

新一代 PVC 加工改性助剂的龙头

——日科化学（300214）调研快报

2011 年 9 月 9 日

推荐/首次

日科化学

调研快报

杨若木	基础化工行业分析师		执业证书编号：S1480209110083
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
范劲松	联系人		
	fanjs@dxzq.net.cn	010-66554033	

事件：

2011 年 9 月 3 日赴上市公司调研了解公司的基本情况。

1. 公司是新一代 PVC 加工改性助剂的龙头

公司属精细化工行业，主要产品 ACR、AMB 和 ACM 都属于新一代的 PVC 加工改性助剂，主要应用于 PVC 硬制品（型材、管材和板材等）的加工改性，用以提高 PVC 制品的加工性能、抗冲击性能和韧性等，是 PVC 满足应用需求所不可缺少的助剂。ACR、AMB 和 ACM 是公司三个系列产品的简称，每个系列都包括多种不同配方的产品，其中 ACR 是目前国外用于 PVC 加工改性的主流产品，综合性能较好（国内因成本原因主流产品是亚星化学（600319）生产的 CPE）；AMB 主要应用于 PVC 透明制品，是公司开发出来替代原主流产品 MBS 的新产品；ACM 是公司独立开发的新产品，成本接近 CPE，而性能接近 ACR，未来有望成为市场主流。

目前公司 ACR 产能 4.8 万吨，AMB 产能 0.6 万吨，ACM 产能 1.3 万吨，ACR 产品占全球市场份额约 8%，是新一代 PVC 加工改性助剂的龙头。

2. 公司盈利稳定，增长主要依靠产能扩张

公司的毛利率和净利率相对比较稳定，毛利率在 20% 左右，净利率 10% 左右。未来两年公司产能将迅速扩张，计划募投 2.5 万吨 ACR、1.5 万吨 AMB 和 1 万吨 ACM，并利用超募资金建设 5 万吨 ACM 产能，照此计算，公司未来将在目前 6.5 万吨总产能的基础上新增 10 万吨产能，增长 154%。

3. 技术是核心竞争力

技术是 PVC 加工改性助剂行业的核心竞争力，公司重视研发，一直保持着行业内的技术领先优势。主要产品采用的技术中，丙烯酸酯类 PVC 抗冲加工改性剂 ACR 属于国际领先技术，PVC 低温抗冲改性剂 AMB 属于国内首创、国际领先技术，PVC 低温增韧剂 ACM 属于国内首创、国内领先技术。拥有 7 项发明专利和 4 项已进入实质审查程序的发明专利申请权。

公司抗冲型 ACR 核含量高达 97%，远超国际 80% 的一般水平；加工型 ACR 特性粘度可达 13.0，比国外同类产品高出近一倍；AMB 抗冲改性剂的抗冲击强度比传统的 MBS 树脂提升 20%；ACM 低温增韧剂的断裂伸长率高达 1200%。

结论:

对公司未来的产品收入结构假设如下表所示:

表 1: 公司收入结构假设

产品	项目	2011E	2012E	2013E
ACR	销量 (吨)	45000.00	57500.00	73000.00
	平均销售价格 (万元/吨)	1.52	1.52	1.52
	销售收入 (百万元)	685.13	875.44	1111.43
	毛利率 (%)	20.00%	20.00%	20.00%
	经营成本 (百万元)	548.10	700.35	889.14
AMB	销量 (吨)	10819.00	17000.00	31000.00
	平均销售价格 (万元/吨)	1.75	1.75	1.75
	销售收入 (百万元)	189.71	298.10	543.59
	毛利率 (%)	22.00%	22.00%	22.00%
	经营成本 (百万元)	147.97	232.51	424.00
ACM	销量 (吨)	14500.00	25000.00	37500.00
	平均销售价格 (元/吨)	1.04	1.04	1.04
	销售收入 (百万元)	150.73	259.88	389.81
	毛利率 (%)	21.00%	21.00%	21.00%
	经营成本 (百万元)	119.07	205.30	307.95
合计	销售收入 (百万元)	1025.56	1433.41	2044.82
	毛利率 (%)	20.52%	20.60%	20.72%
	经营成本 (百万元)	815.15	1138.17	1621.09

资料来源: 东兴证券研究所

预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.85、1.27 和 1.78 元, 当前股价对应 PE 分别为 28、18 和 13 倍。上市公司中只有瑞丰高材与公司业务相同, 从稍大一些的行业类别来看属于精细化工领域, 我们选取了瑞丰高材和另外 6 家较有代表性的精细化工企业相比, 11 年平均 PE 估值为 30 倍, 12 年平均估值为 18 倍, 公司目前估值水平较为合理, 市场关注度较高, 首次给予公司“推荐”评级。

表 2: 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE		估		值	
		上年年报	TTM	当年一季×4	当年中报×2	2011(E)	2012(E)
600339.SH	天利高新	28	21	19	22	20	16
002455.SZ	百川股份	32	33	25	33		21
002453.SZ	天马精化	61	51	49	45	31	19
002581.SZ	万昌科技	34	37	28	39	29	17
002408.SZ	齐翔腾达	33	22	25	20	19	14
300121.SZ	阳谷华泰	56	73	86	74	47	16

300243.SZ	瑞丰高材	42	39	65	34	35	24
300214.SZ	日科化学	40	36	40	33	26	17
平均		41	39	42	37	30	18

资料来源：wind，东兴证券研究所

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	480.89	783.85	1,025.56	1,433.41	2,044.82
营业成本	379.67	627.63	815.15	1,138.17	1,621.09
营业费用	17.20	24.18	35.89	47.19	69.45
管理费用	16.00	26.81	38.97	51.75	75.77
财务费用	3.27	8.32	(0.14)	(6.52)	(5.59)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	62.97	93.57	134.33	201.28	282.24
利润总额	62.84	95.85	135.28	202.31	283.66
所得税	8.58	14.62	20.63	30.85	43.26
净利润	54.26	81.23	114.65	171.46	240.40
归属母公司所有者的净利润	54.26	81.23	114.65	171.46	240.40
NOPLAT	57.19	86.35	113.73	165.06	234.46

资产负债表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	57.98	38.96	642.86	560.26	488.14
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	42.62	61.70	85.80	116.37	168.55
预付款项	20.68	34.99	11.24	7.63	(18.55)
存货	45.14	46.72	78.79	97.37	147.69
流动资产合计	189.13	232.36	877.50	871.81	912.67
非流动资产	153.84	213.72	285.42	389.82	486.71
资产总计	342.98	446.08	1162.93	1261.63	1399.38
短期借款	85.59	108.50	0.00	0.00	0.00
应付帐款	14.05	16.99	25.76	33.17	49.23
预收款项	10.90	18.86	16.39	21.95	23.44
流动负债合计	115.62	157.13	46.65	59.62	77.18
非流动负债	26.61	16.97	16.97	16.97	16.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	200.75	271.98	1099.31	1185.03	1305.23

净营运资本	73.52	75.23	830.86	812.19	835.50
投入资本 IC	247.36	351.52	466.45	634.78	827.09

现金流量表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	54.26	81.23	114.65	171.46	240.40
折旧摊销	7.17	9.78	0.00	45.60	53.10
净营运资金增加	(3.27)	1.71	755.63	(18.67)	23.30
经营活动产生现金流	45.06	52.04	100.63	147.72	193.76
投资活动产生现金流	(58.68)	(68.39)	(101.04)	(151.11)	(151.26)
融资活动产生现金流	35.45	4.65	604.31	(79.21)	(114.61)
现金净增（减）	21.83	(11.70)	603.90	(82.60)	(72.11)

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师。2010 年加盟东兴证券研究所，有一年基础化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。