

2019年08月29日

## 中报符合预期，PVC 助剂龙头驶入快车道 买入（维持）

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

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,569	3,595	4,622	6,050
同比（%）	-25.4%	129.2%	28.6%	30.9%
归母净利润（百万元）	103	187	263	390
同比（%）	8.1%	81.9%	40.5%	48.6%
每股收益（元/股）	0.24	0.44	0.62	0.92
P/E（倍）	28.47	15.65	11.14	7.49

### 事件

公司发布 2019 年中报，报告期内实现营业收入 10.86 亿元，同比增长 110.56%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 20.93%，实现扣非归母净利润 0.69 亿元，同比增加 404.41%。

### 投资要点

■ **公司是 PVC 改性剂细分行业龙头**：公司的主要产品包括 ACR 抗冲加工改性剂、ACM 低温增韧剂、ACS 抗冲改性剂，专门用于提高 PVC 塑料加工时的加工性能、抗冲击强度和低温韧性等，被广泛用于管道、建筑材料、注塑、吹塑制品等领域。报告期内，ACR 抗冲加工改性剂、ACM 低温增韧剂和 ACS 抗冲改性剂营业收入分别占公司营业收入的比例为 35.85%、60.16%、3.06%。

■ **三大产品销量大增，公司业绩进入加速释放期**：报告期内，公司的 ACR 产品销量同比增长 190.05%，主要原因是 2018 年一季度 ACR 装置的停产及 2019 年对该产品市场的持续开拓；ACM 产品销量同比增长 111.68%，主要原因是“年产 10 万吨塑料改性剂 ACM 及 1 万吨氯化聚氯乙烯 CPVC 项目”的投产；ACS 产品销量同比增长 800.06%，主要原因是公司加大了对 ACS 产品市场的开拓，客户对新产品的认可度在不断提高。

■ **供给收缩+产能新建，公司发展有望进入快车道**：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。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，公司发展有望进入快车道。

■ **盈利预测与投资评级**：我们预计 2019~2021 年公司营收分别为 35.95 亿元、46.22 亿元、60.50 亿元，归母净利润分别为 1.87 亿元、2.63 亿元、3.90 亿元，EPS 分别为 0.44 元、0.62 元、0.92 元，当前股价对应 PE 分别为 16X、11X 和 7X。维持“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；安全事故风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.87
一年最低/最高价	4.07/8.09
市净率(倍)	1.75
流通 A 股市值(百万元)	2323.84

### 基础数据

每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	12.50
总股本(百万股)	425.81
流通 A 股(百万股)	338.26

### 相关研究

1、《日科化学 (300214)：PVC 助剂龙头再发力，开启产品升级新篇章》2019-04-18

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>3,711</b>	<b>2,910</b>	<b>5,674</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,569</b>	<b>3,595</b>	<b>4,622</b>	<b>6,050</b>
现金	165	719	924	1,210	减:营业成本	1,364	2,979	3,768	4,868
应收账款	376	1,256	843	1,904	营业税金及附加	9	22	28	36
存货	164	495	338	738	营业费用	62	137	178	232
其他流动资产	387	1,241	805	1,822	管理费用	54	114	151	196
<b>非流动资产</b>	<b>723</b>	<b>1,436</b>	<b>1,692</b>	<b>2,042</b>	财务费用	-0	90	147	199
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	4	14	16	22
固定资产	485	1,105	1,341	1,650	加:投资净收益	10	8	9	8
在建工程	119	211	229	266	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>247</b>	<b>343</b>	<b>505</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>5,147</b>	<b>4,601</b>	<b>7,716</b>	<b>利润总额</b>	<b>124</b>	<b>241</b>	<b>340</b>	<b>500</b>
<b>流动负债</b>	<b>193</b>	<b>3,359</b>	<b>2,585</b>	<b>5,340</b>	减:所得税费用	21	54	77	110
短期借款	59	2,979	2,340	4,806	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	83	254	172	379	<b>归属母公司净利润</b>	<b>103</b>	<b>187</b>	<b>263</b>	<b>390</b>
其他流动负债	51	125	73	156	EBIT	122	320	476	685
<b>非流动负债</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	EBITDA	173	402	609	858
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	1	1	1	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>194</b>	<b>3,360</b>	<b>2,587</b>	<b>5,341</b>	每股收益(元)	0.24	0.44	0.62	0.92
少数股东权益	0	0	0	1	每股净资产(元)	3.81	4.20	4.73	5.58
					发行在外股份(百万股)	426	426	426	426
归属母公司股东权益	1,622	1,787	2,014	2,374	ROIC(%)	6.0%	5.2%	8.5%	7.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,816</b>	<b>5,147</b>	<b>4,601</b>	<b>7,716</b>	ROE(%)	6.3%	10.5%	13.0%	16.4%
					毛利率(%)	13.0%	17.1%	18.5%	19.5%
					销售净利率(%)	6.6%	5.2%	5.7%	6.5%
					资产负债率(%)	10.7%	65.3%	56.2%	69.2%
					收入增长率(%)	-25.4%	129.2%	28.6%	30.9%
					净利润增长率(%)	8.1%	81.9%	40.5%	48.6%
					P/E	28.47	15.65	11.14	7.49
					P/B	1.80	1.64	1.45	1.23
					EV/EBITDA	16.27	12.92	7.13	7.60

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>

