

世界级的氟化盐企业

多氟多 (002407)

定价区间 35.7-40.8 元

新股定价报告

2010年4月28日 星期三

毛伟
021-50586660-8630
mw@longone.com.cn
执业证书编号: S0630208120082

赵献兵
zhxb@longone.com.cn
执业证书编号: S1440206070050
基础化工行业

联系人: 胡昂
021-50586660-8632
顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

价值分析

□ 无机氟化盐龙头企业

多氟多是全球最大的无机氟化工企业,主要从事作为电解铝助溶剂的高性能无机氟化物的研发、生产和销售。目前主要产品年综合产能13万吨,其中冰晶石6万吨,氟化铝6万吨,白炭黑及其他无机氟化物1万吨,已成为我国乃至世界上最大的无机氟化盐生产企业。公司产品广泛应用于航空航天、金属冶炼、化工医药、电子、军工和农业等行业。

本次公开发行2700万股,发行后总股本10700万股,公众持有25.23%,控股股东李世江持股比率降至15.57%。

□ 主营业务分析

公司的主要产品为冰晶石和氟化铝,两者作为电解铝助溶剂能够有效降低物质的熔点。其中冰晶石产能6万吨,国内和国外市场占有率分别为50%和33%;氟化铝产能6万吨,国内和国外市场占有率分别为13.36%和6.15%。目前国内较大的氟化盐生产企业主要是本公司和湖南有色氟化学有限责任公司,两家企业氟化盐产能均在10万吨/年以上。

表1 我国氟化盐企业产能、产量

单位: 万吨

序号	企业名称	产能	产量		产量占比 %
			冰晶石	氟化铝	
1	多氟多化工股份有限公司	12.00	6.15	6.16	21.11
2	湖南有色氟化学有限责任公司	11.00	1.66	6.34	13.72
3	白银氟化盐有限责任公司	6.50	1.30	2.43	6.40
4	河南未来铝业有限公司	6.00		5.56	9.54
5	宁夏金和化工有限公司	5.00		3.62	6.21
6	淄博南韩化工有限公司	3.50	0.75	2.05	4.80
7	白银中天化工有限责任公司	3.00	0.76	2.25	5.16
8	广西平果氟化盐有限公司	3.00	0.78	2.05	4.85
9	淄博建达化工有限公司	1.00		0.07	0.12
10	山西关铝股份有限公司	0.50	0.04	0.33	0.63
	其他	16.50	0.76	15.24	27.44
	合计	68.00	12.20	46.10	100.00

资料来源: 招股意向书, 东海证券研究所

近几年，公司产品市场占有率逐年提高，在国内外市场上均呈现需求旺盛的态势。特别是在金融危机下，国内多数氟化盐企业陷入经营困境，而公司依然产销两旺，产品综合毛利率保持逐年增长，这充分诠释了公司在行业里的龙头地位。

表2 主营业务产品产销情况

单位：万吨

产品	项目	2007年	2008年	2009年
冰晶石	产能	6.00	6.00	6.00
	产量	6.62	6.15	7.08
	销量	6.51	5.43	7.34
氟化铝	产能	4.50	6.00	6.00
	产量	4.81	6.16	6.35
	销量	4.65	5.85	6.66
综合毛利率		25.79%	25.90%	27.51%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

□ 技术水平国际领先 成本优势明显

经过多年的研发，公司拥有了多项与冰晶石、氟化铝等产品生产经营相关的核心技术，无机氟化盐生产水平已处于国际领先水平。公司是目前国内唯一掌握无水氟化铝生产技术的企业，产品具有主含量高、容重大、水份及杂质含量低等特点。无机氟化物的大多数产品标准、分析方法标准、标准样品、生产技术规范等国家标准和行业标准，均由本公司制、修订，从而能掌握行业的话语权。

公司始终坚持循环经济理念，先后利用磷肥行业、铝型材加工行业以及电解铝行业生产过程中的废弃物，开发出拥有自主知识产权的氟硅酸钠法制冰晶石生产工艺、氟铝酸铵法制冰晶石生产工艺和再生冰晶石生产工艺。公司通过提高氟资源综合利用率，降低了产品成本，产品成本比同行业低10%左右。

□ 国内和国际两个市场带动需求增长

随着国内城市化和工业化进程的加速，电解铝行业得到较快发展。2006年电解铝产量为940万吨，2007年为1256万吨，2008年达到1360万吨。伴随着电解铝产量的快速增长，氟化盐的市场需求不断扩大，近三年除出口之外，国内电解铝消耗氟化盐量分别为26.39万吨、38.04万吨、41.2万吨。预计2009年、2010年、2011年因电解铝产生的对氟化盐需求分别为47.8万吨、54.4万吨、67.5万吨。

国外电解铝产量也呈持续增长态势，目前国外高性能氟化盐产量远远满足不了国外电解铝生产消耗的需求。我国已成为主要氟化盐产品生产国，预计未来三年中国氟化盐出口量分别达到16万吨、18万吨、20万吨。

氟化盐除用于铝电解生产外，也用作橡胶、砂轮的耐磨填充剂，陶瓷和玻璃制造的助熔剂等。目前全球非铝行业每年消耗氟化盐约6万吨，并有不增大的趋势。

随着电解铝需求增加的不断扩大以及电解铝行业节能减排的要求，高性能氟化盐产品将成为未来氟化盐产品的发展趋势。未来数年内高端氟化盐市场还存在较大的缺口。

□ 六氟磷酸锂是公司未来的亮点

公司在引进国外技术的基础上，开发了双反应釜氟化氢溶剂法制六氟磷酸锂，计划于2010年下半年建成年产200吨生产线。六氟磷酸锂是锂离子电池电解液的主要原料，产品附加值高，生产成本约为10万元/吨，目前售价可达到35万元/吨，毛利率高达60%以上。

随着信息电子产业的快速发展，电子级氟化物需求会较快增长，未来市场前景广阔，产品利润空间大。据预计，未来几年锂离子电池产业将进入快速增长阶段。手机及笔记本等消费电子产品对锂离子电池的需求将不断扩大。新一代电动汽车和混合动力汽车等无污染、少污染、能源多样化配置的新型交通工具面临着较大的发展机会，也将带动六氟磷酸锂市场需求的快速增长。

□ 募投项目介绍

本次发行募集资金用于四个项目建设，项目建成投产后氟化铝产能将由目前的6万吨增加到14万吨，冰晶石产能由6万吨增加至8万吨，白炭黑由1万吨增加到1.3万吨。募投项目旨在进一步扩大公司主导产品的市场份额，巩固技术领先地位，提高市场占有率。

表3 募集项目明细

单位：万元

序号	项目名称	建设期	投资金额
1	年产6万吨高性能无机氟化物项目	1.5年	25026
2	氟资源综合利用项目	1年	6002
3	年产1万吨再生冰晶石项目	1.5年	2776
4	氟化学技术研发中心项目	1年	3160
	合计		36964

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

□ 假设及盈利预测

预计公司募投项目将在2010年下半年逐渐投产，随着电解铝产量不断提高，国内外市场对氟化盐需求增加，公司产品综合毛利率将保持平稳。

我们预计公司2010, 2011, 2012年的EPS分别为1.02元, 1.32元和1.58元; 我们结合目前市场的估值水平，认为可以给予公司2010年35-40倍的市盈率，合理的价格区间为35.70-40.80元。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	772.5	1052.4	1323.3	1582.7
主营收入增长率	-17.5%	36.2%	25.7%	19.6%
净利润（百万）	77.9	108.8	140.9	168.8
净利润增长率	7.5%	39.7%	29.5%	19.8%
EPS（元）	0.73	1.02	1.32	1.58

资料来源：东海证券研究所（注：EPS都按照发行后10700万股股本计算）

分析师简介及跟踪范围:

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 建峰化工, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 友利控股。

赵献兵, 基础化工首席行业分析师, 经济学硕士, 高级经济师, 曾就职六国化工(600470)8年, 中信建投证券研发部8年。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122