2019 年 10 月 13 日
证券研究报告•公司动态跟踪报告
石大胜华（603026）化工

买入（维持）
当前价：34.15 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

联手中化泉州石化，投建 44 万吨新能源材料项目

投资要点

- **事件：**公司公告，拟与中化泉州石化有限公司合作设立合资公司，投资建设 44 万吨/年新能源材料项目。

- **携手中化泉州石化新建 EO 法 DMC 装置，巩固行业地位扩大华南市场。**公司拟出资 1.8 亿元持股 55%与中化泉州石化合作设立石大胜华（泉州）有限公司，并投资 13 亿元于福建泉州泉惠石化工业区新建 44 万吨/年新能源材料项目。项目计划分两期实施，其中一期投资 7.9 亿元，新建 12 万吨/年碳酸乙烯酯（10 万吨工业级自用，2 万吨电池级外售）装置、10 万吨/年碳酸二甲酯装置（5 万吨/年碳酸二甲酯两套，包括 8 万吨工业级与 2 万吨电池级外售），建设期自 2019 年 9 月至 2021 年 4 月，投产后预计实现年产值 11.4 亿元，净利润 1.0 亿元；二期新建包括 12 万吨/年碳酸乙烯酯（10 万吨工业级自用，2 万吨电池级外售）装置、10 万吨/年碳酸二甲酯装置（10 万吨/年碳酸二甲酯一套，包括 8 万吨工业级与 2 万吨电池级外售），待一期投产后择机新建。公司此次项目采用 EO-EC-DMC 工艺，中化泉州石化为公司提供 EO 原料。此次新建项目将进一步巩固在碳酸酯类行业领先的核心地位，有利于抢占市场先机，为公司锂离子电池材料业务持续快速增长提供源动力，提升公司整体盈利能力。

- **公司是碳酸酯类行业龙头，布局动力电池添加剂为电解液客户提供一站式服务。**公司是全球碳酸酯行业龙头，市占率超过 30%，具备全部五种溶剂工业级和电池级的生产能力（碳酸乙烯酯 EC、碳酸丙烯酯 PC、碳酸二甲酯 DMC、碳酸甲乙酯 EMC、碳酸二乙酯 DEC），也是唯一具备双基地生产的企业。受益于新能源汽车的快速增长态势以及未来 2-3 年非光气法聚碳酸酯装置的大量投产，碳酸酯溶剂的需求量仍将快速增长，公司目前另有在建（规划）三个新基地，在波兰投资 1.7 亿元人民币建设 2 万吨/年 EC 项目，开拓欧洲市场，充分绑定下游核心客户；在东营港投资 5.6 亿元建设 5 万吨/年 DMC 装置及配套公用工程；此次在泉州投资 13 亿元新建 44 万吨/年新能源材料项目。此外，公司还在东营垦利区建设 5000 吨/年动力电池添加剂项目，投产后公司将成为全球唯一能够同时为电解液厂商完整提供 5 种碳酸酯溶剂、锂盐和添加剂配套的企业，具备为电解液企业提供一站式服务的能力。

- **校企改革即将落地，有望充分激发企业活力。**根据《国务院办公厅关于高等学校所属企业体制改革的指导意见》，高校应对所属企业进行清理规范、提质增效，促使高校聚焦教学科研主业，企业充分参与市场竞争。公司控股股东中石大控股计划协议转让 15%股权，目前已经基本完成，有望成为 A 股第一家完成校企改革的上市公司。公司未来将向着混合所有制企业发展，按照市场规律办事，进一步激发领导班子和员工干劲，充分激发企业经营活力。

- **下游需求拉动 DMC 涨价，四季度是 DMC 传统旺季，价格有望继续上涨。**由于新能源车和动力电池需求带动，下半年为 DMC 传统旺季。但与 2018 年供给端受限（2018 年 8-9 月石大胜华大检修、山东暴雨导致海科不可抗力停产）导致 DMC 价格上涨的情况不同的是，我们认为今年 DMC 价格上涨完全是由于需求端拉动所致，价格上涨的确定性更高。2019 年 1-8 月 DMC 产量同比增长 24.4%，

西南证券研究发展中心

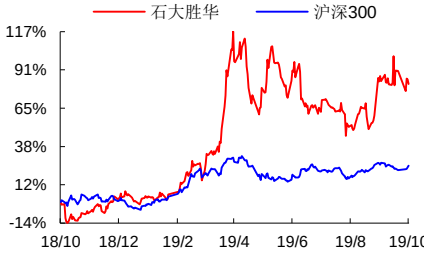
分析师：杨林
执业证号：S1250518100002
电话：010-57631191
邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
执业证号：S1250517070002
电话：0755-23614278
邮箱：hjw@swsc.com.cn

分析师：周峰春
执业证号：S1250519080005
电话：021-58351839
邮箱：zfc@swsc.com.cn

联系人：薛聪
电话：010-58251919
邮箱：xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.03
流通 A 股(亿股)	2.03
52 周内股价区间(元)	16.39-41.58
总市值(亿元)	69.22
总资产(亿元)	29.81
每股净资产(元)	8.50

相关研究

1. 石大胜华（603026）产品分析梳理 (2019-10-08)
2. 石大胜华（603026）：半年报符合预期，需求旺季将至看好公司发展 (2019-08-28)

但目前行业库存处于年内最低点，甚至低于去年四季度最低点。主要原因一方面是由于 PC 端山东利华益、四川泸天化、甘宁石化合计 30 万吨/年相继投产，从理论上每月新增 1 万吨 DMC 需求，另一方面，目前下游电池厂开工率有所提升，溶剂订单情况基本恢复，9 月份下游核心客户采购量环比提升 200%，同时胶黏剂旺季拉动 DMC 需求。目前湖北甘宁 7 万吨/年 PC 装置正处于调试提负阶段、濮阳盛通聚源 13 万吨/年装置即将试车，目前 DMC 价格已经达到 8200-8500 元/吨，我们认为四季度在下游需求拉动下，DMC 价格年内有望继续上涨。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 4.73 亿、5.46 亿、6.96 亿，EPS 分别为 2.34 元、2.69 元、3.43 元，对应 PE 分别为 15X、13X 和 10X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**碳酸二甲酯、碳酸乙烯酯价格波动的风险，新能源汽车需求不及预期的风险，新增产能建设进度不及预期的风险，海外项目实施的管理风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5331.35	4634.20	4783.35	5491.22
增长率	11.74%	-13.08%	3.22%	14.80%
归属母公司净利润（百万元）	205.39	473.36	546.17	695.70
增长率	10.17%	130.46%	15.38%	27.38%
每股收益 EPS（元）	1.01	2.34	2.69	3.43
净资产收益率 ROE	11.93%	23.75%	22.09%	22.43%
PE	34	15	13	10
PB	4.28	3.47	2.83	2.28

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5331.35	4634.20	4783.35	5491.22
营业成本	4718.25	3776.88	3824.95	4309.19
营业税金及附加	22.12	20.16	20.33	23.62
销售费用	80.25	73.41	74.52	86.02
管理费用	121.12	162.20	167.42	192.19
财务费用	39.09	23.17	23.92	27.46
资产减值损失	32.45	5.00	5.00	5.00
投资收益	-11.46	5.00	5.00	5.00
公允价值变动损益	-13.64	40.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	255.74	618.38	702.23	882.74
其他非经营损益	-6.41	-2.58	-3.19	-3.52
利润总额	249.33	615.80	699.04	879.21
所得税	45.73	112.97	125.55	160.15
净利润	203.60	502.83	573.49	719.06
少数股东损益	-1.79	29.47	27.31	23.36
归属母公司股东净利润	205.39	473.36	546.17	695.70

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	203.60	502.83	573.49	719.06
折旧与摊销	176.07	147.49	147.49	147.49
财务费用	39.09	23.17	23.92	27.46
资产减值损失	32.45	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	94.92	-11.87	-15.20	-78.03
其他	-124.56	-54.21	-53.46	-32.57
经营活动现金流净额	421.58	612.40	681.23	788.41
资本支出	95.54	0.00	0.00	0.00
其他	-390.70	45.00	35.00	35.00
投资活动现金流净额	-295.16	45.00	35.00	35.00
短期借款	-239.22	-246.72	-68.12	0.00
长期借款	130.00	15.00	15.00	15.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-121.61	-41.08	-94.67	-109.23
其他	123.17	-74.88	-23.92	-27.46
筹资活动现金流净额	-107.66	-347.68	-171.70	-121.69
现金流量净额	21.28	309.72	544.53	701.72

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	153.70	463.42	1007.95	1709.67
应收和预付款项	583.95	496.23	521.59	593.16
存货	327.28	290.21	299.51	329.47
其他流动资产	431.27	397.82	404.98	438.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	10.00	10.00	10.00	10.00
固定资产和在建工程	1141.74	1001.23	860.72	720.20
无形资产和开发支出	76.22	70.07	63.93	57.79
其他非流动资产	49.87	49.03	48.20	47.36
资产总计	2774.02	2778.03	3216.87	3906.59
短期借款	314.84	68.12	0.00	0.00
应付和预收款项	575.63	407.53	420.36	482.06
长期借款	141.30	156.30	171.30	186.30
其他负债	35.44	29.24	29.55	32.74
负债合计	1067.21	661.18	621.21	701.10
股本	202.68	202.68	202.68	202.68
资本公积	418.12	418.12	418.12	418.12
留存收益	943.54	1375.82	1827.32	2413.79
归属母公司股东权益	1616.05	1996.62	2448.12	3034.59
少数股东权益	90.76	120.23	147.54	170.90
股东权益合计	1706.81	2116.85	2595.66	3205.49
负债和股东权益合计	2774.02	2778.03	3216.87	3906.59

财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
销售收入增长率	11.74%	-13.08%	3.22%	14.80%
营业利润增长率	3.62%	141.80%	13.56%	25.71%
净利润增长率	-0.95%	146.96%	14.05%	25.38%
EBITDA 增长率	4.28%	67.56%	10.72%	21.07%
获利能力				
毛利率	11.50%	18.50%	20.04%	21.53%
三费率	4.51%	5.58%	5.56%	5.57%
净利率	3.82%	10.85%	11.99%	13.09%
ROE	11.93%	23.75%	22.09%	22.43%
ROA	7.34%	18.10%	17.83%	18.41%
ROIC	10.08%	23.65%	28.87%	37.05%
EBITDA/销售收入	8.83%	17.03%	18.26%	19.26%
营运能力				
总资产周转率	1.97	1.67	1.60	1.54
固定资产周转率	4.63	4.43	5.28	7.17
应收账款周转率	17.38	15.36	17.38	17.99
存货周转率	13.43	11.57	12.60	13.46
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.87%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	38.47%	23.80%	19.31%	17.95%
带息债务/总负债	42.74%	33.94%	27.58%	26.57%
流动比率	1.62	3.29	5.01	6.02
速动比率	1.27	2.71	4.34	5.37
股利支付率	59.21%	8.68%	17.33%	15.70%
每股指标				
每股收益	1.01	2.34	2.69	3.43
每股净资产	7.97	9.85	12.08	14.97
每股经营现金	2.08	3.02	3.36	3.89
每股股利	0.60	0.20	0.47	0.54

业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	470.91	789.04	873.63	1057.68
PE	33.70	14.62	12.67	9.95
PB	4.28	3.47	2.83	2.28
PS	1.30	1.49	1.45	1.26
EV/EBITDA	14.82	8.16	6.68	4.87
股息率	1.76%	0.59%	1.37%	1.58%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn