

定增投建新材料项目：“不惧风雨路，踏上新征程”

——多氟多 (002407.SZ) 非公开发行股票预案公告点评

公司简报

◆事件：公司公告 2020 年度非公开发行 A 股股票预案，拟募集资金总额不超过 11.5 亿元，用于建设年产 3 万吨超净高纯电子级氢氟酸项目（募投金额 3.5 亿元）、年产 3 万吨超净高纯湿电子化学品项目（募投金额 2 亿元）、年产 3 万吨高性能无水氟化铝技术改造项目（募投金额 2.6 亿元），以及补充流动资金（3.4 亿元）。

◆点评：受补贴退坡影响，2019 年新能源汽车销量大幅下滑，公司产品价格和盈利能力维持低位，叠加资产减值和信用减值损失导致公司 2019 年大幅亏损。国内新能源汽车行业在“后补贴时代”已由政策驱动转向市场驱动和创新驱动，此次定增将助力公司发展战略调整和产业整合，抓住国内电子化学品市场快速增长的机遇，确立在电子级氢氟酸市场的领先地位，并加大在半导体新材料和氟硅新材料领域的布局。公司“不惧风雨路，踏上新征程”，发力重心持续向新材料业务倾斜，将驱动公司重归成长。

1) 六氟磷酸锂格局改善，盈利有望修复：目前六氟磷酸锂价格已经回到 2014 年的低位，即使主流企业也盈利微薄，随着国内新能源汽车政策刺激和欧洲电动车市场兴起，全球六氟磷酸锂供需有望持续改善，中期看六氟价格已经回归上升通道，公司氟化盐业务盈利有望修复向上。

2) 加大布局湿电子化学品，抓住市场快速增长红利：国内高端电子级氢氟酸较为依赖进口，能够生产半导体级别（UP-SS 及以上）电子级氢氟酸的产能仅为 3-4 万吨，公司已突破达到 12 寸晶圆需求的 UP-SSS 级别并具有相关生产线，未来新增 3 万吨超净高纯电子级氢氟酸产能，优质的客户资源将确保抓住市场增长和进口替代红利。此外公司将投建 1.2 万吨电子级氨水、1.2 万吨电子级硝酸和 6000 吨电子级 BOE 项目，随着近年来大量集成电路、面板和光伏电池项目在中西部的落地，公司湿电子化学品布局的区位优势有望发挥。

◆盈利预测、估值与评级：维持公司 2020-2022 年盈利预测，预计 EPS 分别为 0.30/0.39/0.46 元。当前股价对应 PE 分别为 42/32/28 倍，中期内六氟价格有望回暖，加大新材料布局支撑未来成长，维持“增持”评级。

◆风险提示：上游原材料涨价的风险；新产能投放不及预期的风险；补贴政策滑坡，下游需求增速放缓的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,913	3,851	4,569	5,311	6,034
营业收入增长率	4.74%	-1.59%	18.66%	16.23%	13.62%
净利润（百万元）	66	-416	203	269	312
净利润增长率	-74.30%	-731.56%	—	32.77%	15.86%
EPS（元）	0.10	-0.61	0.30	0.39	0.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.90%	-14.28%	6.53%	8.23%	9.05%
P/E	131	—	42	32	28
P/B	2.5	3.0	2.8	2.6	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 7 月 13 日

增持（维持）

当前价：12.58 元

分析师

赵启超（执业证书编号：S0930518050002）
010-58452072

zhaoqc@ebsecn.com

吴裕（执业证书编号：S0930519050005）
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

裴孝锋（执业证书编号：S0930517050001）
021-52523535

giuxf@ebsecn.com

市场数据

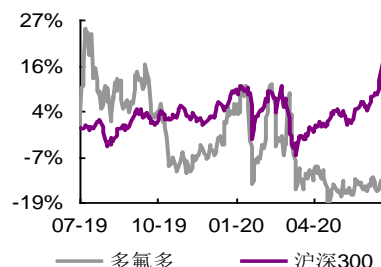
总股本(亿股)：6.95

总市值(亿元)：87.43

一年最低/最高(元)：10.04/16.31

近 3 月换手率：126.39%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.21	-13.67	-48.13
绝对	18.02	15.09	-20.71

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,913	3,851	4,569	5,311	6,034
营业成本	2,924	3,099	3,744	4,012	4,555
折旧和摊销	266	301	411	448	485
税金及附加	37	33	47	42	50
销售费用	167	178	219	186	211
管理费用	321	283	416	414	471
研发费用	132	197	228	239	272
财务费用	111	129	81	110	127
投资收益	30	4	5	5	5
营业利润	147	-457	268	351	404
利润总额	159	-436	260	343	396
所得税	27	-15	52	69	79
净利润	132	-421	208	274	317
少数股东损益	66	-4	5	5	5
归属母公司净利润	66	-416	203	269	312
EPS(按最新股本计)	0.10	-0.61	0.30	0.39	0.46

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	428	46	79	517	715
净利润	66	-416	203	269	312
折旧摊销	266	301	411	448	485
净营运资金增加	242	-554	831	533	426
其他	-146	715	-1,366	-733	-508
投资活动产生现金流	-628	-648	-316	-415	-515
净资本支出	-584	-263	-320	-420	-520
长期投资变化	78	58	0	0	0
其他资产变化	-122	-443	4	5	5
融资活动现金流	106	388	510	121	17
股本变化	37	0	0	0	0
债务净变化	27	1,130	599	331	278
无息负债变化	275	306	291	92	277
净现金流	-91	-213	273	222	217

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	25.3%	19.5%	18.1%	24.5%	24.5%
EBITDA 率	12.3%	16.8%	6.8%	17.8%	17.4%
EBIT 率	5.5%	8.8%	-2.2%	9.4%	9.4%
税前净利润率	4.1%	-11.3%	5.7%	6.5%	6.6%
归母净利润率	1.7%	-10.8%	4.4%	5.1%	5.2%
ROA	1.6%	-4.7%	2.1%	2.6%	2.8%
ROE (摊薄)	1.9%	-14.3%	6.5%	8.2%	9.0%
经营性 ROIC	2.8%	5.0%	-1.1%	5.1%	5.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	51%	62%	64%	64%	65%
流动比率	1.22	0.84	0.92	0.96	0.99
速动比率	0.90	0.65	0.71	0.75	0.77
归母权益/有息债务	1.45	0.83	0.75	0.73	0.73
有形资产/有息债务	3.21	2.33	2.27	2.24	2.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	8,159	9,043	10,129	10,722	11,457
货币资金	1,054	1,097	1,371	1,593	1,810
交易性金融资产	0	302	302	302	302
应收账款	1,209	885	1,423	1,654	1,879
应收票据	280	290	345	400	455
其他应收款 (合计)	41	48	43	50	57
存货	1,007	858	1,143	1,225	1,392
其他流动资产	219	182	196	211	226
流动资产合计	3,895	3,746	4,922	5,544	6,243
其他权益工具	0	134	134	134	134
长期股权投资	78	58	58	58	58
固定资产	1,794	2,212	2,383	2,497	2,583
在建工程	1,382	1,569	1,334	1,211	1,170
无形资产	306	740	697	659	623
商誉	4	4	4	4	4
其他非流动资产	386	469	476	476	476
非流动资产合计	4,263	5,296	5,207	5,179	5,213
总负债	4,140	5,576	6,465	6,888	7,443
短期借款	1,261	2,441	3,040	3,371	3,649
应付账款	755	798	963	1,033	1,172
应付票据	669	489	590	633	718
预收账款	16	45	54	63	71
其他流动负债	0	0	1	3	4
流动负债合计	3,195	4,442	5,328	5,747	6,298
长期借款	763	687	687	687	687
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	167	324	328	331	335
非流动负债合计	945	1,134	1,138	1,141	1,145
股东权益	4,019	3,467	3,664	3,834	4,014
股本	684	684	684	684	684
公积金	2,164	2,164	2,184	2,211	2,242
未分配利润	616	62	238	376	519
归属母公司权益	3,467	2,914	3,106	3,272	3,446
少数股东权益	551	552	557	562	567

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.28%	4.61%	4.80%	3.50%	3.50%
管理费用率	8.20%	7.35%	9.10%	7.80%	7.80%
财务费用率	2.82%	3.36%	1.78%	2.07%	2.11%
研发费用率	3.37%	5.11%	5.00%	4.50%	4.50%
所得税率	17%	4%	20%	20%	20%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.01	0.15	0.20	0.23
每股经营现金流	0.63	0.07	0.12	0.76	1.05
每股净资产	5.07	4.26	4.54	4.78	5.04
每股销售收入	5.72	5.63	6.68	7.77	8.82

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	131	—	42	32	28
PB	2.5	3.0	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	25.1	20.2	43.6	14.6	13.4
股息率	1.6%	0.1%	1.2%	1.6%	1.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼