

业绩符合预期，静待电解液全产品线落地生花

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2016 年上半年公司实现营业收入 18 亿元, 同比增加 15.2%; 归母净利润 1 亿元, 同比增长 187.8%。
- **公司主营业务重回上升通道。** 今年上半年营业收入和净利润出现明显增长, 主要原因是上半年各生产装置一直处于满负荷运转状态, 主营产品的产销量同比出现较大幅度增长。另外, 今年上半年原油价格持续触底反弹, 带动了公司 MTBE、混合芳烃、液化气和油类产品毛利率的大幅度提高, 其中主营产品 MTBE 的毛利率提高了 4 个百分点, 达到了 6.21%。碳酸酯板块始终保持较高的盈利水平, 上半年毛利润达到 1.2 亿元, 占总毛利润的 58%。
- **受益于油品升级, MTBE 市场有望扩大。** MTBE 是重要的调和汽油原料, 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。
- **锂离子电池电解液溶剂优势明显。** 公司是目前国内唯一能够同时提供全部五种锂离子电池电解液溶剂的企业, 主导产品碳酸二甲酯 (DMC) 产能 10 万吨, 后续募投产能 5 万吨将按计划建设。与同行业竞争对手相比, 公司碳酸酯类产品产业链一体化优势明显, 并能提供 99.99% 的高纯度溶剂, 与国内外知名锂离子电池生产厂家形成了良好的合作关系, 预计后续碳酸酯类产品将随着我国新能源汽车市场的爆发而保持较快增长。
- **布局六氟磷酸锂, 打造电解液全产品线。** 六氟磷酸锂约占电解液总成本的 43%, 并且具备较高的技术壁垒。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领域的一体化竞争优势。目前项目进展顺利, 预计今年年底建成投产。
- **盈利预测与投资建议。** 公司装置运行稳定, 并且主营产品毛利率出现较大幅度增长, 因此上调公司盈利预测。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.73 元、0.95 元、1.16 元, 对应动态 PE 为 70 倍、53 倍和 44 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原油价格波动的风险, 新能源汽车市场需求不及预期的风险、六氟磷酸锂项目进度不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3454.49	4286.44	4966.72	5573.11
增长率	-32.66%	24.08%	15.87%	12.21%
归属母公司净利润 (百万元)	44.12	147.19	193.22	234.55
增长率	3.73%	233.63%	31.27%	21.39%
每股收益 EPS (元)	0.22	0.73	0.95	1.16
净资产收益率 ROE	3.92%	10.65%	12.13%	12.75%
PE	233	70	53	44
PB	7.28	6.88	6.04	5.27

数据来源: Wind, 西南证券

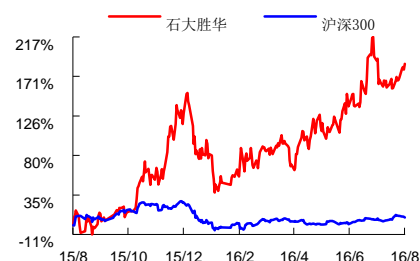
西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
 电话: 021-68415687
 邮箱: zwwq@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
 电话: 010-57631196
 邮箱: xuwenh@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)	1.40
52 周内股价区间(元)	15.8-56.22
总市值(亿元)	102.78
总资产(亿元)	20.80
每股净资产(元)	7.19

相关研究

1. 石大胜华 (603026): 业绩低于预期, 电解液全产品线值得期待 (2016-04-04)
2. 石大胜华 (603026): 轻资产模式助产能扩充, 打造电解液全产品线 (2015-12-07)
3. 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)

关键假设：

假设 1：MTBE 受益于油品升级需求缓步增长，毛利率逐渐升高，16-18 年分别为 2.2%、2.7%、2.9%。

假设 2：碳酸二甲酯类和其他碳酸酯类产品随着新能源汽车的放量，16-18 年销量保持 25%、20%和 15%左右的较快速度增长，毛利率也随着公司的产品结构调整略有上升。

假设 3：混合芳烃和油类产品随着公司主要生产装置复产，16 年销量恢复至 2014 年水平，毛利率保持在 2%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 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		2015A	2016E	2017E	2018E
MTBE	收入	1508.03	1809.64	2081.08	2289.19
	增速	-20.20%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	2.21	2.20	2.70	2.90
碳酸二甲酯系列	收入	849.07	1061.34	1273.61	1464.65
	增速	-41.63%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	16.80	18.10	18.20	18.30
液化气	收入	316.17	331.98	348.58	366.01
	增速	-52.73%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	1.84	2.00	2.00	2.00
油类	收入	134.06	187.68	206.45	227.10
	增速	-63.70%	40.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	2.10	2.00	2.00	2.00
环氧丙烷系列	收入	28.87	43.31	47.64	52.40
	增速	-72.05%	50.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.48	18.00	18.00	18.00
混合芳烃	收入	90.85	136.28	149.90	164.89
	增速	-82.61%	50.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	0.02	2.00	2.00	2.00
其他碳酸酯	收入	299.74	374.68	449.61	517.05
	增速	—	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	27.40	27.50	27.60	27.70
其他产品	收入	78.94	145.15	217.73	261.27
	增速	407.98%	83.87%	50.00%	20.00%
	毛利率	(4.41)	2.00	2.00	2.00

数据来源：公司公告，西南证券

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	4286.44	4966.72	5573.11	净利润	55.38	159.19	206.22	248.55
营业成本	3187.66	3923.57	4524.84	5063.65	折旧与摊销	161.49	188.47	201.93	203.14
营业税金及附加	9.71	11.13	13.26	14.74	财务费用	27.76	4.09	-4.07	-10.97
销售费用	65.00	69.76	85.04	93.85	资产减值损失	25.62	20.00	20.00	20.00
管理费用	71.75	66.07	80.85	93.29	经营营运资本变动	308.37	-107.21	-18.69	-16.80
财务费用	27.76	4.09	-4.07	-10.97	其他	-116.13	-4.05	-20.12	-22.51
资产减值损失	25.62	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	462.49	260.49	385.26	421.41
投资收益	-2.54	0.00	0.00	0.00	资本支出	-200.84	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-17.30	0.00	0.00	0.00
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	-20.00	-20.00	-20.00
营业利润	64.44	191.82	246.82	298.55	短期借款	-202.70	26.48	-311.48	0.00
其他非经营损益	1.07	1.28	1.21	1.23	长期借款	-18.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.50	193.10	248.03	299.78	股权融资	303.45	0.00	0.00	0.00
所得税	10.12	33.90	41.81	51.23	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	55.38	159.19	206.22	248.55	其他	-274.07	-79.06	5.07	11.97
少数股东损益	11.26	12.00	13.00	14.00	筹资活动现金流净额	-192.18	-52.58	-306.41	11.97
归属母公司股东净利润	44.12	147.19	193.22	234.55	现金流量净额	52.16	187.90	58.85	413.38
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	342.92	401.76	815.14	成长能力				
应收和预付款项	220.38	236.47	282.15	320.22	销售收入增长率	-32.66%	24.08%	15.87%	12.21%
存货	262.56	307.53	357.17	404.10	营业利润增长率	0.55%	197.68%	28.67%	20.96%
其他流动资产	3.78	4.69	5.43	6.09	净利润增长率	7.61%	187.44%	29.54%	20.53%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-11.78%	51.51%	15.69%	10.36%
投资性房地产	24.57	24.57	24.57	24.57	获利能力				
固定资产和在建工程	1346.38	1187.11	1014.39	840.46	毛利率	7.72%	8.47%	8.90%	9.14%
无形资产和开发支出	77.12	67.92	58.71	49.51	三费率	4.76%	3.26%	3.26%	3.16%
其他非流动资产	56.10	56.10	56.10	56.10	净利率	1.60%	3.71%	4.15%	4.46%
资产总计	2145.89	2227.30	2200.28	2516.18	ROE	3.92%	10.65%	12.13%	12.75%
短期借款	335.00	361.48	50.00	50.00	ROA	2.58%	7.15%	9.37%	9.88%
应付和预收款项	367.67	332.88	405.63	467.96	ROIC	4.00%	9.07%	11.73%	14.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.34%	8.97%	8.95%	8.81%
其他负债	32.04	38.54	44.03	49.06	营运能力				
负债合计	734.71	732.90	499.66	567.01	总资产周转率	1.63	1.96	2.24	2.36
股本	202.68	202.68	202.68	202.68	固定资产周转率	3.04	3.75	4.53	6.09
资本公积	429.42	429.42	429.42	429.42	应收账款周转率	24.00	31.05	31.71	30.54
留存收益	644.70	791.89	985.11	1219.66	存货周转率	9.67	13.40	13.00	12.82
归属母公司股东权益	1352.77	1423.99	1617.21	1851.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.60%	—	—	—
少数股东权益	58.41	70.41	83.41	97.41	资本结构				
股东权益合计	1411.18	1494.40	1700.62	1949.17	资产负债率	34.24%	32.91%	22.71%	22.53%
负债和股东权益合计	2145.89	2227.30	2200.28	2516.18	带息债务/总负债	45.60%	49.32%	10.01%	8.82%
					流动比率	0.88	1.23	2.14	2.78
					速动比率	0.52	0.81	1.41	2.05
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.22	0.73	0.95	1.16
					每股净资产	6.96	7.37	8.39	9.62
					每股经营现金	2.28	1.29	1.90	2.08
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	253.69	384.38	444.67	490.72					
PE	232.96	69.83	53.19	43.82					
PB	7.28	6.88	6.04	5.27					
PS	2.98	2.40	2.07	1.84					
EV/EBITDA	40.71	26.45	22.03	19.12					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

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

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	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn