 61.可比上市公司估值表

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新 (MRQ) 每股净资产 (元/股)
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
300596.SZ	利安隆	44.76	91.76	1.43	1.94	2.47	31.30	23.07	18.12	11.74
300121.SZ	阳谷华泰	11.61	43.55	0.34	0.98	1.23	34.15	11.85	9.44	4.92
603181.SH	皇马科技	19.18	112.91	0.79	0.77	0.89	24.28	24.91	21.55	3.69
300610.SZ	晨化股份	20.13	42.85	0.91	0.97	1.29	22.12	20.75	15.60	4.79
002326.SZ	永太科技	51.21	448.89	0.14	0.78	2.42	365.79	65.65	21.16	4.13
002709.SZ	天赐材料	114.65	1100.44	0.98	2.45	4.11	116.99	46.80	27.90	6.84
	行业平均			0.77	1.32	2.07	99.10	32.17	18.96	6.02

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 12 月 31 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示

1. 工程塑料阻燃剂 BDP 其他厂家规划产能投放进度超预期

山东万盛“年产 31.93 万吨功能性新材料一体化生产项目”将于 2023 年第三季度起投产。若山东默锐“2 万吨/年环保型阻燃剂 BDP 项目”投放进度超预期，福建新安“14.2 万吨新型无卤阻燃剂项目”产能投放先于公司项目，预计对 BDP 市场供需格局将造成一定影响，或导致 BDP 价格下滑。

2. 福建中州“三明锂离子电解液添加剂和导电新材料项目”环评能评遇阻导致项目延迟

据万盛股份 2021 年 11 月 11 日公告，福建中州项目存在审批未达预期导致建设期延长的风险；福建中州“三明锂离子电解液添加剂和导电新材料项目”仍需按规定至相关行政主管部门办理环评、能评、消防、验收等审批手续。该项目涉及的审批程序较多，建设周期较长，存在因项目审批未达预期导致项目建设期延长，达产时间不如预期的风险。

3. 疫情出现再次反复导致宏观经济形势变化

现阶段公司业务属于精细化工范畴，受新型南非变种 Omicron 病毒影响，宏观经济形势或发生变化，部分产品需求端或受影响。

4. 下游新能源车、PC 需求增速低于预期

若下游新能源车销量不及预期，PC 产能扩产后开工率较低则可能导致下游对 BDP 阻燃剂、锂离子电解液添加剂需求不及预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,930	2,330	3,792	4,276	5,184
销售成本	(1,471)	(1,553)	(2,338)	(2,661)	(3,263)
经营费用	(62)	(219)	(413)	(399)	(496)
息税折旧前利润	397	557	1,041	1,216	1,426
折旧及摊销	(65)	(77)	(99)	(124)	(160)
经营利润(息税前利润)	332	480	942	1,092	1,266
净利息收入/(费用)	(16)	(32)	(13)	(10)	(8)
其他收益/(损失)	87	12	55	54	38
税前利润	402	460	984	1,137	1,296
所得税	(20)	(61)	(133)	(151)	(170)
少数股东权益	(13)	(11)	(17)	(20)	(23)
净利润	396	410	868	1,005	1,149
核心净利润	399	410	875	1,011	1,153
每股收益(人民币)	0.342	0.810	1.790	2.071	2.367
核心每股收益(人民币)	0.823	0.844	1.803	2.083	2.375
每股股息(人民币)	0.107	0.286	0.608	0.695	0.811
收入增长(%)	11	21	63	13	21
息税前利润增长(%)	171	45	96	16	16
息税折旧前利润增长(%)	133	40	87	17	17
每股收益增长(%)	(20)	137	121	16	14
核心每股收益增长(%)	23	3	114	16	14

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	402	460	984	1,137	1,296
折旧与摊销	65	77	99	124	160
净利息费用	16	32	13	10	8
运营资本变动	(63)	(58)	(43)	(65)	37
税金	(262)	(88)	(133)	(151)	(170)
其他经营现金流	45	(21)	51	(48)	(104)
经营活动产生的现金流	204	402	972	1,006	1,226
购买固定资产净值	(2)	(1)	396	498	698
投资减少/增加	68	7	1	1	3
其他投资现金流	(303)	(148)	(785)	(1,005)	(1,394)
投资活动产生的现金流	(236)	(142)	(388)	(506)	(693)
净增权益	(52)	(139)	(295)	(337)	(394)
净增债务	45	(126)	(16)	5	(2)
支付股息	52	139	295	337	394
其他融资现金流	(58)	(77)	(294)	(347)	(401)
融资活动产生的现金流	(13)	(203)	(310)	(342)	(403)
现金变动	(46)	58	274	158	130
期初现金	291	232	284	558	717
公司自由现金流	(32)	261	584	500	533
权益自由现金流	28	167	581	515	539

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	232	284	558	717	847
应收帐款	265	374	584	580	745
库存	272	297	346	357	451
其他流动资产	16	13	27	24	36
流动资产总计	911	1,152	1,644	1,826	2,234
固定资产	859	923	1,227	1,606	2,149
无形资产	90	89	82	77	72
其他长期资产	124	187	110	140	146
长期资产总计	1,073	1,199	1,419	1,823	2,367
总资产	2,053	2,419	3,131	3,717	4,669
应付帐款	236	292	442	392	568
短期债务	271	103	103	103	103
其他流动负债	123	161	164	151	194
流动负债总计	630	556	709	646	865
长期借款	165	210	200	200	200
其他长期负债	40	40	39	40	40
股本	347	347	485	485	485
储备	894	1,273	1,708	2,376	3,131
股东权益	1,241	1,620	2,193	2,861	3,616
少数股东权益	(11)	0	(10)	(30)	(52)
总负债及权益	2,053	2,419	3,131	3,717	4,669
每股帐面价值(人民币)	2.56	3.34	4.52	5.90	7.45
每股有形资产(人民币)	2.37	3.15	4.35	5.74	7.30
每股净负债/(现金)(人民币)	0.42	0.06	(0.53)	(0.85)	(1.12)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.6	23.9	27.4	28.4	27.5
息税前利润率(%)	17.2	20.6	24.8	25.5	24.4
税前利润率(%)	20.8	19.7	26.0	26.6	25.0
净利率(%)	20.5	17.6	22.9	23.5	22.2
流动性					
流动比率(倍)	1.4	2.1	2.3	2.8	2.6
利息覆盖率(倍)	20.6	14.8	74.6	113.8	163.3
净权益负债率(%)	16.5	1.8	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.5	1.8	2.3	2.1
估值					
市盈率(倍)	76.6	32.3	14.6	12.6	11.1
核心业务市盈率(倍)	31.8	31.0	14.5	12.6	11.0
市净率(倍)	10.2	7.8	5.8	4.4	3.5
价格/现金流(倍)	62.3	31.6	13.1	12.6	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.5	22.9	12.0	10.1	8.5
周转率					
存货周转天数	67.1	66.8	50.2	48.2	45.2
应收帐款周转天数	61.7	50.1	46.1	49.7	46.6
应付帐款周转天数	58.3	41.3	35.3	35.6	33.8
回报率					
股息支付率(%)	13.2	33.8	34.0	33.5	34.3
净资产收益率(%)	33.0	28.6	45.6	39.8	35.5
资产收益率(%)	15.3	18.6	29.3	27.7	26.2
已运用资本收益率(%)	2.6	5.5	9.8	8.9	8.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371