

公司研究

新能源汽车行业需求向好，DMC 贡献主要业绩

——石大胜华（603026.SH）2020 年报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报，报告期内实现营收 44.75 亿元，同比减少 3.62%；实现归母净利润 2.60 亿元，同比减少 15.78%，扣非后净利润 2.53 亿元，同比减少 16.97%，EPS 1.28 元。

点评：

电解液溶剂市场需求持续向好，DMC 系列产品贡献主要业绩：中汽协数据显示，2020 年国内新能源汽车销量达 136.7 万辆，同比增幅超 10%。终端消费提升带动锂电池产业链整体向好，下半年以来公司主要产品 DMC 价格持续上涨，最高至 1.7 万元/吨。公司作为全球最大锂电溶剂生产商，DMC 系列产品全年销售约 46 万吨，贡献营收超 23 亿元，毛利率达 32.59%，营收占比 52.4%，毛利占比 97.81%。DCM 价格回升成为公司下半年业绩大增的主要原因，Q3、Q4 营收环比增长 36.72%、31.93%。2020 年 11 月《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》正式发布，各大车企也纷纷响应汽车电动化进程，政策与供需端齐发力助推新能源汽车行业保持高速发展，电解液溶剂市场需求也将持续增长。

减值准备拖累业绩，MTBE 价格回升基础化工板块业绩有望大幅改善：2020 年公司计提资产减值准备 8,223 万元，其中受国际原油价格影响，MTBE 系列产品市场价格下降，导致存货跌价准备净增加 2,803 万元，降低了公司利润总额。报告期内 MTBE 系列产品销量为 27.57 万吨，同比增加 23.86%，但受价格影响，营收却下降了 14.17%，为 8.63 亿元，毛利率为-4.46%，同比下降 8.54 个百分点。此外，该系列产品 2020 年库存同比增加 61.62%，价格大幅下降导致库存亏损拖累业绩。营收下降叠加大额减值计提，大幅降低了公司利润。随着全球经济的复苏，国际油价持续回暖，目前公司产品 MTBE 现货价格已从底部的 3100 元/吨，上涨至三月底的 5600 元/吨以上，涨幅超 80%，期间公司基础化工板块的亏损逐步收窄，公司盈利能力有望进一步提升。

盈利预测、估值与评级：全球经济复苏有望带动下游需求大幅增长，油价持续回暖公司基础化工板块业绩有望大幅改善，因此我们上调公司 21-22 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 5.00（上调 36%）/6.43（上调 69%）/7.14 亿元，折合 EPS 2.47/3.17/3.52 元，维持“增持”评级。

风险提示：补贴政策滑坡；下游需求复苏不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,643	4,475	4,833	5,296	5,811
营业收入增长率	-12.90%	-3.62%	7.99%	9.58%	9.72%
净利润（百万元）	308	260	500	643	714
净利润增长率	50.18%	-15.78%	92.44%	28.65%	10.98%
EPS（元）	1.52	1.28	2.47	3.17	3.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.06%	12.61%	20.51%	22.59%	21.89%
P/E	47	56	29	22	20
P/B	8.0	7.0	5.9	5.1	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-08

增持（维持）

当前价：71.15 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

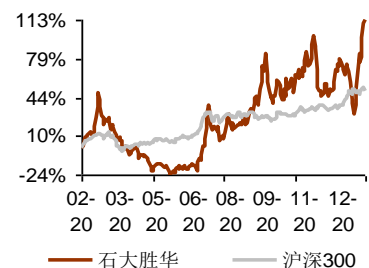
010-57378026

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.03
总市值(亿元)	144.21
一年最低/最高(元)	22.89/72.35
近 3 月换手率	327.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.58	70.43	111.89
绝对	16.42	64.38	146.68

资料来源：Wind

相关研报

EPS1.52 元，看好溶剂龙头持续成长空间——石大胜华（603026.SH）2019 年报点评（2020-04-11）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,643	4,475	4,833	5,296	5,811
营业成本	3,858	3,704	3,826	4,078	4,473
折旧和摊销	179	175	181	188	196
税金及附加	23	17	22	24	26
销售费用	99	47	77	84	93
管理费用	138	125	139	153	168
研发费用	159	164	171	188	206
财务费用	20	38	38	36	36
投资收益	38	2	20	11	15
营业利润	371	317	582	748	829
利润总额	370	315	580	746	827
所得税	37	54	79	101	112
净利润	333	260	501	644	715
少数股东损益	24	1	1	1	1
归属母公司净利润	308	260	500	643	714
EPS(按最新股本计)	1.52	1.28	2.47	3.17	3.52

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-119	793	557	671	850
净利润	308	260	500	643	714
折旧摊销	179	175	181	188	196
净营运资金增加	247	-367	163	213	110
其他	-854	726	-286	-373	-170
投资活动产生现金流	-189	87	-135	-170	-153
净资本支出	-80	-185	-155	-181	-168
长期投资变化	88	90	0	0	0
其他资产变化	-197	181	20	11	15
融资活动现金流	328	-538	-374	-266	-333
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	406	-578	-214	3	3
无息负债变化	-227	322	-182	30	92
净现金流	21	333	48	234	365

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	16.9%	17.2%	20.8%	23.0%	23.0%
EBITDA 率	12.0%	15.4%	16.2%	18.2%	18.0%
EBIT 率	8.1%	11.3%	12.4%	14.6%	14.6%
税前净利润率	8.0%	7.0%	12.0%	14.1%	14.2%
归母净利润率	6.6%	5.8%	10.3%	12.1%	12.3%
ROA	10.3%	7.9%	15.3%	17.4%	17.0%
ROE (摊薄)	17.1%	12.6%	20.5%	22.6%	21.9%
经营性 ROIC	14.8%	21.0%	24.4%	28.7%	30.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	38%	30%	18%	17%	17%
流动比率	1.52	2.08	3.73	4.36	4.58
速动比率	1.18	1.65	3.05	3.61	3.87
归母权益/有息债务	2.10	7.27	35.14	39.15	42.85
有形资产/有息债务	3.65	11.27	45.57	49.31	53.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,240	3,280	3,264	3,707	4,216
货币资金	309	579	627	861	1,226
交易性金融资产	272	150	150	150	150
应收帐款	335	457	382	446	514
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	14	23	16	20	24
存货	398	394	348	404	446
其他流动资产	286	234	286	354	429
流动资产合计	1,801	1,899	1,909	2,360	2,897
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	88	90	90	90	90
固定资产	1,028	949	855	773	689
在建工程	33	139	175	216	239
无形资产	74	74	92	110	127
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	37	91	90	90	90
非流动资产合计	1,439	1,381	1,355	1,347	1,319
总负债	1,246	990	594	627	722
短期借款	750	217	0	0	0
应付账款	170	308	239	258	311
应付票据	33	107	93	84	110
预收账款	71	0	37	41	30
其他流动负债	0	9	9	9	9
流动负债合计	1,184	912	512	542	633
长期借款	51	55	58	61	65
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	3	4	4	4
非流动负债合计	61	78	81	85	89
股东权益	1,994	2,290	2,670	3,080	3,494
股本	203	203	203	203	203
公积金	562	561	561	561	561
未分配利润	987	1,247	1,625	2,034	2,447
归属母公司权益	1,808	2,060	2,438	2,847	3,260
少数股东权益	187	231	232	233	234

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.14%	1.05%	1.59%	1.59%	1.59%
管理费用率	2.97%	2.80%	2.89%	2.89%	2.89%
财务费用率	0.43%	0.85%	0.80%	0.68%	0.61%
研发费用率	3.42%	3.67%	3.55%	3.55%	3.55%
所得税率	10%	17%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.60	1.15	1.48	1.65
每股经营现金流	-0.59	3.91	2.75	3.31	4.19
每股净资产	8.92	10.16	12.03	14.05	16.09
每股销售收入	22.91	22.08	23.84	26.13	28.67

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	47	56	29	22	20
PB	8.0	7.0	5.9	5.1	4.4
EV/EBITDA	27.5	21.5	18.3	14.7	13.2
股息率	0.0%	0.8%	1.6%	2.1%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE