

轻资产模式助产能扩充，打造电解液全产业链

- 事件:** 12月6日，公司公告董事会决议通过与兖矿国宏合作项目和建设5000吨/年六氟磷酸锂项目，租赁经营兖矿国宏5万吨/年碳酸酯装置。同时，通过增加国有独享资本公积议案，同意青岛中石大控股有限公司向公司注入中央国有资本经营预算资金1130万元形成国家独享资本公积。
- 轻资产模式运营，碳酸酯产品有望加速放量。**公司拟成立全资子公司与兖矿国宏化工公司合作，租赁经营其5万吨/年碳酸酯装置。兖矿国宏位于邹城市，较公司更靠近碳酸酯主要消费市场华东地区，且其拥有生产碳酸酯所需的甲醇和二氧化碳等原料，公用工程介质装置配套齐全，安全环保设施及管理体系完善规范，有利于促进上市公司碳酸酯产品放量。项目先期合作期限为5年，2017年底前，合作资产每年实现净利润归石大胜华成立的全资子公司所有，2018年初起，合作资产每年实现净利润的60%归石大胜华成立的全资子公司所有，40%归兖矿国宏所有。此次合作项目为公司轻资产运营思路的有益尝试，有利于减少前期建设投入，迅速扩充产能，主业放量值得期待。
- 投建六氟磷酸锂项目，打造电解液全产业链。**公司本次以成立合资公司形式投建六氟磷酸锂，持股比例为51%。项目建设分两期进行，2016年进行一期1000吨/年六氟磷酸锂项目建设，建设周期一年；2017年择机进行二期4000吨/年项目建设。公司是目前国内唯一拥有锂电池电解液全部五种溶剂生产能力的企业，此次投建六氟磷酸锂项目，将进一步提高石大胜华在电解液材料方面的一体化竞争优势。此外，随着后期新型锂盐双氟磺酰亚胺锂以及电解液添加剂等产品项目的陆续上线，公司将打造电解液全产业链优势，分享飞速发展的锂离子电池行业红利。
- 16年业绩有望反弹，受益于碳交易与油品升级。**公司2015年前三季度主要由于生物燃料装置进行了产品升级改造停工，第二套20万吨混合碳四深加工装置停工，产品产量大幅下降导致营业收入大幅下滑。另外，受油价下跌与计提大量资产减值损失影响，销售收入较上年同期大幅下降。目前公司停工的装置已经复工，油价底部企稳。此外，受益于碳交易市场建设与油品升级带来的MTBE需求增长，我们认为公司明年业绩有望重回上升通道。
- 盈利预测及评级:**暂维持之前的盈利预测，我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.34元、0.60元和0.80元，对应的动态PE分别为86倍、49倍和37倍。我们认为公司发展前景良好，从锂电池电解液原材料向下游电解液布局加速，后续想象空间巨大，上调公司评级至“买入”。
- 风险提示:**原油价格波动的风险，合作经营推进不及预期的风险，新能源汽车市场需求不及预期的风险，六氟磷酸锂项目建设进度低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5129.83	2999.73	4206.13	4854.35
增长率	2.57%	-41.52%	40.22%	15.41%
归属母公司净利润(百万元)	42.53	69.45	122.62	161.94
增长率	-57.17%	63.29%	76.55%	32.07%
每股收益EPS(元)	0.21	0.34	0.60	0.80
净资产收益率ROE	4.95%	5.42%	8.49%	10.29%
PE	141	86	49	37
PB	5.78	4.35	4.01	3.65

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华

执业证号: S1250513070003

电话: 021-50755259

邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪

执业证号: S1250514120001

电话: 010-57631196

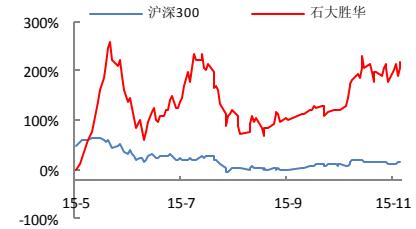
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

联系人: 张汪强

电话: 021-68415687

邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.03
流通A股(亿股)	0.51
52周内股价区间(元)	7.81-35.59
总市值(亿元)	60.07
总资产(亿元)	21.60
每股净资产(元)	6.61

相关研究

- 石大胜华(603026): 锂电池电解液溶剂龙头，碳排放减排先驱 (2015-11-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5129.83	2999.73	4206.13	4854.35	净利润	51.47	74.85	127.12	169.54
营业成本	4817.34	2708.76	3800.63	4377.01	折旧与摊销	160.58	123.52	139.70	157.28
营业税金及附加	11.13	11.10	14.72	15.53	财务费用	62.92	35.99	46.06	56.06
销售费用	57.42	56.09	77.81	84.95	资产减值损失	67.16	12.50	10.00	9.00
管理费用	50.70	80.99	96.74	97.09	经营营运资本变动	66.66	202.39	-91.99	-46.56
财务费用	62.92	35.99	46.06	56.06	其他	8.87	-34.95	-6.23	-7.11
资产减值损失	67.16	12.50	10.00	9.00	经营活动现金流净额	417.64	414.31	224.65	338.22
投资收益	0.93	0.00	0.00	0.00	资本支出	26.39	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-197.66	4.38	-5.83	-5.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-171.27	-295.62	-305.83	-305.18
营业利润	64.09	94.28	160.17	214.71	短期借款	-82.30	95.41	255.81	106.61
其他非经营损益	1.70	1.40	2.33	2.02	长期借款	-265.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.79	95.68	162.50	216.73	股权融资	0.00	329.93	0.00	0.00
所得税	14.32	20.83	35.38	47.19	支付股利	0.00	-4.25	-9.03	-19.62
净利润	51.47	74.85	127.12	169.54	其他	100.00	-341.95	-44.96	-55.20
少数股东损益	8.93	5.40	4.50	7.60	筹资活动现金流净额	-247.49	79.14	201.81	31.79
归属母公司股东净利润	42.53	69.45	122.62	161.94	现金流量净额	-1.12	197.82	120.64	64.82
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	102.15	299.97	420.61	485.44	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应收和预付款项	261.15	140.53	199.14	231.66	成长能力				
存货	350.79	199.42	285.69	331.32	销售收入增长率	2.57%	-41.52%	40.22%	15.41%
其他流动资产	0.12	0.07	0.09	0.11	营业利润增长率	-47.89%	47.12%	69.87%	34.05%
长期股权投资	2.17	2.17	2.17	2.17	净利润增长率	-50.96%	45.44%	69.83%	33.37%
投资性房地产	28.67	20.89	22.32	22.90	EBITDA 增长率	-17.46%	-11.75%	36.30%	23.74%
固定资产和在建工程	1256.82	1435.53	1598.06	1743.01	获利能力				
无形资产和开发支出	95.25	93.02	90.79	88.57	毛利率	6.09%	9.70%	9.64%	9.83%
其他非流动资产	7.37	10.76	15.16	19.75	三费率	3.33%	5.77%	5.25%	4.90%
资产总计	2104.47	2202.36	2634.04	2924.92	净利率	1.00%	2.50%	3.02%	3.49%
短期借款	537.70	633.11	888.92	995.53	ROE	4.95%	5.42%	8.49%	10.29%
应付和预收款项	236.61	152.52	205.06	236.37	ROA	2.45%	3.40%	4.83%	5.80%
长期借款	18.86	18.86	18.86	18.86	ROIC	4.36%	4.84%	7.39%	8.50%
其他负债	271.48	17.99	23.24	26.28	EBITDA/销售收入	5.61%	8.46%	8.22%	8.82%
负债合计	1064.65	822.48	1136.08	1277.04	营运能力				
股本	152.00	202.68	202.68	202.68	总资产周转率	2.37	1.39	1.74	1.75
资本公积	176.66	455.90	455.90	455.90	固定资产周转率	4.22	2.43	3.09	3.25
留存收益	600.58	665.78	779.36	921.69	应收账款周转率	38.70	25.91	44.29	39.94
归属母公司股东权益	989.71	1324.36	1437.95	1580.27	存货周转率	10.65	8.73	14.17	12.99
少数股东权益	50.12	55.52	60.02	67.62	销售商品提供劳务现金营业收入	113.71%	—	—	—
股东权益合计	1039.83	1379.88	1497.96	1647.88	资本结构				
负债和股东权益合计	2104.47	2202.36	2634.04	2924.92	资产负债率	50.59%	37.35%	43.13%	43.66%
					带息债务/总负债	52.28%	79.27%	79.90%	79.43%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	0.69	0.80	0.82	0.84
EBITDA	287.58	253.80	345.92	428.05	速动比率	0.35	0.55	0.56	0.57
PE	141.24	86.50	48.99	37.10	股利支付率	0.00%	6.12%	7.36%	12.11%
PB	5.78	4.35	4.01	3.65	每股指标				
PS	1.17	2.00	1.43	1.24	每股收益	0.21	0.34	0.60	0.80
EV/EBITDA	17.78	24.77	18.54	15.06	每股净资产	5.13	6.81	7.39	8.13
股息率	0.00%	0.07%	0.15%	0.33%	每股经营现金	2.06	2.04	1.11	1.67
					每股股利	0.00	0.02	0.04	0.10

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
增持：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-10%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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼
邮编：200120
邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼
邮编：100033

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn