

助剂行业

报告原因：公布三季报

2013 年 10 月 28 日

市场数据：2013 年 10 月 28 日

收盘价（元）	8.12
一年内最高/最低（元）	14.02/7.25
市净率	1.4
市盈率	22.89
流通 A 股市值（百万元）	646.4

基础数据：2013 年 9 月 30 日

每股净资产（元）	5.79
资产负债率%	10.46
总股本/流通 A 股(百万)	202.5/79.6
流通 B 股/H 股（百万）	

相关研究

《下游制品决定助剂景气度，环保性是竞争关键》，行业深度报告，2012/5/29
《依托渠道优势和技术优势，实现产品替代》，公司深度报告，2012/6/19

分析师：苏淼

执业证书编号：S0760512080001
Email:sumiao@sxzq.com
021-38529770

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009
Email:peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张小玲

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>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

日科化学 (300214)

维持

原材料 MMA 的价格大幅上涨，经营业绩难言改善

增持

盈利预测：			单位：百万元、元、倍		
	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	1,047.16	826.85	97.66	0.48	16.84
2013E	1,136.03	920.57	71.82	0.35	22.89
2014E	1,543.01	1,254.19	102.34	0.51	16.07
2015E	2,141.36	1,741.09	148.42	0.73	11.08

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：公布 2013 半年报，1~9 月份营业总收入为 7.2 亿元，同比减少 9.89%，归属于公司上市股东的净利润为 4998.08 万元，同比增减少了 46.6%，每股收益为 0.25 元。

●预计 2013 年全年收入与去年基本持平。2013 年上半年销售收入同比下滑 5.8%，1~9 月份销售收入同比下滑了 9.89%，公司经营业绩没有出现明显改善，3 季报虽然没有公布分产品的销售收入的情况，但是我们依然可以判断，ACR 的销售收入预计小幅增长或者基本持平，ACM、AMB 的销售收入下滑幅度非常大。半年报我们已经分析，AMB 的销售收入出现下滑的主要原因是竞争对手在全球范围下调了产品价格，受此影响，国内与 MBS 相类似产品的销售收入和盈利能力都出现了明显下调。下游需求相对比较差，客户接受 ACM 需要一个过程，因此 ACM 的销售情况也比较一般。综合判断，在目前下游需求增速缓慢的情形下，预计销售收入很难出现明显的提升，我们预计 2013 年的销售收入为 11 亿左右，与去年基本持平。

●苯乙烯价格高位运行，甲基丙烯酸甲酯（MMA）的价格开始大幅提升，预计净利润会继续下滑。在半年报点评中，我们就分析了净利润下滑幅度较大的主要原因是 ACR 的毛利率出现了明显下滑。2012 年 ACR 的毛利率大约为 21% 左右，2013 年 1~9 月份公司产品的综合毛利率下滑到 18% 左右，下滑的主要原因是原材料苯乙烯的价格出现了大幅度上涨，苯乙烯 2012 年的价格大约为 10000 元/吨左右，目前苯乙烯的价格仍然维持在 13000 元/吨，正是原材料苯乙烯的价格上涨导致主要产品 ACR 的毛利率出现大幅下滑，但是从 2013 年 9 月开始，公司的另一项主要原材料甲基丙烯酸甲酯（MMA）的价格出现了明显上涨，MMA 占总成本的比重远远高于苯乙烯的成本占比，是公司第一大原材料。2013 年 1~9 月份 MMA 的价格为 14000~15000 元/吨，从 9 月份开始，MMA 的价格已经上涨到了 15500 元/吨的价位，山东地区 MMA 的价格已经上涨到了 17000 元/吨，而且预计未来 MMA 的价格会继续上涨。受主要原材料 MMA 的价格继续上涨的影响，我们预计公司净利润难以出现明显的改善。

◆ 核心假设:

- 1、公司主要产品 ACR、MBS 和 ACM 的销量、不含税价格和毛利率如下表所示;
- 2、实际所得税率按照 15% 估算。
- 3、管理费用、销售费用为 6300 万、6261 万左右。

图表 1: 主要产品的毛利率及销量假设

		2013E	2014E	2015E
ACR	销量 (万吨)	51283.89	58976.48	70771.77
	不含税价格 (元/吨)	14957.26	14957.26	14957.26
	毛利率 (%)	19.0%	19.0%	19.0%
AMB	销量 (万吨)	7500	12000	16500
	不含税价格 (元/吨)	17094.02	17094.02	17094.02
	毛利率 (%)	18.01%	19.36%	19.36%
ACM	销量 (万吨)	22000.00	33500.00	58000.00
	不含税价格 (元/吨)	10000.00	10000.00	10000.00
	毛利率 (%)	21.01%	19.60%	19.60%

数据来源: 山西证券研究所

◆ **业绩与评级。** ACM、AMB 的销售收入都出现了明显下滑, 我们维持此前的盈利预测, 预计 2013~2015 年 EPS 为 0.35、0.51 和 0.73 元, 公司在塑料助剂行业具有非常强的竞争力, 目前下游需求比较差, 随着下游需求的改善, 我们预计净利润会出现明显改善, 维持“增持”的评级。

◆ **风险提示。** 甲基丙烯酸甲酯 (MMA) 的价格大幅上涨

图表2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2013/10/28)

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	987.31	1,047.16	1,136.03	1,543.01	2,141.36	现金	560.87	287.53	355.67	177.18	100.00
YOY(%)	26.0%	6.1%	8.5%	35.8%	38.8%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	794.55	826.85	920.57	1,254.19	1,741.09	应收款项净额	214.94	266.95	289.60	393.36	545.89
营业税金及附加	1.85	1.67	2.27	3.09	4.28	存货	78.93	96.75	107.04	146.14	203.72
销售费用	29.74	51.61	62.61	81.77	106.94	其他流动资产	148.30	180.75	196.09	266.34	369.62
占营业收入比(%)	3.0%	4.9%	5.5%	5.3%	5.0%	流动资产总额	1,003.04	831.98	948.40	983.02	1,219.23
管理费用	35.41	50.84	63.22	82.64	109.63	固定资产净值	134.39	204.31	297.92	360.24	388.19
占营业收入比(%)	3.6%	4.9%	5.6%	5.4%	5.1%	减: 资产减值准备	(3.28)	(7.98)	(11.64)	(14.07)	(15.16)
EBIT	123.17	113.34	84.68	118.64	176.74	固定资产净额	131.11	196.33	286.29	346.17	373.03
财务费用	8.07	(6.75)	2.36	0.49	4.49	工程物资	0.84	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.8%	-0.6%	0.2%	0.0%	0.2%	在建工程	42.17	99.83	19.44	34.36	20.21
资产减值损失	(3.28)	(7.98)	(3.00)	(3.00)	(3.00)	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	174.12	296.16	305.73	380.53	393.23
营业利润	111.81	112.11	79.32	115.15	169.24	无形资产	68.94	66.94	64.26	61.58	58.91
营业外净收入	5.48	3.25	5.00	5.00	5.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.29	115.36	84.32	120.15	174.24	其他长期资产	1.88	3.67	3.67	3.67	3.67
所得税	15.91	17.91	12.65	18.02	26.14	资产总额	1,247.98	1,198.75	1,322.06	1,428.81	1,675.04
所得税率(%)	13.6%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	86.23	0.00	54.00	54.00	146.94
净利润	101.38	97.45	71.67	102.12	148.11	应付款项	19.02	24.35	26.94	36.78	51.27
占营业收入比(%)	10.3%	9.3%	6.3%	6.6%	6.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.06	0.21	0.15	0.22	0.32	其他流动负债	25.41	15.28	17.11	23.24	32.19
归属母公司净利润	101.45	97.66	71.82	102.34	148.42	流动负债	130.66	39.63	98.05	114.02	230.40
YOY(%)	22.0%	-3.7%	-26.5%	42.5%	45.0%	长期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(元)	0.50	0.48	0.35	0.51	0.73	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	7.34	11.31	15.28	19.25	23.22
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	143.00	50.94	113.33	133.27	253.62
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	(0.13)	(0.32)	(0.59)
营业收入	26.0%	6.1%	8.5%	35.8%	38.8%	股东权益	1,071.78	1,143.42	1,204.47	1,291.46	1,417.62
营业利润	19.5%	0.3%	-29.3%	45.2%	47.0%	负债和股东权益	1,214.78	1,194.36	1,317.67	1,424.42	1,670.65
净利润	22.0%	-3.7%	-26.5%	42.5%	45.0%	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
获利能力						税后利润	101.45	97.66	71.82	102.34	148.42
毛利率(%)	19.5%	21.0%	19.0%	18.7%	18.7%	加: 少数股东损益	-0.06	-0.16	-0.13	-0.19	-0.27
净利率(%)	10.3%	9.3%	6.3%	6.6%	6.9%	公允价值变动	3.28	7.98	3.00	3.00	3.00
ROE(%)	9.5%	8.5%	6.0%	7.9%	10.5%	折旧和摊销	13.23	18.72	26.45	32.44	36.89
ROA(%)	8.1%	8.1%	5.4%	7.2%	8.9%	营运资金的变动	-249.44	-100.20	-36.23	-190.73	-284.90
偿债能力						经营活动现金流	-131.54	24.00	64.91	-53.14	-96.85
流动比率	7.68	20.99	9.67	8.62	5.29	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	7.07	18.55	8.58	7.34	4.41	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	11.5%	4.2%	8.6%	9.3%	15.1%	固定资产投资	-32.73	-134.63	-40.00	-110.00	-51.00
营运能力						投资活动现金流	-32.73	-134.63	-40.00	-110.00	-51.00
总资产周转率	79.1%	87.4%	85.9%	108.0%	127.8%	长期贷款的增加/	-5.00	-5.00	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	79.46	93.05	93.05	93.05	93.05	公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	36.66	43.46	43.46	43.46	43.46	股利分配	-7.38	-23.42	-10.77	-15.35	-22.26
每股指标(元)						计入循环贷款前	716.11	-28.42	-10.77	-15.35	-22.26
每股收益	0.50	0.48	0.35	0.51	0.73	循环贷款的增加/	-17.55	-105.87	54.00	0.00	92.94
每股净资产	5.29	5.65	5.95	6.38	7.00	融资活动现金流	686.18	-162.71	43.23	-15.35	70.67
估值比率						现金净变动额	521.91	-273.34	68.14	-178.49	-77.18
P/E	16.2	16.8	22.9	16.1	11.1						
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2						

数据来源: 山西证券研究所

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

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险，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。