

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学制品

石大胜华 (603026)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2021年04月16日

一季度业绩超预期，淡季不淡溶剂行业高景气

证券分析师：杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002
证券分析师：薛聪		xuecong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001
证券分析师：龚诚	010-88005306	gongcheng@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001
证券分析师：刘子栋		liuzidong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521020002

事项：

公司发布 2021 年第一季度业绩预告，预计实现归母净利润 2.2-2.5 亿元，同比增加 1342%-1511%，扣非归母净利润 2.19-2.49 亿元，同比增加 1225%-1379%。

国信化工观点：

1) 一季度淡季不淡，环比业绩持续高增。公司 2021 年一季度预计实现归母净利润 2.2-2.5 亿元，2020Q4 实现归母净利润 2.0 亿元，环比增长 10%-25%，一季度为传统淡季，公司春节期间例行停车检修，而环比业绩持续高增，呈现出淡季不淡的行情。一方面由于主要产品产量销量较上年同期相比稳定提升。另一方面碳酸二甲酯系列产品销售价格同比涨幅较大。

2) 环氧丙烷持续高盈利，丙二醇景气度暴涨，下游需求提升电池级溶剂盈利能力。公司新能源版块具备环氧丙烷-碳酸二甲酯（副产丙二醇）-碳酸甲乙酯（联产碳酸二乙酯）全产业链，景气度超预期。公司产能包括 8 万吨/年环氧丙烷、12.5 万吨/年碳酸二甲酯（副产 10 万吨丙二醇）、5 万吨/年碳酸甲乙酯/碳酸二乙酯，其中环氧丙烷持续高盈利，丙二醇景气度暴涨，下游需求提升电池级溶剂销量及盈利能力；另一方面六氟磷酸锂价格在 2021Q1 维持高景气，公司具备 2000 吨/年产能，增厚公司利润。

3) 扩建溶剂、锂电材料项目，打造新能源材料一体化公司。公司添加剂项目（一期）合计产能 1420 吨/年，其中氟化锂、氟苯产能已于 2020Q4 进入试生产阶段贡献业绩；公司 44 万吨/年新能源材料项目预计于 2021 年 11 月完成设备安装调试后进入试生产阶段。此外，公司在山东东营投资 7900 万元新建 2.5 万吨/年碳酸二甲酯装置，预计建设周期 8 个月；投资 11600 万元新建 5 万吨/年碳酸甲乙酯/碳酸二乙酯装置，预计建设周期 12 个月；投资 6200 万元新建 1000 吨/年硅碳负极材料生产装置，预计建设周期 5 个月。

投资建议：我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 6.55/7.46/8.27 亿元，同比增速 152.1%/13.8%/10.9%，摊薄 EPS=3.23/3.68/4.08 元，当前股价对应 PE=24.5/21.5/19.4x，我们看好公司全方位围绕锂电池电解液原材料布局，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨；碳酸二甲酯价格大幅波动；新建项目投放进度低于预期；新能源汽车销量低于预期；海外项目风险。

评论:

■ 一季度淡季不淡，环比业绩持续高增

公司 2021 年一季度预计实现归母净利润 2.2-2.5 亿元，2020Q4 实现归母净利润 2.0 亿元，环比增长 10%-25%，一季度为传统淡季，公司春节期间例行停车检修，而环比业绩持续高增，呈现出淡季不淡的行情。一方面由于主要产品产量销量较上年同期相比稳定提升。另一方面碳酸二甲酯系列产品销售价格同比涨幅较大。

■ 环氧丙烷持续高盈利，丙二醇景气度暴涨，下游需求提升电池级溶剂盈利能力

环氧丙烷涨价持续性超预期，公司充分受益。21Q1 环氧丙烷 (PO) 均价为 18800 元/吨，同比+103.7%，环比+13.5%；21Q1 环氧丙烷-丙烯价差 11710 元/吨，同比+228.5%，环比+4.5%，主要由于供给端 PO 无新增产能投放，需求端下游聚醚多元醇需求大幅增加，终端玩具、家具等产品出口订单量饱满，根据卓创资讯预测，平均单吨盈利能力在 6000 元/吨以上，公司具备 8 万吨/年 PO 产能，根据公司年报 2020 年产量约 6.5 万吨，充分受益于产业链高景气度。

工业级碳酸二甲酯价格有所回落，丙二醇景气度暴涨。21Q1 工业级碳酸二甲酯 (DMC) 均价为 7060 元/吨，同比+27.9%，环比-29.3%，主要由于浙石化、华鲁恒升等产能相继投产导致价格承压；丙二醇为 DMC 联产副产品，21Q1 均价为 14340 元/吨，同比+106.8%，环比+38.7%，主要由于出口订单大幅增加。从价差来看，21Q1 的 DMC+丙二醇-PO 均价差为 6580 元/吨，同比+39.0%，环比-3.2%。公司具备 12.5 万吨/年 DMC 产能，10 万吨/年丙二醇产能。

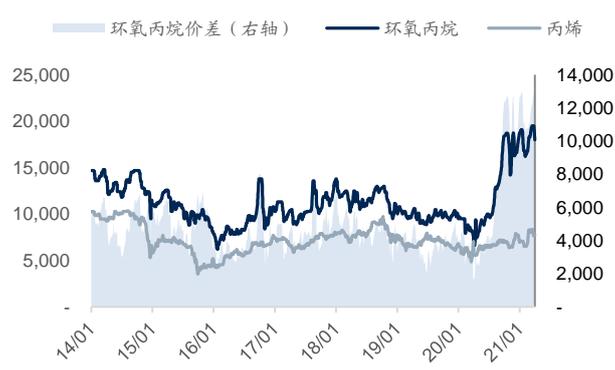
下游需求提升电池级溶剂销量，盈利能力持续增强。21Q1 国内新能源汽车产量 53.3 万辆，同比+412%，销量 51.5 万辆，同比+356%，下游需求提升电池级溶剂销量，我们预计公司碳酸甲乙酯 (EMC) 销量大幅增加。21Q1 的 EMC 均价 21300 元/吨，同比+85.2%，环比 12.1%；EMC-DMC 价差 12000 元/吨，同比+147.9%，环比+64.5%；21Q1 碳酸二乙酯 (DEC) 均价 20420 元/吨，同比+74.5%，环比 7.9%；DEC-DMC 价差 10130 元/吨，同比+137.6%，环比+54.0%；碳酸乙烯酯 (EC) 均价 10550 元/吨，同比+31.9%，环比 5.5%；EC-EO 价差 6880 元/吨，同比+54.4%，环比+8.6%。

图 1: 碳酸二甲酯-环氧丙烷价差 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 2: 环氧丙烷-丙烯价差 (元/吨)



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

■ 扩建溶剂、锂电材料项目，打造新能源材料一体化公司

公司添加剂项目 (一期) 合计产能 1420 吨/年，其中氟化锂、氟苯产能已于 2020Q4 进入试生产阶段贡献业绩；公司 44 万吨/年新能源材料项目预计于 2021 年 11 月完成设备安装调试后进入试生产阶段。此外，公司在山东东营投资 7900 万元新建 2.5 万吨/年碳酸二甲酯装置，预计建设周期 8 个月；投资 11600 万元新建 5 万吨/年碳酸甲乙酯/碳酸二乙酯装置，预计建设周期 12 个月；投资 6200 万元新建 1000 吨/年硅碳负极材料生产装置，预计建设周期 5 个月。

■ **投资建议：看好公司全方位围绕锂电池电解液原材料布局，维持“增持”评级**

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 6.55/7.46/8.27 亿元，同比增速 152.1/13.8/10.9%，摊薄 EPS=3.23/3.68/4.08 元，当前股价对应 PE=24.5/21.5/19.4x，我们看好公司全方位围绕锂电池电解液原材料布局，维持“增持”评级

■ **风险提示：**

原材料价格大幅上涨；碳酸二甲酯价格大幅波动；新建项目投放进度低于预期；新能源汽车销量低于预期；海外项目风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	579	1138	1283	1580
应收款项	480	144	158	168
存货净额	394	1087	1176	1246
其他流动资产	296	34	37	39
流动资产合计	1899	2553	2804	3182
固定资产	1104	1004	968	915
无形资产及其他	74	72	70	68
投资性房地产	113	113	113	113
长期股权投资	90	85	79	74
资产总计	3280	3827	4034	4352
短期借款及交易性金融负债	229	500	300	200
应付款项	414	337	364	386
其他流动负债	269	575	632	665
流动负债合计	912	1411	1296	1250
长期借款及应付债券	55	(175)	(175)	(175)
其他长期负债	23	(28)	(79)	(130)
长期负债合计	78	(203)	(254)	(305)
负债合计	990	1208	1042	946
少数股东权益	231	231	232	232
股东权益	2060	2387	2760	3173
负债和股东权益总计	3280	3827	4034	4352

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.28	3.23	3.68	4.08
每股红利	0.17	1.62	1.84	2.04
每股净资产	10.16	11.78	13.62	15.66
ROIC	20%	31%	38%	42%
ROE	13%	27%	27%	26%
毛利率	17%	18%	19%	19%
EBIT Margin	13%	13%	14%	14%
EBITDA Margin	17%	15%	15%	16%
收入增长	-4%	26%	10%	6%
净利润增长率	-16%	152%	14%	11%
资产负债率	37%	38%	32%	27%
息率	0.2%	2.0%	2.3%	2.6%
P/E	61.8	24.5	21.5	19.4
P/B	7.8	6.7	5.8	5.1
EV/EBITDA	22.5	19.8	17.9	16.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4475	5655	6216	6593
营业成本	3704	4642	5020	5316
营业税金及附加	17	28	31	33
销售费用	47	62	162	152
管理费用	125	161	165	155
财务费用	38	(8)	(22)	(34)
投资收益	2	3	3	3
资产减值及公允价值变动	96	0	15	0
其他收入	(325)	0	0	0
营业利润	317	772	879	975
营业外净收支	(2)	0	0	0
利润总额	315	772	879	975
所得税费用	54	116	132	146
少数股东损益	1	1	2	2
归属于母公司净利润	260	655	746	827

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	260	655	746	827
资产减值准备	62	3	(2)	(4)
折旧摊销	175	111	118	123
公允价值变动损失	(96)	0	(15)	0
财务费用	38	(8)	(22)	(34)
营运资本变动	536	87	(75)	(83)
其它	(61)	(3)	3	5
经营活动现金流	874	853	775	868
资本开支	(374)	(13)	(63)	(63)
其它投资现金流	122	0	0	0
投资活动现金流	(254)	(7)	(57)	(57)
权益性融资	74	0	0	0
负债净变化	3	(230)	0	0
支付股利、利息	(35)	(327)	(373)	(413)
其它融资现金流	(363)	271	(200)	(100)
融资活动现金流	(351)	(286)	(573)	(513)
现金净变动	269	560	144	297
货币资金的期初余额	309	579	1138	1283
货币资金的期末余额	579	1138	1283	1580
企业自由现金流	819	832	694	775
权益自由现金流	459	880	512	703

相关研究报告

《石大胜华-603026-重大事件快评：四季度业绩大超预期，进军电解液添加剂领域》 ——2021-01-18

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032