

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

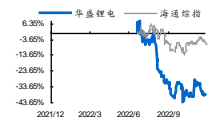
## 电解液添加剂龙头扬帆起航

### 股票数据

12月23日收盘价(元)	64.90
52周股价波动(元)	62.27-129.20
总股本/流通A股(百万股)	110/25
总市值/流通市值(百万元)	7139/1635

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.4	-11.8	-14.7
相对涨幅(%)	-1.4	-14.2	-13.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021)23154143

Email: zjj10419@haitong.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021)23154505

Email: hx11853@haitong.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021)23219635

Email: zhr14674@haitong.com

证书: S0850122070051

### 投资要点:

- 公司主要产品为锂电池电解液添加剂和特殊有机硅。**锂电池电解液添加剂属于先进石化化工新材料,公司是碳酸亚乙烯酯(VC)和氟代碳酸乙烯酯(FEC)市场领先供应商之一,产品广泛应用于新能源汽车等领域。根据公司招股说明书援引的QYResearch数据,2019年公司在全球电解液市场的占有率达到22.19%,位居全球第一。2021年,公司实现营收10.14亿元,同比增长127.97%;实现归母净利润4.20亿元,同比增长438.81%。
- 受益于新能源车普及,电解液添加剂市场规模持续扩张。**受益于新能源汽车产业发展,国内外锂电池需求不断上升,带动了锂电池电解液添加剂行业发展。根据公司招股说明书援引的QYResearch数据,2021年全球锂电池添加剂产量为2.07万吨,2026年将增至6.27万吨,CAGR为24.81%;国内锂电池添加剂产量为1.49万吨,2026年将增至4.90万吨,CAGR为26.88%。
- 公司与宁德时代等大客户签订长期合作协议,保障未来增长。**公司与宁德时代约定2022年供应碳酸亚乙烯酯(VC)1120吨,2023-2025年增加至3360吨/年;与比亚迪约定2022年供应碳酸亚乙烯酯(VC)800吨,2023-2025年增至3120吨/年,2022年供应氟代碳酸乙烯酯(FEC)160吨,2023-2025年增至600吨/年;与天赐材料约定2022年供应氟代碳酸乙烯酯(FEC)660吨,2023-2024年增至960吨/年。我们认为与大客户合作协议的签署有助于增强公司与下游客户的合作,也保障了公司募投项目新增产能的消化能力。
- 引入关键技术人才,开发低能耗高性能锂电负极。**公司与华赢新能源成立合资子公司华盛联赢,计划投资12.6亿元建设年产20万吨低能耗高性能锂电池负极材料项目,建设期两年。公司的控股子公司华赢新能源成立于2019年,由公司和郑洪河教授团队共同组建。郑洪河教授30年来先后从事电解质溶液化学、熔盐化学、凝胶电解质化学、碳素材料和锂离子电池工艺学等方向的基础与应用研究。近年来,郑洪河先生团队发展了低能耗制备高性能石墨负极材料技术并完成产业化,实现了石墨负极材料生产中的去石墨化工艺以及节能90%的目标。将对低能耗高性能锂电负极项目的产业化提供助力。
- 盈利预测。**公司是全球锂电池电解液添加剂龙头,未来产能投放较多,业绩将持续增长。我们预计华盛锂电2022-2024年EPS分别为2.16、3.48、6.03元。参考可比公司估值水平,给予其2023年业绩20-25倍PE,对应合理价值区间为69.60元-87.00元,首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**技术路线替代风险,下游需求不及预期风险,产品价格波动风险

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	445	1014	819	1540	2687
(+/-)YoY(%)	5.0%	128.0%	-19.2%	88.0%	74.4%
净利润(百万元)	78	420	238	382	663
(+/-)YoY(%)	2.8%	438.8%	-43.5%	60.8%	73.4%
全面摊薄EPS(元)	0.71	3.82	2.16	3.48	6.03
毛利率(%)	39.4%	62.1%	51.4%	39.8%	40.5%
净资产收益率(%)	12.7%	40.9%	6.2%	9.1%	13.6%

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利假设:**

1) 收入增长率假设: 公司在建产能为“年产 6000 吨碳酸亚乙烯酯、3000 吨氟代碳酸乙烯酯”项目和“年产 3,000 吨双氟磺酰亚胺锂”项目, 预计 2023 达到可使用状态, 因此我们预计公司 22-24 年公司碳酸亚乙烯酯业务和氟代碳酸乙烯酯业务营收快速增长, BOB 和特殊有机硅业务营收保持稳定。

2) 毛利率假设: 2021 年电解液添加剂价格处于高位, 我们预计 2022-2024 年各产品毛利率会有所下降, 其中碳酸亚乙烯酯业务毛利率分别为 56%、46%、46%; 氟代碳酸乙烯酯业务毛利率分别为 45%、29%、26%。

**表 1 华盛锂电分产品盈利预测**

业务	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
VC (碳酸亚乙烯酯)	营业收入 (亿元)	2.68	2.48	6.39	5.11	6.90	11.11
	营业成本 (亿元)	1.38	1.31	2.20	2.26	3.76	5.95
	毛利 (亿元)	1.30	1.17	4.19	2.85	3.14	5.17
	毛利率 (%)	49%	47%	66%	56%	46%	46%
FEC (氟代碳酸乙烯酯)	营业收入 (亿元)	1.09	1.35	2.91	1.91	3.40	3.82
	营业成本 (亿元)	0.83	1.02	1.20	1.06	2.43	2.81
	毛利 (亿元)	0.26	0.33	1.71	0.85	0.97	1.01
	毛利率 (%)	24%	24%	59%	45%	29%	26%
BOB (双草酸硼酸锂)	营业收入 (亿元)	0.27	0.43	0.40	0.55	0.53	0.50
	营业成本 (亿元)	0.13	0.18	0.18	0.27	0.28	0.29
	毛利 (亿元)	0.14	0.25	0.22	0.28	0.25	0.21
	毛利率 (%)	52%	58%	55%	51%	47%	42%
特殊有机硅	营业收入 (亿元)	0.16	0.13	0.17	0.35	0.39	0.42
	营业成本 (亿元)	0.12	0.12	0.14	0.28	0.32	0.36
	毛利 (亿元)	0.04	0.01	0.03	0.07	0.06	0.06
	毛利率 (%)	25%	8%	18%	19%	17%	14%
LiFSI (双氟磺酰亚胺锂)	营业收入 (亿元)					0.80	1.20
	营业成本 (亿元)					0.48	0.72
	毛利 (亿元)					0.32	0.48
	毛利率 (%)					40%	40%
负极材料	营业收入 (亿元)					3.19	9.56
	营业成本 (亿元)					1.91	5.73
	毛利 (亿元)					1.27	3.82
	毛利率 (%)					40%	40%
其他	营业收入 (亿元)	0.03	0.05	0.27	0.27	0.20	0.25
	营业成本 (亿元)	0.05	0.05	0.11	0.11	0.09	0.10
	毛利 (亿元)	-0.02	0.00	0.16	0.16	0.11	0.14
	毛利率 (%)	-67%	0%	59%	59%	54%	58%
合计	营业收入 (亿元)	4.23	4.44	10.14	8.19	15.40	26.87
	营业成本 (亿元)	2.51	2.68	3.83	3.98	9.28	15.97
	毛利 (亿元)	1.72	1.76	6.31	4.21	6.13	10.89
	毛利率 (%)	41%	40%	62%	51%	40%	41%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002709.SZ	天赐材料	906.30	2.30	3.01	3.52	20.53	15.64	13.36
603026.SH	胜华新材	184.58	5.81	6.49	8.29	15.68	14.02	10.99
603659.SH	璞泰来	756.19	2.52	2.22	3.16	22.17	24.54	17.22
	<b>平均</b>		3.54	3.91	4.99	19.46	18.07	13.86

注：收盘价为 2022 年 12 月 23 日价格，EPS 为 wind 一致预期  
资料来源：海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1014</b>	<b>819</b>	<b>1540</b>	<b>2687</b>
每股收益	3.82	2.16	3.48	6.03	营业成本	384	398	928	1597
每股净资产	12.54	34.85	38.32	44.35	毛利率%	62.1%	51.4%	39.8%	40.5%
每股经营现金流	3.50	4.71	3.63	6.76	营业税金及附加	12	9	17	30
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	7	6	11	19
P/E	19.57	34.62	21.52	12.42	营业费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
P/B	5.97	2.15	1.95	1.69	管理费用	73	98	105	177
P/S	6.05	10.05	5.34	3.06	管理费用率%	7.2%	12.0%	6.8%	6.6%
EV/EBITDA	-0.18	14.54	10.24	6.24	EBIT	493	273	419	748
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	4	4	-21	-18
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.4%	0.5%	-1.4%	-0.7%
毛利率	62.1%	51.4%	39.8%	40.5%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	41.5%	29.0%	24.8%	24.7%	投资收益	3	2	1	1
净资产收益率	40.9%	6.2%	9.1%	13.6%	<b>营业利润</b>	<b>485</b>	<b>270</b>	<b>441</b>	<b>767</b>
资产回报率	27.1%	5.6%	7.5%	11.3%	营业外收支	2	3	0	0
投资回报率	35.4%	5.9%	8.2%	12.8%	<b>利润总额</b>	<b>488</b>	<b>273</b>	<b>441</b>	<b>767</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	554	383	576	973
营业收入增长率	128.0%	-19.2%	88.0%	74.4%	所得税	70	38	62	107
EBIT 增长率	394.4%	-44.7%	53.6%	78.7%	有效所得税率%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	438.8%	-43.5%	60.8%	73.4%	少数股东损益	-3	-3	-3	-3
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>420</b>	<b>238</b>	<b>382</b>	<b>663</b>
资产负债率	31.7%	9.0%	16.5%	16.2%					
流动比率	1.85	8.72	4.19	3.77	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	1.69	8.54	3.91	3.50	货币资金	235	2799	2473	2292
现金比率	0.50	7.74	3.02	2.47	应收账款及应收票据	199	106	420	416
<b>经营效率指标</b>					存货	61	50	208	236
应收账款周转天数	62.51	60.00	55.00	50.00	其它流动资产	375	199	325	556
存货周转天数	50.83	50.00	50.00	50.00	流动资产合计	870	3153	3426	3500
总资产周转率	0.82	0.28	0.33	0.49	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.29	1.57	2.01	2.29	固定资产	441	600	935	1414
					在建工程	10	255	477	689
					无形资产	82	87	92	97
					非流动资产合计	680	1089	1652	2347
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1549</b>	<b>4243</b>	<b>5079</b>	<b>5848</b>
净利润	420	238	382	663	短期借款	133	134	135	136
少数股东损益	-3	-3	-3	-3	应付票据及应付账款	159	111	466	439
非现金支出	61	110	157	225	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	8	2	6	6	其它流动负债	178	116	217	352
营运资金变动	-200	171	-143	-147	流动负债合计	470	362	818	928
<b>经营活动现金流</b>	<b>287</b>	<b>518</b>	<b>399</b>	<b>744</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-94	-517	-720	-919	其它长期负债	22	22	22	22
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	22	22	22	22
其他	9	2	1	1	<b>负债总计</b>	<b>492</b>	<b>383</b>	<b>840</b>	<b>949</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-84</b>	<b>-515</b>	<b>-719</b>	<b>-919</b>	实收资本	82	110	110	110
债权募资	12	1	1	1	归属于母公司所有者权益	1028	3833	4215	4878
股权募资	2	2567	0	0	少数股东权益	29	26	23	20
其他	-38	-7	-7	-7	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1549</b>	<b>4243</b>	<b>5079</b>	<b>5848</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-24</b>	<b>2561</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>176</b>	<b>2564</b>	<b>-325</b>	<b>-181</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 23 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业  
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,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,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,百傲化学,七彩化学,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,和邦生物,广汇能源,安道麦 A,永东股份,华润材料,维远股份,利尔化学,中国石化,元利科技,新凤鸣,三维股份,永和股份,中油工程,泰和新材

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。