

## 新建动力电池添加剂、溶剂产能，打造电解液一站式供应商

### 投资要点

- 事件:** 公司公告，投资建设 5 万吨/年碳酸二甲酯 (DMC) 项目和 5000 吨动力电池添加剂项目。
- 公司是 DMC 行业龙头，扩产巩固龙头地位。**公司在东营港经济开发区投资 5.6 亿元建设 5 万吨/年碳酸二甲酯装置及配套公用工程，项目建设周期 2 年，项目建成达产后，预计实现年销售额 6.3 亿元，年均毛利润 7539 万元。公司是 DMC 行业绝对龙头，目前具备 DMC 产能 12.5 万吨/年 (权益产能 10.5 万吨/年)，市场占有率达到 30%，是国内唯一具备双基地生产的企业。公司在运行的有 2 套 5 万吨/年、1 套 2.5 万吨/年 DMC 装置，具备丰富的 PO-DMC 项目施工与工艺管理经验，同时依托山东丰富的环氧丙烷 (PO) 资源，此次扩产将进一步巩固公司在 DMC 乃至碳酸酯溶剂行业的龙头地位。
- 新建动力电池添加剂项目，有望为客户提供一站式服务。**公司拟成立全资子公司——东营石大胜华融创新材料科技有限公司，在东营垦利区建设 5000 吨/年动力电池添加剂项目。其中一期投资 6000 万元，建设内容包括二氟磷酸锂 200t/a、四氟硼酸锂 100t/a、二氟草酸硼酸锂 100t/a、硫酸乙烯酯 20t/a、双草酸硼酸锂 100t/a、氟化锂 300t/a、氟苯 600t/a，计划 2020 年 8 月投产。溶剂、锂盐、添加剂是电解液三大组成部分，公司目前是国内唯一能够同时为电解液厂商完整提供 5 种碳酸酯溶剂及锂盐配套的企业，具备 30 万吨/年碳酸酯溶剂和 1500 吨/年六氟磷酸锂生产能力，客户包括新宙邦、天赐材料、江苏国泰、比亚迪以及三菱化学、宇部兴产等知名国内外电解液企业。公司此次投建动力电池添加剂项目，将实现溶剂、锂盐、添加剂的全配套，具备为电解液企业提供一站式服务的能力。
- 绑定下游核心客户，携手开拓欧洲市场。**2019 年 3 月公司入股 51% 与 PCC Rokita 公司在波兰共同投建合资企业，计划进行开发、建设和运营生产锂离子电池电解液材料项目，并计划一期投资 1.7 亿元人民币，在波兰下西里西亚省的下布热格建设 2 万吨/年碳酸乙烯酯 (EC) 产品项目，预计建设周期 2 年。公司下游核心客户新宙邦与江苏国泰相继在波兰投建电解液项目，公司波兰 EC 项目可以实现对客户的就近供应并拓展周边市场，提升服务质量，降低物流成本，提高公司盈利水平。
- DMC 进入需求旺季，近期价格大幅上涨。**近期山东地区受台风天气影响，DMC 开工率下降，价格大幅上涨，最近一周 DMC 价格上涨 700 元/吨至 6200-6400 元/吨，目前电解液级别报价在 8000 元/吨以上，出口订单价格在 9000 元/吨左右。原材料山东地区 PO 最近一周价格上涨 600 元/吨至 10700-10800 元/吨，成本端支撑 DMC 价格。需求端来看，下游 PC 厂家采购逐渐放量，利华益 13 万吨/年装置开工正常，每周对 DMC 刚需在 1000 吨左右；泸天化 10 万吨/年装置开工趋稳，开工率 5-6 成，持续正常刚需采购；濮阳盛通聚源 13 万吨/年、湖北甘宁 7 万吨/年装置试车刚需性采购。电解液方面，目前下游电池厂开工率有所提升，溶剂订单情况基本恢复，后期需关注订单执行情况。我们预计 PC 端泸天化开工率持续爬坡，甘宁石化和濮阳盛通聚源有望在 Q3 投产，新能源车下半

### 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

联系人: 薛聪  
电话: 010-58251919  
邮箱: xuec@swsc.com.cn

联系人: 周峰春  
电话: 021-58351839  
邮箱: zfc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 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)	16.39-41.58
总市值(亿元)	61.29
总资产(亿元)	30.00
每股净资产(元)	8.66

### 相关研究

- 石大胜华 (603026): 一季度净利预增 101%，淡季不淡成长空间广阔 (2019-04-09)
- 石大胜华 (603026): 波兰投建锂电溶剂项目，看好公司长期发展 (2019-03-12)

年销量仍有 80-90 万辆，拉动对于 DMC 的需求，DMC 进入需求旺季，价格将正式进入上行通道，

- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 5.17 亿、6.05 亿、6.80 亿，EPS 分别为 2.55 元、2.99 元、3.35 元，对应 PE 分别为 12X、10X 和 9X，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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5331.35	5965.30	6432.68	7122.74
增长率	11.74%	11.89%	7.84%	10.73%
归属母公司净利润 (百万元)	205.39	517.42	605.30	679.55
增长率	10.17%	151.91%	16.98%	12.27%
每股收益 EPS (元)	1.01	2.55	2.99	3.35
净资产收益率 ROE	11.93%	25.08%	23.09%	21.57%
PE	30	12	10	9
PB	3.80	3.00	2.41	1.98

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5331.35	5965.30	6432.68	7122.74	净利润	203.60	540.18	615.56	700.14
营业成本	4718.25	5030.36	5389.83	5952.22	折旧与摊销	176.07	147.49	147.49	147.49
营业税金及附加	22.12	25.96	27.34	30.63	财务费用	39.09	14.47	10.86	2.09
销售费用	80.25	94.50	100.21	111.58	资产减值损失	32.45	5.00	5.00	5.00
管理费用	121.12	128.99	142.90	158.02	经营营运资本变动	114.60	-189.98	-50.57	-68.03
财务费用	39.09	14.47	10.86	2.09	其他	-144.24	2.53	-5.59	-0.53
资产减值损失	32.45	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流量净额	421.58	519.69	722.75	786.16
投资收益	-11.46	5.00	5.00	5.00	资本支出	95.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-13.64	-6.90	-8.04	-8.59	其他	-390.70	-1.90	-3.04	-3.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-295.16	-1.90	-3.04	-3.59
<b>营业利润</b>	<b>255.74</b>	<b>664.12</b>	<b>753.51</b>	<b>859.60</b>	短期借款	-239.22	17.31	-332.15	0.00
其他非经营损益	-6.41	-2.58	-3.19	-3.52	长期借款	130.00	15.00	15.00	15.00
<b>利润总额</b>	<b>249.33</b>	<b>661.54</b>	<b>750.32</b>	<b>856.08</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	45.73	121.36	134.76	155.94	支付股利	-121.61	-41.08	-103.48	-121.06
<b>净利润</b>	<b>203.60</b>	<b>540.18</b>	<b>615.56</b>	<b>700.14</b>	其他	123.17	-66.18	-10.86	-2.09
少数股东损益	-1.79	22.76	10.26	20.59	筹资活动现金流量净额	-107.66	-74.95	-431.49	-108.15
归属母公司股东净利润	205.39	517.42	605.30	679.55	<b>现金流量净额</b>	21.28	442.83	288.22	674.41
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
货币资金	153.70	596.53	884.75	1559.16	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	583.95	640.84	704.62	774.06	销售收入增长率	11.74%	11.89%	7.84%	10.73%
存货	327.28	391.01	409.75	449.73	营业利润增长率	3.62%	159.68%	13.46%	14.08%
其他流动资产	431.27	461.68	484.10	517.21	净利润增长率	-0.95%	165.31%	13.96%	13.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.28%	75.42%	10.38%	10.67%
投资性房地产	10.00	10.00	10.00	10.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1141.74	1001.23	860.72	720.20	毛利率	11.50%	15.67%	16.21%	16.43%
无形资产和开发支出	76.22	70.07	63.93	57.79	三费率	4.51%	3.99%	3.95%	3.81%
其他非流动资产	49.87	49.03	48.20	47.36	净利率	3.82%	9.06%	9.57%	9.83%
<b>资产总计</b>	<b>2774.02</b>	<b>3220.40</b>	<b>3466.07</b>	<b>4135.53</b>	ROE	11.93%	25.08%	23.09%	21.57%
短期借款	314.84	332.15	0.00	0.00	ROA	7.34%	16.77%	17.76%	16.93%
应付和预收款项	575.63	540.26	588.63	660.30	ROIC	10.08%	23.42%	26.20%	29.79%
长期借款	141.30	156.30	171.30	186.30	EBITDA/销售收入	8.83%	13.85%	14.18%	14.17%
其他负债	35.44	37.50	39.87	43.57	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1067.21</b>	<b>1066.21</b>	<b>799.80</b>	<b>890.17</b>	总资产周转率	1.97	1.99	1.92	1.87
股本	202.68	202.68	202.68	202.68	固定资产周转率	4.63	5.70	7.10	9.30
资本公积	418.12	418.12	418.12	418.12	应收账款周转率	17.38	17.55	17.75	17.69
留存收益	943.54	1419.88	1921.69	2480.18	存货周转率	13.82	13.90	13.33	13.77
归属母公司股东权益	1616.05	2040.68	2542.49	3100.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.87%	—	—	—
少数股东权益	90.76	113.52	123.78	144.37	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1706.81</b>	<b>2154.20</b>	<b>2666.27</b>	<b>3245.35</b>	资产负债率	38.47%	33.11%	23.08%	21.52%
负债和股东权益合计	2774.02	3220.40	3466.07	4135.53	带息债务/总负债	42.74%	45.81%	21.42%	20.93%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	流动比率	1.62	2.31	3.98	4.72
EBITDA	470.91	826.08	911.86	1009.18	速动比率	1.27	1.88	3.32	4.07
PE	29.96	11.87	10.12	9.03	股利支付率	59.21%	7.94%	17.10%	17.81%
PB	3.80	3.00	2.41	1.98	<b>每股指标</b>				
PS	1.49	1.33	1.24	1.12	每股收益	1.01	2.55	2.99	3.35
EV/EBITDA	17.01	9.20	7.67	6.28	每股净资产	7.97	10.07	12.54	15.30
股息率	1.53%	0.52%	1.30%	1.52%	每股经营现金	2.08	2.56	3.57	3.88
					每股股利	0.60	0.20	0.51	0.60

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。

《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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@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
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn