

# PVC助剂龙头再发力，开启产品升级新篇章 买入（首次）

2019年04月17日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,569	3,595	5,669	8,445
同比（%）	-25.4%	129.2%	57.7%	49.0%
归母净利润（百万元）	103	222	398	642
同比（%）	8.1%	116.2%	79.0%	61.4%
每股收益（元/股）	0.24	0.52	0.93	1.51
P/E（倍）	32.53	15.04	8.41	5.21

## 投资要点

- **PVC 改性剂细分行业龙头，产业资本鲁民投助力公司发展：**公司是 PVC 改性剂细分行业的龙头，产品涵盖现有主流的 PVC 加工和抗冲击改性剂。产业资本鲁民投入主日科化学成为第一大股东，借助鲁民投丰富的产业资源，公司有望获得更大更快的发展。
- **公司产品种类齐全、性能优势明显：**公司产品主要为丙烯酸酯类抗冲击加工改性剂，包括 ACR、ACM 和 ACS 等系列产品，综合产能达到 30 万吨/年。公司自主研发的 ACR 改性剂有望随着 WPC、SPC 地板在国内外市场的推广而加速释放需求，ACM 产品以其高性价比成为国内大量应用的 CPE 助剂的有效替代品，ACS 产品则是 PVC 透明制品专用抗冲击改性剂，是现有市场 MBS 的替代品。
- **成本占比较大，原材料价格相对平稳：**助剂产品属于化工中游行业，原材料主要是石油化工衍生物，原材料成本占营业成本 85% 左右。2018 年来至今，随着布伦特原油价格突破 85 美元/桶后冲高回落，公司产品的主要原材料 MMA、丁二烯价格也明显下降，聚乙烯 PE 价格基本保持稳定，总体来说产品成本呈回落趋势，毛利率水平有望稳中有升。
- **供给收缩+产能新建，公司竞争优势凸显：**经过多年的发展，山东省已经成为国内 PVC 加工助剂和抗冲击改性剂的主要生产地，生产总量占全国总量的 90% 以上。伴随着近年来山东省新旧动能转换重大工程和安全生产专项执法检查，行业供给持续收缩。同时公司正在东营建设 33 万吨/年新型助剂，未来伴随着行业格局的优化和公司新产能的投放，公司发展进入快车道。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年营业收入 35.95 亿元、56.69 亿元和 84.45 亿元，归母净利润分别为 2.22 亿元、3.98 亿元和 6.42 亿元，EPS 分别为 0.52 元、0.93 元和 1.51 元，当前股价对应 PE 分别为 15X、8X 和 5X。考虑到行业供给呈收缩趋势，公司新建产能将巩固 PVC 助剂龙头地位，下游应用领域的拓展有助于公司产品的加速渗透，未来公司盈利将得到持续性增长。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格存在上行风险；新建产能投产进度不及预期；生产过程存在安全事故风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	7.85
一年最低/最高价	4.10/7.85
市净率(倍)	2.06
流通 A 股市值(百万元)	2438.63

## 基础数据

每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	10.70
总股本(百万股)	425.81
流通 A 股(百万股)	310.65

## 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司是 PVC 改性剂细分行业龙头</b>	<b>4</b>
1.1. PVC 助剂龙头，鲁民投为第一大股东	4
1.2. 公司发展稳健，ACR 系列产品占比较高	5
<b>2. 应用领域不断拓展，PVC 助剂具备成长空间</b>	<b>7</b>
2.1. PVC 助剂不可或缺，市场空间广阔	7
2.2. 产品体系种类齐全，性能具备优势	8
2.2.1. ACR、ACM 相比 CPE 性能更优	8
2.2.2. ACS 相比 MBS 具备性能优势	9
2.3. 应用领域拓展，需求有望加速释放	10
2.4. 原材料价格整体回落，成本相对平稳	11
<b>3. 格局优化，内扩外展，公司发展进入快车道</b>	<b>12</b>
3.1. 环保趋严+供给收缩，公司竞争优势得到凸显	12
3.2. 三基地布局+新产能在建，公司内生增长动力强	14
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>14</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>15</b>
5.1. 原材料价格存在上行风险	15
5.2. 新产能投产进度不及预期	16
5.3. 生产过程存在安全事故风险	16

## 图表目录

图 1: 公司股权结构 .....	5
图 2: 公司营收及其增速 (百万元, %) .....	6
图 3: 公司归母净利润及其增速 (百万元, %) .....	6
图 4: 公司主营业务收入结构 (%) .....	6
图 5: 公司毛利结构 (%) .....	6
图 6: 公司主营业务毛利率水平 (%) .....	6
图 7: 公司毛利海外占比 (%) .....	6
图 8: PVC 的下游应用占比 .....	7
图 9: PVC 产量和消费量 (万吨) .....	7
图 10: PVC 改性助剂主要分类 .....	8
图 11: 国外抗冲加工改性剂消费结构 .....	9
图 12: 国内抗冲加工改性剂消费结构 .....	9
图 13: MBS 在透明片材中的应用 .....	10
图 14: MBS 在透明管材中的应用 .....	10
图 15: WPC 地板及 SPC 地板结构示意图 .....	11
图 16: PVC 产业链示意 .....	12
图 17: 主要原材料价格走势 (美元/桶, 元/吨) .....	12
 表 1: CPE、ACR 和 ACM 的性能比较 .....	9
表 2: MBS 与 ACS 的性能比较 .....	10
表 3: 不同类型地板性能对比 .....	11
表 4: 2015 年全国 CPE 产能分布 .....	13
表 5: 国内主要 PVC 抗冲加工助剂生产企业 .....	13
表 6: 公司新建产能规划 .....	14
表 7: 盈利预测拆分 (单位: 百万元) .....	15
表 8: 可比公司估值表 .....	15

## 1. 公司是 PVC 改性剂细分行业龙头

山东日科化学股份有限公司是在原山东日科化学有限公司的基础上整体变更设立的股份有限公司，总部位于山东省潍坊市昌乐经济开发区，于 2011 年 5 月在深圳证券交易所创业板上市。公司是国内 PVC 抗冲加工改性助剂行业的龙头企业，已获得国家发明专利 14 项、美国发明专利 3 项，是集科研、生产、销售和技术服务于一体的高新技术企业。

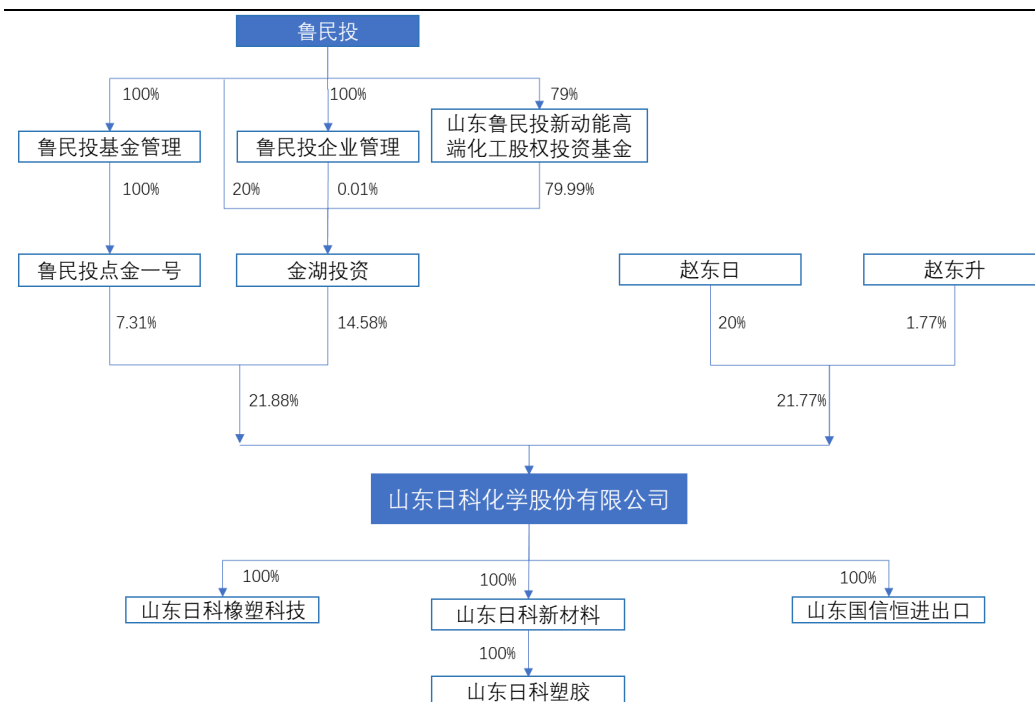
### 1.1. PVC 助剂龙头，鲁民投为第一大股东

公司专注于 PVC 塑料改性剂的研发、生产和销售，主要产品系列包括 ACR 抗冲加工改性剂、ACM 低温增韧剂、AMB 抗冲改性剂、ACS 抗冲改性剂和复合料，基本涵盖了现有主流的 PVC 加工和抗冲击改性剂，综合产能达到 30 万吨/年，被广泛用于管道、建筑材料、注塑、吹塑制品等领域。

公司创始人赵东日为留日归国博士，是 PVC 改性技术领域的专家，一直非常重视新产品的研发和升级。凭借强大的研发能力和产品质量优势，公司目前在 PVC 抗冲加工、低温增韧领域的技术水平达到世界前列，同时 ACR 产品在国内市场占有率排名第一，是国内 PVC 抗冲加工改性助剂行业的龙头企业。

2019 年 2 月，公司发布股权协议转让公告，金湖投资和鲁民投基金管理有限公司管理的“鲁民投点金一号”合计持股占比 21.88%，由于金湖投资及鲁民投基金均为鲁民投实际控制，二者互为一致行动人，由此鲁民投成为公司的第一大股东。考虑到鲁民投的发起人股东包括万达控股集团有限公司、山东东明石化集团有限公司等化工企业，具有丰富的产业资源，所以鲁民投入主公司后，未来有望利用各方优势和资源，加强与产业链上下游的深度合作，推进公司向整体方案提供商的转型升级，从而进一步增强公司的盈利能力，提升公司的核心竞争力。

图 1：公司股权结构



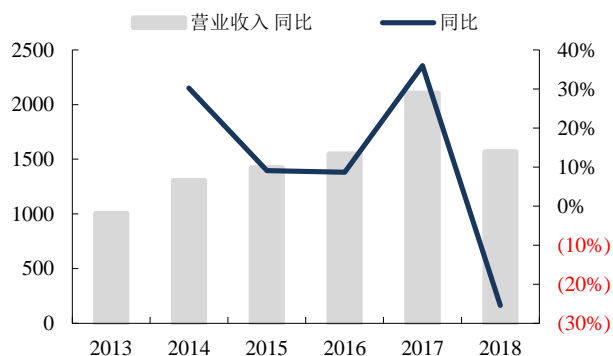
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 公司发展稳健，ACR 系列产品占比较高

公司自上市以来，一直专注于新产品的研发和升级，目前已形成 ACR 抗冲加工改性剂、ACM 低温增韧剂和 ACS 抗冲加工改性剂为代表的产品系列，其中 ACR 系列产品所占比重较大，占到 2017 年总营业收入和毛利的 50% 以上。

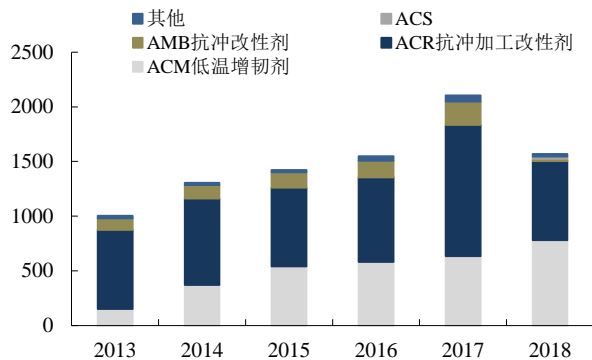
公司产品的主要原料是石油化工的衍生物，原材料成本占整个营业成本 85% 左右，原材料价格的波动也导致了公司 2016、2017 年毛利率的下降；加之 2017 年底公司潍坊昌乐厂区发生安全事故，造成 2018 年一季度 ACR 系列产品的产销量同比大幅下滑，对公司 2018 年业绩造成较大影响。随着 2018 年 4 月潍坊厂区的顺利复产，2018 年 8 月沾化厂区“年产 10 万吨塑料改性剂 ACM 及 1 万吨氯化聚氯乙烯 CPVC 项目”建成投产，公司产销量开始逐步恢复并显著增长。4 月 10 日，公司公告 2019 年 1-3 月预计扣非归母净利润为 2,464.13 万元 ~ 2,719.04 万元，同比上升 390% ~ 420%，主要原因系公司新增产能上量及高性价比产品的渗透率在提升所致。

图 2: 公司营收及其增速 (百万元, %)



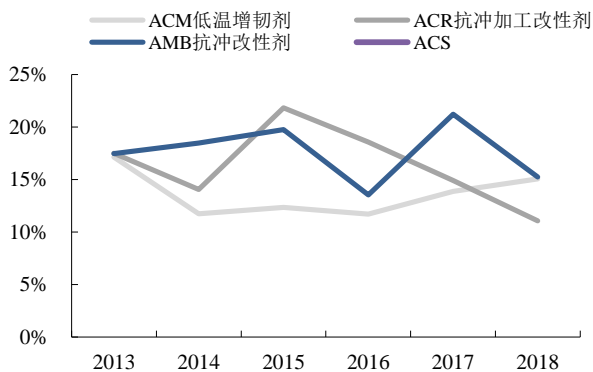
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司主营业务收入结构 (%)



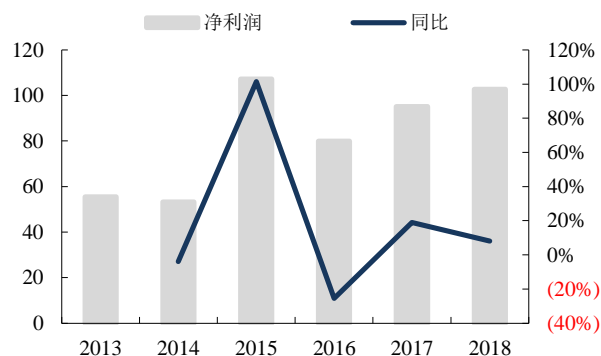
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 公司主营业务毛利率水平 (%)



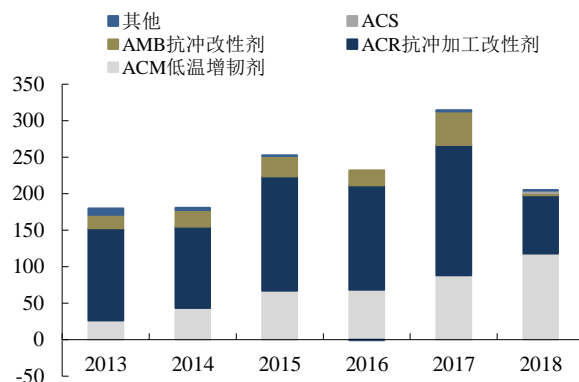
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 公司归母净利润及其增速 (百万元, %)



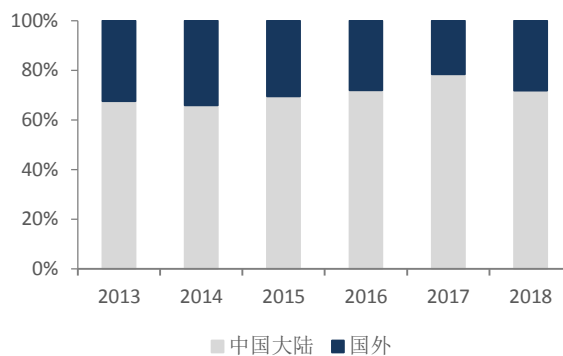
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 公司毛利结构 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 公司毛利海外占比 (%)



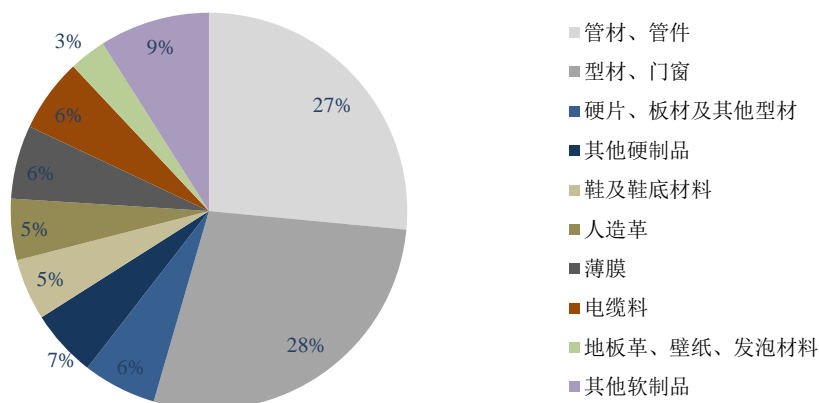
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 应用领域不断拓展，PVC 助剂具备成长空间

### 2.1. PVC 助剂不可或缺，市场空间广阔

作为五大通用树脂之一，PVC 是一种重要的基础化工原料，被广泛应用在建筑、管材、电子电器、汽车工业、包装等领域，其中，建筑业是 PVC 最主要的消费市场。具体来讲，型材占比 28%，是 PVC 下游最主要的消费领域，主要用于制作门窗和环保材料；其次是管材管件，占比约 27%；硬片板材、薄膜和电缆料等应用合计占比 18%；其他如人造革、鞋及鞋底、地板革、壁纸和发泡材料等领域也有广泛应用。

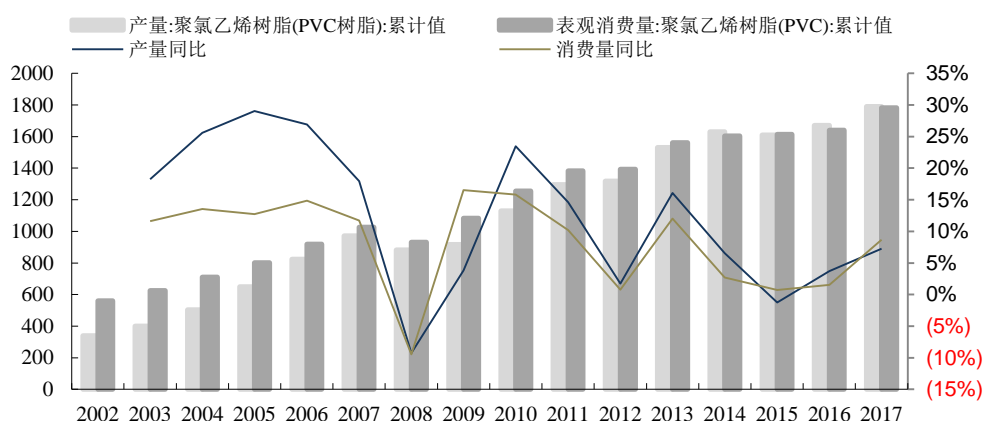
图 8: PVC 的下游应用占比



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

随着我国房地产行业的发展和 PVC 下游应用领域的拓宽，近几年来我国 PVC 产量和消费量呈现出稳步增长的趋势，2017 年分别达到了 1790 万吨、1780 万吨。根据 APIC 的预计，至 2020 年，全球对 PVC 的需求量将以每年 3.5% 的速度继续增长，其中亚太区作为最大的 PVC 销售市场，在未来仍是 PVC 需求增长率最快的地区。

图 9: PVC 产量和消费量（万吨）



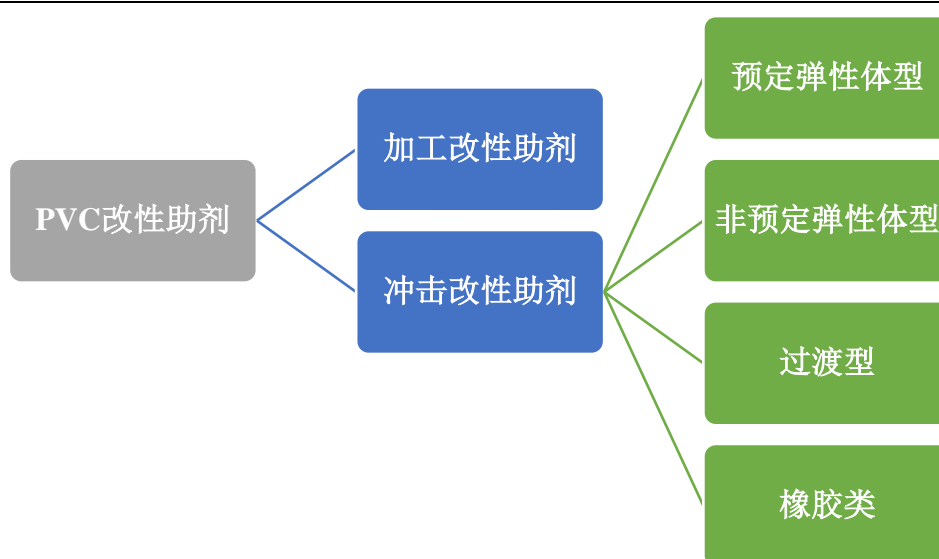
数据来源：Wind，东吴证券研究所

从性质方面来讲，PVC 是一种特殊的热塑性塑料，在纯树脂加工过程中具有易分

解、流动性差、冲击强度低、耐候性差等问题，所以需要添加各类辅助材料以改善其性能。目前，PVC 助剂是品种最多和用量最大的塑料助剂，用量约占整个塑料助剂的 90%。我国是全球最大的 PVC 助剂行业生产和消费国，消费量约占全球的 40%，根据《橡胶机械时代》的数据，预计我国 PVC 助剂的整体需求仍将以 8~10% 的速度增长。

PVC 助剂包括增塑剂、热稳定剂、抗氧剂、光稳定剂、改性助剂等，其中，改性助剂又可以分为加工改性助剂和冲击改性助剂，所谓冲击改性剂，就是指改善塑料制品低温脆化的缺点，使其具有更好的韧性和更好的使用性，其根据结构的不同，又可以分为预定弹性体（PDE）型冲击改性剂、非预定弹性体型（NPDE）冲击改性剂、过渡型冲击改性剂和橡胶类冲击改性剂。

图 10: PVC 改性助剂主要分类



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

## 2.2. 产品体系种类齐全，性能具备优势

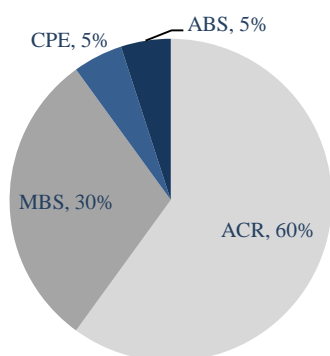
常见的 PVC 抗冲加工改性剂有 CPE、ACR、MBS、ABS、EVA 和 EPT 等型号，公司产品主要为丙烯酸酯类抗冲加工改性剂，包括 ACR、ACM 和 ACS 等系列产品，基本涵盖了现有主流的 PVC 加工和抗冲击改性剂，综合产能达到 30 万吨/年，多种产品的性能达到业内先进水平，受到下游客户的广泛认可。

### 2.2.1. ACR、ACM 相比 CPE 性能更优

CPE 来源广，价格低，同时具有良好的柔韧性、耐寒性、耐候性、耐燃性及耐化学药品性，是目前国内使用最广泛的 PVC 抗冲加工改性剂，尤其在 PVC 管材和型材生产过程中被广泛使用。CPE 通常分两大类，即塑改型 CPE 及橡胶型 CPE。其中塑改型 CPE 可作硬性塑料制品的改性剂，橡胶型 CPE 又称 CM，既可以单独使用，也可与其他橡胶共混加工。

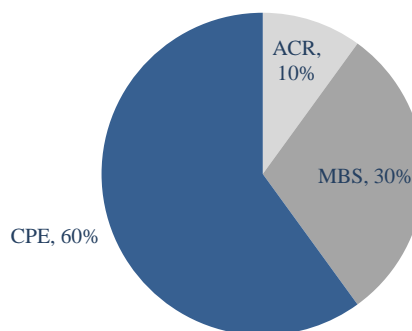
ACR 全称为丙烯酸酯类共聚物（Acrylic Additives），简称 ACR，是近年来开发得最好的抗冲加工改性剂。它可以显著提升抗冲击强度、缩短塑化时间、提高表面光泽度等，尤其适用于户外使用的 PVC 塑料制品。与 CPE 相比，在 PVC 塑料门窗型材中使用 ACR 作为冲击改性剂具有加工性能好、表面光洁、耐老化好、焊角强度高的优点，但价格相对较高。根据《塑料科技》的统计，国外抗冲改性剂产品结构中 ACR 占比高达 60%，而国内 ACR 产品占比仅 10%，低端 CPE 则占到 60%，与国外相比还有较大的差距。

图 11：国外抗冲加工改性剂消费结构



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

图 12：国内抗冲加工改性剂消费结构



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

另外，公司自主研发的 ACM 低温增韧剂（AcrylicCPE Modifier），属于国内首创、国内领先的低温增韧剂，系国家火炬计划项目产品，能大幅度提高 PVC 制品的低温韧性，但价格与 CPE 相差不大，具有更高的性价比。

表 1：CPE、ACR 和 ACM 的性能比较

产品	简介	特点
CPE	以高密度聚乙烯(HDPE)经氯化得到的无规氯化物	来源广，价格低，是国内使用最广泛的 PVC 抗冲加工改性剂
ACR	以交联的丙烯酸烷基酯橡胶弹性体为核，聚甲基丙烯酸烷基酯为壳的双层或多层结构的共聚物	价格较高，加工范围宽，具有杰出的低温冲击性能，制品刚度好
ACM	氯化聚乙烯-丙烯酸烷基酯互穿网络共聚物	价格适中，具有良好的低温韧性，其韧性远高于其他改性剂产品，比 CPE 添加量少就能达到同样的塑化效果

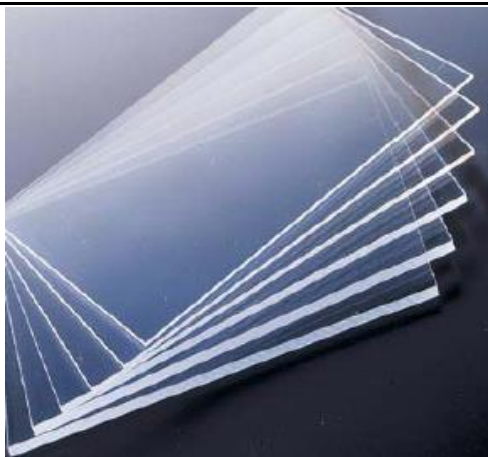
数据来源：CNKI，公司公告，东吴证券研究所

### 2.2.2. ACS 相比 MBS 具备性能优势

MBS 于 2011 年正式投入市场，是一种在 ACR 基础上发展而来的新型抗冲改性剂。

在加工过程中加入 MBS 后，制品的拉伸强度和断裂伸长率都比较高，同时具有较好的低温韧性。MBS 最突出的优势是其与 PVC 折光指数相近，使改性的 PVC 具有较好的透明性，因此广泛应用于透明制品，而且由于 MBS /PVC 共混制品具有更高的耐低温冲击强度，在北方严寒地区的管材和管件应用上也显示出较高的潜力。

图 13: MBS 在透明片材中的应用



数据来源：瑞丰高材招股说明书，东吴证券研究所

图 14: MBS 在透明管材中的应用



数据来源：瑞丰高材招股说明书，东吴证券研究所

ACS 是公司最新研发并推广出的新型 PVC 透明制品专用抗冲改性剂，该产品可以等量或部分替代 MBS，与 MBS 具有相同的透明度、相同的强度，另外该产品比 MBS 耐热性好、耐候性好、折白低、韧性好、无析出、性价比更高，且已经通过美国食品药品监督管理局 FDA 认证，能够广泛应用于 PVC 透明食品包装片、PVC 透明医药包装片、PVC 透明工业片等领域。

表 2: MBS 与 ACS 的性能比较

产品	简介	特点
MBS	由甲基丙烯酸甲酯、丁二烯、苯乙烯三元共聚而成的抗冲改性剂	广泛应用于室内制品，赋予制品良好的透明性，优异的低温抗冲性能
ACS	世界首创的新型 PVC 透明制品专用抗冲改性剂	具备传统透明制品抗冲改性剂相同的强度和透明度，另外具备独特的耐候性，可用于户外 PVC 制品

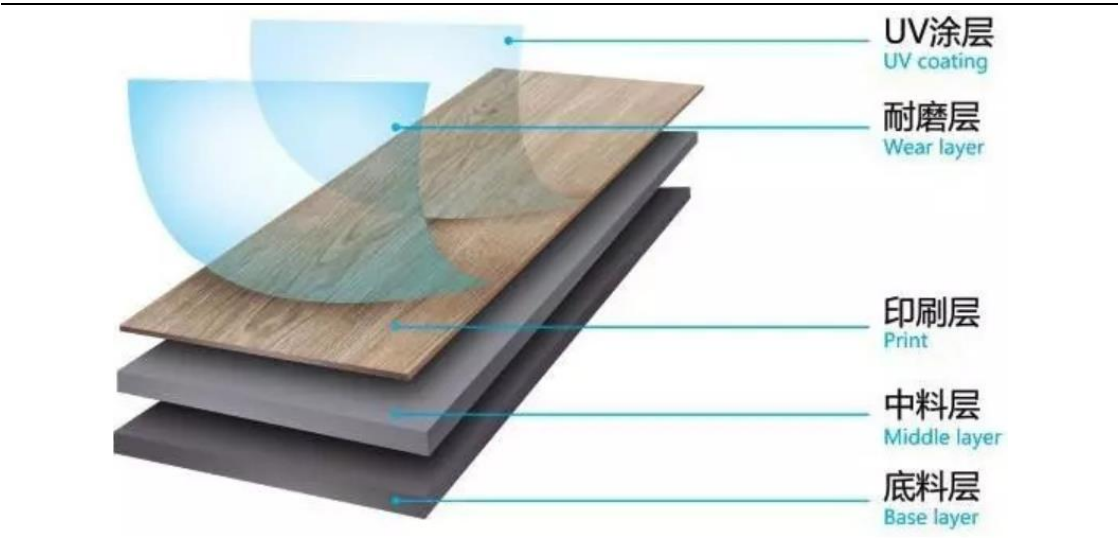
数据来源：CNKI，公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 应用领域拓展，需求有望加速释放

ACR 抗冲改性剂过去主要应用于 PVC 型材、管材、板材等制品中，近些年来随着环保地板的兴起，ACR 作为助剂在木塑地板（WPC）、石塑地板（APC）中的应用越来越多。相比传统的复合地板，WPC 地板是在塑料和木纤维中加入少量的化学添加剂和填料，经过专用配混设备加工制成的一种复合材料，具有硬度高、刚性好、防虫蛀、耐老化、耐腐蚀、可生物降解、对环境友好等优势。SPC 地板则是主要由钙粉、聚氯

乙烯稳定剂组合的一定比例混合形成的新型环保型地板，不包含重金属甲醛带有害物质，是真正的零甲醛地板，同时兼具防霉防潮、防火防虫、安装简单等特点。

图 15: WPC 地板及 SPC 地板结构示意图



数据来源: PVC 技术, 东吴证券研究所

受到“毒地板”事件的影响，近年来美国不断提高木制品进口的门槛。2017 年，美国环境保护局（EPA）制定，美国联邦公报发布《复合木制品甲醛标准法案》。按照法案规定，所有在美国销售、供应、代销及制造(包括进口)的以单板或复合芯制造的硬木胶合板、刨花板及中密度纤维板以及包含有这些材料的复合木制品必须符合该法案。这也是全球复合木制品行业最为严苛的甲醛释放标准，而 WPC 地板和 SPC 地板凭借突出的环保性能和较高的性价比在国外市场开始受到广泛认可，国内的 WPC、SPC 地板出口量随之显著增加。未来随着国内消费者追求健康、环保、品质生活的家装诉求日益升级，WPC、SPC 地板在国内市场的应用有望得到进一步推广，相应 ACR 改性剂的需求量也会加速释放。

表 3: 不同类型地板性能对比

地板类型	优势	劣势
强化复合地板	耐磨性好，清理方便，价格便宜	含有甲醛、甲苯等挥发性物质
实木地板	环保健康，舒适度高，有良好的隔音效果	价格较高，保养难度大，安装难度高
WPC 地板	硬度高、刚性好、防虫蛀、耐老化、耐腐蚀、可生物降解、对环境友好	价格相对较高，花色相对较少
SPC 地板	零甲醛、防霉防潮、防火防虫、安装简单	地板密度大，运输成本较高

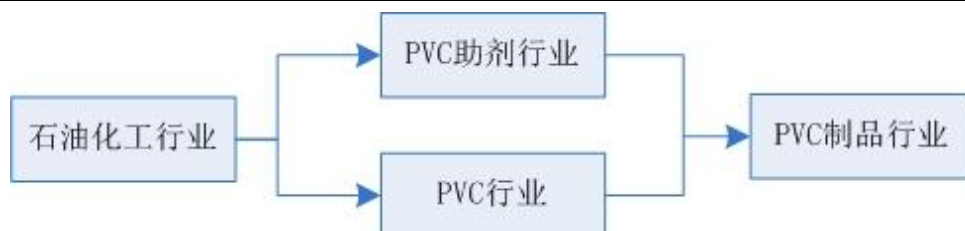
数据来源: 中华地板网, 东吴证券研究所

## 2.4. 原材料价格整体回落，成本相对平稳

PVC 助剂是典型的中游行业，主要原料是石油化工的衍生物，原材料成本占整个

营业成本 85%左右，因此原材料价格的波动将会直接影响到 PVC 助剂产品的成本，而原油价格的波动也会通过产业链层层传导影响到生产成本。不同品种 PVC 助剂对应不同的原料品种。一般来说，ACR 的主要原料为甲甲酯 MMA，ACM 的主要原料包括聚乙烯 PE 和氯气，ACS 的主要原料包括聚乙烯 PE 和丁二烯。

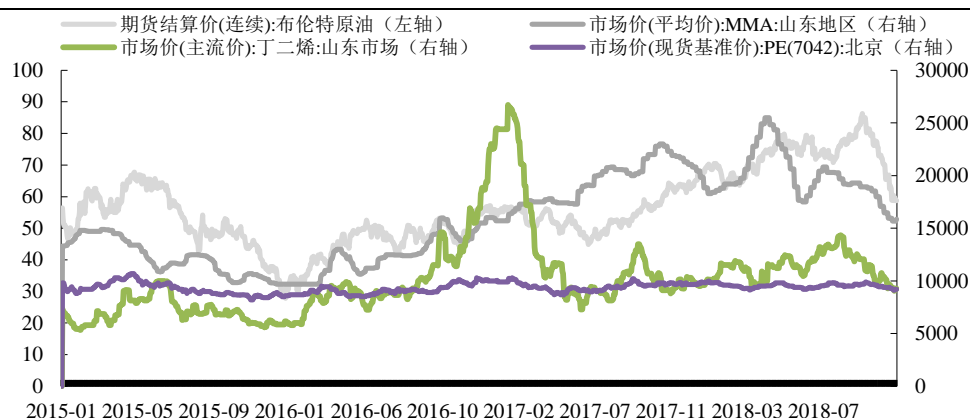
图 16: PVC 产业链示意



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

整体来看，石化衍生物的价格与原油价格的变动趋势呈正相关关系。2018 年来至今，随着布伦特原油价格突破 85 美元/桶后冲高回落，目前在 70 美元/桶附近震荡，公司产品的主要原材料 MMA、丁二烯价格也明显下降，聚乙烯 PE 价格基本保持稳定，总体来说产品成本呈回落趋势，毛利率水平有望稳中有升。

图 17: 主要原材料价格走势（美元/桶，元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 格局优化，内扩外展，公司发展进入快车道

#### 3.1. 环保趋严+供给收缩，公司竞争优势得到凸显

经过多年的发展，山东省已经成为国内 PVC 加工助剂和抗冲改性剂的主要生产地，生产总量占全国总量的 90%以上，并且拥有较为完整的 PVC 助剂上下游产业链，产业集聚效应和各项相关政策和配套措施优势比较明显。

另一方面，随着山东省新旧动能转换重大工程的开启，山东省对于落后产能的淘汰和整顿也随之拉开序幕。根据《山东省新旧动能转换重大工程实施规划》，到 2022 年，全省化工企业进园入区比例要从现在的 20%提高到 40%左右，现有 200 家园区也将

逐步压减至 85 家。目前，山东省已公布三批化工园区和专业化工园区名单，共计 65 家化工园区和 7 家专业化工园区。在此过程中，6094 家企业参与了“三评级一评价”，1500 多家企业被关停。

4 月 9 日，山东省政府确定，即日起在全省开展为期 3 个月的危险化学品、煤矿、非煤矿山、消防、冶金工贸等重点行业领域安全生产专项执法检查。对所有危险化学品生产企业进行全覆盖专项执法检查，重点包括对涉及硝化反应的化工企业、停产停业化工企业进行“回头看”，并对省政府认定公布的化工园区的区域安全风险评估与整改情况，特别是园区内危险化学品企业对周边单位的安全影响情况进行重点检查。

根据卓创资讯的统计数据，2015 年国内 CPE 的总产能约为 105.3 万吨，其中大型装置在整体供应中占比最大，排名前四的厂家产能占比高达 35.14%，而小型装置的数量虽然占比达到三分之二，但产能仅占 32.76%，可见规模型企业才是我国 CPE 生产的主力军。

表 4: 2015 年全国 CPE 产能分布

分类	装置 (万吨)	数量	产能统计 (万吨)	产能占比
大型装置	≥ 5	4	37	35.14%
中型装置	5 < 产能 ≤ 2	13	33.8	32.10%
小型装置	< 2	34	34.5	32.76%
合计	-	51	105.3	100%

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

可以预见的是，随着山东省化工产业安全生产转型升级专项行动的深入，对企业规模和环保水平的要求会越来越高，大部分小散乱或不符合园区定位的助剂产能会逐渐退出，行业集中度进一步提高，公司的行业龙头地位也会得以巩固和凸显。

表 5: 国内主要 PVC 抗冲加工助剂生产企业

公司	PVC 抗冲加工助剂产能 (万吨/年)					备注
	ACR	ACM	CPE	ACS	MBS	
日科化学	10	18		2		拟建 14 万吨 PMMA、10 万吨 ACS、4 万吨 ASA 工程塑料、4 万吨功能性膜材料及 1 万吨多功能高分子新材料项目
瑞丰高材	7				3	拟建 4 万吨/年 MBS、5 万吨/年新型高端耐候高透明高分子材料项目
亚星化学			17			
杭州科力化工			15			
日照三星化工			6			
山东万达化工					5	拟建 10 万吨/年丁基橡胶和 7 万吨/年卤化

数据来源：各公司网站，上市公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 三基地布局+新产能在建，公司内生增长动力强

在山东省已公布的三批化工园区和专业化工园区名单中，公司的沾化生产基地和东营港生产基地均位列其中，潍坊昌乐生产基地则可以申报重点监控点的形式继续生产。

目前，正在东营建设的 33 万吨新型助剂项目包括“年产 14 万吨 PMMA、10 万吨 ACS、4 万吨 ASA 工程塑料、4 万吨功能性膜材料及 1 万吨多功能高分子新材料项目”，预计项目总投资 12 亿元。其中，PMMA 可用于高端工程塑料领域，目前世界上和国内应环保要求提高应运而生的免喷涂技术，使得该领域的需求显著增加，公司通过自主研发技术得到的产品指标已达到国内外高端产品的性能；ASA 产品则是针对 ABS 耐候性差的缺点专门开发的工程塑料，该项目可以同时发挥公司 ASA 和 ACM 的独特性能，为环保、无污染、免喷涂膜制品提供完整的解决方案；多功能高分子新材料项目则非常符合公司以技术优势定位国内尚处空白的高端产品，形成进口替代的战略。

上述新产能达产后，一方面有利于公司现有产能规模的扩大，进一步降低生产成本；同时有利于现有产品系列的品种扩充，尤其是在高端产品领域的布局将显著提升公司的营业收入，改善公司的盈利情况。未来伴随着行业格局的优化和公司新产能的投放，公司的综合竞争力将得到进一步提升，发展加速进入快车道。

表 6: 公司新建产能规划

产品名称	产能（万吨/年）
PMMA	14
ACS	10
ASA 工程塑料	4
功能性膜材料	4
多功能高分子新材料	1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

关键假设：

- 1、公司现有产能为满产状态，东营新建产能于 2020 年年中投产；
- 2、2019、2020 年 ACR、ACM、ACS 产品毛利率分别为 17%、20%、20%；

3、2019、2020 年 ACR、ACM、ACS 产品不含税均价分别为 1.5、1.0、1.5 万元/吨。

盈利预测与估值：

们预计公司 2019-2021 年营业收入 35.95 亿元、56.69 亿元和 84.45 亿元，归母净利润分别为 2.22 亿元、3.98 亿元和 6.42 亿元，EPS 分别为 0.52 元、0.93 元和 1.51 元，当前股价对应 PE 分别为 15X，8X 和 5X。考虑到行业供给呈收缩趋势，公司新建产能将巩固 PVC 助剂龙头地位，下游应用领域的拓展有助于公司产品的加速渗透，未来公司盈利将得到持续性增长。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 7：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2018	2019E	2020E	2021E
ACR 抗冲加工改性剂	营业收入	722.3	1500.0	1500.0	1500.0
	毛利	79.9	255.0	255.0	255.0
ACM 低温增韧剂	营业收入	781.6	1800.0	1800.0	1800.0
	毛利	117.7	360.0	360.0	360.0
ACS 抗冲改性剂	营业收入	40.6	225.0	600.0	1350.0
	毛利	6.6	45.0	120.0	270.0
PMMA	营业收入			1025.6	2051.3
	毛利			205.1	410.3
ASA 工程塑料				641.0	1538.5
				192.3	461.5
多功能高分子新材料及其他	营业收入	24.2	70.0	102.6	205.1
	毛利	0.4	14.0	20.5	41.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

表 8：可比公司估值表

公司	总市值	收盘价	EPS			P/E			P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
日科化学	33.43	7.85	0.24	0.52	0.93	32.53	15.04	8.41	2.06
瑞丰高材	22.18	10.5	0.45	0.56	0.82	54.01	18.64	12.75	4.34
利安隆	67.01	37.23	1.07	1.42	1.79	28.90	26.22	20.80	6.26
道恩股份	52.62	20.88	0.50	0.89	1.22	47.10	23.48	17.19	6.25

资料来源：Wind（除日科化学和利安隆外，其他公司为 Wind 一致预期），东吴证券研究所

## 5. 风险提示

### 5.1. 原材料价格存在上行风险

公司产品的原材料成本占比较高，如果原材料价格涨幅过大，公司产品的盈利能力将会受到显著影响。

## 5.2. 新产能投产进度不及预期

公司在东营港新建的 33 万吨/年助剂项目预计将于 2020 年投产，存在投产进度低于预期的风险。

## 5.3. 生产过程存在安全事故风险

公司生产过程涉及危险化学品及其化学反应过程，存在一定的安全事故风险。

日科化学三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,093</b>	<b>3,701</b>	<b>4,196</b>	<b>7,531</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,569</b>	<b>3,595</b>	<b>5,669</b>	<b>8,445</b>
现金	165	719	1,134	1,689	减:营业成本	1,364	2,935	4,516	6,647
应收账款	376	1,256	1,318	2,516	营业税金及附加	9	22	34	50
存货	164	485	513	956	营业费用	62	137	219	324
其他流动资产	387	1,241	1,230	2,369	管理费用	54	114	185	273
<b>非流动资产</b>	<b>723</b>	<b>1,436</b>	<b>2,067</b>	<b>2,853</b>	财务费用	-0	88	187	301
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	4	14	20	31
固定资产	485	1,105	1,655	2,335	加:投资净收益	10	8	9	8
在建工程	119	211	290	392	其他收益	0	0	0	0
无形资产	82	83	85	89	<b>营业利润</b>	<b>121</b>	<b>293</b>	<b>518</b>	<b>827</b>
其他非流动资产	37	37	37	37	加:营业外净收支	3	-6	-3	-4
<b>资产总计</b>	<b>1,816</b>	<b>5,138</b>	<b>6,263</b>	<b>10,384</b>	<b>利润总额</b>	<b>124</b>	<b>286</b>	<b>514</b>	<b>822</b>
<b>流动负债</b>	<b>193</b>	<b>3,313</b>	<b>4,077</b>	<b>7,586</b>	减:所得税费用	21	64	117	180
短期借款	59	2,940	3,720	6,913	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	83	249	261	490	<b>归属母公司净利润</b>	<b>103</b>	<b>222</b>	<b>398</b>	<b>642</b>
其他流动负债	51	124	96	183	EBIT	122	364	688	1,102
<b>非流动负债</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	EBITDA	173	446	837	1,327
长期借款	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他非流动负债	1	1	1	1		<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>194</b>	<b>3,315</b>	<b>4,078</b>	<b>7,588</b>	每股收益(元)	0.24	0.52	0.93	1.51
少数股东权益	0	0	0	1	每股净资产(元)	3.81	4.28	5.13	6.57
归属母公司股东权益	1,622	1,823	2,185	2,796	发行在外股份(百万 股)	426	426	426	426
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,816</b>	<b>5,138</b>	<b>6,263</b>	<b>10,384</b>	ROIC(%)	6.0%	5.9%	9.0%	8.9%
					ROE(%)	6.3%	12.2%	18.2%	23.0%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>					毛利率(%)	13.0%	18.4%	20.3%	21.3%
	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	6.6%	6.2%	7.0%	7.6%
经营活动现金流	56	-1,431	628	-1,304	资产负债率(%)	10.7%	64.5%	65.1%	73.1%
投资活动现金流	-37	-787	-771	-1,003	收入增长率(%)	-25.4%	129.2%	57.7%	49.0%
筹资活动现金流	-21	2,772	557	2,862	净利润增长率(%)	8.1%	116.2%	79.0%	61.4%
现金净增加额	-2	554	415	555	P/E	32.53	15.04	8.41	5.21
折旧和摊销	51	82	148	225	P/B	2.06	1.83	1.53	1.20
资本开支	100	713	631	786	EV/EBITDA	18.67	12.49	7.09	6.46
营运资本变动	-56	-1,816	-96	-2,463					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>