2020 年 08 月 31 日
证券研究报告•2020 年中报点评
石大胜华（603026）化工

买入（维持）
当前价：39.40 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

化工板块拖累业绩，新能源板块有望爆发增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2020 年中报，实现营收 17.3 亿元，同比-25.9%，实现归母净利润-0.4 亿元，同比-118.8%；其中 2020Q2 实现营收 8.6 亿元，同比-28.2%，环比-0.7%，实现归母净利润-0.2 亿元，同比-127%，环比-38.4%。

- **新能源汽车产销下滑影响公司碳酸酯溶剂量价，下半年有望量价齐升。**2020 年上半年公司碳酸二甲酯系列产品实现营收 9.6 亿元，同比-14.3%；其中产量 14.7 万吨，同比-34.3%，外销 12.9 万吨，同比-3.8%；平均售价 7432 元/吨，同比-10.9%。一方面由于国内新能源消费不及预期，2020H1 国内新能源汽车生产约 35.2 万辆，动力电池装机量约 17.5GWh，同比降幅均超过 40%；另一方面公司东营厂区 5 月份进行检修，产量受到一定影响。短期来看，由于美国对东南亚床垫反倾销，近期聚醚出口需求大增带动环氧丙烷价格上涨，DMC 在成本支撑下价格大幅上涨至 7500-8000 元/吨，电池级 DMC 价格在 9000 元/吨左右。同时供给端中盐红四方 5 万吨/年装置故障停车检修，海科新源 6 万吨/年装置 9 月份有检修计划。中长期来看，在国内和欧美新能源汽车与动力电池需求复苏下，下半年 DMC 需求环比有望大幅提升，价格仍有上涨空间。

- **化工板块受需求影响销量下滑，油价暴跌价格下降，计提减值拖累业绩。**2020 年上半年公司基础化工板块营收 5.2 亿元，同比-25.2%，一方面受疫情影响需求下降，公司生物燃料装置、MTBE 装置生产负荷降低，销量合计 15.4 万吨，同比-2.0%；另一方面受油价暴跌影响，MTBE、燃料气价格大幅下跌，公司计提减值准备，其中 MTBE 均价 3643 元/吨，同比-21.0%；燃料气均价 2980 元/吨，同比-23.5%，预计上半年基础化工板块亏损 5000 万元左右，同时上半年合计计提存货跌价准备 9920 万元，拖累上半年业绩。我们认为随着油价上涨，公司基础化工板块低点已过，MTBE 需求逐渐恢复，同时下半年存货跌价准备有望部分转回。

- **公司在建项目进展顺利，有望贡献业绩增量。**公司 5000 吨/年动力电池添加剂项目（一期）1500 吨产能预计在 2020 年 9 月全部完成土建及设备安装工作，预计于 2020 年 10 月完成设备调试后进入试生产阶段。产品包括二氟磷酸锂、四氟硼酸锂、四氟草酸磷酸锂、二氟草酸硼酸锂、双草酸硼酸锂、硫酸乙烯酯、氟化锂等七大材料，动力电池添加剂二期预计 2021 年 8 月投产，规模为 3500 吨。此外碳硅负极项目也有望于 2020 年底投产，公司将具备为电解液企业提供一站式服务的能力。溶剂方面，福建泉州基地一期项目预计明年 4 月投产，产能为 2 万吨电池级 EC、2 万吨电池级 DMC 与 8 万吨工业级 DMC，该项目使用 EO 路线生产成本更低；在波兰投资 1.7 亿元人民币建设 2 万吨/年 EC 项目，开拓欧洲市场，充分绑定下游核心客户。公司目前是国内天赐材料、江苏国泰、海外日本三菱、韩国 Enchem、日本中央硝子等溶剂厂商的最大供应商，溶剂在宁德时代中占比超过 50%，在 LG 电池中超过 80%。未来形成多基地供应将进一步增强公司稳定供应性和巩固 DMC 乃至碳酸酯溶剂行业领先地位，短期看受全球疫情影响下游需求有所压制，中长期看受益于国内非光气法聚碳酸酯装置的大量投产以及全球电动车爆发趋势。

西南证券研究发展中心

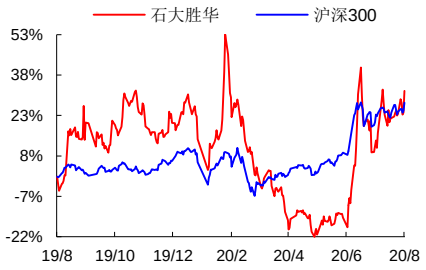
分析师：杨林
执业证号：S1250518100002
电话：010-57631191
邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
执业证号：S1250517070002
电话：0755-23614278
邮箱：hjw@swsc.com.cn

分析师：周峰春
执业证号：S1250519080005
电话：021-58351839
邮箱：zfc@swsc.com.cn

分析师：薛聪
执业证号：S1250520070004
电话：010-58251919
邮箱：xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.03
流通 A 股(亿股)	2.03
52 周内股价区间(元)	23.2-45.66
总市值(亿元)	79.86
总资产(亿元)	29.99
每股净资产(元)	8.72

相关研究

1. 石大胜华（603026）：业绩符合预期，新能源板块带动业绩增长 (2020-04-10)
2. 石大胜华(603026)：磷酸铁锂带动 DMC 需求，股改即将落地激发新活力 (2020-02-21)

- **校企改革落地成为无实控人企业，有望充分激发企业活力。**公司原控股股东中石大控股所持石大胜华股权分别受让青岛开投集团、青岛融发集团各 7.5%，股份转让价格均为 32.27 元/股，同时将 2%股权通过大宗交易受让高毅资产，融发集团和开投集团受同一实际控制人——青岛西海岸新区国有资产管理局控制，目前持股 15%为公司第一大股东。但公司目前属于无控股股东、无实际控制人状态，公司管理层依然持续和稳定，将激发公司新的活力。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.2 亿、4.0 亿、5.3 亿，EPS 分别为 0.62 元、1.99 元、2.60 元，对应 PE 分别为 64X、20X 和 15X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**碳酸二甲酯、碳酸乙烯酯价格波动的风险、新能源汽车需求不及预期的风险、新增产能建设进度不及预期的风险、海外项目实施的管理风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4643.50	4017.45	4808.56	5684.54
增长率	-12.90%	-13.48%	19.69%	18.22%
归属母公司净利润（百万元）	308.45	124.74	404.28	526.62
增长率	50.18%	-59.56%	224.10%	30.26%
每股收益 EPS（元）	1.52	0.62	1.99	2.60
净资产收益率 ROE	16.69%	6.56%	17.50%	19.35%
PE	26	64	20	15
PB	4.42	4.40	3.64	3.03

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：公司电池级 DMC 价格 2020-2022 年分别为 8000、8500、8500 元/吨；

假设 2：公司 EC 价格 2020-2022 年分别为 8500、8500、8500 元/吨；

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
碳酸二甲酯系列	收入	2,247.0	2,219.5	3,016.8	3,820.8
	增速	8.1%	-1.2%	35.9%	26.7%
	毛利率	31.0%	27.0%	27.0%	27.0%
基础化工板块	收入	1,461.4	1,143.4	1,071.8	1,071.8
	增速	-42.5%	-21.8%	-6.3%	0.0%
	毛利率	3.4%	-7.1%	1.4%	1.4%
其他	收入	935	654.5	720.0	792.0
	增速	31.3%	-30.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	4.0%	7.0%	7.0%	7.0%
合计	收入	4,643.5	4,017.4	4,808.6	5,684.5
	增速	-12.9%	-13.5%	19.7%	18.2%
	毛利率	16.9%	14.0%	18.3%	19.4%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4643.50	4017.45	4808.56	5684.54
营业成本	3858.33	3453.26	3928.16	4582.03
营业税金及附加	23.46	18.48	23.21	26.79
销售费用	99.44	92.40	108.06	128.74
管理费用	138.14	188.82	240.43	284.23
财务费用	19.84	20.04	24.04	28.42
资产减值损失	-5.76	100.00	5.00	5.00
投资收益	37.71	5.00	5.00	5.00
公允价值变动损益	5.13	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	370.83	157.71	494.67	644.33
其他非经营损益	-1.27	-2.53	-2.76	-2.43
利润总额	369.56	155.17	491.91	641.90
所得税	36.75	23.52	71.23	84.70
净利润	332.82	131.65	420.68	557.20
少数股东损益	24.37	6.91	16.39	30.59
归属母公司股东净利润	308.45	124.74	404.28	526.62

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	332.82	131.65	420.68	557.20
折旧与摊销	184.57	152.13	152.13	152.13
财务费用	19.84	20.04	24.04	28.42
资产减值损失	-5.76	100.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	-273.80	374.03	-95.98	-121.29
其他	-377.15	-110.42	-29.76	-15.88
经营活动现金流净额	-119.50	668.44	475.09	605.58
资本支出	81.02	0.00	0.00	0.00
其他	-270.52	15.00	15.00	15.00
投资活动现金流净额	-189.50	15.00	15.00	15.00
短期借款	435.60	-408.75	-341.69	0.00
长期借款	-89.94	15.00	15.00	15.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-121.61	-61.69	-24.95	-80.86
其他	103.66	-136.61	-24.04	-28.42
筹资活动现金流净额	327.72	-592.05	-375.68	-94.28
现金流量净额	21.35	91.39	114.41	526.30

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	309.47	400.86	515.27	1041.58
应收和预付款项	534.60	459.03	542.02	640.64
存货	398.39	302.20	362.35	425.52
其他流动资产	558.14	362.11	380.08	399.77
长期股权投资	87.66	87.66	87.66	87.66
投资性房地产	12.69	12.69	12.69	12.69
固定资产和在建工程	1060.73	915.71	770.68	625.66
无形资产和开发支出	74.38	68.23	62.08	55.93
其他非流动资产	204.00	203.05	202.09	201.14
资产总计	3240.06	2809.97	2934.93	3490.58
短期借款	750.44	341.69	0.00	0.00
应付和预收款项	345.07	359.10	410.74	470.19
长期借款	51.36	66.36	81.36	96.36
其他负债	98.84	35.70	39.27	44.13
负债合计	1245.72	802.15	531.38	610.68
股本	202.68	202.68	202.68	202.68
资本公积	418.12	418.12	418.12	418.12
留存收益	1130.39	1193.43	1572.77	2018.53
归属母公司股东权益	1807.66	1814.24	2193.57	2639.33
少数股东权益	186.67	193.59	209.98	240.57
股东权益合计	1994.34	2007.82	2403.55	2879.90
负债和股东权益合计	3240.06	2809.97	2934.93	3490.58

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	-12.90%	-13.48%	19.69%	18.22%
营业利润增长率	45.00%	-57.47%	213.67%	30.26%
净利润增长率	63.46%	-60.44%	219.54%	32.45%
EBITDA 增长率	22.15%	-42.65%	103.36%	22.96%
获利能力				
毛利率	16.91%	14.04%	18.31%	19.39%
三费率	5.54%	7.50%	7.75%	7.76%
净利率	7.17%	3.28%	8.75%	9.80%
ROE	16.69%	6.56%	17.50%	19.35%
ROA	10.27%	4.69%	14.33%	15.96%
ROIC	14.78%	7.02%	23.75%	30.54%
EBITDA/销售收入	12.39%	8.23%	13.95%	14.51%
营运能力				
总资产周转率	1.54	1.33	1.67	1.77
固定资产周转率	4.33	4.21	5.94	8.55
应收账款周转率	13.83	13.33	16.17	15.91
存货周转率	10.25	9.60	11.58	11.51
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.33%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	38.45%	28.55%	18.11%	17.50%
带息债务/总负债	64.36%	50.87%	15.31%	15.78%
流动比率	1.52	2.10	4.09	4.97
速动比率	1.18	1.68	3.27	4.13
股利支付率	39.43%	49.46%	6.17%	15.35%
每股指标				
每股收益	1.52	0.62	1.99	2.60
每股净资产	8.92	8.95	10.82	13.02
每股经营现金	-0.59	3.30	2.34	2.99
每股股利	0.60	0.30	0.12	0.40

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	575.23	329.88	670.84	824.88
PE	25.89	64.02	19.75	15.16
PB	4.42	4.40	3.64	3.03
PS	1.72	1.99	1.66	1.40
EV/EBITDA	13.97	22.70	10.50	7.92
股息率	1.52%	0.77%	0.31%	1.01%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn