

# 6F 成本、产能优势凸显，新业务板块迎放量拐点

## Q2 盈利符合预期，价格下行阶段彰显韧性

多氟多发布 2022 年中报，22H1 归母净利润 14 亿，同比+356%。其中，Q2 归母净利润 6.7 亿，同比+212%，环比-9%。

(1) **6F**：预计 Q2 出货环比约+40%；单吨净利 8 万元+。Q2 散单价大幅下降，盈利依旧坚挺，推断主要系：①公司长单占比较高，熨平价格波动；②原材料库存储备充裕。

(2) **电池**：预计 Q2 净利润 0.1 亿元+。

(3) **其他业务**：预计归母净利润 0.4 亿元+。

## 6F 成本、产能优势凸显，新业务板块迎放量拐点

(1) **6F 产能扩张积极，中长期目标市占率 35-40%**：22H1 出货 1.2 万吨+，预计市占率近 30%。预计 22-24 年底产能将达 5.5/9.5/15 万吨，出货量 3.2/6/9 万吨。

(2) **新工艺成本优势凸显**：公司 6F 后续投产第四代产线，单吨 CAPEX 处于行业最低水平、结晶环节能耗下降、节约物料，扩大与二线厂商成本优势。

(3) **通过合资+长协等形式锁定商务关系**：目前 6F 海外占比近 30%，国内客户包括比亚迪、新宙邦、瑞泰新材等，公司已与 Enchem（规划 2 万吨）等头部电解液公司成立合资公司。

(4) **新业务板块迎来爆发期**：公司聚焦新能源+半导体材料两大核心业务，后续在 LiFSI、二氟磷酸锂、电池、半导体级 HF、电子级特气业务规划庞大，构筑业绩新增长极。

## 盈利预测：

我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 25.0/29.2/37.4 亿元，同比分别+99%/+17%/+28%，对应 P/E 分别为 14.4/12.4/9.7，维持“买入”评级。

## 风险提示：

新能源汽车销量不及预期、行业竞争格局恶化。

## 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,209	7,799	12,792	20,654	28,873
增长率(%)	9.3	85.3	64.0	61.5	39.8
净利润(百万元)	49	1,260	2,504	2,922	3,743
增长率(%)	-111.7	2490.8	98.8	16.7	28.1
ROE(%)	1.3	21.7	33.2	28.2	26.7
EPS(元/股，摊薄)	0.07	1.64	3.27	3.81	4.89
P/E(倍)	674.4	28.7	14.4	12.4	9.7
P/B(倍)	11.7	7.3	5.0	3.6	2.6

资料来源：公司公告，中信建投

## 多氟多(002407)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

18600687712

SAC 执证编号：S1440521100008

马天一

matianyibj@csc.com.cn

13207689070

SAC 执证编号：S1440521110004

发布日期：2022 年 08 月 11 日

当前股价：47.18 元

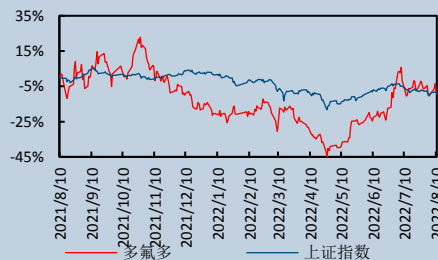
目标价格 6 个月：60 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-7.54/-3.79	50.16/42.64	-8.75/-1.18
12 月最高/最低价 (元)			66.2/27.3
总股本 (万股)			76,608.76
流通 A 股 (万股)			68,186.52
总市值 (亿元)			361.44
流通市值 (亿元)			321.7
近 3 月日均成交量 (万股)			4,286.14
主要股东			
李世江			11.42%

## 股价表现



## 相关研究报告

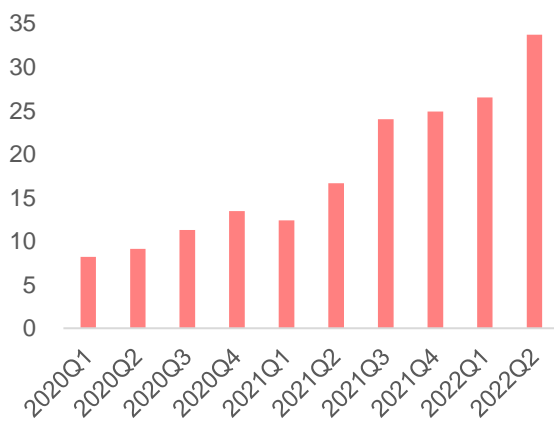
## 动态信息评述

### 事件：

多氟多发布 2022 年中报，22H1 营业收入 60.27 亿元，同比+108%；归母净利润 14.03 亿元，同比+356%（此前业绩预告为 13-15 亿元），符合预期。

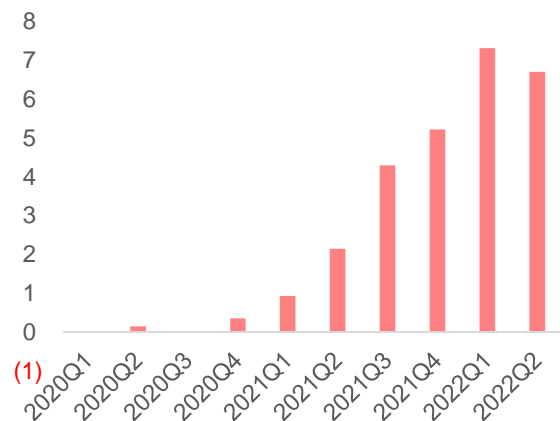
公司 22Q2 营业收入 33.73 亿元，同比+103%，环比+27%；归母净利润 6.71 亿元，同比+212%，环比-8%。

**图表1： 22Q2 公司营业收入 33.73 亿元，同比+103%**



资料来源：Wind，中信建投

**图表2： 22Q2 公司归母净利润 6.71 亿元，同比+212%**



资料来源：Wind，中信建投

### 点评：

#### 业绩拆分：

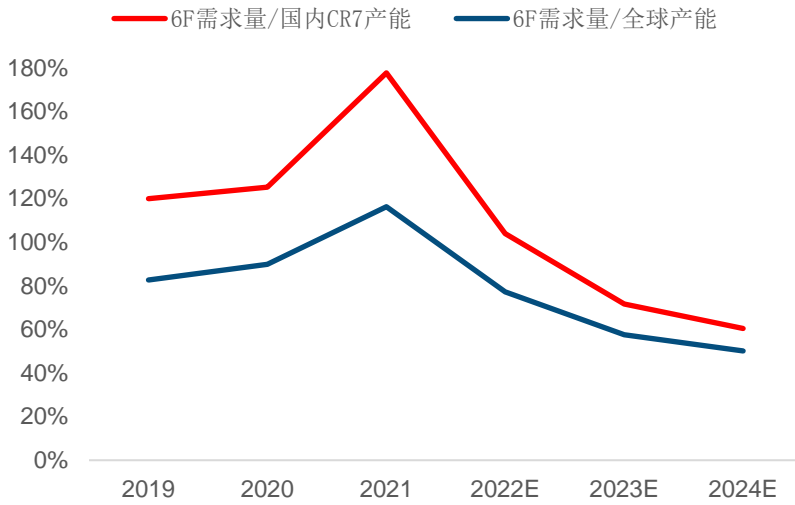
- **6F**：预计 Q2 出货环比约+40%；单吨净利 8 万元+。在 Q2 6F 散单价大幅下降的情境下，公司单吨盈利依旧坚挺，推断主要系：①公司长单占比较高，熨平价格波动；②原材料库存储备充裕。
- **电池**：22H1 实现营收 10.34 亿元，预计对应出货 1-1.5GWh。预计 Q2 净利润 0.1 亿元+。
- **其他业务**：预计 Q2 归母净利润 0.4 亿元+。

#### 核心看点：

一、**6F**——新工艺+一体化布局推动成本大幅下降，合资+长协等形式锁定长期商务合作，产能布局积极，剑指 35%-40% 市场份额

预计 2022 年后 6F 供需将趋于宽松，行业将迎新一轮洗牌。我们预计 2022-2024 年全球 6F 总需求分别为 12.6/15.9/20.2 万吨，国内 CR7 厂商总产能分别为 12.2/22.2/33.4 万吨，6F 需求量/国内 CR7 产能分别为 104%/71%/63%，即便考虑到价格下行后部分厂商扩产进度低于预期，供需过剩状况或更甚于 2019 年。

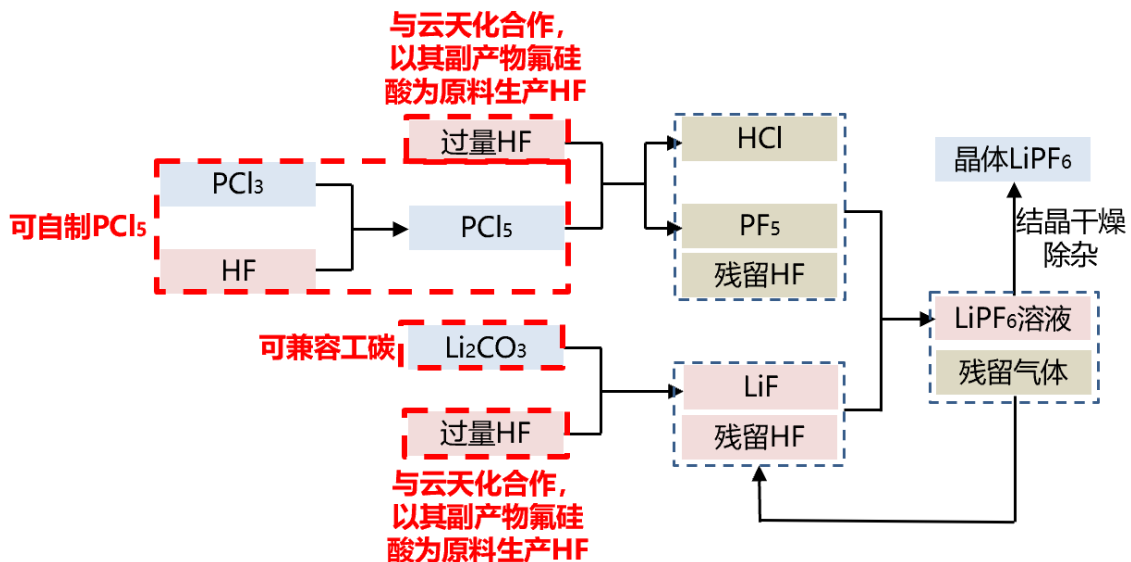
图3：我们预计 2022 年后 6F 供需状况将趋于宽松



资料来源：高工锂电，Wind，中信建投

公司凭借工艺革新+完善一体化布局，与二线厂的成本差距正进一步拉大。(1) 工艺：公司后续投产第四代产线，优势主要体现在：单吨 CAPEX 处于行业最低水平、结晶环节能耗下降、节约物料；(2) 一体化布局：公司可通过外采  $PCl_3$  制备  $PCl_5$ ；与云天化合作，以其副产物氟硅酸为原料生产 HF；可兼容工业级碳酸锂。我们测算，新产线投产后，公司相较于二线厂的成本优势有望达 3 万元/吨+。

图4：多氟多逐步完善一体化布局



资料来源：Wind，中信建投

公司通过合资+长协等形式与头部客户锁定长期商务合作：目前公司 6F 业务海外订单占比近 30%，国内客户包括比亚迪、新宙邦、瑞泰新材等头部厂商。①公司已与 Enchem（规划 2 万吨）等头部电解液公司成立合资公司，锁定长期商务合作。②公司分别与比亚迪、Enchem 签订战略合作协议，约定比亚迪于 2022 年 1 月至 2025

年 12 月向公司采购不低于 5.6 万吨 6F，约定 Enchem 于 2022 年 1 月至 2024 年 12 月向公司采购总金额不低于 10 亿元的 6F。

产能规划庞大，市场份额目标 35%-40%。公司已在焦作、阳泉、云南三地规划产能，预计到 2022-2024 年底公司 6F 产能将分别达 5.5/9.5/14.5 万吨，权益产能分别达 4.7/8.5/13.2 万吨，产能规划远超二线厂商。

图5： 预计到 2024 年底公司 6F 产能将达接近 15 万吨

业务板块	实施主体	单位	持股比例	2021	2022E	2023E	2024E
总产能		万吨		2	5.5	9.5	14.5
权益产能		万吨		2	4.7	8.5	13.2
6F	焦作	母公司	100%	2	3	6	10
	焦作	海纳新材料	80%		1	2	2
	阳泉	阳福新材料	68%		1	1	2
	云南	氟磷电子	51%		0.5	0.5	0.5

资料来源：Wind，中信建投

图6： 多氟多 6F 规划处于行业领先地位（万吨）

企业	2020	2021	2022E	2023E	2024E
天赐材料	1.2	3.2	6.2	11.2	15
多氟多	1	2	5.5	9.5	14.5
新泰材料	0.8	0.8	1.8	1.8	3.8
九九久	0.6	0.7	0.7	0.7	1.7
永太科技	0.2	0.8	2.8	2.8	2.8
宏源药业	0.4	0.4	0.5	1.1	1.6
石大胜华	0.2	0.2	0.5	3.5	3.5

资料来源：Wind，中信建投

## 二、新业务迎来爆发期，构筑业绩新增长极：

公司聚焦新能源+半导体材料两大核心业务，在新型锂盐（LiFSI、LiPO2F2）、锂电池、电子化学品（HF、电子级特种气体）等领域规划宏大，构筑业绩新增长极。

- **LiFSI、LiPO2F2**：公司于 2017 年开始布局，除了现有的产能外，另规划 1 万吨 LiFSI、1 万吨 LiPO2F2，有望于 2023 年起逐步达产。
- **六氟磷酸钠**：产业化进度领先同业，已有批量供应。
- **电池**：焦作基地现有 3.5GWh 产能，后续产能规划：①与南宁市国资成立合资公司宁福新能源（目前公司持股 45%），并投建 18GWh 产能；②宁福新能源与广汽合资投建 2GWh 产能（宁福新能源持股 60%，折算公司间接持股 27%），定位快充类产品。预计上述项目有望在未来 2-3 年内全部投产。目前公司主要客户包括广汽、五菱、奇瑞等，后续储能、小动力市场将成为发展重点。
- **电子化学品**：目前产品主要包括电子级 HF（半导体级+光伏级）、电子级多酸（包括电子级硝酸、盐酸、BOE 等）、电子级特气（主要是硅烷）。公司电子级 HF 已进入台积电供应体系，预计到 2024 年产

能将扩至 10 万吨；电子级特气业务的运营实体为参股子公司浙江中宁（公司持股 42.8%），现有 2000 吨产能，预计到 2024 年产能将达 1 万吨。

**图表7： 公司新业务板块将迎来大幅扩张期**

业务板块		单位	持股比例	2021	2022E	2023E	2024E
LiFSI	总产能	万吨	100%	0.16	0.16	0.7	1.2
LiPO2F2	总产能	万吨	100%	0.0	0.1	0.6	1.1
锂电池	总产能	GWh		3.5	8.5	15.5	20.5
	权益产能	GWh		3.5	5.8	8.5	10.8
	焦作	GWh	100%	3.5	3.5	3.5	3.5
	南宁	GWh	45%		5	10	15
	南宁-快充	GWh	27%			2	2
半导体级HF	总产能	万吨	100%	1	4	7	10
电子级多酸	总产能	万吨	100%		3	7	10
光伏级HF	总产能	万吨	100%	4	4	7	10
电子级特种气体	总产能	万吨		0.2	0.2	0.5	1
(主要是硅烷)	权益产能	万吨	42.8%	0.09	0.09	0.21	0.43

资料来源: Wind, 中信建投

## 盈利预测

我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 25.0/29.2/37.4 亿元，同比分别+99%/+17%/+28%，对应 P/E 分别为 14.4/12.4/9.7，维持“买入”评级。

## 风险分析

新能源汽车销量不及预期、行业竞争格局恶化。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3955	5215	8324	13582	20159
现金	1520	1443	0	0	0
应收票据及应收账款合计	828	1041	3893	5745	10246
其他应收款	223	174	679	698	1227
预付账款	94	139	501	532	912
存货	738	1650	2563	5350	6572
其他流动资产	552	769	688	1257	1202
<b>非流动资产</b>	5696	6591	8341	11193	14031
长期投资	59	57	65	77	93
固定资产	2478	4282	5240	6853	8508
无形资产	671	644	715	783	850
其他非流动资产	2488	1608	2322	3481	4581
<b>资产总计</b>	9651	11806	16665	24775	34190
<b>流动负债</b>	5087	5037	7537	12548	18303
短期借款	2989	936	950	1046	3932
应付票据及应付账款合计	1601	2378	3802	7872	9470
其他流动负债	498	1723	2785	3630	4902
<b>非流动负债</b>	1039	950	1094	1237	1411
长期借款	622	550	496	460	401
其他非流动负债	417	400	599	777	1010
<b>负债合计</b>	6126	5987	8631	13785	19715
少数股东权益	575	742	1020	1345	1761
股本	695	766	766	766	766
资本公积	2061	3186	3186	3186	3186
留存收益	251	1358	3862	6784	10527
归属母公司股东权益	2950	5078	7015	9646	12715
<b>负债和股东权益</b>	9651	11806	16665	24775	34190

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	-37	1975	1170	3621	1148
净利润	44	1262	2782	3247	4159
折旧摊销	363	438	555	756	1016
财务费用	142	120	91	142	220
投资损失	-105	-2	-20	-30	-40
经营性应收项目的减少	-153	-382	-3215	-1883	-4881
经营性应付项目的增加	-567	1248	1961	4327	2112
其他经营现金流	-327	539	977	1389	674
<b>投资活动现金流</b>	41	-1258	-2307	-3520	-3766
资本支出	403	1217	1518	2545	5203
长期投资	148	-187	-8	4	-16
其他投资现金流	592	-228	-797	-971	1420
<b>筹资活动现金流</b>	-90	-546	-320	-197	-267
短期借款	547	-2052	0	0	0
长期借款	-66	-72	-54	-36	-58
普通股增加	11	71	0	0	0
资本公积增加	30	1125	0	0	0
其他筹资现金流	-612	381	-265	-162	-209
<b>现金净增加额</b>	-90	169	-1457	-96	-2885

资料来源: 公司公告, 中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4209	7799	12792	20654	28873
营业成本	3645	5299	8426	15035	21460
营业税金及附加	32	43	100	152	204
销售费用	46	37	77	124	173
管理费用	317	425	640	1012	1386
研发费用	129	264	512	805	1097
财务费用	142	120	91	142	220
资产减值损失	-76	-80	-64	-103	-144
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	102	47	100	125	150
投资净收益	105	2	20	30	40
<b>营业利润</b>	13	1409	3146	3673	4711
营业外收入	30	18	24	26	25
营业外支出	3	17	9	10	10
<b>利润总额</b>	40	1411	3162	3689	4726
所得税	-4	149	379	443	567
<b>净利润</b>	44	1262	2782	3247	4159
少数股东损益	-5	2	278	325	416
<b>归属母公司净利润</b>	49	1260	2504	2922	3743
EBITDA	500	1867	3744	4495	5847
EPS (元)	0.07	1.64	3.27	3.81	4.89

### 主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.3	85.3	64.0	61.5	39.8
营业利润(%)	102.8	10952.8	123.2	16.8	28.2
归属于母公司净利润(%)	-111.7	2490.8	98.8	16.7	28.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.4	32.0	34.1	27.2	25.7
净利率(%)	1.2	16.2	19.6	14.1	13.0
ROE(%)	1.3	21.7	33.2	28.2	26.7
ROIC(%)	2.9	26.9	33.9	30.0	24.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.5	50.7	51.8	55.6	57.7
净负债比率(%)	68.2	5.1	20.9	16.4	30.8
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.7	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	5.1	8.7	7.0	6.0	5.0
应付账款周转率	4.2	5.1	5.0	4.7	4.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.07	1.64	3.27	3.81	4.89
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.36	2.06	1.53	4.73	1.50
每股净资产(最新摊薄)	4.05	6.45	9.46	13.12	17.89
<b>估值比率</b>					
P/E	674.4	28.7	14.4	12.4	9.7
P/B	11.7	7.3	5.0	3.6	2.6
EV/EBITDA	78.2	19.8	10.4	8.7	7.3

## 分析师介绍

**朱玥：**中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，2016-2021 年任兴业证券电新团队首席分析师，2011-2015 年任《财经》新能源行业高级记者。专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，获 2020 年新财富评选第四名，金麒麟第三名，水晶球评选第三名。

**马天一：**中信建投证券电力设备及新能源分析师，天津大学化工硕士，研究方向为锂电池材料及上游资源。

## 研究助理

**熊镜** 13162404265 xionghao@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk