

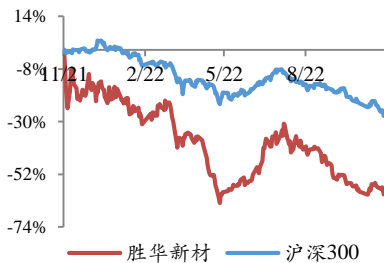
溶剂价格下跌拖累业绩，电解液加速布局打开下游空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-30

收盘价(元)	94.03
近12个月最高/最低(元)	236.04/85.42
总股本(百万股)	203
流通股本(百万股)	203
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	191
流通市值(亿元)	191

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天文

执业证书号：S0010122070031

电话：18811321533

邮箱：liutw@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

10月27日晚间，公司发布2022年三季报，报告期间公司实现营业收入67.99亿元，同比增长34.51%；实现归母净利润8.62亿元，同比增长16.25%。

● 主营产品销量稳步增长，溶剂价格下滑致盈利能力降低

2022年前三季度，公司实现营业收入67.99亿元，同比增长34.51%；实现归母净利润8.62亿元，同比增长16.25%；实现扣非归母净利润8.45亿元，同比增长14.48%。公司前三季度收入同比出现大幅增长，主要受益于公司碳酸二甲酯系列产品销量快速增长叠加甲基叔丁基醚和气体产品销售单价的上升。根据公司披露的经营数据，2022年前三季度公司碳酸二甲酯系列产品销量为30.4万吨，同比增长40.48%；公司甲基叔丁基醚和气体产品售价分别为6861.28元/吨、5730.04元/吨，同比增长51.54%和47.85%。从利润端来看，由于主产品碳酸二甲酯系列产品售价的降低，公司利润增速不及收入增速。单看三季度，公司实现营业收入33.21亿元，环比增长94.55%；实现归母净利润2.11亿元，环比增长4.98%；实现扣非归母净利润2.07亿元，环比增长7.81%。公司三季度收入环比大幅增长，主要是公司主营产品销量均实现大幅增长所致。根据公司披露的经营数据，2022年第三季度公司碳酸二甲酯系列产品、甲基叔丁基醚和气体销量分别为11.99万吨、16.32万吨和6.89万吨，分别环比增长17.43%、257.11%和242.79%。从利润端来看，由于三季度公司主产品的降价叠加原材料价格处于高位，公司盈利能力承压。

● 电解液产业链逐步完善，工艺优化与一体化布局并举

公司凭借在电解液溶剂方面的优势，积极布局下游电解液，目前规划和在建的电解液产能达70万吨。为了进一步优化电解液成本，公司积极推进一体化布局。报告期内，公司与中氟泰华签订《投资合作协议》建立合资公司，投资建设10万吨/年液态六氟磷酸锂，根据环评报告测算，液态六氟单位成本比固态六氟平均降低8%，该项目的投产有助于公司进一步降低电解液成本，提升产品的核心竞争力。同时，公司大力优化电解液溶剂制造工艺，与榆林化学签订投资合作框架协议，双方共同建设50万吨/年碳酸二甲酯(DMC)项目。工艺选择上，该项目拟采用先进的气相氧化羰基化法工艺，该工艺较PO法和EO法能显著降低生产成本，提高公司产品的核心竞争力。

● 投资建议

考虑到公司锂电产品矩阵日益丰富，产能释放节奏较快，预计公司2022年-2024年分别实现营业收入72.26、87.33、197.53亿元，实

现归母净利润 10.39、13.63、17.22 亿元，对应 PE 分别为 18、14、11 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料价格上涨带来成本的升高；
- (2) 客户验证进度不及预期；
- (3) 产能释放进度不及预期；
- (4) 下游需求不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7056	7226	8733	19753
收入同比 (%)	57.7%	2.4%	20.9%	126.2%
归属母公司净利润	1178	1039	1363	1722
净利润同比 (%)	353.6%	-11.8%	31.3%	26.3%
毛利率 (%)	31.5%	27.8%	28.8%	19.2%
ROE (%)	38.0%	25.4%	25.0%	24.0%
每股收益 (元)	5.81	5.13	6.73	8.50
P/E	34.08	18.35	13.98	11.07
P/B	12.93	4.67	3.50	2.66
EV/EBITDA	22.76	11.85	8.71	7.99

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2819	3629	5359	9258	营业收入	7056	7226	8733	19753
现金	866	1740	2990	2771	营业成本	4834	5217	6215	15965
应收账款	794	407	1045	2239	营业税金及附加	41	32	38	87
其他应收款	8	30	16	87	销售费用	59	119	144	326
预付账款	56	133	159	407	管理费用	245	279	338	763
存货	250	681	429	2421	财务费用	10	-26	-52	-90
其他流动资产	844	638	721	1331	资产减值损失	-73	10	10	10
非流动资产	1871	2034	2158	2255	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	93	95	97	99	投资净收益	6	0	0	218
固定资产	910	1249	1457	1588	营业利润	1490	1325	1710	2138
无形资产	97	115	122	130	营业外收入	18	18	18	18
其他非流动资产	771	576	482	438	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	4690	5663	7517	11513	利润总额	1502	1338	1723	2151
流动负债	968	848	1220	3371	所得税	204	201	258	323
短期借款	2	2	2	2	净利润	1299	1137	1464	1828
应付账款	448	253	582	1562	少数股东损益	120	99	101	106
其他流动负债	518	593	636	1807	归属母公司净利润	1178	1039	1363	1722
非流动负债	144	161	178	195	EBITDA	1730	1473	1862	2060
长期借款	103	115	127	139	EPS (元)	5.81	5.13	6.73	8.50
其他非流动负债	41	46	51	56					
负债合计	1112	1009	1398	3566					
少数股东权益	473	572	673	779	主要财务比率				
股本	203	203	203	203	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	419	419	419	419	成长能力				
留存收益	2483	3461	4824	6547	营业收入	57.7%	2.4%	20.9%	126.2%
归属母公司股东权益	3104	4082	5446	7168	营业利润	369.9%	-11.1%	29.0%	25.0%
负债和股东权益	4690	5663	7517	11513	归属于母公司净利	353.6%	-11.8%	31.3%	26.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	31.5%	27.8%	28.8%	19.2%
					净利率 (%)	16.7%	14.4%	15.6%	8.7%
					ROE (%)	38.0%	25.4%	25.0%	24.0%
					ROIC (%)	36.6%	22.9%	22.3%	19.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	23.7%	17.8%	18.6%	31.0%
					净负债比率 (%)	31.1%	21.7%	22.9%	44.9%
					流动比率	2.91	4.28	4.39	2.75
					速动比率	2.52	3.23	3.85	1.89
					营运能力				
					总资产周转率	1.77	1.40	1.33	2.08
					应收账款周转率	11.28	12.03	12.03	12.03
					应付账款周转率	12.80	14.89	14.89	14.89
					每股指标 (元)				
					每股收益	5.81	5.13	6.73	8.50
					每股经营现金流薄)	4.73	6.13	7.63	-0.69
					每股净资产	15.32	20.14	26.87	35.37
					估值比率				
					P/E	34.08	18.35	13.98	11.07
					P/B	12.93	4.67	3.50	2.66
					EV/EBITDA	22.76	11.85	8.71	7.99

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。