

## 公司研究

## 拟新建 40 万吨电解液产能，积极扩增锂电材料品种深化布局

## ——石大胜华（603026.SH）公告点评

## 买入（维持）

当前价：148.85 元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsec.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.03
总市值(亿元):	301.69
一年最低/最高(元):	84.89/348.88
近3月换手率:	165.05%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	30.20	-5.09	37.25
绝对	37.94	-3.91	22.39

资料来源：Wind

## 相关研报

电解液溶剂价格持续上涨，公司业绩超预期——石大胜华（603026.SH）2021 年年度业绩预增公告点评（2022-01-09）

业绩大幅增长，电解液溶剂价格上涨提升公司整体业绩——石大胜华（603026.SH）2021 年半年度业绩预盈公告点评（2021-07-19）

## 要点

**事件 1:** 6 月 16 日晚，公司发布对外投资公告。公告表示公司全资子公司胜华新能源科技（武汉）有限公司拟投资建设 20 万吨/年电解液及配套公用工程项目，项目计划投资总额约为 12.2 亿元，项目资金来源为公司自筹资金。项目建设地为湖北省武汉市化学工业园，建设周期为 16 个月，预计 2023 年 10 月投产。

**事件 2:** 6 月 16 日晚，公司发布对外投资公告。公告表示公司拟设立全资子公司胜华新能源科技（眉山）有限公司并投资建设 20 万吨/年电解液及配套项目，其中包括 20 万吨/年电解液装置、10 万吨/年 DMC 装置、5 万吨/年 EMC 装置及配套公用工程。项目计划投资总额为 21.5 亿元，项目资金来源为公司自筹资金，项目建设地为四川眉山高新技术产业园区，建设周期为 18 个月，预计 2023 年 12 月投产。

## 点评：

**新增 40 万吨/年电解液及配套产品产能规划，强化电解液领域影响力。** 公司曾于 2021 年 11 月 8 日发布公告宣布公司全资子公司胜华新能源科技（东营）有限公司拟投资建设 30 万吨/年电解液项目，目前此项目正在加快推进，预计将于 2023 年 2 月投产。在东营项目的基础上，公司再次针对锂离子电池电解液材料作出相关产能规划，一方面充分发挥了公司在新能源材料领域的资源优势，进一步提高了公司的经济效益以及公司在新能源领域的影响力；另一方面也符合国家的产业发展规划与政策，抓住了新能源汽车蓬勃发展为电解液带来更多需求的趋势。公司是国内唯一同时拥有电解液溶剂、锂盐、添加剂的生产企业，本次公告的共计 40 万吨/年电解液及配套项目的建设将有助于公司扩大产业链一体化的成本优势，提升公司的行业竞争力，进一步彰显公司的品牌优势。

**积极扩大锂电材料品种范围，充分发挥产业协同优势。** 公司目前正处于快速发展阶段，通过此前的资金积累不断规划和扩充项目建设，除规划的电解液项目外，公司也积极布局硅基负极、添加剂及锂盐等锂电材料制品。从硅基负极来说，在公司原有 1000 吨产能的基础上，2022 年 5 月公司发布公告称拟与员工持股平台东营盈嘉合壹产业投资合伙企业（有限合伙）设立合资子公司胜华新材料科技（眉山）有限公司并投资约 11.0 亿元建设 3 万吨/年硅基负极项目，项目建设周期为 24 个月，预计 2024 年 4 月投产；从添加剂来说，公司全资子公司胜华新能源科技（东营）有限公司拟投资建设 1.1 万吨/年添加剂项目，项目建设周期为 24 个月，预计 2023 年 12 月份建成投产；此外，公司还布局有 2 万吨/年正极补锂剂、1 万吨/年新型导电剂以及 1 万吨/年氟代溶剂项目，预计于 2024 年 2 月建成。上述建设项目投产后，公司将充分发挥产业协同优势，进一步提高公司在行业内的竞争能力。

**盈利预测、估值与评级：** 受益于新能源领域的旺盛需求，公司 2022 年 Q1 业绩超预期。同时考虑到公司后续拥有较大规模的锂电材料产能布局，并将集中于 2023-2024 年期间陆续建成投产，我们上调公司 2022-2023 年的盈利预测，并新增 2024 年的盈利预测。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 15.37（上调 16.5%）/19.21（上调 31.2%）/24.30 亿元，折算 EPS 分别为 7.58/9.48/11.99 元/股，当前股价对应公司 2022 年 PE 约为 20 倍。公司持续扩充电解液产能规划并积极扩大自身锂电材料品种范围，一方面将强化自身在锂电材料领域的影响力，另一方面将充分受益于新能源领域的高速发展，我们维持公司“买入”评级。

**风险提示：** 产能建设不及预期，下游需求不及预期，产品及原料价格波动风险，产品验证风险。

**表 1: 公司盈利预测与估值简表**

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,475	7,056	8,932	12,119	16,711
营业收入增长率	-3.62%	57.67%	26.59%	35.67%	37.90%
净利润 (百万元)	260	1,178	1,537	1,921	2,430
净利润增长率	-15.78%	353.60%	30.40%	25.02%	26.51%
EPS (元)	1.28	5.81	7.58	9.48	11.99
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.61%	37.96%	33.55%	29.93%	27.79%
P/E	116	26	20	16	12
P/B	14.6	9.7	6.6	4.7	3.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-06-17

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,475	7,056	8,932	12,119	16,711
营业成本	3,704	4,834	6,150	8,600	12,178
折旧和摊销	175	167	167	188	209
税金及附加	17	41	52	71	98
销售费用	47	59	75	102	141
管理费用	125	245	310	421	580
研发费用	164	319	403	547	755
财务费用	38	10	12	1	-15
投资收益	2	6	6	6	6
营业利润	317	1,490	1,936	2,388	2,987
利润总额	315	1,502	1,949	2,402	3,001
所得税	54	204	292	360	450
净利润	260	1,299	1,657	2,041	2,551
少数股东损益	1	120	120	120	120
归属母公司净利润	260	1,178	1,537	1,921	2,430
EPS(元)	1.28	5.81	7.58	9.48	11.99

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	793	960	1,669	2,112	2,550
净利润	260	1,178	1,537	1,921	2,430
折旧摊销	175	167	167	188	209
净营运资金增加	-378	645	386	494	739
其他	737	-1,031	-420	-491	-829
投资活动产生现金流	87	-371	-318	-378	-349
净资本支出	-185	-335	-325	-385	-355
长期投资变化	90	93	0	0	0
其他资产变化	181	-130	8	6	6
融资活动现金流	-538	-263	-26	-35	-39
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-578	-177	46	48	48
无息负债变化	322	299	121	411	596
净现金流	333	316	1,325	1,698	2,163

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.2%	31.5%	31.1%	29.0%	27.1%
EBITDA 率	15.4%	25.5%	23.7%	21.2%	19.0%
EBIT 率	11.3%	23.2%	21.8%	19.7%	17.8%
税前净利润率	7.0%	21.3%	21.8%	19.8%	18.0%
归母净利润率	5.8%	16.7%	17.2%	15.9%	14.5%
ROA	7.9%	27.7%	25.7%	23.0%	21.3%
ROE (摊薄)	12.6%	38.0%	33.5%	29.9%	27.8%
经营性 ROIC	21.1%	41.7%	42.0%	43.8%	45.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	30%	24%	20%	20%	20%
流动比率	2.08	2.91	4.07	4.44	4.58
速动比率	1.65	2.65	3.75	4.11	4.24
归母权益/有息债务	7.27	29.11	29.93	31.87	35.02
有形资产/有息债务	11.27	42.95	41.34	43.33	47.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,280	4,690	6,453	8,871	11,964
货币资金	579	866	2,191	3,889	6,052
交易性金融资产	150	165	165	165	165
应收账款	457	794	956	1,297	1,816
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	23	8	18	24	33
存货	394	250	346	493	707
其他流动资产	234	679	679	679	679
流动资产合计	1,899	2,819	4,426	6,646	9,593
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	90	93	93	93	93
固定资产	949	909	1,006	1,109	1,189
在建工程	139	592	604	645	659
无形资产	74	97	115	132	149
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	91	139	139	139	139
非流动资产合计	1,381	1,871	2,028	2,225	2,371
总负债	990	1,112	1,279	1,738	2,383
短期借款	217	2	0	0	0
应付账款	308	448	570	797	1,129
应付票据	107	39	50	70	99
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9	7	7	7	7
流动负债合计	912	968	1,087	1,498	2,094
长期借款	55	103	151	200	248
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	14	14	14	14
非流动负债合计	78	144	192	241	289
股东权益	2,290	3,578	5,174	7,132	9,581
股本	203	203	203	203	203
公积金	561	562	562	562	562
未分配利润	1,247	2,303	3,779	5,617	7,946
归属母公司权益	2,060	3,104	4,580	6,419	8,747
少数股东权益	231	473	594	714	834

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.05%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%
管理费用率	2.80%	3.47%	3.47%	3.47%	3.47%
财务费用率	0.85%	0.14%	0.13%	0.01%	-0.09%
研发费用率	3.67%	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%
所得税率	17%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.60	0.30	0.41	0.50	0.63
每股经营现金流	3.91	4.73	8.24	10.42	12.58
每股净资产	10.16	15.32	22.60	31.67	43.16
每股销售收入	22.08	34.81	44.07	59.79	82.45

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	116	26	20	16	12
PB	14.6	9.7	6.6	4.7	3.4
EV/EBITDA	45.1	17.2	14.3	11.3	8.7
股息率	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%

## 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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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