

## 亚星全面停产，CPE 行业格局重塑进行时 买入（维持）

2019 年 10 月 31 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,569	3,436	4,781	7,605
同比（%）	-25.4%	119.0%	39.2%	59.1%
归母净利润（百万元）	103	181	328	440
同比（%）	8.1%	76.5%	80.9%	34.1%
每股收益（元/股）	0.24	0.43	0.77	1.03
P/E（倍）	37.08	21.01	11.61	8.66

### 事件

亚星化学发布公告，截至 2019 年 10 月 31 日，公司现有生产厂区已全面停产，预计未来 3 个月内无法全面恢复生产。公司生产厂区将搬迁至潍坊市下辖的昌乐市下营工业园区，公司正在会同相关单位办理新厂区建设的前期审批手续并开展各项准备工作，将在新厂区首先实施 5 万吨/年 CPE 装置项目，并将根据实际需要积极推进其他项目的建设工作。

### 投资要点

■ **CPE 行业格局重塑进行时**：亚星化学的 CPE 产能为 17 万吨/年，仅次于日科化学位居国内第二。考虑到今年 4 月杭州科利化工的盐城产能已因天嘉宜事件停产至今，叠加此次亚星化学的全面关停，预计 CPE 将出现 30% 以上的供给缺口，行业格局正处于重塑进程中，日科化学已正式成为 CPE 行业的绝对龙头。

■ **日科化学的 ACM 产品涨价弹性大**：ACM 是日科国内首创、国内领先的低温增韧剂，能大幅度提高 PVC 制品的低温韧性，但价格与 CPE 相差不大，具有相同的市场应用。目前，该类产品的价格相比年初已有明显涨幅。假设公司的 19 万吨 ACM 产能满产满销，则产品每涨价 1000 元/吨，净利增厚约 1.43 亿元，EPS 增加 0.34 元。

■ **三基地布局+新产能在建，未来成长可期**：目前，日科有潍坊昌乐生产基地、沾化生产基地和东营港生产基地。其中，东营基地正在建设 33 万吨新型助剂项目包括“年产 14 万吨 PMMA、10 万吨 ACS、4 万吨 ASA 工程塑料、4 万吨功能性膜材料及 1 万吨多功能高分子新材料项目”，沾化基地则有“年产 20 万吨 ACM 和 20 万吨橡胶胶片项目”。未来伴随着行业格局的优化和新项目的落地，公司有望全面打开成长空间。

■ **盈利预测与投资评级**：我们预计 2019~2021 年营收分别为 34.36 亿元、47.81 亿元、76.05 亿元，归母净利分别为 1.81 亿元、3.28 亿元、4.40 亿元，EPS 分别为 0.43 元、0.77 元、1.03 元，当前股价对应 PE 分别为 21X、12X 和 9X。维持“买入”评级。

■ **风险提示**：原材料价格存在上行风险；新建产能投产进度不及预期；安全事故风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.95
一年最低/最高价	4.62/10.35
市净率(倍)	2.24
流通 A 股市值(百万元)	3027.41

### 基础数据

每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	11.92
总股本(百万股)	425.81
流通 A 股(百万股)	338.26

### 相关研究

- 1、《日科化学 (300214)：三季报符合预期，CPE 行业格局重塑进行时》2019-10-25
- 2、《日科化学 (300214)：日科与亚星签订战略合作意向书，CPE 行业格局重塑进行时》2019-09-05
- 3、《日科化学 (300214)：亚星拟关停 CPE 产能，行业格局有望重塑》2019-09-03

日科化学三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,093</b>	<b>3,525</b>	<b>3,259</b>	<b>7,315</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,569</b>	<b>3,436</b>	<b>4,781</b>	<b>7,605</b>
现金	165	687	956	1,521	减:营业成本	1,364	2,901	3,887	6,272
应收账款	376	1,184	987	2,466	营业税金及附加	9	21	29	45
存货	164	478	382	1,005	营业费用	62	131	184	292
其他流动资产	387	1,177	934	2,324	管理费用	54	55	96	142
<b>非流动资产</b>	<b>723</b>	<b>1,377</b>	<b>1,751</b>	<b>2,582</b>	财务费用	-0	83	150	266
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	4	14	17	28
固定资产	485	1,054	1,389	2,100	加:投资净收益	10	8	9	8
在建工程	119	202	240	355	其他收益	0	0	0	0
无形资产	82	83	85	89	<b>营业利润</b>	<b>121</b>	<b>240</b>	<b>428</b>	<b>568</b>
其他非流动资产	37	37	37	37	加:营业外净收支	3	-6	-3	-4
<b>资产总计</b>	<b>1,816</b>	<b>4,901</b>	<b>5,011</b>	<b>9,897</b>	<b>利润总额</b>	<b>124</b>	<b>234</b>	<b>424</b>	<b>564</b>
<b>流动负债</b>	<b>193</b>	<b>3,118</b>	<b>2,935</b>	<b>7,412</b>	减:所得税费用	21	52	96	124
短期借款	59	2,750	2,662	6,707	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	83	245	194	515	<b>归属母公司净利润</b>	<b>103</b>	<b>181</b>	<b>328</b>	<b>440</b>
其他流动负债	51	123	79	190	EBIT	122	306	564	811
<b>非流动负债</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	EBITDA	173	385	696	1,008
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	1	1	1	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>194</b>	<b>3,119</b>	<b>2,936</b>	<b>7,413</b>	每股收益(元)	0.24	0.43	0.77	1.03
少数股东权益	0	0	0	1	每股净资产(元)	3.81	4.18	4.87	5.83
					发行在外股份(百万股)	426	426	426	426
归属母公司股东权益	1,622	1,782	2,074	2,484	ROIC(%)	6.0%	5.2%	9.2%	6.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,816</b>	<b>4,901</b>	<b>5,011</b>	<b>9,897</b>	ROE(%)	6.3%	10.2%	15.8%	17.7%
					毛利率(%)	13.0%	15.6%	18.7%	17.5%
					销售净利率(%)	6.6%	5.3%	6.9%	5.8%
					资产负债率(%)	10.7%	63.6%	58.6%	74.9%
					收入增长率(%)	-25.4%	119.0%	39.2%	59.1%
					净利润增长率(%)	8.1%	76.5%	80.9%	34.1%
					P/E	37.08	21.01	11.61	8.66
					P/B	2.35	2.14	1.84	1.53
					EV/EBITDA	21.37	15.25	7.93	8.92

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

