



多氟多调研报告

投资要点:

- 立足氟化工，募投项目再新增综合产能 10.3 万吨
- 开拓新能源，六氟磷酸锂项目中试、基建已完结，期待进行时
- 短期内周期性行业估值难以提升，中性评级

报告摘要:

- 立足氟化工，募投项目再新增综合产能 10.3 万吨。公司是全球最大的无机氟化工企业，目前拥有年综合产能 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。公司募投项目将再新增综合产能 10.3 万吨，其中无水氟化铝 8 万吨，冰晶石 2 万吨，白炭黑 3000 吨。
- 开拓新能源，六氟磷酸锂项目中试、基建已完结，期待进行时。目前六氟磷酸锂项目中试、基建已结束，厂房建好，设备在安装。公司预计今年年底前投产。目前市场对六氟磷酸锂的需求依然旺盛，如果公司的产品能满足需求，公司将扩大产能到 1000 吨，期待进行时。
- 典型的周期性行业，短期内估值难以提升。公司生产的冰晶石和氟化铝占公司主营收入的比重达到 95%，上述两项产品主要用于电解铝行业，目前电解铝行业平均价差在 700 元左右(不包括折旧、三费等)，基本处于盈亏平衡点附近，减产的可能性不大，对冰晶石和氟化铝构成被动需求，但从经验观察，如果电解铝价格继续下跌，上述产品价格重心也将会下移。公司处于典型的周期性行业，短期内估值难以提升。
- 业绩预测。我们预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.79、1.01 元/股。
- 估值与投资建议。公司目前股价对应 2010-2011 年市盈率分别为 57X 和 45X，估值明显偏高，给予中性评级。但如果公司六氟磷酸锂可规模化生产，将会带来投资机会。

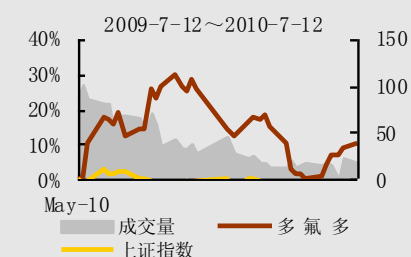
分析师

张延明/康铁牛/祖广平/柴沁虎

电话: 01088085223

Email: zhangyanming@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100517	0	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

相关研究

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	9.36	7.73	10.05	12.86	15.37
同比增长率	25.10	-17.45	30.1%	28.0%	19.5%
净利润	0.72	0.78	0.85	1.08	1.26
同比增长率	11.58	7.49	8.8%	28.0%	16.4%
每股收益(元)	0.68	0.73	0.79	1.01	1.18
净资产收益率	24.24	21.65	20.5%	22.5%	22.5%

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	229	229	229	229	营业收入	773	1005	1286	1537
应收款项	180	234	299	358	营业成本	556	761	955	1152
存货净额	96	129	162	195	营业税金及附加	25	7	9	11
其他流动资产	73	95	122	146	销售费用	44	53	68	81
流动资产合计	578	688	812	927	管理费用	45	58	78	93
固定资产	397	490	536	557	财务费用	17	23	27	27
无形资产及其他	19	19	18	17	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1000	1202	1372	1507	营业利润	83	103	150	173
短期借款及交易性金融负债	320	396	425	407	营业外净收支	8	0	0	0
应付款项	169	229	286	345	利润总额	91	103	150	173
其他流动负债	31	42	53	63	所得税费用	11	15	37	43
流动负债合计	521	666	764	816	少数股东损益	2	3	4	4
长期借款及应付债券	88	88	88	88	归属于母公司净利润	78	85	108	126
其他长期负债	15	15	15	15					
长期负债合计	103	103	103	103	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	623	769	867	918	净利润	78	85	108	126
少数股东权益	17	20	24	28	资产减值准备	(8)	(3)	0	0
股东权益	360	413	481	561	折旧摊销	30	25	34	40
负债和股东权益总计	1000	1202	1372	1507	公允价值变动损失	3	0	0	0
					财务费用	17	23	27	27
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	(145)	(43)	(56)	(46)
每股收益	0.73	0.79	1.01	1.18	其它	10	6	4	4
每股红利	0.31	0.29	0.37	0.44	经营活动现金流	(33)	70	90	125
每股净资产	3.36	3.86	4.50	5.24	资本开支	(72)	(114)	(80)	(60)
ROIC	14%	12%	14%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	22%	20%	23%	22%	投资活动现金流	(72)	(114)	(80)	(60)
毛利率	28%	24%	26%	25%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	13%	14%	13%	负债净变化	78	0	0	0
EBITDA Margin	17%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(33)	(31)	(40)	(47)
收入增长	-17%	30%	28%	20%	其它融资现金流	76	76	30	(18)
净利润增长率	7%	9%	28%	16%	融资活动现金流	166	44	(10)	(65)
资产负债率	64%	66%	65%	63%	现金净变动	60	0	0	0
息率	0.7%	0.6%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	169	229	229	229
P/E	62.4	57.3	44.8	38.5	货币资金的期末余额	229	229	229	229
P/B	13.5	11.8	10.1	8.7	企业自由现金流	(88)	(25)	30	85
EV/EBITDA	41.1	37.3	27.2	24.0	权益自由现金流	66	31	40	47

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员。3年证券行业从业经验。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。主要研究覆盖行业: 石化、煤化工等。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085964 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085984 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。