

四季度业绩大超预期，添加剂布局未来可期

石大胜华(603026)

| | | | |
|--------|-------|-------------|------------|
| 评级: | 增持 | 股票代码: | 603026 |
| 上次评级: | 增持 | 52周最高价/最低价: | 61.8/22.89 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 93.94 |
| 最新收盘价: | 46.35 | 自由流通市值(亿) | 93.94 |
| | | 自由流通股数(百万) | 202.68 |

事件概述

2021年1月16日，公司发布2020年业绩预告，预计2020年全年实现归母净利润2.5-2.8亿元，同比下滑9%-19%，扣非净利润3.35-3.65亿元，同比下滑10%-20%。其中Q4单季度预计实现归母净利润1.92-2.22亿元，同比增长3274%-3801%，环比增长93%-123%。

分析判断:

► 减值拖累利润，全年业绩高于我们及市场一致预期。

根据本次业绩预告及百川资讯数据显示，2020年公司计提约0.84亿元减值准备，其中受国际原油价格影响，2020年MTBE系列产品市场均价为3900元/t，较2019年下降30%，导致存货跌价准备预计净增加2800万元；同时由于山东东营老城区部分生产装置因市场、工艺等原因，预计未来不能为公司带来经济利益，预计将计提减值准备约5600万元。2020年归母净利润2.5-2.8亿元，高于我们与市场一致预期的1.51亿、1.81亿元，主要因四季度国际油价持续上扬，此外根据百川资讯，四季度以来公司产品电池级DMC价格持续上涨，最高达到1.7万元/t，是公司单季度业绩大增的主因。如加回减值部分，公司2020年经营性净利润预计为3.34-3.64亿元，同比增长8%-18%。据公司2020年中报，随着未来新产能的逐步释放，公司山东东营老城区项目装置将逐步淘汰，本次减值有利于未来轻装上阵。同时，百川数据显示，随着全球经济的复苏国际油价缓慢上涨，目前公司石化板块产品MTBE价格已经从底部的3100元/t，上涨至目前的4200元/t附近，涨幅超30%，未来随着MTBE价格的上涨，公司石化板块的亏损将逐步收窄，公司盈利能力有望进一步提升。

► 电解液需求持续向好，四季度业绩大增。

根据中汽协数据显示，2020年国内新能源汽车销量为136.7万辆，同比增长11%，其中12月单月销量为24.8万辆，同比增长49.5%，环比增长22.0%，单月销量再创新高。电池装机方面，根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据显示，2020年国内动力电池装机63.6GWh，同比上升2.3%，其中，三元电池装机量为38.9GWh，占比61.1%，同比下降4.1%，LFP电池装机量为24.4GWh，占比38.3%，同比增长20.6%，LFP电池的返潮是驱动全年动力电池装机量上涨的主要因素。12月单月，国内动力电池装机12.95GWh，同比增长33.4%，环比增长22.0%，其中三元电池装机量5.99GWh，同比增长24.9%，环比增长2.2%，LFP电池装机量6.89GWh，同比增长45.5%，环比增长46.0%。今年下半年以来国内新能源汽车销量持续恢复带动动力电池装机持续提升，从而带动电解液需求大幅增长。根据GGII数据显示，2020年中国电解液市场出货25万吨，同比增长38%，预计2025年我国电解液出货有望达到86.5万吨，未来年均复合增速近30%。

► 积极布局添加剂业务，打造一体化产业优势。

公司近年来除了一直稳固在电解液领域的龙头地位以外，还积极布局各类电解质及锂电材料添加剂。

公司于2019年8月宣布于山东东营基地建设的5000t/a动力电池添加剂项目（一期）主要产品包含：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。根据公司公告显示，2020年10月该项目已经进入试生产阶段，2021年1月14日公司宣布氟化锂和氟苯调试合格，已经开始正式生产，根据公司公告，该项目一、二期满产后，每年有望贡献收入11.85亿元与毛利润1.80亿元。

2020年4月21日，公司公告拟投资7.2亿元通过成立孙公司东营石大胜华绿融新材料科技有限公司建设5000

吨/年动力电池材料，其中包含二氟磷酸锂 300 t/a、二氟草酸硼酸锂 300 t/a、四氟硼酸锂 300 t/a、氟化锂 1200 t/a、硫酸乙烯酯 400 t/a、亚硫酸乙烯酯 400 t/a、双草酸硼酸锂 400 t/a、双氟磺酰亚胺锂 1000 t/a、双三氟甲烷磺酰亚胺锂 200 t/a、碳酸乙烯亚乙酯 150 t/a、乙氧基五氟环三磷腈 150 t/a、乙二醇双(丙腈)醚 200 t/a。整个项目建设周期预计为 2 年，未来项目达产后有望每年贡献营业收入 7.72 亿元，净利润 1.36 亿元。

另外，根据公司 2019 年年报，公司目前拥有六氟磷酸锂产能 2000t/a，GGII 数据显示目前六氟磷酸锂价格已由底部 7 万元/t 反弹至 12 万元/t，涨幅高达 70%，且有进一步上涨的趋势，未来有望为公司贡献可观业绩。

公司在巩固电解液溶剂绝对龙头地位的同时，亦将大力发展电解液添加剂，为公司锂离子电池材料业务持续快速增长提供动力，进而大幅提升公司整体盈利水平。

投资建议

由于新能源汽车需求大超预期，同时考虑到公司未来投产项目将逐步落地，加上油价缓慢上涨，我们调整之前的盈利预测，预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 40.53/50.21/58.31 亿元（前次为 38.28/49.09/54.02 亿元），同比-12.7%/+23.9%/+16.1%，归母净利润分别为 2.65/5.21/6.69 亿元（前次 1.51/4.17/4.99 亿元），同比-14.0%/85.2%/27.3%，EPS 分别为 1.31/2.57/3.30 元，对应 PE 分别为 35/18/14 倍。公司持续巩固电解液溶剂领域的龙头地位，同时大力发展电解质与添加剂，不断增强综合竞争优势，未来整体盈利能力有望再上一个台阶。我们看好公司未来成长，维持“增持”评级。

风险提示

新能源汽车销量不及预期、行业竞争加剧、新建项目扩产进度不及预期等风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,331 | 4,643 | 4,053 | 5,021 | 5,831 |
| YoY (%) | 11.7% | -12.9% | -12.7% | 23.9% | 16.1% |
| 归母净利润(百万元) | 205 | 308 | 265 | 521 | 669 |
| YoY (%) | 10.2% | 50.2% | -14.0% | 96.6% | 28.3% |
| 毛利率 (%) | 11.5% | 16.9% | 18.6% | 21.7% | 23.1% |
| 每股收益 (元) | 1.01 | 1.52 | 1.31 | 2.57 | 3.30 |
| ROE | 12.7% | 17.1% | 12.8% | 20.1% | 20.5% |
| 市盈率 | 45.74 | 30.46 | 35.42 | 18.02 | 14.04 |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话:

联系人: 毛晓龙

邮箱: maoxl@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业总收入 | 4,643 | 4,053 | 5,021 | 5,831 | 净利润 | 333 | 279 | 555 | 704 |
| YoY (%) | -12.9% | -12.7% | 23.9% | 16.1% | 折旧和摊销 | 185 | 161 | 161 | 161 |
| 营业成本 | 3,858 | 3,301 | 3,932 | 4,482 | 营运资金变动 | -643 | 57 | -139 | -158 |
| 营业税金及附加 | 23 | 19 | 24 | 28 | 经营活动现金流 | -119 | 595 | 581 | 716 |
| 销售费用 | 99 | 74 | 118 | 146 | 资本开支 | -80 | -176 | -328 | -264 |
| 管理费用 | 138 | 122 | 151 | 175 | 投资 | -140 | -94 | -18 | -57 |
| 财务费用 | 20 | 28 | 12 | 6 | 投资活动现金流 | -189 | -252 | -317 | -288 |
| 资产减值损失 | -6 | -83 | -12 | -26 | 股权募资 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 38 | 21 | 31 | 34 | 债务募资 | 939 | 155 | -620 | 371 |
| 营业利润 | 371 | 300 | 605 | 772 | 筹资活动现金流 | 328 | 121 | -643 | 353 |
| 营业外收支 | -1 | -2 | 1 | 2 | 现金净流量 | 21 | 464 | -379 | 782 |
| 利润总额 | 370 | 298 | 606 | 774 | 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 所得税 | 37 | 18 | 52 | 70 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 333 | 279 | 555 | 704 | 营业收入增长率 | -12.9% | -12.7% | 23.9% | 16.1% |
| 归属于母公司净利润 | 308 | 265 | 521 | 669 | 净利润增长率 | 50.2% | -14.0% | 96.6% | 28.3% |
| YoY (%) | 50.2% | -14.0% | 96.6% | 28.3% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 1.52 | 1.31 | 2.57 | 3.30 | 毛利率 | 16.9% | 18.6% | 21.7% | 23.1% |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 净利率率 | 7.2% | 6.9% | 11.0% | 12.1% |
| 货币资金 | 309 | 773 | 394 | 1,175 | 总资产收益率 ROA | 9.5% | 7.3% | 14.3% | 14.0% |
| 预付款项 | 186 | 102 | 133 | 158 | 净资产收益率 ROE | 17.1% | 12.8% | 20.1% | 20.5% |
| 存货 | 398 | 304 | 376 | 423 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 906 | 1,014 | 1,116 | 1,291 | 流动比率 | 1.52 | 1.87 | 3.42 | 3.08 |
| 流动资产合计 | 1,801 | 2,193 | 2,020 | 3,048 | 速动比率 | 1.03 | 1.53 | 2.56 | 2.49 |
| 长期股权投资 | 88 | 96 | 91 | 97 | 现金比率 | 0.26 | 0.66 | 0.67 | 1.19 |
| 固定资产 | 1,028 | 1,025 | 1,189 | 1,285 | 资产负债率 | 38.4% | 37.8% | 22.5% | 26.3% |
| 无形资产 | 74 | 89 | 95 | 102 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 1,439 | 1,464 | 1,630 | 1,742 | 总资产周转率 | 1.43 | 1.11 | 1.38 | 1.22 |
| 资产合计 | 3,240 | 3,657 | 3,649 | 4,790 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 750 | 755 | 116 | 452 | 每股收益 | 1.52 | 1.31 | 2.57 | 3.30 |
| 应付账款及票据 | 203 | 221 | 244 | 286 | 每股净资产 | 8.92 | 10.23 | 12.80 | 16.10 |
| 其他流动负债 | 231 | 196 | 230 | 254 | 每股经营现金流 | -0.59 | 2.93 | 2.87 | 3.53 |
| 流动负债合计 | 1,184 | 1,172 | 590 | 991 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 51 | 201 | 221 | 256 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 10 | 10 | 10 | 10 | PE | 30.46 | 35.42 | 18.02 | 14.04 |
| 非流动负债合计 | 61 | 211 | 231 | 266 | PB | 3.93 | 4.93 | 3.94 | 3.13 |
| 负债合计 | 1,246 | 1,383 | 821 | 1,258 | | | | | |
| 股本 | 203 | 203 | 203 | 203 | | | | | |
| 少数股东权益 | 187 | 201 | 234 | 269 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,994 | 2,274 | 2,828 | 3,532 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 3,240 | 3,657 | 3,649 | 4,790 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

毛晓龙：助理分析师，化学工程与工艺学士，工商管理硕士，五年化工实业经验，两年买方从业经验，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。