

业绩低于预期，电解液全产业链值得期待

- 业绩总结:**公司2015年实现营业收入34.5亿元，同比减少32.7%；归属净利润4412万元，同比增长3.7%。基本每股收益为0.24元，分配预案每10股派现金1元(含税)。
- 业绩低于预期，16年有望重回上升通道。**公司15年营业收入较上年大幅减少，主要因为上半年生物燃料装置技改和20万吨混合碳四深加工装置停工，导致产量下降；另外，受油价下跌影响，MTBE、碳酸二甲酯系列产品等销售均价比上年同期下降24.5%左右。由于15年原油价格并不是单边下跌而呈现出低位震荡态势，公司MTBE等产品毛利逐渐回升，加之碳酸二甲酯以及其他碳酸酯类产品毛利提升，致使公司综合毛利率增加1.6个百分点到达7.7%。目前公司停工装置已经复工，加上国际油价底部企稳，主要产品盈利能力逐步回升，并且与兖矿国宏合作5万吨/年碳酸酯装置进展顺利，我们认为公司2016年业绩有望重回上升通道，主营业务业绩有望大幅好转。
- 布局六氟磷酸锂，打造电解液全产业链。**新能源汽车市场的爆发式增长，使六氟磷酸锂成为最景气的材料之一。自2015年三季度以来六氟磷酸锂供应趋紧，目前价格超过30万元/吨，部分订单超过40万元/吨，产品供不应求。六氟磷酸锂技术壁垒较高，预计2016年六氟磷酸锂供应仍然紧张，行业产能增速小于需求增速。公司设立的石大胜华新能源(持股51%)投资建设“5000吨/年六氟磷酸锂”项目，将进一步提升公司在电解液材料方面的一体化竞争优势。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。
- 受益于油品升级，MTBE市场有望扩大。**MTBE作为高性价比的调和汽油原料，在环保约束下用其提高催化裂化汽油辛烷值是我国目前最经济的手段。公司现有MTBE产能28万吨/年，产业链完整，生产技术国内领先，我们认为随着国V标准的加快实施，我国将加快清洁油品生产供应，MTBE产品市场需求有望进一步扩大，促进公司相关业务发展。
- 盈利预测及评级:**预计公司2016-2018年EPS分别为0.60元、0.80元、1.05元，对应动态市盈率分别为54倍、40倍和31倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:**原材料价格波动的风险、六氟磷酸锂项目进度不及预期的风险、新能源汽车市场需求不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3454.49	4327.42	5007.20	5722.56
增长率	-32.66%	25.27%	15.71%	14.29%
归属母公司净利润(百万元)	44.12	121.15	162.48	212.00
增长率	3.73%	174.61%	34.12%	30.47%
每股收益EPS(元)	0.22	0.60	0.80	1.05
净资产收益率ROE	3.92%	8.68%	10.41%	11.98%
PE	148	54	40	31
PB	4.63	4.21	3.80	3.39

数据来源: Wind, 西南证券

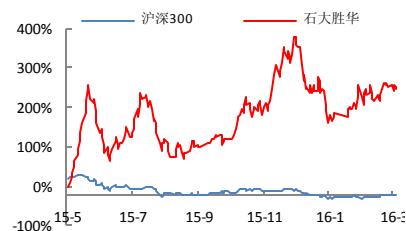
西南证券研究发展中心

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)	7.81-46.78
总市值(亿元)	65.30
总资产(亿元)	21.46
每股净资产(元)	6.67

相关研究

- 石大胜华(603026): 轻资产模式助产能扩充，打造电解液全产业链 (2015-12-07)
- 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)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3454.49	4327.42	5007.20	5722.56	净利润	55.38	134.65	178.98	231.00
营业成本	3187.66	3947.72	4539.86	5166.32	折旧与摊销	161.49	115.92	125.36	131.27
营业税金及附加	9.71	11.24	13.36	15.14	财务费用	27.76	28.81	33.20	30.46
销售费用	65.00	70.43	85.73	96.36	资产减值损失	25.62	13.00	12.00	14.00
管理费用	71.75	89.89	104.01	118.86	经营营运资本变动	308.37	-142.50	-40.47	-28.31
财务费用	27.76	28.81	33.20	30.46	其他	-116.13	6.07	-8.99	-13.44
资产减值损失	25.62	13.00	12.00	14.00	经营活动现金流净额	462.49	155.95	300.09	364.97
投资收益	-2.54	-3.00	-3.00	-3.00	资本支出	-200.84	-100.00	-75.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-17.30	-12.59	-13.89	-12.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-218.14	-112.59	-88.89	-12.62
营业利润	64.44	163.35	216.04	278.42	短期借款	-202.70	257.56	-100.37	-2.20
其他非经营损益	1.07	0.55	1.44	1.15	长期借款	-18.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.50	163.90	217.48	279.57	股权融资	303.45	0.00	0.00	0.00
所得税	10.12	29.25	38.50	48.57	支付股利	0.00	-4.41	-15.75	-26.00
净利润	55.38	134.65	178.98	231.00	其他	-274.07	-18.78	-27.10	-24.60
少数股东损益	11.26	13.50	16.50	19.00	筹资活动现金流净额	-192.18	234.37	-143.22	-52.79
归属母公司股东净利润	44.12	121.15	162.48	212.00	现金流量净额	52.16	277.73	67.98	299.56
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	155.01	432.74	500.72	800.28	成长能力				
应收和预付款项	220.38	272.00	339.43	390.54	销售收入增长率	-32.66%	25.27%	15.71%	14.29%
存货	262.56	309.52	358.41	412.56	营业利润增长率	0.55%	153.50%	32.26%	28.88%
其他流动资产	3.78	4.73	5.47	6.26	净利润增长率	7.61%	143.13%	32.92%	29.06%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-11.78%	21.44%	21.59%	17.50%
投资性房地产	24.57	24.16	25.05	24.67	获利能力				
固定资产和在建工程	1346.38	1332.30	1283.78	1154.35	毛利率	7.72%	8.77%	9.33%	9.72%
无形资产和开发支出	77.12	75.28	73.44	71.60	三费率	4.76%	4.37%	4.45%	4.29%
其他非流动资产	56.10	66.10	76.10	86.10	净利率	1.60%	3.11%	3.57%	4.04%
资产总计	2145.89	2516.83	2662.39	2946.35	ROE	3.92%	8.68%	10.41%	11.98%
短期借款	335.00	592.56	492.20	490.00	ROA	2.58%	5.35%	6.72%	7.84%
应付和预收款项	367.67	335.10	407.27	477.89	ROIC	3.83%	8.08%	9.86%	12.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.34%	7.12%	7.48%	7.69%
其他负债	32.04	38.72	44.24	49.79	营运能力				
负债合计	734.71	966.38	943.71	1017.67	总资产周转率	1.63	1.86	1.93	2.04
股本	202.68	202.68	202.68	202.68	固定资产周转率	3.04	3.83	4.32	5.08
资本公积	429.42	429.42	429.42	429.42	应收账款周转率	24.00	28.17	25.14	23.70
留存收益	644.70	761.44	908.17	1094.17	存货周转率	9.67	13.43	12.99	12.92
归属母公司股东权益	1352.77	1478.54	1630.28	1821.27	销售商品提供劳务现金营业收入	114.60%	—	—	—
少数股东权益	58.41	71.91	88.41	107.41	资本结构				
股东权益合计	1411.18	1550.45	1718.68	1928.68	资产负债率	34.24%	38.40%	35.45%	34.54%
负债和股东权益合计	2145.89	2516.83	2662.39	2946.35	带息债务/总负债	45.60%	61.32%	52.16%	48.15%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	0.88	1.06	1.29	1.60
EBITDA	253.69	308.08	374.60	440.14	速动比率	0.52	0.74	0.91	1.19
PE	148.02	53.90	40.19	30.80	股利支付率	0.00%	3.64%	9.69%	12.26%
PB	4.63	4.21	3.80	3.39	每股指标				
PS	1.89	1.51	1.30	1.14	每股收益	0.22	0.60	0.80	1.05
EV/EBITDA	25.94	21.27	17.01	13.77	每股净资产	6.96	7.65	8.48	9.52
股息率	0.00%	0.07%	0.24%	0.40%	每股经营现金	2.28	0.77	1.48	1.80
					每股股利	0.00	0.02	0.08	0.13

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（地区销售总监）

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

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn