

下半年业绩有望释放且估值较低

日科化学 (300214) 2012 年半年报点评

投资要点：

- ◆ **收入平稳，利润同比增三成。**公司2012年上半年实现营业收入5.15亿元，同比增长6.92%，归属于上市公司股东的净利润6509万元，同比增长30.52%；基本每股收益0.32元/股。分季度来看，二季度实现营业收入2.81亿元，环比增长20%，同比基本持平；归属于上市公司股东的净利润3840万元，环比增长44%，同比增长30%。整体来看，收入增长较为缓慢，利润增速显著快于收入增速，业绩表现与7月发布的业绩预告基本一致。
- ◆ **募投项目尚未大规模贡献收入制约了收入增长。**报告期内，公司收入增速放缓，主要因募投项目和超募项目尚未大规模贡献业绩。收入占比近70%的ACR抗冲改性剂因产能限制（募投项目要2013年5月才能投产）增长乏力，2万吨ACM项目虽然2月投产，ACM产能增至3.3万吨，但因前期装置运行不稳定，产能释放比较有限，收入仅增长15%；1.5万吨AMB也因6月才达产而限制了增长。下半年公司2万吨ACM、1.5万吨AMB以及超募的5万吨ACM都有望开始全面贡献业绩，增长动力较为强劲。
- ◆ **利润增长主要因上市后财务费用大幅减少。**报告期内，公司综合毛利率21.16%，同比上升了约1.3个百分点，主要受益于销售模式变革，成立区域服务中心，砍掉中间环节影响，同时因变革初期投入较大，毛利率提升幅度有限，预计后期随投入减少毛利率仍有一定提升空间；期间费用率6.43%，同比下降了0.6个百分点，主要因上市后存款利息增加导致财务费用下降2.6个百分点，而受销售模式变革影响，管理费用率和销售费用率均有较大幅度上升。综合来看，存款利息增加导致的财务费用减少对业绩的贡献是主要的，也是利润增速显著快于收入增速的主要原因；销售模式的变革虽然使毛利率有所上升，但尚不能弥补费用率上升的损失，短期来看有点得不偿失，但考虑到初期投入因素，其具体效果仍需进一步观察，介于取消经销环节后能够给客户提供更好的服务，我们对此保持谨慎乐观。
- ◆ **未来两年成长点较多，业绩有望释放。**今年2月公司募投建设的2万吨/年ACM产品投产，由于设备仍处于调试阶段上半年贡献业绩较少，据悉五六月以后装置运行已经比较稳定，下半年有望释放业绩；同时1.5万吨AMB于6月完全建成，超募的5万吨ACM将于8月建成，募投的2.5万吨ACR将于明年5月建成，公司一年之内产能有望从3.7万吨ACR，1.3万吨ACM和5000吨AMB增加到6.2万吨ACR，8.3万吨ACM和2万吨AMB，产能扩张幅度很大，具备很强增长潜力，但具体实现程度还要看市场表现。

谨慎推荐 (首次)

风险评级：一般风险

2012年8月9日

李隆海

SAC 执业证书编号：
S0340510120006

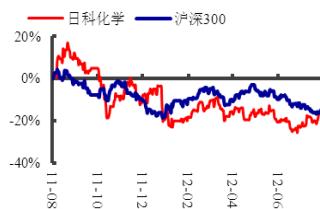
研究助理：杨柳波

电话：0769-22110619
邮箱：ylb1@dgzq.com.cn

主要数据 2012年8月8日

收盘价(元)	11.97
总市值(亿元)	24.18
总股本(百万股)	202.50
流通股本(百万股)	79.60
ROE (TTM)	10.5%
12月最高价(元)	16.97
12月最低价(元)	10.15

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

首次覆盖，给予谨慎推荐评级。我们预计公司 2012–2014 年 EPS 分别为：0.75 元，1.03 元和 1.31 元，对应 2012 年 8 月 8 日收盘价的动态 PE 分别为：16 倍，12 倍和 9 倍。考虑到公司的产能扩张的销售的不确定性，我们认为给予 2012 年业绩 20 倍 PE 较为合理，目标股价 15 元，给予谨慎推荐投资评级。

风险提示：项目投产进度低于预期，市场拓展不力。

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	987.31	1234.13	1604.38	2085.69
营业总成本	875.50	1055.73	1358.32	1773.68
营业成本	794.55	974.97	1251.41	1626.84
营业税金及附加	1.85	2.32	3.01	3.92
销售费用	29.74	37.02	48.13	62.57
管理费用	38.00	47.50	61.75	80.27
财务费用	8.07	-9.53	-10.48	-5.75
资产减值损失	3.28	3.46	4.49	5.84
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	111.81	178.41	246.06	312.00
加 营业外收入	5.66	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	0.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.29	178.41	246.06	312.00
减 所得税	15.91	26.76	36.91	46.80
净利润	101.39	151.65	209.15	265.20
减 少数股东损益	-0.06	-0.09	-0.13	-0.16
归属于母公司净利润	101.45	151.74	209.28	265.37
最新总股本(万股)	202.50	202.50	202.50	202.50
基本每股收益(元)	0.50	0.75	1.03	1.31
市盈率(倍)	23.89	15.97	11.58	9.13

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯