

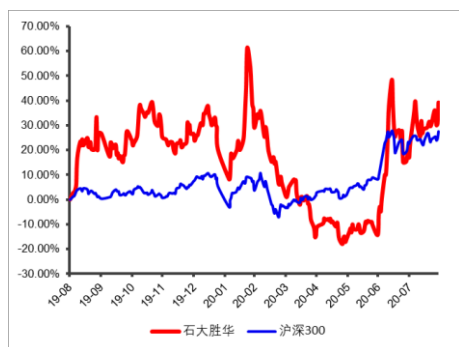
疫情导致上半年业绩大幅下滑，长期看好锂电产业链未来前景

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-08-31

近 12 个月最高/最低 (元)	46.66/22.89
总股本 (百万股)	202.68
流通股本 (百万股)	202.68
流通股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	80
流通市值 (亿元)	80

公司与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

研究助理：古武

执业证书号：S0010120070003

电话：15828604590

邮箱：guwu@hazq.com

相关报告：

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18

《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29

《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

8 月 31 日，公司公告 2020 年半年报。据公告，2020H1 公司实现营收 17.35 亿元，同比下降 25.90%；实现毛利润 2.66 亿元，同比下降 39.13%，毛利率为 15.33%；归母净利润-0.42 亿元，同比下降 118.80%；扣非后归母净利润-0.46 亿元，同比下降 120.52%；加权平均净资产收益率为 -2.36%，同比减少 15.65 个百分点；经营活动现金流净额为 2.29 亿元，同比下降 17.33%。

2020Q2，公司实现营收 8.64 亿元，环比下降 0.80%，同比下降 28.21%；归母净利润-0.25 亿元，环比下滑 38.41%，同比下降 127.3%；扣非后归母净利润-0.26 亿元，环比下滑 34.07%，同比下降 129.37%；整体销售毛利率为 16.78%，环比增加 2.89 个百分点，同比增长 0.58 个百分点。

上半年持续蔓延的疫情对公司主营业务形成了较大冲击，导致了业绩亏损，预计短期内公司仍将承受产品价格下跌对营收带来的压力。4-7 月公司披露了一系列硅碳负极、动力电池材料/添加剂项目环评，公司正依托现有溶剂技术，大规模向锂电产业链下游拓展，有望在短时间内建成以电解液溶剂为核心的锂电产业链条，未来将逐步形成锂电产业一体化的业务格局。

8 月 4 日，公司公告显示，公司现处于无实控人状态。青岛开发区投资建设集团有限公司和青岛军民融合发展集团有限公司系一致行动人，其合计持有公司 15% 股份，系公司的第一大股东。公司主要股东的持股比例均较低且较为接近，不存在单一股东可以单独依其可实际支配的股份表决权对公司股东大会决议产生重大影响的情形。无实控人状态将有望实现公司的高效专业化管理。我们看好公司的长期发展空间。

➤ **碳酸二甲酯系列及锂电产业板块：疫情导致业绩大幅下滑，锂电下游拓展不断推进，未来增长空间较大**

2020H1 碳酸二甲酯系列板块实现营收 9.57 亿元，同比下降 14.32%，营收占比 55.18%。受到疫情影响，碳酸酯系列下游需求持续下降，公司产能持续缩量投产，同时市场总体供应量逆势上涨，2020Q1 碳酸酯价格为 5915 元/吨，同比大幅下降 16.77%，环比下降 17%。2020Q2 碳酸酯价格有所回升，均价为 6421 元/吨，同比上升 17.01%，环比上升 8.85%，但仍未恢复至去年四季度水平。价格的剧烈波动导致公司该板块营收利润大幅缩减。

公司是碳酸二甲酯系列溶剂的全球龙头企业，下游应用领域面向新能源电池电解液等领域。上半年由于疫情导致的需求疲软，使得公司该业务营收出现下降，但短期波动并未动摇公司电解液溶剂龙头地位。与此同时，公司正不断向下游拓展锂电池产业链条。3 月 2 日，山东石大胜华公示 5000 吨/年动力电池添加剂项目环境影响报告书；4 月 30 日，子公司东营石大胜华绿融公示 5 万吨/年碳酸二甲酯及 5000 吨/年动力电池材料项目环境影响评价，其中动力电池材料项目预计投资额将达到 72459.94 万元；4 月 30 日，东营石大胜华创世新材料 4000 吨/年硅碳负极材料项目环境影响评价第一次信息公开；7 月 22 日，石大胜华

(泉州) 44 万吨/年新能源材料项目报告书获批复。随着公司产业链拓展建设工程的陆续建设和投产, 将给公司带来长期的业绩增长空间。我们看好公司碳酸二甲酯及下游锂电产业链条的营收增长能力。

投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 38.18 亿元、51.57 亿元、62.4 亿元, 归母净利润分别为 1.58、4.57、7.3 亿元, 同比增速为-48.8%、189.3%、59.9%。对应 PE 分别为 50.59、30.2 和 29.79 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

海外疫情扩散影响下游需求, 油价持续低迷, 在建工程不能及时投入使用, 宏观环境不及预期。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4643	3818	5157	6240
(+/-) (%)	-12.9%	-17.8%	35.1%	21.0%
净利润	308	158	457	730
(+/-) (%)	50.2%	-48.8%	189.3%	59.9%
EPS (元)	1.52	0.78	1.30	1.32
P/E	23.01	50.59	30.20	29.79

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1. 公司分业务经营状况及重大事件	5
2. 风险提示	9

图表目录

图表 1 公司分业务盈利拆分	5
图表 2 各系列产品价格价差（含税）	6

1. 公司分业务经营状况及重大事件

2020H1 碳酸二甲酯系列板块实现营收 9.57 亿元，同比下降 14.32%，营收占比 55.18%。受到疫情影响，碳酸酯系列下游需求持续下降，公司产能持续缩量投产，同时市场总体供应量逆势上涨，2020Q1 碳酸酯价格为 5915 元/吨，同比大幅下降 16.77%，环比下降 17%。2020Q2 碳酸酯价格有所回升，均价为 6421 元/吨，同比上升 17.01%，环比上升 8.85%，但仍未恢复至去年四季度水平。价格的剧烈波动导致公司该板块营收利润大幅缩减。

公司是碳酸二甲酯系列溶剂的全球龙头企业，下游应用领域面向新能源汽车电解液等领域。上半年由于疫情导致的需求疲软，使得公司该业务营收出现下降，但短期波动并未动摇公司电解液溶剂龙头地位。与此同时，公司正不断向下游拓展锂电池产业链条。3月2日，山东石大胜华公示 5000 吨/年动力电池添加剂项目环境影响报告书；4月30日，子公司东营石大胜华绿融公示 5 万吨/年碳酸二甲酯及 5000 吨/年动力电池材料项目环境影响评价，其中动力电池材料项目预计投资额将达到 72459.94 万元；4月30日，东营石大胜华创世新材料 4000 吨/年硅碳负极材料项目环境影响评价第一次信息公开；7月22日，石大胜华（泉州）44 万吨/年新能源材料项目报告书获批复。随着公司产业链拓展建设工程的陆续建设和投产，将给公司带来长期的业绩增长空间。我们看好公司碳酸二甲酯及下游锂电产业链条的营收增长能力。

2020H1 甲基叔丁基醚 (MTBE) 板块实现营收 3.24 亿元，同比下降 37.04%，营收占比 18.67%。甲基叔丁基醚业务是公司传统业务，2015~2018 年实现快速增长，但到 2019 年，由于全国产能持续扩张，行业竞争加剧，公司 MTBE 产销量和营收大幅下滑。2020 年 H1，MTBE 产能过剩格局并未明显改善，叠加疫情冲击，产品价格持续走低，公司产能只能缩量生产，导致量价齐跌，营收和利润水平出现大幅下滑。

2020H1 气体板块实现营收 1.92 亿元，同比上升 9.55%，营收占比 11.11%。

图表 1 公司分业务盈利拆分

碳酸二甲酯系列					
	营收	销售量	成本	毛利	毛利率
	亿元	万吨	亿元	亿元	%
16FY	11.09	28.31	8.55	2.54	22.92%
17FY	17.40	33.12	13.56	3.84	22.06%
18FY	20.78	39.08	15.81	4.97	23.93%
19FY	22.47	46.30	15.50	6.97	31.03%
甲基叔丁基醚					
	营收	销售量	成本	毛利	毛利率
	亿元	万吨	亿元	亿元	%
16FY	15.88	47.44	14.98	0.90	5.64%
17FY	17.05	47.08	16.83	0.22	1.30%
18FY	21.01	57.06	20.44	0.57	2.73%
19FY	10.05	22.40	9.64	0.41	4.08%
气体					

	营收	销售量	成本	毛利	毛利率
	亿元	万吨	亿元	亿元	%
16FY	4.23	16.78	3.88	0.34	8.13%
17FY	5.95	18.04	5.74	0.21	3.54%
18FY	4.03	18.73	3.93	0.11	2.64%
19FY	3.59	9.61	3.51	0.08	2.23%
混合芳烃					
	营收	销售量	成本	毛利	毛利率
	亿元	万吨	亿元	亿元	%
16FY	0.80	2.03	0.71	0.09	11.07%
17FY	1.05	2.39	1.01	0.04	3.87%
18FY	0.36	0.79	0.35	0.01	1.59%
19FY	0.98	2.10	0.97	0.01	1.31%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 各系列产品价格价差 (含税)

		新能源化学品系列		基础化工产品系列			
	(元/吨)	碳酸二甲酯	丙二醇	甲基叔丁基醚	液化气	环氧丙烷	二氯丙烷
半年度均价	15H1	4,276.22	8,458.85	6,204.58	4,201.03	11,617.21	1,988.84
	15H2	4,534.56	6,725.49	5,376.47	3,849.45	9,978.26	1,172.22
	16H1	3,852.08	6,633.06	5,260.43	3,082.00	8,154.55	836.88
	16H2	5,577.78	7,301.57	5,525.74	3,210.16	10,320.83	1,475.88
	17H1	5,047.69	8,267.83	5,480.22	4,010.22	10,215.49	1,830.18
	17H2	6,840.16	9,221.14	5,565.65	3,728.49	11,696.43	2,250.83
	18H1	6,196.21	10,359.40	6,055.28	4,446.47	11,908.93	2,050.00
	18H2	8,341.67	9,651.52	6,120.73	4,916.39	11,578.00	2,792.78
	19H1	6,286.82	8,205.43	5,495.98	3,944.92	9,830.17	2,143.75
	19H2	6,702.40	7,628.00	5,632.09	3,769.57	9,864.09	2,173.53
	20H1	6,170.23	7,234.85	4,152.89	3,256.59	9,156.82	1,920.38
	20H1 同比	-1.85%	-11.83%	-24.44%	-17.45%	-6.85%	-10.42%
	20H1 环比	-7.94%	-5.15%	-26.26%	-13.61%	-7.17%	-11.65%
季度均价	17Q1	5,435.38	8,303.91	5,534.33	4,146.11	10,614.66	1,701.25
	17Q2	4,660.00	8,232.31	5,426.12	3,875.82	9,794.55	2,036.29
	17Q3	6,495.45	8,898.48	5,289.39	3,721.20	11,271.97	2,149.22
	17Q4	7,213.11	9,594.74	5,846.15	4,769.78	12,163.33	2,364.91
	18Q1	6,234.85	10,360.61	6,023.88	4,321.67	12,187.72	1,960.83
	18Q2	6,157.58	10,358.21	6,092.86	4,242.53	11,620.00	2,142.24
	18Q3	7,546.15	10,010.77	6,511.61	5,127.47	12,033.33	2,535.00
	18Q4	9,113.43	9,302.99	5,794.03	4,707.61	11,286.89	2,973.68
	19Q1	7,098.44	8,292.19	5,584.62	3,852.33	10,083.33	2,206.03
	19Q2	5,487.69	8,120.00	5,373.40	4,036.48	9,581.15	2,085.48
	19Q3	6,322.73	7,768.18	5,623.56	3,538.91	9,840.15	2,114.06

	19Q4	7,127.12	7,464.41	5,644.26	4,000.22	9,900.00	2,273.68
	20Q1	5,915.38	7,223.08	4,626.92	3,747.91	8,942.86	1,790.74
	20Q2	6,421.21	7,246.27	3,568.18	2,765.27	9,531.25	1,587.50
	20Q1 同比	-16.67%	-12.89%	-17.15%	-2.71%	-11.31%	-18.83%
	20Q1 环比	-17.00%	-3.23%	-18.02%	-6.31%	-9.67%	-21.24%
	20Q2 同比	17.01%	-10.76%	-33.60%	-31.49%	-0.52%	-23.88%
	20Q2 环比	8.55%	0.32%	-22.88%	-26.22%	6.58%	-11.35%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
公司环评		
1月8日	报告书公示	石大胜华(泉州)有限公司公开44万吨/年新能源材料项目(一期)环境影响报告书。
1月20日	环评信息公示	企事业单位公示2019年第4季度环境信息公开表。
3月2日	报告书公示	山东石大胜华化工公示5000吨/年动力电池添加剂项目环境影响报告书全文及公众参与说明。
3月2日	报告书公示	山东石大胜华化工集团股份有限公司垦利分公司公示环氧丙烷装置氯醇化节能减排技术改造项目环境影响报告书全文及公众参与说明。
4月2日	报告书公示	山东石大胜华化工集团股份有限公司垦利分公司环境信息。
4月30日	报告书公示	东营石大胜华绿融新材料科技有限公司初期公示5万吨/年碳酸二甲酯及5000吨/年动力电池材料项目环境影响评价。
4月30日	报告书公示	东营石大胜华创世新材料科技有限公司4000吨/年硅碳负极材料项目环境影响评价第一次信息公开。
7月22日	报告书批复	石大胜华(泉州)有限公司44万吨/年新能源材料项目报告书获批复。
重点公告		
7月8日	股东减持	石大控股计划自公告之日起3个交易日后的6个月内,减持无限售流通股不超过810.72万股,占总股本的4%。
7月14日	股东减持	青岛中石大控股有限公司减持股份405.36万股,占公司总股本的2%。
7月15日	股权转让	转让后,融发集团和开投集团合计持股比例将达到公司总股本的15%,成为第一大股东。
重大事件		
4月20日	新项目建设	企业预计投资72459.94万元人民币,用于建设5000吨/年动力电池材料项目。
5月20日	产品价格即将进入调涨通道	石大胜华电池级EC(碳酸乙烯酯)出厂价调涨4000元/吨,现报价2.2万元/吨,意味着部分电解液产品价格也即将进入调涨通道,预计涨幅在8%-15%。
行业重大事件		
2月18日	新能源汽车推动电池无钴化	特斯拉与宁德时代推进电池无钴化,磷酸铁锂电池有望成为最佳替代选择。
4月30日	2020年Q1中国锂电池出口约4.2亿个	GGII:2020年Q1中国锂电池出口约4.2亿个,同比下降13%,涉及出口金额约为206.1亿,同比增长9%。

5月22日	政府工作报告强调拓展5G应用	5G支持政策逐渐落地，手机换机潮将至，消费级锂电池需求迎来增长。
7月1日	万华化学11.6亿元扩建三元材料	万华化学总投资11.6亿元建设的“年产1万吨锂电池三元材料项目”正在进行第1次环评公示。

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

2. 风险提示

海外疫情扩散影响下游需求，油价持续低迷，在建工程不能及时投入使用，宏观环境不及预期。

附录：公司财务预测表
单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1801	1504	1592	2384	营业收入	4643	3818	5157	6240
现金	309	232	84	692	营业成本	3858	3173	4112	4779
应收账款	335	255	350	426	营业税金及附加	23	18	24	30
其他应收款	14	11	15	18	销售费用	99	115	114	153
预付账款	186	98	139	169	管理费用	138	148	157	206
存货	398	280	370	438	财务费用	20	25	6	-24
其他流动资产	558	628	633	641	资产减值损失	-6	0	1	1
非流动资产	1439	1583	1611	1658	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	88	88	88	88	投资净收益	38	9	14	27
固定资产	1028	1158	1182	1222	营业利润	371	196	556	890
无形资产	74	86	91	97	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	250	252	251	252	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	3240	3087	3203	4043	利润总额	370	196	556	890
流动负债	1184	865	505	573	所得税	37	30	80	117
短期借款	750	464	0	0	净利润	333	167	475	772
应付账款	170	167	209	240	少数股东损益	24	9	19	42
其他流动负债	264	234	296	332	归属母公司净利润	308	158	457	730
非流动负债	61	61	61	61	EBITDA	550	506	771	1074
长期借款	51	51	51	51	EPS (元)	1.52	0.78	2.25	3.60
其他非流动负债	10	10	10	10					
负债合计	1246	926	567	634	主要财务比率				
少数股东权益	187	195	214	256	成长能力	-12.9%	-17.8%	35.1%	21.0%
股本	203	203	203	203	营业收入	45.0%	-47.1%	182.9%	60.2%
资本公积	418	418	418	418	营业利润	50.2%	-48.8%	189.3%	59.9%
留存收益	1187	1345	1801	2531	归属于母公司净利润				
归属母公司股东权益	1808	1965	2422	3152	获利能力	16.9%	16.9%	20.3%	23.4%
负债和股东权益	3240	3087	3203	4043	毛利率 (%)	6.6%	4.1%	8.9%	11.7%
					净利率 (%)	17.1%	8.0%	18.9%	23.2%
现金流量表					ROE (%)	11.5%	6.6%	16.9%	20.6%
经营活动现金流	-119	671	571	870	ROIC (%)				
净利润	308	158	457	730	偿债能力	38.4%	30.0%	17.7%	15.7%
折旧摊销	185	295	227	239	资产负债率 (%)	62.5%	42.9%	21.5%	18.6%
财务费用	23	32	14	3	净负债比率 (%)	1.52	1.74	3.15	4.16
投资损失	-38	-9	-14	-27	流动比率	1.03	1.30	2.14	3.10
营运资金变动	-643	186	-131	-117	速动比率				
其他经营现金流	997	-19	606	889	营运能力	1.43	1.24	1.61	1.54
投资活动现金流	-189	-430	-240	-259	总资产周转率	13.88	14.98	14.72	14.66
资本支出	-80	-439	-254	-287	应收账款周转率	22.74	19.06	19.63	19.88
长期投资	-140	0	0	0	应付账款周转率				
其他投资现金流	31	9	14	27	每股指标 (元)	1.52	0.78	2.25	3.60
筹资活动现金流	328	-318	-479	-3	每股收益	-0.59	3.31	2.82	4.29
短期借款	436	-286	-464	0	每股经营现金流	8.92	9.70	11.95	15.55
长期借款	-90	0	0	0	每股净资产				
普通股增加	0	0	0	0	估值比率	23.01	50.59	17.49	10.94
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	3.93	4.06	3.30	2.53
其他筹资现金流	-18	-32	-14	-3	P/B	13.92	16.45	10.39	6.89
现金净增加额	21	-77	-148	608	EV/EBITDA	-12.9%	-17.8%	35.1%	21.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古 武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。