

电解液盈利复苏，三季度业绩符合预期



核心观点

- **事件：**公司发布三季报，前三季度实现收入 16.97 亿元，同比增长 9.38%，实现归母净利润 2.39 亿元，同比增长 15.08%，扣非后归母净利润为 2.3 亿元，同比增长 21.72%。从单季度来看，公司 Q3 实现收入 6.4 亿元（+13.27%），扣非后归母净利润 1.04 亿元（19.67%），净利率达 16.54%，相比上半年提高 3.52 个百分点，在行业偏弱势下整体业绩表现亮眼。
- **电解液量利齐升，吨净利有望恢复至 2300 元/吨，后续市场稳中向好。**（1）受益于海外需求持续增长，公司电解液出货量保持约 25% 增速，Q3 单季度出货量创出历史新高，预估在 9500 吨左右，同比/环比均大幅增长；（2）7 月份以来原料端六氟、溶剂（EC、DMC 等）价格均出现不同程度下滑，而电解液 8 月份以来交投活跃，报价稳中有升，我们估测 Q3 电解液盈利环比提升约 14%，吨净利恢复至 2300 元/吨左右；（3）随着 10 月份以来下游电池厂排产不断提升以及海斯福 1 万吨电解液新产能 11 月开始销售，公司电解液年末出货量将迎来小高峰，而明年随着海外客户占比不断提高，公司电解液量、利仍将保持齐升状态，2020 年电解液盈利有望迎来高速增长。
- **氟化工板块维持稳定增长，海斯福新项目年底投产，电容化学品盈利逐季改善。**（1）氟化工板块维持高增长，年底海斯福 622 吨新项目即将投产，将成为公司明年业绩重要增长点，而海德福将助力公司从六氟扩展到产品更为丰富的四氟产业链，打破公司长期增长天花板，此外海斯福储备有 5G、燃料电池、光刻胶、含氟聚酰亚胺等一批高端材料技术，未来产业化同样可期；（2）电容化学品盈利改善，Q3 以来其主要原料乙二醇和己二酸价格均企稳回升，公司产品吨盈利开始修复，叠加上出货量持续增长，整体盈利有所恢复。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.93、1.23、1.52 元，参考可比公司调整后平均估值水平，我们认为公司 2019 年合理估值水平为 34 倍市盈率，对应目标价为 31.62 元，维持增持评级。

风险提示

- 新能源车销量不及预期；氟化工新项目下游拓展不及预期。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,816	2,165	2,613	3,368	4,241
同比增长(%)	14.2%	19.2%	20.7%	28.9%	25.9%
营业利润(百万元)	326	340	409	540	671
同比增长(%)	12.3%	4.1%	20.4%	32.1%	24.3%
归属母公司净利润(百万元)	280	320	351	463	576
同比增长(%)	9.4%	14.3%	9.8%	31.9%	24.3%
每股收益(元)	0.74	0.85	0.93	1.23	1.52
毛利率(%)	35.5%	34.2%	34.5%	33.9%	33.6%
净利率(%)	15.4%	14.8%	13.5%	13.8%	13.6%
净资产收益率(%)	12.2%	12.3%	11.7%	13.4%	14.5%
市盈率	35.1	30.7	28.0	21.2	17.1
市净率	4.1	3.6	3.1	2.7	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

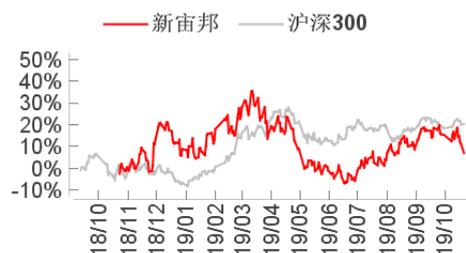
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月21日)	23.5元
目标价格	31.62元
52周最高价/最低价	29.93/20.6元
总股本/流通A股(万股)	37,880/24,898
A股市值(百万元)	8,902
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2019年10月22日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-9.72	-9.58	3.84	12.55
相对表现	7.89	8.19	-1.93	11.24
沪深300	-1.83	-1.39	1.91	23.79



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888-6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515100003

证券分析师 李梦强
021-63325888-4034
limengqiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100003

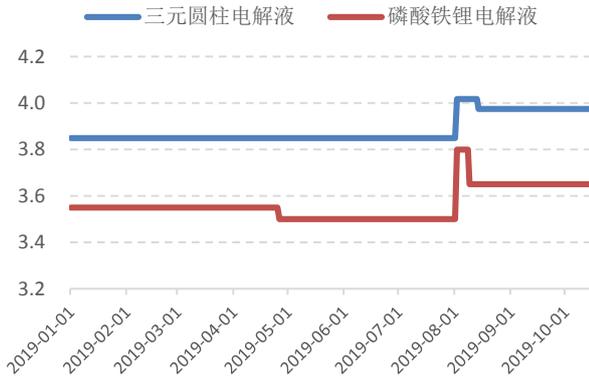
联系人 顾高臣
021-63325888-6119
gugaochen@orientsec.com.cn

相关报告

如何看待公司精细氟化工业务长远发展： 2019-07-25
氟化工、电容化学品表现优异，储备项目保 2019-04-07
证公司长期成长：
18 年业绩符合预期，19 年电解液有望价稳 2019-01-15
量升，添加剂优势不断凸显：

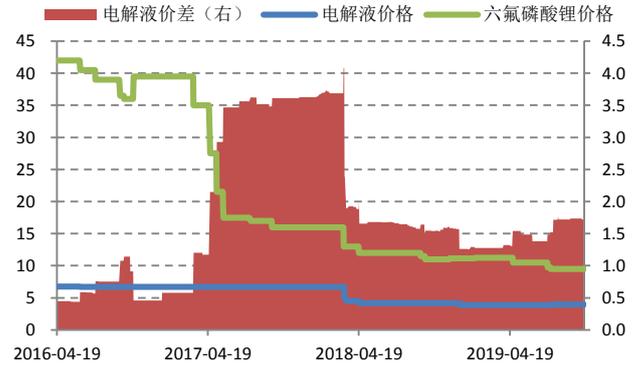
一、电解液及相关原料价格走势情况

图 1：电解液价格走势（单位：万元/吨）



数据来源：Wind、同花顺、东方证券研究所

图 2：电解液价格差趋势（单位：万元/吨）



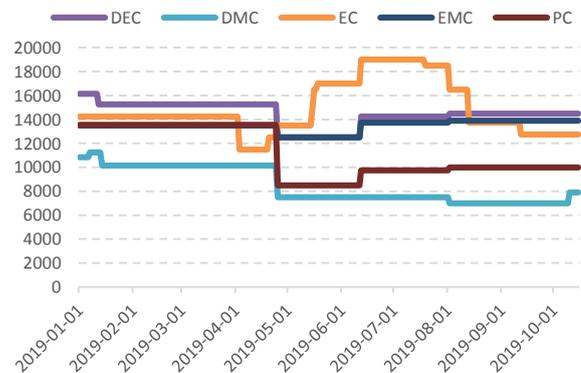
数据来源：Wind、同花顺、东方证券研究所

图 3：六氟磷酸锂价格走势（单位：万元/吨）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 4：溶剂价格走势（单位：元/吨）



数据来源：同花顺、东方证券研究所

二、海斯福主要原料六氟丙烯价格走势

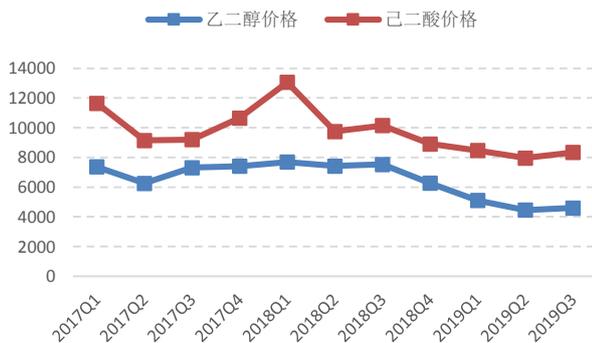
图 5：六氟丙烯价格走势情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind、东方证券研究所

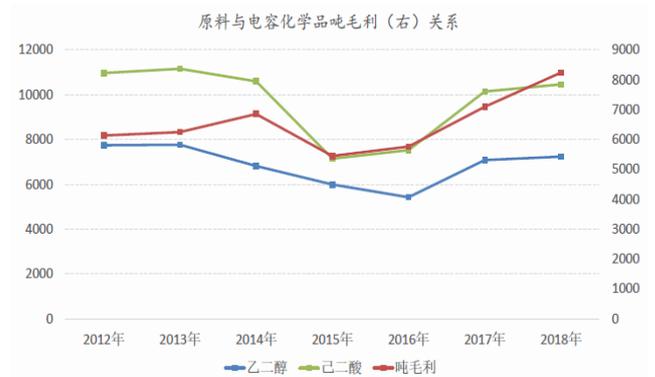
三、电容化学品主要原料乙二醇、己二酸价格走势

图 6：乙二醇和己二酸价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 7：主要原料价格与电容化学品毛利关系（单位：元/吨）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	314	456	470	606	763	营业收入	1,816	2,165	2,613	3,368	4,241
应收账款	651	806	862	1,112	1,399	营业成本	1,171	1,425	1,711	2,225	2,815
预付账款	18	19	26	34	42	营业税金及附加	16	17	20	26	33
存货	278	329	428	556	704	营业费用	76	100	109	129	156
其他	556	609	682	845	1,032	管理费用	222	299	342	411	489
流动资产合计	1,818	2,219	2,468	3,152	3,941	财务费用	18	17	28	46	81
长期股权投资	111	155	161	161	161	资产减值损失	15	16	12	12	16
固定资产	671	806	1,111	1,494	2,126	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	277	296	338	530	473	投资净收益	17	20	20	20	20
无形资产	208	236	219	203	186	其他	11	28	0	0	0
其他	615	697	577	577	577	营业利润	326	340	409	540	671
非流动资产合计	1,881	2,190	2,406	2,965	3,522	营业外收入	1	2	2	1	1
资产总计	3,699	4,410	4,874	6,117	7,463	营业外支出	0	3	1	0	0
短期借款	331	349	353	950	1,509	利润总额	327	338	410	540	672
应付账款	199	344	274	356	450	所得税	41	9	51	68	84
其他	632	604	692	783	888	净利润	287	329	359	473	588
流动负债合计	1,162	1,298	1,319	2,089	2,847	少数股东损益	6	9	7	9	12
长期借款	0	158	158	158	158	归属于母公司净利润	280	320	351	463	576
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.74	0.85	0.93	1.23	1.52
其他	80	106	88	88	88						
非流动负债合计	80	264	246	246	246	主要财务比率					
负债合计	1,242	1,562	1,565	2,335	3,094		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	38	77	84	94	105	成长能力					
股本	380	379	379	379	379	营业收入	14.2%	19.2%	20.7%	28.9%	25.9%
资本公积	1,027	1,134	1,237	1,237	1,237	营业利润	12.3%	4.1%	20.4%	32.1%	24.3%
留存收益	1,010	1,254	1,606	2,069	2,645	归属于母公司净利润	9.4%	14.3%	9.8%	31.9%	24.3%
其他	2	3	3	3	3	获利能力					
股东权益合计	2,457	2,848	3,309	3,782	4,370	毛利率	35.5%	34.2%	34.5%	33.9%	33.6%
负债和股东权益总计	3,699	4,410	4,874	6,117	7,463	净利率	15.4%	14.8%	13.5%	13.8%	13.6%
						ROE	12.2%	12.3%	11.7%	13.4%	14.5%
						ROIC	12.0%	11.3%	10.6%	11.8%	12.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	33.6%	35.4%	32.1%	38.2%	41.5%
净利润	287	329	359	473	588	净负债率	0.7%	2.5%	1.2%	13.3%	20.7%
折旧摊销	80	99	110	152	214	流动比率	1.56	1.71	1.87	1.51	1.38
财务费用	18	17	28	46	81	速动比率	1.32	1.45	1.54	1.24	1.13
投资损失	(17)	(20)	(20)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	37	(194)	(205)	(380)	(438)	应收账款周转率	3.2	3.0	3.1	3.4	3.3
其它	(227)	121	209	12	16	存货周转率	4.4	4.6	4.4	4.4	4.4
经营活动现金流	177	352	481	283	441	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(403)	(285)	(444)	(717)	(781)	每股指标(元)					
长期投资	(155)	(44)	(6)	0	0	每股收益	0.74	0.85	0.93	1.23	1.52
其他	95	5	28	20	20	每股经营现金流	0.47	0.93	1.27	0.75	1.17
投资活动现金流	(464)	(324)	(422)	(697)	(761)	每股净资产	6.40	7.33	8.53	9.76	11.28
债权融资	1	178	(19)	0	0	估值比率					
股权融资	222	42	0	0	0	市盈率	35.1	30.7	28.0	21.2	17.1
其他	78	(95)	(24)	551	478	市净率	4.1	3.6	3.1	2.7	2.3
筹资活动现金流	301	124	(44)	551	478	EV/EBITDA	23.2	21.6	18.0	13.3	10.2
汇率变动影响	(13)	(5)	0	0	0	EV/EBIT	28.6	27.6	22.5	16.8	13.1
现金净增加额	1	147	14	136	157						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

