

助剂行业

报告原因：公司调研

2012 年 5 月 25 日

市场数据：2012 年 5 月 25 日

总股本/流通股本(亿)	1.35/0.53
收盘价(元)	18.00
流通市值(亿元)	9.55

基础数据：2012 年 3 月 31 日

资产负债率	10.18%
毛利率	20.86%
净资产收益率(摊薄)	2.43%

相关研究

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

联系人：苏淼 张小玲

021-38529770

sumiao@sxzq.com

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号葛

洲坝大厦 7 层

<http://www.i618.com.cn>

日科化学 (300214)

首次

专利产品 ACM 前景广阔，产能大幅扩张

买入

半年目标价：22~26 元

投资要点：

- ④ **细分产品 ACR 的龙头企业。**公司产品主要包括 ACR、MBS 和 ACM 三大类。2010 年，公司 ACR 的国内市场占有率大约为 30%左右，是 ACR 的龙头企业，公司未来将重点发展 ACM，2012 年初，ACM 的产能是 1.3 万吨，年底将扩建到 8.3 万吨，产能扩张了 6.4 倍。
- ④ **股权结构合理，有利激发员工的工作积极性。**从股权结构来看，股东中没有 PE 等战略投资者，而财务、销售、研发和生产等业务的部门负责人都有相应的股权，关键岗位的员工大部分持有公司的股份，因此愿意与公司共同成长。
- ④ **行业增速放缓，ACR 以及 ACM 所占的比重将逐步提高。**抗冲改性剂及加工助剂的消费增长主要来源于 PVC 消费量的提升，预计消费量的年均增速约为 10%左右。抗冲改性剂的主流产品是 CPE、ACR 和 MBS，CPE 所占比重为 60%左右，未来比重会逐步下滑，ACR、MBS 和 CPE 的替代产品 ACM 凭借良好的性能，所占比重会逐步提升。从产品的供需格局来看，CPE 的产能严重过剩，ACR 的供需基本均衡，MBS 由于原材料供应以及生产工艺的问题，供给远小于需求，每年需要大量进口。
- ④ **专利产品 ACM 的未来市场前景广阔。**ACM 是公司的专利产品，市场定位是在高性能 PVC 管材和型材领域取代 CPE，因此 ACM 的市场增长主要来源于对 CPE 的替代。从性能来看，ACM 的最大优势是性价比，ACM 和 CPE 的价格基本一致，在达到同等性能的情况下，ACM 的用量是 CPE 用量的 80%。从目标市场来看，ACM 由于具有良好的低温韧性，可以提高产品的低温冷冲强度，因此在北方的寒冷区域具有广阔的应用前景。从价格来看，CPE 价格大幅下调的空间不是很大，因此通过降低价格抢占市场的几率不大。从 ACM 的消费情况来看，2011 年 ACM 的销量是 2008 年销量的 2 倍，销量增长迅猛。
- ④ **技术实力是企业持续竞争优势的重要来源。**公司致力于成为行业内具有最高水平的技术研发和产品开发能力的 PVC 塑料改性剂生产商。目前拥有省级技术研究中心，研发人员的比重为 21%，研发投入的比重为 3.59%，人员占比和研发投入都领先于其他助剂企业。公司核心产品 ACM 和 AMB 都申请了专利技术，同时都具有 3 年左右的生产实践，因此从产品性能到工艺成熟度，公司核心产品具有较高的技术含量。

- ④ **销售渠道是塑料助剂企业竞争的关键因素。**从销售区域来看，2011 年国外市场的销售收入所占的比重为 24%，同比增长了 52%，国外市场主要采用经销的方式，通过与美国分销商 PA 公司和新加坡分销商 AS 公司合作，加强国外市场的开拓力度，2012 年 PA 公司的计划销售量为 1.5 万吨。国内销售主要采用经销的方式，2012 年开始，国内销售将变经销模式为直销模式，在国内建立 10 个区域服务中心，减少中间环节，更加贴近下游客户的需求，实现与下游客户共同成长的企业宗旨。从激励机制来看，国内经销商的负责人和各销售区域的销售经理都有公司的股权，合计股权占公司总股本的比重为 13.57%，而且销售人员的销售提成也远大于工资收入，良好的激励机制有助于激发销售人员的积极性，提升公司的销售业绩。
- ④ **盈利预测与评级。**预计 2012~2014 年的 EPS 为 1.05、1.44 和 1.83 元，未来 3 年的年均复合增速大约为 34.6%，2012 年助剂类公司的平均市盈率大约为 21 倍，给予 2012 年 21~25 倍的 PE 水平，合理价位为 22~26 元，给予“买入”的评级。
- ④ **风险提升。**原材料价格大幅提升、ACM 产能释放低于预期，市场整体估值水平降低，大盘价值回归将冲击创业板和中小板的估值水平

图表 1: 主要产品的毛利率及产量假设

		2012E	2013E	2014E
ACR	销量 (万吨)	52200.00	59700.00	69700.00
	不含税价格 (元/吨)	15200.00	15200.00	15500.00
	毛利率 (%)	21.9%	21.8%	21.6%
AMB	销量 (万吨)	10500	12000	18000
	不含税价格 (元/吨)	17094.02	17094.02	17094.02
	毛利率 (%)	20.68%	20.89%	20.47%
ACM	销量 (万吨)	25000.00	48000.00	68000.00
	不含税价格 (元/吨)	10000.00	10000.00	10000.00
	毛利率 (%)	21.26%	22.24%	20.81%

数据来源：山西证券研究所

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 12/05/25						
利润表		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入		783.85	987.31	1,244.19	1,613.83	2,089.31	现金		38.96	560.87	472.89	404.53	400.20
YOY(%)		63.0%	26.0%	26.0%	29.7%	29.5%	交易性金融资产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本		627.63	794.55	979.44	1,265.55	1,650.92	应收款项净额		111.70	214.94	270.86	351.34	454.85
营业税金及附加		1.70	1.85	2.74	3.55	4.60	存货		46.72	78.93	97.11	125.49	163.88
销售费用		24.18	29.74	45.28	54.38	65.27	其他流动资产		34.98	148.30	186.89	242.41	313.83
占营业收入比(%)		3.1%	3.0%	3.6%	3.4%	3.1%	流动资产总额		232.36	1,003.04	1,027.75	1,123.76	1,332.76
管理费用		24.53	35.41	49.67	63.01	78.73	固定资产净值		94.09	134.39	190.53	258.54	297.57
占营业收入比(%)		3.1%	3.6%	4.0%	3.9%	3.8%	减: 资产减值准备		(1.63)	(3.28)	(4.65)	(6.31)	(7.26)
EBIT		103.53	123.17	164.31	224.59	287.03	固定资产净额		92.46	131.11	185.88	252.23	290.31
财务费用		8.32	8.07	0.26	(1.87)	(1.69)	工程物资		1.59	0.84	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)		1.1%	0.8%	0.0%	-0.1%	-0.1%	在建工程		56.35	42.17	11.44	33.58	21.49
资产减值损失		(1.63)	(3.28)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额		150.40	174.12	197.32	285.81	311.81
营业利润		93.57	111.81	164.05	226.46	288.72	无形资产		61.85	68.94	66.18	63.42	60.67
营业外净收入		2.28	5.48	2.50	2.50	2.50	长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额		95.85	117.29	166.55	228.96	291.22	其他长期资产		1.47	1.88	1.88	1.88	1.88
所得税		12.69	15.91	24.98	34.34	43.68	资产总额		446.08	1,247.98	1,293.13	1,474.87	1,707.11
所得税率(%)		13.2%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款		108.50	86.23	0.00	0.00	0.00
净利润		83.16	101.38	141.57	194.62	247.54	应付款项		16.99	19.02	23.40	30.24	39.49
占营业收入比(%)		10.6%	10.3%	11.4%	12.1%	11.8%	预提费用		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益		0.00	0.06	0.09	0.12	0.15	其他流动负债		29.72	25.41	31.70	40.81	53.02
归属母公司净利润		83.16	101.45	141.66	194.73	247.69	流动负债		155.21	130.66	55.11	71.05	92.51
YOY(%)		53.3%	22.0%	39.6%	37.5%	27.2%	长期借款		10.00	5.00	5.00	5.00	5.00
EPS (元)		0.83	0.75	1.05	1.44	1.83	应付债券		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							其他长期负债		6.97	7.34	7.71	8.08	8.45
主要财务比率		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	负债总额		172.18	143.00	67.82	84.13	105.96
成长能力							少数股东权益		0.00	33.20	33.13	33.03	32.90
营业收入		63.0%	26.0%	26.0%	29.7%	29.5%	股东权益		273.91	1,071.78	1,192.19	1,357.71	1,568.25
营业利润		48.6%	19.5%	46.7%	38.0%	27.5%	负债和股东权益		446.09	1,247.98	1,293.13	1,474.87	1,707.11
净利润		53.3%	22.0%	39.6%	37.5%	27.2%							
获利能力							现金流量表		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率(%)		19.9%	19.5%	21.3%	21.6%	21.0%	税后利润		83.16	101.45	141.66	194.73	247.69
净利率(%)		10.6%	10.3%	11.4%	12.1%	11.8%	加: 少数股东损益		0.00	-0.06	-0.07	-0.10	-0.13
ROE(%)		30.4%	9.5%	11.9%	14.3%	15.8%	公允价值变动		1.63	3.28	0.00	0.00	0.00
ROA(%)		18.6%	8.1%	11.0%	13.2%	14.5%	折旧和摊销		9.78	13.23	18.18	22.61	26.81
偿债能力							营运资金的变动		-45.81	-249.44	-100.27	-146.40	-190.54
流动比率		1.50	7.68	18.65	15.82	14.41	经营活动现金流		48.76	-131.54	59.49	70.85	83.83
速动比率		1.20	7.07	16.89	14.05	12.64	短期投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%		38.6%	11.5%	5.2%	5.7%	6.2%	长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力							固定资产投资		-57.69	-32.73	-40.00	-110.00	-51.00
总资产周转率		175.7%	79.1%	96.2%	109.4%	122.4%	投资活动现金流		-57.69	-32.73	-40.00	-110.00	-51.00
应收账款周转天数		52.01	79.46	79.46	79.46	79.46	股权融资		0.00	728.49	0.00	0.00	0.00
存货周转天数		27.42	36.66	36.66	36.66	36.66	长期贷款的增加/		-9.00	-5.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)							公司债券发行/(0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益		0.83	0.75	1.05	1.44	1.83	股利分配		-16.44	-7.38	-21.25	-29.21	-37.15
每股净资产		2.74	7.94	8.83	10.06	11.62	计入循环贷款前融		-25.44	716.11	-21.25	-29.21	-37.15
估值比率							循环贷款的增加(40.79	-17.55	-86.23	0.00	0.00
P/E		21.6	24.0	17.2	12.5	9.8	融资活动现金流		-10.09	686.18	-107.48	-29.21	-37.15
P/B		6.6	2.3	2.0	1.8	1.6	现金净变动额		-19.02	521.91	-87.98	-68.36	-4.33

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。