

2017年07月19日

证券研究报告·动态跟踪报告

多氟多(002407)化工

增持(首次)

当前价: 27.30元

目标价: 29.50元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

六氟磷酸锂量价齐升, 助力业绩增长

投资要点

- **事件:** 今年以来, 受整车补贴退坡, 行业产能释放等因素影响, 六氟磷酸锂价格出现了一定下调。而近期六氟磷酸锂价格开始企稳回升, 随着下半年新能源汽车放量, 六氟磷酸锂企业有望迎来盈利拐点。
- **无机氟化工行业领导者, 打通新能源汽车产业链:** 公司是无机氟化工行业的领导者, 已建立起包括六氟磷酸锂、正极材料、隔膜等在内的锂电池材料体系。借助材料优势, 向下游动力锂电池、电动汽车动力总成、新能源汽车等环节延伸, 打通新能源汽车产业链。公司15年已有2款红星新能源车车型入选推广目录, 目前“年产30万套新能源汽车动力总成及配套项目”已正式开工。
- **六氟磷酸锂价格企稳回升, 公司产能逐步释放:** 随着二季度新建的3000吨六氟磷酸锂开始投产, 公司六氟磷酸锂产能将由目前的3000吨/年扩产至6000吨/年。公司六氟磷酸锂产品质量优异, 已实现批量出口日韩, 客户结构优异, 下游客户包括比亚迪、杉杉股份、三菱化学、三星和LG等。随着新能源汽车产销量逐步回升, 海外六氟磷酸锂价格回升等多重因素作用, 公司下半年盈利能力将有效提升。
- **动力锂电池稳步推进, 下游客户销量大增:** 公司目前三元锂电池已具备1亿AH产能, 年底有望形成4亿Ah产能。另有年产1.5GWh动力电池项目在建, 预计18年年底投产。公司的动力锂电主要应用于A00级乘用车, 下游客户主要为新大洋知豆, 今年销量大增, 5月销售4471辆, 同比增长715.9%, 公司的动力锂电出货量有望大幅增长。
- **环保趋严, 氟化盐行业集中度提升:** 受环保监管趋严的影响, 部分小工厂被强制关闭, 氟化铝行业的开工率不达50%, 供给紧张带动氟化盐涨价, 公司作为氟化盐龙头企业市占率有望进一步得到提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.95元、1.14元、1.25元, 对应估值为27倍、23倍和21倍, 未来三年营业收入将保持23.8%的复合增长率, 给予公司2017年31倍估值, 对应目标价29.5元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动的风险, 在建工程进度及达产程度或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2870.84	3571.85	4360.43	5446.37
增长率	30.68%	24.42%	22.08%	24.90%
归属母公司净利润(百万元)	477.76	599.57	718.30	786.12
增长率	1119.05%	25.50%	19.80%	9.44%
每股收益EPS(元)	0.76	0.95	1.14	1.25
净资产收益率ROE	16.52%	17.73%	18.05%	17.01%
PE	34	27	23	21
PB	6.30	5.28	4.43	3.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
 执业证号: S1250513090001
 电话: 023-63786561
 邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
 电话: 010-57631196
 邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
 电话: 021-68415929
 邮箱: lzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.28
流通A股(亿股)	5.38
52周内股价区间(元)	18.2-41.0
总市值(亿元)	171.47
总资产(亿元)	56.34
每股净资产(元)	4.26

相关研究

关键假设:

假设 1: 公司今年六氟磷酸锂已扩产至 6000 吨, 由于下半年是新能源汽车销售旺季, 六氟磷酸锂的需求将得到显著提升, 因此我们认为六氟磷酸锂的价格将稳中有升; 此外氟化工行业整体市场集中度提升, 对公司氟化盐业务的毛利率和增速都能有所保证, 17 年可以维持 16 年的高毛利率。但 18、19 年由于各家产能逐步投放, 毛利率有所下降。

假设 2: 在公司动力电池产能建设稳步推进的情况下, 假设今年产能利用率为 40%, 明年 50%。

假设 3: 公司去年有 2 款红星新能源车车型入选推广目录, 并且还在建有 30 万套电动汽车动力总成及配套项目, 由于今年还处于研发投入期, 我们认为盈利拐点可能在 18 年。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务盈利预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	2139.7	2196.8	2870.8	3571.8	4360.4	5446.4
yoy	37.2%	2.7%	30.7%	24.4%	22.1%	24.9%
营业成本	1861.8	1803.0	1680.7	2233.1	2781.6	3653.2
毛利率	13.0%	17.9%	41.5%	37.5%	36.2%	32.9%
氟化盐						
收入	1272.8	1148.1	2258.7	2823.3	3529.2	4235.0
yoy		-9.8%	96.7%	25.0%	25.0%	20.0%
成本	1042.0	958.0	1179.3	1609.3	2117.5	2668.1
毛利率	18.1%	16.6%	47.8%	43.0%	40.0%	37.0%
锂电池及核心材料						
收入		501.4	294.4	412.2	700.7	1051.0
yoy			-41.3%	40.0%	70.0%	50.0%
成本		331.8	223.4	317.4	546.5	840.8
毛利率		33.8%	24.1%	23.0%	22.0%	20.0%
新能源汽车						
收入		0.02	6.6	9.3	18.6	37.1
yoy			27410.4%	40.0%	100.0%	100.0%
成本		0.01	11.5	12.1	16.7	33.4
毛利率		58.1%	-73.9%	-30.0%	10.0%	10.0%
其他主营业务						
收入	815.9	532.6	297.3	327.1	112.0	123.2
yoy		-34.7%	-44.2%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	787.5	513.2	266.4	294.3	100.8	110.9
毛利率	3.5%	3.7%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2870.84	3571.85	4360.43	5446.37	净利润	475.46	599.57	718.30	786.12
营业成本	1680.73	2233.09	2781.55	3653.18	折旧与摊销	185.69	107.77	107.77	107.77
营业税金及附加	30.99	35.72	43.60	54.46	财务费用	31.48	36.35	19.25	8.12
销售费用	100.62	125.01	143.89	163.39	资产减值损失	69.78	5.00	5.00	5.00
管理费用	336.73	428.62	514.53	626.33	经营营运资本变动	-605.99	-331.12	-272.83	-402.83
财务费用	31.48	36.35	19.25	8.12	其他	-95.35	-37.66	-44.37	-29.87
资产减值损失	69.78	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	61.07	379.91	533.12	474.32
投资收益	5.23	30.00	30.00	30.00	资本支出	-408.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	20.06	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-388.43	30.00	30.00	30.00
营业利润	625.72	738.05	882.60	965.89	短期借款	18.00	-563.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-60.76	-32.67	-37.54	-41.04	长期借款	746.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	564.96	705.38	845.06	924.85	股权融资	59.22	0.00	0.00	0.00
所得税	89.51	105.81	126.76	138.73	支付股利	-37.69	-95.55	-119.91	-143.66
净利润	475.46	599.57	718.30	786.12	其他	-145.38	-91.58	-19.25	-8.12
少数股东损益	-2.31	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	640.46	-750.13	-139.17	-151.78
归属母公司股东净利润	477.76	599.57	718.30	786.12	现金流量净额	316.16	-340.22	423.95	352.53
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	814.24	474.02	897.98	1250.51	成长能力				
应收和预付款项	1170.71	1445.25	1764.40	2224.87	销售收入增长率	30.68%	24.42%	22.08%	24.90%
存货	565.13	758.12	956.49	1251.71	营业利润增长率	1726.00%	17.95%	19.58%	9.44%
其他流动资产	68.80	86.01	105.00	131.15	净利润增长率	1404.65%	26.11%	19.80%	9.44%
长期股权投资	48.72	48.72	48.72	48.72	EBITDA 增长率	227.39%	4.66%	14.45%	7.15%
投资性房地产	2.02	2.02	2.02	2.02	获利能力				
固定资产和在建工程	1948.39	1855.09	1761.79	1668.49	毛利率	41.46%	37.48%	36.21%	32.92%
无形资产和开发支出	142.70	129.40	116.09	102.79	三费率	16.33%	16.52%	15.54%	14.65%
其他非流动资产	497.66	496.50	495.33	494.16	净利率	16.56%	16.79%	16.47%	14.43%
资产总计	5258.37	5295.13	6147.81	7174.42	ROE	16.52%	17.73%	18.05%	17.01%
短期借款	563.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.04%	11.32%	11.68%	10.96%
应付和预收款项	686.60	804.52	1026.01	1358.01	ROIC	19.64%	19.01%	20.51%	20.37%
长期借款	882.30	882.30	882.30	882.30	EBITDA/销售收入	29.36%	24.70%	23.15%	19.86%
其他负债	248.84	227.29	260.10	312.24	营运能力				
负债合计	2380.74	1914.11	2168.40	2552.55	总资产周转率	0.63	0.68	0.76	0.82
股本	628.11	628.11	628.11	628.11	固定资产周转率	1.98	2.55	3.34	4.49
资本公积	1278.27	1278.27	1278.27	1278.27	应收账款周转率	5.56	5.32	5.40	5.40
留存收益	750.81	1254.83	1853.22	2495.68	存货周转率	3.28	3.31	3.22	3.30
归属母公司股东权益	2608.81	3112.21	3710.59	4353.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	54.72%	—	—	—
少数股东权益	268.81	268.81	268.81	268.81	资本结构				
股东权益合计	2877.63	3381.02	3979.41	4621.87	资产负债率	45.28%	36.15%	35.27%	35.58%
负债和股东权益合计	5258.37	5295.13	6147.81	7174.42	带息债务/总负债	60.71%	46.09%	40.69%	34.57%
					流动比率	1.86	2.95	3.12	3.08
					速动比率	1.46	2.14	2.32	2.29
					股利支付率	7.89%	15.94%	16.69%	18.27%
					每股指标				
					每股收益	0.76	0.95	1.14	1.25
					每股净资产	4.15	4.95	5.91	6.93
					每股经营现金	0.10	0.60	0.85	0.76
					每股股利	0.06	0.15	0.19	0.23
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	842.90	882.17	1009.62	1081.78					
PE	34.42	27.43	22.89	20.92					
PB	6.30	5.28	4.43	3.78					
PS	5.73	4.60	3.77	3.02					
EV/EBITDA	19.74	18.55	15.78	14.41					
股息率	0.23%	0.58%	0.73%	0.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn