

多氟多 (002407.SZ)

创新驱动公司长期发展，迈向多领域氟材料行业龙头

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,799	12,358	17,370	20,436	25,598
增长率 yoy (%)	85.3	58.5	40.6	17.7	25.3
归母净利润 (百万元)	1,260	1,948	1,779	2,628	3,657
增长率 yoy (%)	2490.8	54.6	-8.7	47.7	39.1
ROE (%)	21.7	25.3	19.7	23.4	25.3
EPS 最新摊薄 (元)	1.64	2.54	2.32	3.43	4.77
P/E (倍)	20.0	12.9	14.2	9.6	6.9
P/B (倍)	5.0	3.9	3.2	2.5	1.9

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 4 日收盘价

事件: 2023 年 3 月 23 日, 多氟多发布 2022 年年报, 公司 2022 年营业总收入为 123.58 亿元, 同比增长 58.3%; 归母净利润为 19.48 亿元, 同比增长 54.6%; 扣非净利润为 18.23 亿元, 同比增长 47.5%。对应公司 4Q22 营业总收入为 30.62 亿元, 环比下滑 6.3%; 扣非净利润为 2.19 亿元, 环比下滑 0.9%。

受益新能源行业快速增长, 公司新材料和新能源电池板块收入快速增长。 公司 2022 年铝用氟化盐 / 新材料 / 新能源电池板块收入分别为 17.59/78.07/19.80 亿元, YoY+32.14%/91.85%/100.66%, 毛利率分别为 13.61%/38.36%/11.75%, 同比分别 -1.71/-12.42/-2.36pct。公司收入增长主要与新材料板块的六氟磷酸锂等锂盐下游需求较好, 公司产能释放; 新能源电池板块放量有关。2022 年公司净利润实现较大幅度增加, 主要与公司六氟磷酸锂等新材料价格处于高位相关。

行业竞争加剧, 叠加原材料碳酸锂跌价, 六氟磷酸锂价格回落。 公司自主开发了利用工业级碳酸锂、无水氟化氢、三氯化磷法制备高纯晶体六氟磷酸锂, 具有纯度高、品质好、稳定性强等优点。截至 2022 年底, 公司已具备 5.5 万吨六氟磷酸锂的生产能力。客户涵盖国内主流电解液厂商, 并出口韩国、日本等国, 产销量位居全球前列。2022 年公司六氟磷酸锂出货量为 2.6 万吨左右, 公司规划 2023 年出货量达到 5 万吨。公司目前有 4 万吨六氟磷酸锂产能、1 万吨 LiFSI 产能在建, 此外, 公司在二氟磷酸锂、四氟硼酸锂等新型锂盐上也有布局。国内六氟磷酸锂新产能从 2022 年开始逐步大规模投产, 下游锂电需求虽然韧性十足, 但仍受疫情反复、汽车行业价格战、储能项目观望等负面因素影响, 供需宽松, 叠加原材料碳酸锂跌价, 六氟磷酸锂价格下滑, 一定程度上影响公司盈利。我们认为未来六氟磷酸锂等锂盐行业竞争加剧, 市占率有望逐步向技术水平高、生产成本低、持续研发带来效率持续提升的行业龙头企业聚集, 公司有望在此过程中受益。

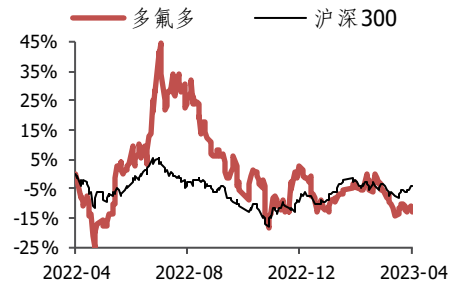
电子化学品有望成为公司“第二价值曲线”。 在湿电子化学品方面, 公司是国内首批突破 UPSSS 级 (G5 级别) 氢氟酸生产技术并具备相关生产线的企业, 其纯度及颗粒指标可满足国内主流 8 寸、12 寸芯片生产的工艺要求, 并在 2022 年通过台积电 (TSMC) 认证。电子特气产品方面, 公司控股子公司中宁硅业是国内较早将硅烷国产化的企业, 电子级硅烷、高纯四氟化硅等产品

买入 (首次评级)

股票信息

行业	基础化工
2023 年 4 月 4 日收盘价 (元)	32.72
总市值 (百万元)	25,064.29
流通市值 (百万元)	22,406.41
总股本 (百万股)	766.02
流通股本 (百万股)	684.79
近 3 月日均成交额 (百万元)	503.25

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

相关研究

已进入国内外知名半导体企业供应链和新能源材料供应链。公司现有电子级氢氟酸产能 5 万吨/年，电子级硅烷产能 4,000 吨/年，另有年产 3 万吨超净高纯电子级氢氟酸（Grade 5 级别）项目和年产 3 万吨湿电子化学品项目已全面开工，公司预计 2023 年内陆续投产。我们认为依托公司技术及资源优势，公司在电子化学品领域提前布局，并进入台积电供应链，具备先发优势，有望成为支撑公司未来发展的“第二价值曲线”。

创新驱动长期发展。 依托创新驱动，公司走出了一条“技术专利化、专利标准化、标准国际化”的特色创新之路，目前已获得授权专利 729 项，其中发明专利 187 项。主持制订、修订了 110 余项国际、国家及行业标准。公司创新工艺“低品位氟硅资源高效利用”颠覆传统萤石法制氢氟酸和氟化铝，新工艺采用磷肥副产氟硅酸生产氟化铝。在锂盐工艺开发方面，公司已将新一代合成结晶耦合、超声波诱导、梯度降温结晶、双向流合成等最新技术应用在六氟磷酸锂生产过程中，我们认为新工艺开发将进一步降低公司制造成本，有助于公司穿越六氟磷酸锂价格周期，提升公司内在竞争力。

新能源电池持续布局，钠电池小步快跑。 公司的锂电池布局焦作和南宁两地，有效产能合计 8.5GWH，另有 5GWH 产能在建。公司对钠电池及其材料体系进行布局，拥有完整的电池制造技术，且正极、负极、电解液等材料可实现部分自供。公司规划投产 5,000 吨/年正极产线，2,000 吨/年负极产线。钠离子电池已经装车试验，并已在黑龙江完成冬标测试，步入产业化阶段。我们认为公司钠离子电池产业化进度较快，且对正极、负极、电解液等关键主材均有布局，随着储能市场的开拓，有望成为公司新能源电池业务新增长点。

投资建议： 预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 173.70/204.36/255.98 亿元，实现归母净利润分别为 17.79/26.28/36.57 亿元，对应 EPS 分别为 2.32/3.43/4.77，当前股价对应的 PE 倍数分别为 14X、10X、7X。我们从以下三个方面，1) 短期碳酸锂价格下跌，下游企业采购意愿下降，短期需求下滑，新能源板块表现相对较弱。随着未来碳酸锂价格探底，产业链采购意愿有望恢复，考虑碳中和背景下，全球锂电材料需求仍处于较快增长阶段，我们对六氟磷酸锂、LiFSI、二氟磷酸锂、四氟硼酸锂等锂盐需求仍较为乐观，未来随着需求恢复，价格有望修复，利好公司未来业绩；2) 公司六氟磷酸锂、LiFSI、二氟磷酸锂、四氟硼酸锂等锂盐，电子级氢氟酸、电子级硅烷等电子化学品、锂电池和钠电池等产品均有新产能在建，我们认为上述产品需求仍处于快速增长阶段，未来产能逐步释放，有望增厚公司业绩；3) 创新驱动公司长期发展，一方面公司持续改进工艺和精细化管理，降本增效，另一方面，公司业务从最初的铝用氟化盐扩展到六氟磷酸锂，到 LiFSI、二氟磷酸锂、四氟硼酸锂等新型锂盐，并扩展电子化学品领域，我们看好公司从无机氟化工行业龙头迈向多领域氟材料行业龙头。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示： 下游需求不及预期；行业竞争加剧；新建项目进展不及预期；上游原材料价格波动等风险。

单击或点击此处输入文字。
 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5215	8723	12055	11538	16991
现金	1443	3684	4343	5109	6399
应收票据及应收账款	1041	1512	2305	2031	3490
其他应收款	174	187	321	276	471
预付账款	139	67	222	118	308
存货	1650	1917	3560	2672	5004
其他流动资产	769	1355	1305	1330	1318
非流动资产	6591	9515	12216	13582	15906
长期投资	57	31	31	32	32
固定资产	4282	6213	8745	10065	12296
无形资产	645	425	395	281	168
其他非流动资产	1607	2845	3045	3204	3411
资产总计	11806	18238	24271	25119	32897
流动负债	5037	7191	11966	10906	15619
短期借款	936	459	3515	2613	4044
应付票据及应付账款	2378	4746	6192	6254	9076
其他流动负债	1723	1986	2259	2038	2499
非流动负债	950	3053	2923	2563	2290
长期借款	550	2216	2086	1726	1453
其他非流动负债	400	837	837	837	837
负债合计	5987	10244	14890	13469	17909
少数股东权益	742	1504	1572	1673	1813
股本	766	766	766	766	766
资本公积	3186	2850	2850	2850	2850
留存收益	1358	3077	4278	6052	8520
归属母公司股东权益	5078	6489	7809	9978	13175
负债和股东权益	11806	18238	24271	25119	32897

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1975	1753	1791	4950	4251
净利润	1262	2023	1847	2729	3797
折旧摊销	438	679	779	1042	1317
财务费用	120	60	119	161	146
投资损失	-2	-101	-54	-67	-57
营运资金变动	-17	-1309	-1022	1035	-1002
其他经营现金流	174	401	122	50	50
投资活动现金流	-1258	-2480	-3426	-2342	-3585
资本支出	1217	2574	3479	2408	3641
长期投资	-187	-5	-1	-1	-0
其他投资现金流	145	99	54	67	57
筹资活动现金流	-546	1998	490	-1128	-1172
短期借款	-2052	-477	3056	-902	1430
长期借款	-72	1666	-130	-361	-273
普通股增加	71	-0	0	0	0
资本公积增加	1125	-336	0	0	0
其他筹资现金流	381	1145	-2436	134	-2329
现金净增加额	169	1279	-1145	1480	-506

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7799	12358	17370	20436	25598
营业成本	5299	8586	13184	15002	18478
营业税金及附加	43	73	120	132	159
销售费用	37	67	90	108	135
管理费用	425	591	1084	1226	1438
研发费用	264	501	704	828	1037
财务费用	120	60	119	161	146
资产和信用减值损失	-227	-320	-122	-50	-50
其他收益	47	49	64	66	56
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	101	54	67	57
资产处置收益	-33	-47	0	0	0
营业利润	1409	2262	2066	3061	4269
营业外收入	18	35	29	28	28
营业外支出	17	16	12	12	14
利润总额	1411	2281	2083	3078	4282
所得税	149	258	236	349	485
净利润	1262	2023	1847	2729	3797
少数股东损益	2	75	68	101	140
归属母公司净利润	1260	1948	1779	2628	3657
EBITDA	1899	3024	2946	4240	5694
EPS (元/股)	1.64	2.54	2.32	3.43	4.77

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	85.3	58.5	40.6	17.7	25.3
营业利润 (%)	10952.8	60.5	-8.7	48.2	39.4
归属母公司净利润 (%)	2490.8	54.6	-8.7	47.7	39.1
获利能力					
毛利率 (%)	32.0	30.5	24.1	26.6	27.8
净利率 (%)	16.2	16.4	10.6	13.4	14.8
ROE (%)	21.7	25.3	19.7	23.4	25.3
ROIC (%)	18.7	19.7	13.1	18.1	19.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.7	56.2	61.3	53.6	54.4
净负债比率 (%)	8.3	4.5	27.4	5.0	3.5
流动比率	1.0	1.2	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.9	0.7	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	8.7	10.6	9.7	10.1	9.9
应付账款周转率	5.1	5.6	5.6	5.6	5.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.64	2.54	2.32	3.43	4.77
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.58	2.29	2.34	6.46	5.55
每股净资产 (最新摊薄)	6.63	8.47	10.19	13.03	17.20
估值比率					
P/E	20.0	12.9	14.2	9.6	6.9
P/B	5.0	3.9	3.2	2.5	1.9
EV/EBITDA	13.8	8.9	10.0	6.5	4.8

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 4 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686