



多氟多 (002407) 2010 年年报点评: 毛利率下滑影响业绩, 锂电池业务为最大看点

绿色能源主题报告

评级: 增持

分析师

鄢祝兵 翟卢琼

电话: 0755-83704850

邮件: yanzb@ghzq.com.cn

证书编号: S0350210050001

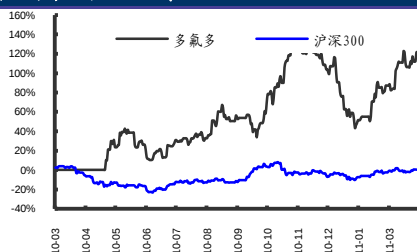
合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

是

否

相对沪深 300 表现



市场数据

2011. 3. 29

当前价格 (元)	82.90
52 周价格区间 (元)	37.01-98.5
总市值 (百万)	8870.30
流通市值 (百万)	2238.30
总股本 (万股)	10700.00
流通股 (万股)	2700.00

财务数据

FYE(%)

毛利率	22.68
净利率	3.86
净资产收益率	0.81
总资产收益率	0.61
资产负债率	14.62
现金分红收益率	0
市盈率	179
市净率	6.7

事件

- 2011年3月29日, 多氟多发布2010年年报。2010年公司实现销售收入7.94亿元, 比2009年同期增长5.24%, 实现营业利润4941.19万元, 比2009年同期减少40.55%, 2010年公司实现净利润4835.43万元, 同比减少39.50%, 2010年公司实现EPS为0.44元, 基本符合我们预期。
- 同时, 公司公告了2010年度利润分配预案, 以2010年12月31日股本总额10700万股为基数, 向全体股东每10股派发现金红利2.00元(含税), 共计分配股利2140万元。公司2010年度资本公积转增股本预案为: 以2010年12月31日的公司总股本10700万股为基数, 以资本公积转增股本, 每10股转增3股, 共计转增3210万股。

点评

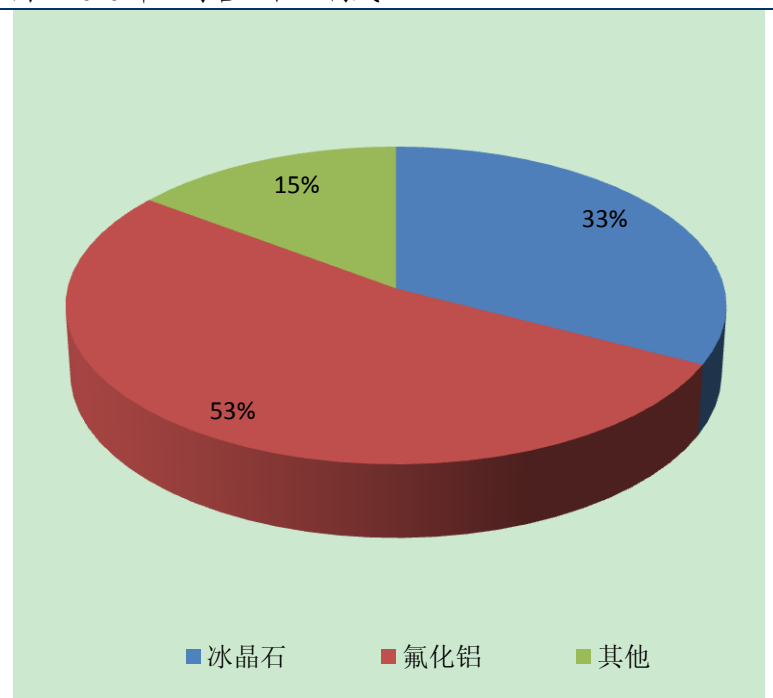
原材料大幅上扬致毛利率下滑, 净利润出现一定幅度下滑

2011年3月29日, 多氟多发布2010年年报。2010年公司实现销售收入7.94亿元, 比2009年同期增长5.24%, 实现营业利润4941.19万元, 比2009年同期减少40.55%, 2010年公司实现净利润4835.43万元, 同比减少39.50%, 2010年公司实现EPS为0.44元, 基本符合我们预期。

公司2010年公司氟化盐业务净利润出现大幅下滑主要是公司主导产品原材料(包括萤石、硫酸、氢氧化铝、氟硅酸钠、烧碱等)价格均呈不同程度上涨, 尤其是萤石价格涨幅在30%以上, 对公司利润造成较大影响。公司产品主要应用于电解铝行业, 受国家对电解铝行业宏观调控政策的影响, 氟化盐销售价格和数量呈现阶段性波动,

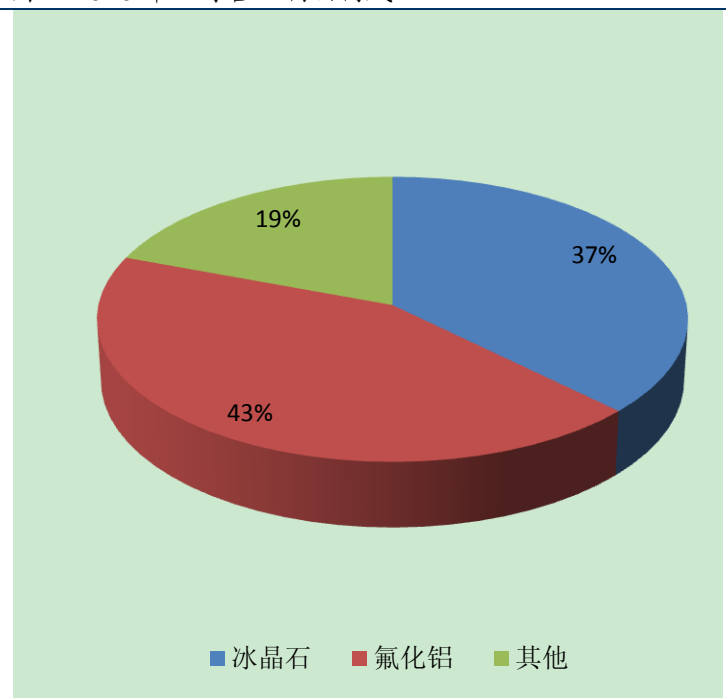
但总体比较平稳，价格涨幅有限。

图 1 2010 年公司营业收入构成



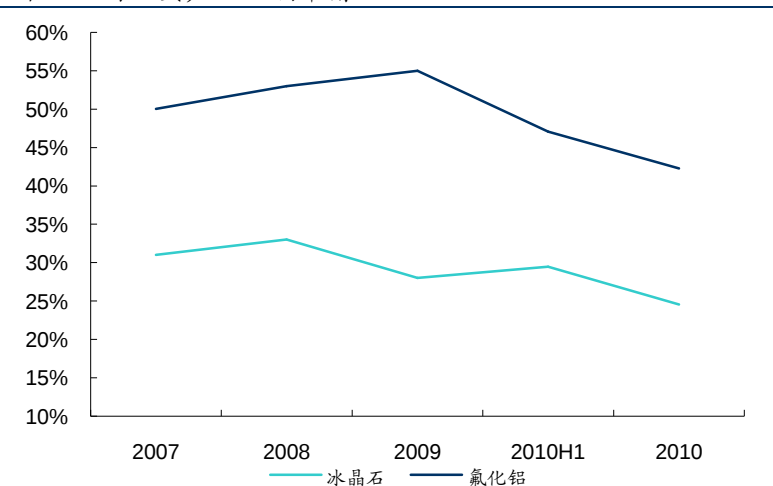
资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 2 2010 年公司营业利润构成



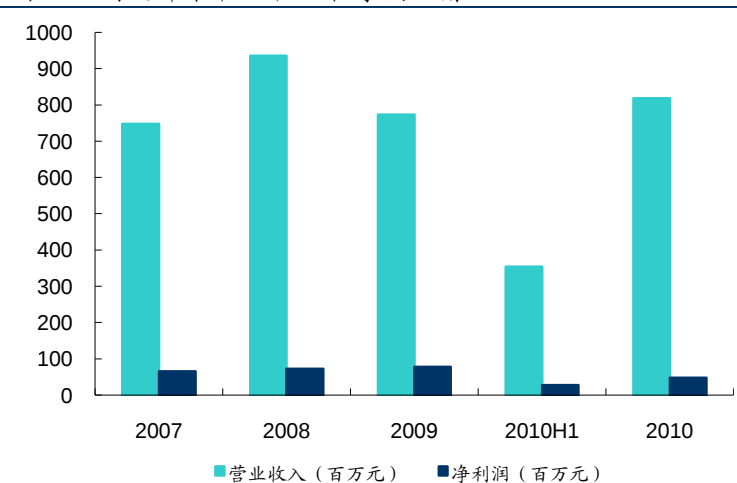
资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 3 公司主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 4 公司近年来营业收入和净利润情况



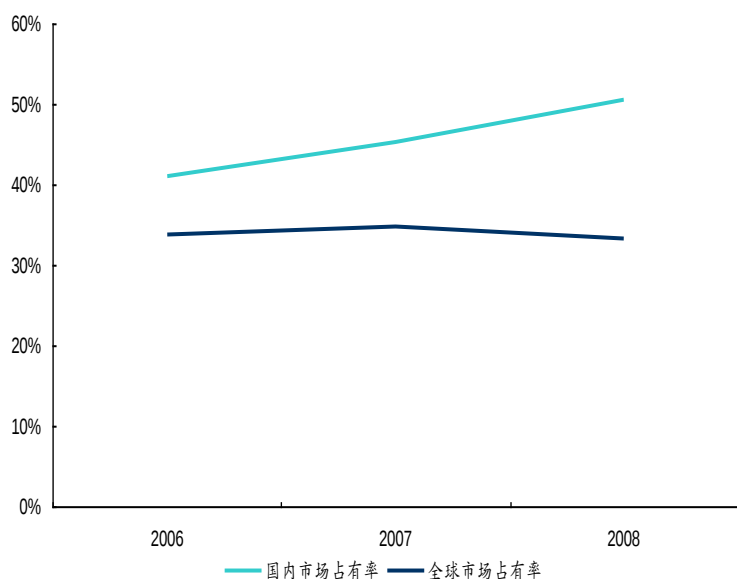
资料来源：公司公告 国海证券研究所

公司氟化盐综合竞争优势显著

市场占有率高居第一

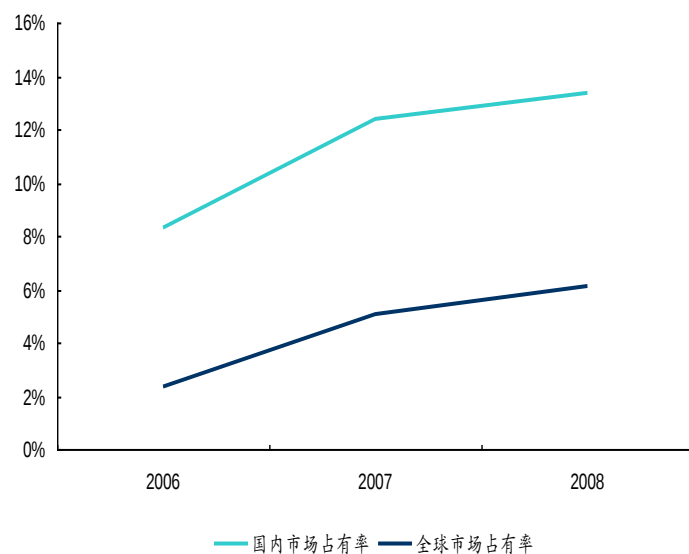
本公司冰晶石、氟化铝产品年生产能力为12万吨，约占全球产能的8.51%，国内产能的17.65%。其中，冰晶石产能为6万吨/年，约占全球同类产品总产能的23.08%，占国内同类产品总产能的35.29%；氟化铝产能为6万吨/年，约占全球同类产品总产能的5.22%，占国内同类产品总产能的11.76%。

图5 公司冰晶石市场占有率高居第一



资料来源：招股说明书 国海证券研究所

图6 公司氟化铝市场占有率高居第一



资料来源：招股说明书 国海证券研究所

技术创新优势

公司为河南省高新技术企业，拥有独立的氟化学研究所、省级技术中心，2009年6月被评定为河南省无机氟化学工程技术研究中心。拥有国家高技术产业化示范项目1项，国家重点新产品2项，省级高新技术产品7项，通过河南省科学技术厅组织的科技成果鉴定11项，已取得专利34项（其中发明专利23项），已获受理专利申请44项（其中发明专利43项）。在技术和产品方面均做到了研制一代、生产一代、储备一代。

节能环保优势

公司始终坚持循环经济理念，紧紧围绕“氟从哪里来到哪里去”这一主线，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。提高了氟资源综合利用率，推动了无机氟化工行业的可持续发展。同时促进了磷肥、铝型材加工、电解铝等行业节能减排。

标准化优势

本公司坚定不移地走“技术专利化、专利标准化、标准国际化”的企业标准化发展之路。目前，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和行业标准，均由本公司制、修订。

资源和成本优势

技术优势决定了本公司的成本优势。公司拥有多种氟化盐生产工艺，可根据原材料的市场价格变化情况，采用价格相对较低的原材料及相应的生产工艺进行生产，以降低产品生产成本。由于不断采用新技术、新工艺，结合自身的资源优势，公司氟化盐产品的生产成本在本行业中竞争优势显著，成为公司参与市场竞争的核心优势之一。

市场优势

较高的产品质量和较低的产品生产成本，增强了公司的市场竞争优势。本公司可以根据用户的不同需求生产不同产品，以“人无我有，人有我优，人优我精”的产品满足了不同用户的要求。在国内市场，公司与多家大型电解铝生产企业保持了良好的业务合作关系，市场占有率由2001年的5%上升到21%；在国际市场，公司外贸出口节节攀升，近三年氟化盐出口量占我国总出口量的60%以上，其中冰晶石连续九年出口量位居全国第一位。公司未来氟化盐业务主要是产能扩张，带来盈利稳定增长。

公司未来最大看点在于锂电池业务

2010年7月，公司已使用1.3亿元超募资金投向200吨六氟磷酸锂项目，2010年11月，公司发布公告，公司将用超募资金进行两个锂离子电池新能源相关项目的建设，其中3.4亿元用于2000吨六氟磷酸锂、20000吨电解液、400吨电池级氟化锂和5000吨电子级氢氟酸项目，另1亿元用于成立多氟多焦作）新能源科技有限公司，进行1亿AH动力锂离子电池项目投资。

公司传统业务为电解铝助熔剂，是我国无机氟化盐的领军企业，并以此为基础，进入六氟磷酸锂领域。多氟多采用氟化氢溶剂法生产六氟磷酸锂，该生产工艺具有产出率高、质量好等优点，公司自身生产氟化锂和电子级氢氟酸这两大原料，并且这两种原料产品的国家标准都由公司主持制定和修订，保证了项目投产后的成本优势。目前，公司200吨六氟磷酸锂项目试生产成功，预计2011年和2012年六氟磷酸锂成为公司利润重要来源，随着公司六氟磷酸锂项目的达产，公司六氟磷酸锂有望打破国际龙头，对应的公司估值享受较高溢价。

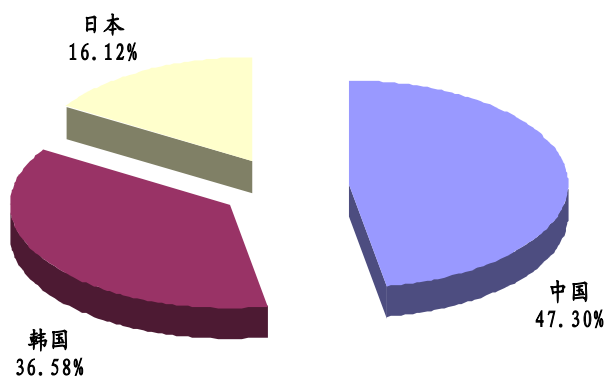
此外，公司积极进行磷酸铁锂和锂电池隔膜的技术储备，未来有望形成锂电池材料最为完整的产业链。我们预测从2012年开始，随着公司六氟磷酸锂电解质、锂电电解液和锂电池组相续投产，未来锂电池业务将成为公司重要利润来源，公司锂电池业务的盈利有望超过传统氟化盐业务。

表1 全球六氟磷酸锂产能情况

公司名称	产能(吨/年)	厂址	备注
STELLA 化成株式会社	1000	日本	主要供给韩国 ECOPEO（第一毛织城）
关东电化工业株式会社	950	日本	主要供给宇部公司
森田化学工业株式会社	960	日本	主要供给给三菱化学
森田化工（张家港）有限公司	720	中国 张家港	其中 300 吨供给江苏国泰
韩国慰山	100	韩国	2010 年扩产到 350 吨/年，主要供给三星电子
台塑	200	高雄	目前月产量 10 吨左右
天津金牛	250	天津	自用，未来计划扩产到 400 吨/年
江苏国泰	300（规划）	张家港	尚未完成中试
多氟多	2200（规划）	河南	2010 年下半年，200 吨/年的六氟磷酸锂生产线也将建设完毕，未来计划扩产到 2200 吨/年
合计	4180		

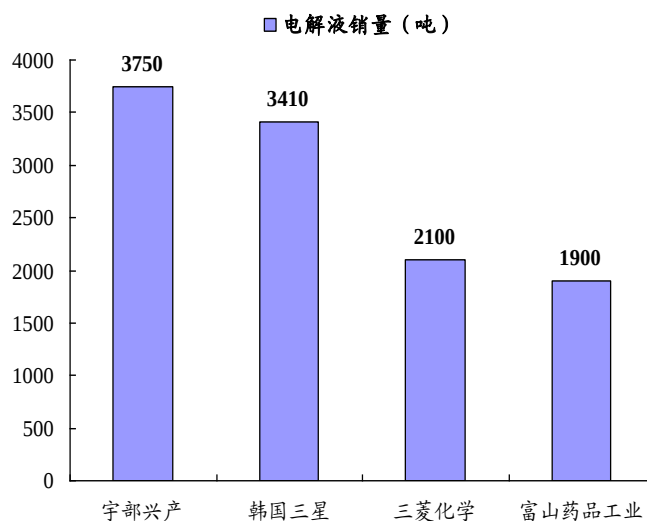
资料来源：国海证券研究所

图7 电解液市场中日韩三足鼎立



资料来源：日本信息技术综合研究所 国海证券研究所

图8 2008年日、韩锂离子企业电解液产量



资料来源：日本信息技术综合研究所 国海证券研究所

股权激励提升公司团队核心凝聚力

公司推出股权激励计划增强公司核心凝聚力。股权激励计划拟授出300万份股票期权，全部行权后增加股本300万股，约占公司现有股份的2.8%。期权授予公司8名高管以及64名核心技术（业务）和部分中层管理人员。64名激励核心则分布于技术、市场、生产、行政、财务、审计、证券、新能源公司、后勤和人力多个系统，并且以技术和市场系统受激励人数最多，分别为22人和12人，体现公司对技术和市场高度重视。总体而言，公司核心技术人员备受重视，有利于增强公司凝聚力。

公司股权激励行权条件较容易实现。根据股权激励方案，公司股权激励有效期为5年，其中等待期1年，考核条件为2011~2014年净利润分别比2010年增长30%、60%、120%、180%，即年均复合增长率29%，由于公司2010年业绩基数非常低，未来几年内传统氟化盐业务产能扩张带来的盈利增长和锂电池业务稳步推进带来利润增长，我们认为股权激励实施较为容易。

二级市场投资建议

公司传统氟化盐业务盈利将大幅好转，随着六氟磷酸锂量产，锂电池业务占公司收入和利润比重也将逐步提升。我们预测公司2011年~2013年EPS分别为1.20元、2.62元、3.55元，公司短期估值偏高，但考虑到随着六氟磷酸锂项目的达产，将带来公司业绩和估值水平的提升，我们维持公司增持评级。

。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。