

中报亮眼单季业绩再创新高，供给紧缺下溶剂开启涨价周期！



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **中报业绩靓丽，单季度业绩再创历史新高。**公司上半年实现收入 36.5 亿元，同比增长 110.2%，实现归母净利润 5.91 亿元，同比扭亏，扣非后净利润为 5.89 亿元，接近前期业绩预告区间上限。从二季度来看，随着下游锂电池排产增加以及公司溶剂产品出货量持续增长，公司单二季度实现净利润 3.8 亿元，环比增长 56%，创出单季度历史新高，同时这也是自去年二季度以来，公司连续第五个季度保持单季业绩环比改善！
- **旺季来临行业维持高景气，溶剂涨价有望持续。**下半年新能源行业将整体进入旺季，而溶剂供给端新增产能有限，目前供需十分紧张，自 7 月下旬以来五种溶剂产品价格均开始上涨，单价来看 DMC 由 9750 元涨至 13350 元（+37%），EC 由 12000 元涨至 13250 元（+10%），EMC 由 19550 元涨至 24200 元（+24%），DEC 由 22000 元涨至 25200 元（+15%），PC 由 14000 元涨至 17150 元（+23%），后续涨价仍有望持续。而公司作为同时覆盖五种溶剂的行业龙头，一方面拥有全产业链优势，另一方面下半年技改项目及泉州项目有望释放，量利齐升下业绩也将迎来持续改善！
- **核心技术铸就“产品+全产业链”双重优势，溶剂龙头地位夯实。**溶剂纯度对锂电池电化学窗口影响极大，而每一步反应都容易引入杂质，公司在催化合成和提纯工艺上技术领先，能做到最高的 5 个 9 电池级产品；同时公司运用高难度、高壁垒的合成/纯化等工艺，进行相关产品链的延伸（溶剂/电解质/添加剂），不断拓展公司价值，目前全行业仅公司和海科能覆盖全产品链，而大部分竞争对手等只能做其中部分产品，公司龙头地位难以撼动！

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 7.52、10.48、11.46 元（前期预测值分别为 5.06、6.25、7.06 元，预测值上调的主要原因为供需紧张下溶剂价格持续上涨，价格中枢上行，以及公司通过技改新增产能，带动公司盈利有所增厚），参考可比公司 2022 年估值水平，给予石大胜华 2022 年 31 倍市盈率，对应目标价为 324.88 元，维持买入评级！

风险提示

- 新能源汽车销量不及预期，影响溶剂产品销量；
- 上游原材料价格波动影响溶剂盈利。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,643	4,475	7,167	9,172	10,525
同比增长(%)	-12.9%	-3.6%	60.2%	28.0%	14.8%
营业利润(百万元)	371	317	2,061	2,874	3,140
同比增长(%)	45.0%	-14.5%	550.1%	39.4%	9.3%
归属母公司净利润(百万元)	308	260	1,524	2,124	2,322
同比增长(%)	50.2%	-15.8%	486.6%	39.4%	9.3%
每股收益(元)	1.52	1.28	7.52	10.48	11.46
毛利率(%)	16.9%	17.2%	37.1%	39.0%	36.9%
净利率(%)	6.6%	5.8%	21.3%	23.2%	22.1%
净资产收益率(%)	18.0%	13.4%	54.0%	45.7%	33.8%
市盈率	50.4	59.9	10.2	7.3	6.7
市净率	8.6	7.6	4.3	2.7	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月20日)	248.5元
目标价格	324.88元
52周最高价/最低价	265.8/36.05元
总股本/流通A股(万股)	20,268/20,268
A股市值(百万元)	50,366
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年08月23日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	9.48	14.67	186.93	576.16
相对表现	15.32	25.04	199.61	577.21
沪深300	-5.84	-10.37	-12.68	-1.05



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

卢日鑫

021-63325888*6118

lurixin@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100003

证券分析师

李梦强

limengqiang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100003

证券分析师

顾高臣

021-63325888*6119

gugaochen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080004

相关报告

积极拥抱新能源，电池级溶剂行业地位领先！ 2021-05-28

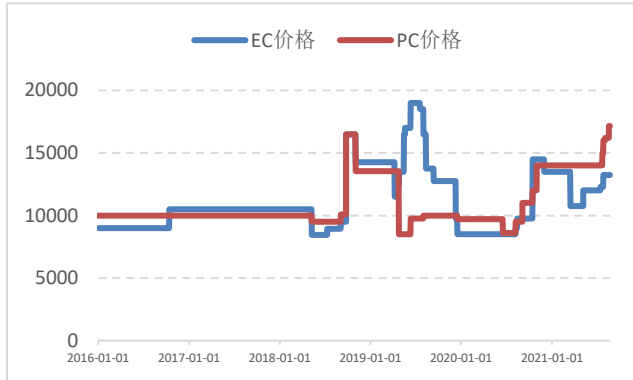
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

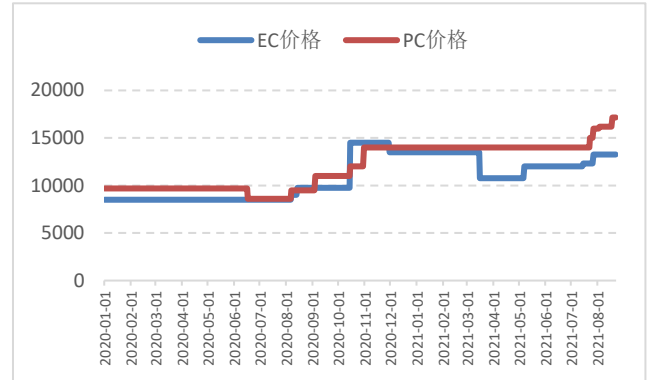
电池级溶剂价格走势

图 1：溶剂 EC 和 PC 价格情况（单位：元/吨）



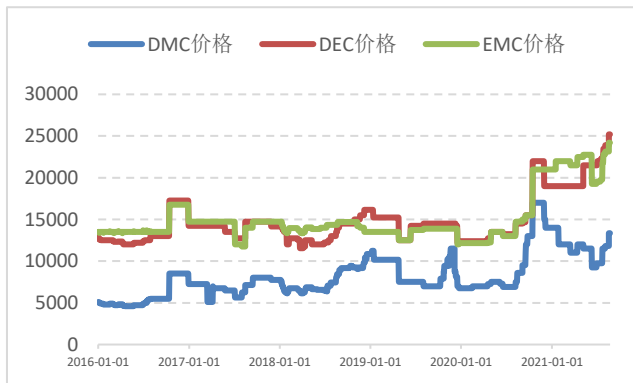
数据来源：Wind、同花顺、东方证券研究所

图 2：2020 年以来 EC 和 PC 价格走势（单位：元/吨）



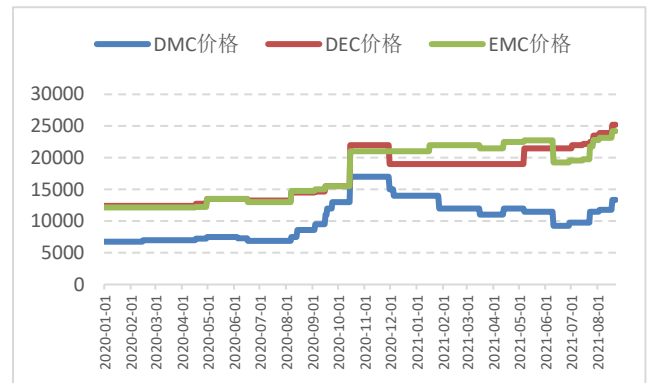
数据来源：Wind、同花顺、东方证券研究所

图 3：溶剂 DMC/EMC/DEC 价格情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind、同花顺、东方证券研究所

图 4：2020 年以来 DMC/EMC/DEC 价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind、同花顺、东方证券研究所

可比公司估值情况

图 5：石大胜华可比公司估值水平

公司	代码	最新价格(元) 2021/8/20	每股收益(元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
天赐材料	002709	126.60	0.56	1.75	2.78	3.54	226.96	72.16	45.60	35.73
新宙邦	300037	109.55	1.26	2.39	3.29	4.18	86.92	45.92	33.34	26.22
多氟多	002407	50.01	0.06	1.19	2.19	2.38	787.56	41.93	22.84	21.06
奥克股份	300082	17.78	0.59	0.64	0.84	1.26	30.02	27.98	21.22	14.17
天际股份	002759	39.78	-0.03	0.57	0.57	0.57	-1484.33	70.23	70.23	70.23
华鲁恒升	600426	32.24	0.85	3.15	3.31	3.56	37.91	10.24	9.75	9.06
	最大值						787.56	72.16	70.23	70.23
	最小值						(1484.33)	10.24	9.75	9.06
	平均数						(52.49)	44.74	33.83	29.41
	调整后平均						95	47	31	24

数据来源：Wind、东方证券研究所

与前期预测值差异比较

表 1：关键假设项目调整表

关键假设项目调整表	调整前			调整后		
	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
溶剂产品价格						
电池级 DMC 价格/元	12000	12000	12000	14500	14000	13000
变动幅度				20.8%	16.7%	8.3%
电池级 EC 价格/元	11000	11000	11000	14500	14000	13000
变动幅度				31.8%	27.3%	18.2%
电池级 EMC 价格/元	22000	21000	19000	24500	24000	23000
变动幅度				11.4%	14.3%	21.1%
电池级 DEC 价格/元	19000	18000	17000	24000	23000	22000
变动幅度				26.3%	27.8%	29.4%
电池级 PC 价格/元	14000	14000	14000	17000	17000	16000
变动幅度				21.4%	21.4%	14.3%
碳酸二甲酯系列产品销量	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
销量/万吨	53.06	63.05	79.22	53.06	74.45	95.92
变动幅度				0.0%	18.1%	21.1%

数据来源：Wind、东方证券研究所

表 2：主要财务信息变动表

主要财务信息变动表	调整前			调整后		
	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
营业收入(百万元)	6545	7207	8337	7167	9172	10526
变动幅度				9.5%	27.3%	26.3%
营业利润(百万元)	1484	1844	2078	2061	2874	3140
变动幅度				38.9%	55.9%	51.1%
归属母公司净利润(百万元)	1026	1267	1430	1524	2124	2322
变动幅度				48.5%	67.6%	62.4%
每股收益 (元)	5.06	6.25	7.06	7.52	10.48	11.46
变动幅度				48.6%	67.7%	62.3%
毛利率(%)	31.10%	33.60%	32.40%	37.1%	39.0%	36.9%
变动幅度				6.0%	5.4%	4.5%
净利率(%)	15.70%	17.60%	17.20%	21.3%	23.2%	22.1%
变动幅度				5.6%	5.6%	4.9%
净资产收益率(%)	39.90%	34.10%	28.20%	54.0%	45.7%	33.8%
变动幅度				14.1%	11.6%	5.6%
市盈率	15.2	12.3	10.9	33.0	23.7	21.7
市净率	5.0	3.6	2.7	14.1	8.8	6.3

数据来源：Wind、东方证券研究所

表 3：盈利分类预测主要项目变动表

盈利分类预测变动表	调整前			调整后		
	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
碳酸二甲酯系列						
销售收入/百万元	4205	4824	5623	4794	6713	7742
变动幅度				14.0%	39.2%	37.7%
毛利率	45.90%	46.60%	42.30%	52.60%	49.60%	45.20%
变动幅度				6.70%	3.00%	2.90%
合计						
营业收入/百万元	6545	7207	8337	7167	9172	10526
变动幅度				9.5%	27.3%	26.3%
毛利率	31.10%	33.60%	32.40%	37.10%	39.00%	36.90%
变动幅度				6.00%	5.40%	4.50%

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	309	579	1,552	3,347	5,536	营业收入	4,643	4,475	7,167	9,172	10,525
应收票据、账款及款项融资	516	640	968	1,238	1,421	营业成本	3,858	3,704	4,507	5,590	6,638
预付账款	186	62	287	367	421	营业税金及附加	23	17	33	37	42
存货	398	394	451	559	664	营业费用	99	47	65	64	74
其他	390	224	338	343	346	管理费用及研发费用	297	290	463	569	632
流动资产合计	1,801	1,899	3,595	5,854	8,388	财务费用	20	38	19	17	(3)
长期股权投资	88	90	87	87	87	资产、信用减值损失	21	82	33	34	17
固定资产	1,028	949	1,046	1,281	1,493	公允价值变动收益	5	14	5	5	5
在建工程	33	139	292	335	339	投资净收益	38	2	4	5	6
无形资产	74	74	71	69	67	其他	3	4	5	4	4
其他	217	129	117	117	117	营业利润	371	317	2,061	2,874	3,140
非流动资产合计	1,439	1,381	1,613	1,888	2,104	营业外收入	1	1	2	2	2
资产总计	3,240	3,280	5,207	7,742	10,492	营业外支出	3	4	2	3	2
短期借款	750	217	550	550	550	利润总额	370	315	2,061	2,872	3,140
应付票据及应付账款	203	414	261	324	385	所得税	37	54	309	431	471
其他	231	280	284	314	334	净利润	333	260	1,752	2,442	2,669
流动负债合计	1,184	912	1,095	1,188	1,269	少数股东损益	24	1	228	317	347
长期借款	51	55	55	55	55	归属于母公司净利润	308	260	1,524	2,124	2,322
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.52	1.28	7.52	10.48	11.46
其他	10	23	15	15	15						
非流动负债合计	61	78	70	70	70						
负债合计	1,246	990	1,165	1,258	1,339						
少数股东权益	187	231	458	776	1,123						
实收资本(或股本)	203	203	203	203	203						
资本公积	418	418	418	418	418						
留存收益	1,130	1,390	2,914	5,038	7,360						
其他	56	49	50	50	50						
股东权益合计	1,994	2,290	4,043	6,484	9,153						
负债和股东权益总计	3,240	3,280	5,207	7,742	10,492						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	333	260	1,752	2,442	2,669
折旧摊销	168	172	187	247	332
财务费用	20	38	19	17	(3)
投资损失	(38)	(2)	(4)	(5)	(6)
营运资金变动	(275)	340	(993)	(405)	(281)
其它	(328)	(15)	32	29	12
经营活动现金流	(119)	793	993	2,325	2,724
资本支出	(78)	(228)	(396)	(523)	(548)
长期投资	(90)	(2)	4	0	0
其他	(21)	317	8	10	11
投资活动现金流	(189)	87	(383)	(513)	(537)
债权融资	(32)	(45)	50	0	0
股权融资	0	(0)	0	0	0
其他	360	(492)	313	(17)	3
筹资活动现金流	328	(538)	363	(17)	3
汇率变动影响	3	(9)	-0	-0	-0
现金净增加额	21	333	973	1,795	2,190

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-12.9%	-3.6%	60.2%	28.0%	14.8%
营业利润	45.0%	-14.5%	550.1%	39.4%	9.3%
归属于母公司净利润	50.2%	-15.8%	486.6%	39.4%	9.3%
获利能力					
毛利率	16.9%	17.2%	37.1%	39.0%	36.9%
净利率	6.6%	5.8%	21.3%	23.2%	22.1%
ROE	18.0%	13.4%	54.0%	45.7%	33.8%
ROIC	14.0%	10.8%	48.6%	41.5%	31.4%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	30.2%	22.4%	16.2%	12.8%
净负债率	27.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.52	2.08	3.28	4.93	6.61
速动比率	1.18	1.62	2.85	4.43	6.05
营运能力					
应收账款周转率	13.8	11.3	14.0	14.0	13.3
存货周转率	10.3	9.0	10.0	10.4	10.2
总资产周转率	1.5	1.4	1.7	1.4	1.2
每股指标(元)					
每股收益	1.52	1.28	7.52	10.48	11.46
每股经营现金流	-0.59	3.91	4.90	11.47	13.44
每股净资产	8.92	10.16	17.69	28.17	39.62
估值比率					
市盈率	50.4	59.9	10.2	7.3	6.7
市净率	8.6	7.6	4.3	2.7	1.9
EV/EBITDA	26.8	28.5	6.6	4.8	4.3
EV/EBIT	38.4	42.2	7.2	5.2	4.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn