

署名人：张镭

S0960209060260

0755-82026570

zanglei@cjis.cn

参与人：梁皓

S0960207090131

0755-82026836

lianghao@cjis.cn

日科化学 300214

强烈推荐

一次性费用大幅增加影响公司当期业绩

公司公布三季报。报告期内，公司实现营业收入 2.44 亿元，同比增加 15.17%，实现营业利润 2589 万，同比增加 23.8%，归属于公司股东的净利润 2249 万，同比增加 24.6%，基本每股收益 0.17 元。2011 年 1-9 月，公司实现营业收入 7.26 亿元，归属于公司股东的净利润 7236 万，基本每股收益 0.63 元。

投资要点：

- 行业内竞争优势突出，下游需求低迷情况下毛利率小幅上升。公司下游为 PVC 制品，受宏观经济影响较大，三季度经济增速下滑和信贷紧缩导致下游需求降低，大宗商品价格下跌导致下游降低库存水平，因此公司三季度收入环比有一定的下滑。从三季报看，公司产品的毛利率为 19.88%，较二季度 19.73% 小幅上升，主要系公司产品性价比突出，向下游议价能力强。从销售费用看，公司三季度销售费用比例保持稳定，仅为 3.17%，而公司行业内主要竞争对手的销售费用比例在 6%-7%，也可以反映公司在行业内的竞争优势。
- 一次性费用大幅增加影响公司当期业绩。三季度公司管理费用高达 1377 万，同比增加 105.8%，环比增加 100.1%，主要是路演和上市酒会等一次性费用。假设公司三季度管理费用和二季度以及去年同期水平持平，可推算公司三季度一次性费用近 700 万，减少公司业绩 0.05 元左右。
- 募投项目进展顺利，明年产能大幅增长。公司募投的 2.5 万吨 ACR、1.5 万吨 AMB 和 1 万吨 ACM 进展顺利，日科橡塑的 5 万吨 ACM 也将于明年迅速投产，届时公司 ACR、AMB 和 ACM 的产能将分别达到 7.3、2.1 和 7.3 万吨，较目前的总产能 6.7 万吨增长近 150%。
- 投资建议：从三季度看，下游需求低迷对公司营业收入有较大影响，一次性费用的计提也大幅减少当期业绩近 0.05 元；四季度公司业绩有望好转，368 万的政府补贴也有望确认，将增厚公司业绩 0.27 元。我们仍看好公司未来的发展，行业内竞争优势突出+产能大幅扩张，同时储备项目丰富，超募资金剩余 2.49 亿元，折合每股 1.84 元，未来超预期的可能性大。预计 11-13 年公司 eps 分别为 0.80、1.20 和 1.65，目前股价对应的 PE 为 22/15/10 倍。

风险提示：

- 原材料价格大幅波动；国内 PVC 制品行业不规范，公司产品国内推广速度慢

主要财务指标

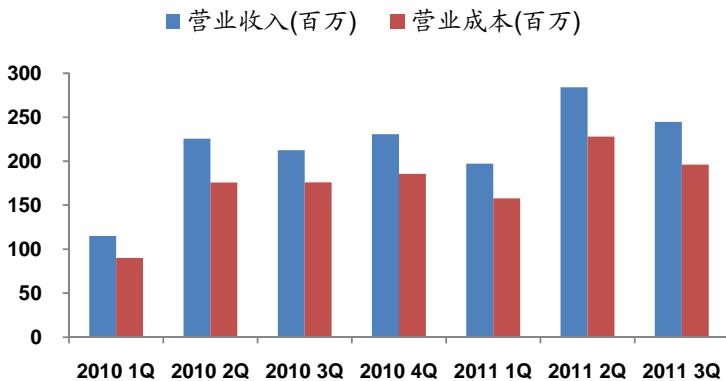
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	784	996	1418	1995
同比(%)	63%	27%	42%	41%
归属母公司净利润(百万元)	81	108	162	223
同比(%)	50%	33%	50%	37%
毛利率(%)	19.9%	20.0%	19.9%	19.8%
ROE(%)	29.9%	9.7%	12.7%	14.9%
每股收益(元)	0.81	0.80	1.20	1.65
P/E	29.85	30.34	20.17	14.69
P/B	8.92	2.95	2.57	2.19
EV/EBITDA	33	24	16	11

资料来源：中投证券研究所

相关报告

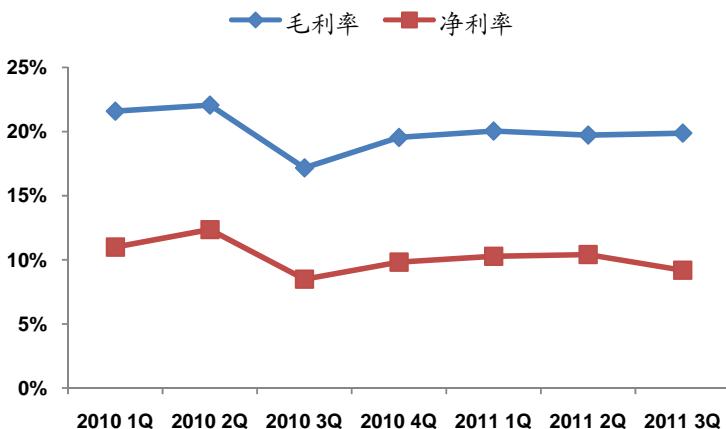
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1. 公司单季度营业收入和成本



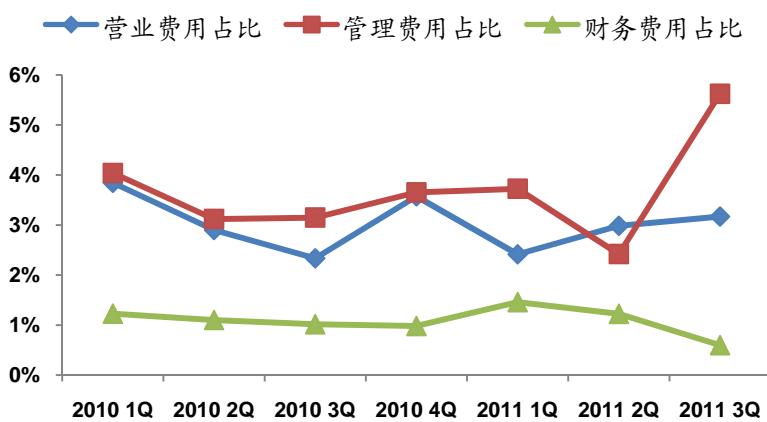
资料来源：wind、中投证券研究所

图 2. 公司单季度毛利率和净利率



资料来源：wind、中投证券研究所

图 3. 公司单季度费用占比



资料来源：wind、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	232	899	973	1177
现金	39	633	601	656
应收账款	62	86	119	168
其它应收款	1	1	2	3
预付账款	35	57	72	103
存货	47	71	102	139
其他	49	51	77	108
非流动资产	214	386	503	560
长期投资	0	0	0	0
固定资产	92	272	385	438
无形资产	62	74	86	98
其他	59	41	31	25
资产总计	446	1285	1475	1738
流动负债	157	155	177	206
短期借款	109	96	99	99
应付账款	17	23	33	46
其他	32	35	45	61
非流动负债	17	19	20	20
长期借款	10	12	13	13
其他	7	7	7	7
负债合计	174	174	198	226
少数股东权益	0	0	4	15
股本	100	135	135	135
资本公积	60	756	756	756
留存收益	112	220	382	605
归属母公司股东权益	272	1111	1274	1497
负债和股东权益	446	1285	1475	1738

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	52	58	99	135
净利润	81	108	166	234
折旧摊销	0	9	17	22
财务费用	8	3	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-62	-88	-126
其它	-38	-1	4	5
投资活动现金流	-68	-182	-134	-80
资本支出	68	170	121	69
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-12	-13	-12
筹资活动现金流	5	718	3	0
短期借款	23	-12	2	1
长期借款	-9	2	1	-0
普通股增加	0	35	0	0
资本公积增加	0	697	0	0
其他	-9	-3	-0	-0
现金净增加额	-12	594	-31	55

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	784	996	1418	1995
营业成本	628	797	1136	1599
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	24	30	39	55
管理费用	27	32	42	59
财务费用	8	3	0	0
资产减值损失	2	6	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	94	126	194	274
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	96	127	196	276
所得税	15	19	30	42
净利润	81	108	166	234
少数股东损益	0	0	4	11
归属母公司净利润	81	108	162	223
EBITDA	102	138	212	297
EPS (元)	0.81	0.80	1.20	1.65

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	63.0%	27.1%	42.4%	40.7%
营业利润	48.6%	34.1%	54.8%	41.1%
归属于母公司净利润	49.7%	32.8%	50.4%	37.3%
获利能力				
毛利率	19.9%	20.0%	19.9%	19.8%
净利率	10.4%	10.8%	11.4%	11.2%
ROE	29.9%	9.7%	12.7%	14.9%
ROIC	28.5%	21.9%	24.6%	28.3%
偿债能力				
资产负债率	39.0%	13.5%	13.4%	13.0%
净负债比率				
流动比率	1.48	5.82	5.48	5.71
速动比率	1.18	5.35	4.91	5.03
营运能力				
总资产周转率	1.99	1.15	1.03	1.24
应收账款周转率	14	12	13	13
应付账款周转率	40.44	40.13	40.43	40.26
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.80	1.20	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.43	0.74	1.00
每股净资产(最新摊薄)	2.01	8.23	9.43	11.09
估值比率				
P/E	29.85	30.34	20.17	14.69
P/B	8.92	2.95	2.57	2.19
EV/EBITDA	33	24	16	11

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭：中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

梁皓：中投证券研究所基础化工行业分析师，南开大学理学博士，2010年加入中投证券。

周惠敏：中投证券研究所基础化工行业分析师，中国人民大学经济学硕士，北京航空航天大学工学学士，2011年加入中投证券。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434