



2017-11-01

公司点评报告

买入/调高

雅克科技(002409)

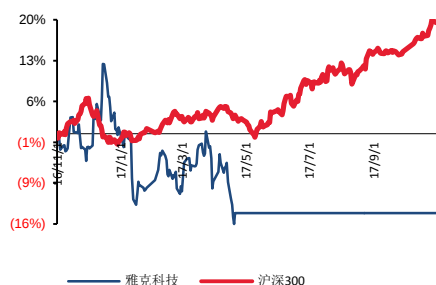
目标价: 30.00

昨收盘: 21.13

材料 材料 II

雅克科技：扬帆起航，最优质的半导体材料平台型公司

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	344/181
总市值/流通(百万元)	7,265/3,827
12 个月最高/最低(元)	27.50/20.69

相关研究报告：

雅克科技(002409)《主业稳定增长，大基金加持收购，半导体材料平台型公司可期》——2017/10/26

证券分析师：张波

电话：18116322862

E-MAIL: zhangbo@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117100028

证券分析师：杨伟

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

半导体核心材料供应商。在集成电路制造过程中，前驱体是半导体薄膜沉积工艺的主要原材料，三氟化氮、四氟化碳等含氟类气体是清洗和刻蚀工艺中主要用到的特种气体。雅克科技并购 UP chemical 和科美特切入相关领域，成为半导体核心材料供应商。在公司“并购+投资+整合”的全新发展模式下，公司有望持续布局，成为半导体材料行业平台型公司。

优质客户体系。UP Chemical 主要客户包括 SK 海力士，三星电子等，其中多个产品为 SK 海力士的第一供应商。科美特主要客户为林德气体、昭和电工、关东电化以及台积电。其中台积电为业内顶级 Logic 代工厂商，SK 海力士和三星电子为 Memory 巨头。此外，UP chemical 和世界顶级设备厂商长期合作，协同研发。

利润有望快速增长。科美特承诺 2017 年净利润不低于 1 亿元，17 与 18 年净利润之和不低于 2.16 亿元，17、18 及 19 年净利润三年之和不小于 3.6 亿元。UP Chemical 不涉盈利补偿安排，预计 2017 年净利 8500.65 万元。目前，全球前驱体市场在 8 亿美金，特种特气的市场空间在 36.8 亿美金。目前全球 520 万片/月 12 寸以及 520 万片/月 8 寸晶圆产能，未来大陆新增 12 寸产能 80 万片/月以上，带来前驱体和特气市场空间在 2 亿美金以上，公司有望充分受益此增量市场，业绩迎来快速发展。

国家集成电路产业投资基金(大基金)加持。大基金共投资 5.5 个亿参与此次并购，交易完成后将持有 5.73% 的股份，成为雅克科技第三大股东。大基金作为中国半导体产业发展的核心基金，首期募集资金为 1370 亿人民币，在半导体晶圆制造（中芯国际，长江存储）、半导体设备（北方华创、中微）、半导体封装（长电科技）等领域对于龙头进行产业化布局和整合。公司作为大基金在上市公司层面半导体材料领域加持的首家材料企业，在公司产品的导入以及后续的拓展方面必将受益于大基金的整合效应。按照国家 2020 年国内芯片自给率 40%、2025 年 70% 的战略目标，大基金后续必将持续的进行投入，公司作为材料方面的平台，必将持续受益。

上调“买入”投资评级。公司在半导体材料领域持续布局，一方面并购 UP chemical 和科美特切入前驱体和特气领域，另一方面布局相关设备企业。借助大基金的资源整合，有望在未来 3 年实现快速成长，成为半导体材料平台型公司。公司增发后约 98 亿市值对应 18 年 3.3 亿元备考业绩只有 29 倍估值，给予公司目标价 30 元，40% 以上空间，提高评级至“买入”。

风险提示：新产品拓展低于预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标:

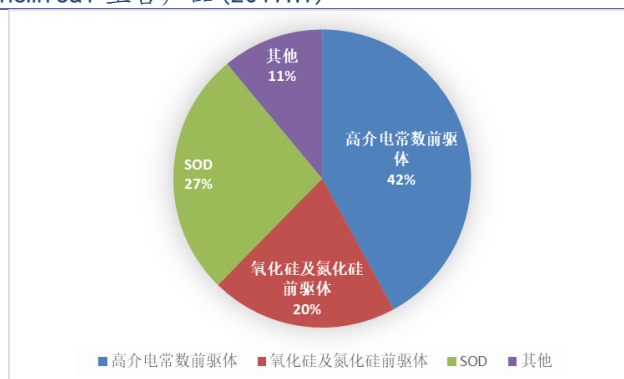
	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	894.48	1119.75	2080.32	2345.21
(+/-%)	-11.06%	25.18%	85.79%	12.73%
净利润(百万元)	67.84	74.20	333.01	391.54
(+/-%)	-24.86%	9.38%	348.77%	17.58%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.22	0.97	1.14
市盈率(PE)	103.88	97.91	21.82	18.55

一、 UP Chemical：半导体核心材料供应商

（一）半导体核心材料，绑定优质客户

半导体核心材料供应商。UP Chemical 是全球领先的半导体材料企业，主要产品分为旋涂绝缘介质（SOD）和前驱体两大类。公司产品广泛应用于 16 纳米、21 纳米、25 纳米等高端制程下 DRAM 以及先进的 3D NAND Flash 的制造工艺，涉及的核心工艺包括双重微影技术、高介电常数（High-K）、浅沟槽隔离（STI）等。此外，公司产品还可用于显示领域（OLED 水汽阻隔薄膜涂层前驱体、 OLED 气体扩散阻隔膜前驱体等）。

图表 1： UP Chemical 主营产品 (2017H1)



资料来源：收购说明书，太平洋研究院整理

公司产品覆盖核心半导体制造工艺。浅沟槽隔离（STI）由于优异的隔离性能在 0.25um 及以下技术节点中被广泛的应用。公司的主打产品 SOD 已经成熟量产，并且跟随客户的工艺进步不断发展。双重微影技术（Double Patterning Technology）是目前最主流的微影技术之一，其中栅极侧壁（Spacer）等材料对于性能较为重要。公司的 HCDS 和 ZOA130 为 Spacer 的重要前驱体，新产品 BTBAS 已经通过了半导体制造商的评测，即将量产。在半导体中，电容 C 是最重要的性能指标， $C = \epsilon * \epsilon_0 * A / T_{ox}$ 。High-K 材料有助于提高 C，并且有效减少漏电，在 45nm 以下的制程中已经得到了较为广泛的应用。公司主要产品 TEMAH 已经得到了成熟的应用，新一代产品 PepZr 也已经到了半导体制造商评测阶段。此外，UP Chemical 前驱体还可以用于 OLED 领域的水汽阻隔膜，延长有机发光物质寿命，是 OLED 工艺中的核心技术之一。

图表 2： UP Chemical 主要产品情况

产品名称	主要客户	具体分类	产品用途	产能	应用阶段
SOD	SK Hynix为主	STI	浅沟槽隔离(STI)填充材料	6000瓶	成熟量产
ZOA203		高介电常数 (High-K) 前驱体	电容器介质	9000kg	成熟量产
ZOA503			ZOA203升级版本		成熟量产
TMA			电容器介质材料	3600kg	成熟量产
TEMAH			栅氧化层	3960kg	成熟量产
TEMAZ			半导体制造过程	3300kg	成熟量产
PepZr	SK Hynix 三星电子				半导体制造商 评测阶段
HCDS	SK Hynix 三星电子	氧化硅及氮 化硅前驱体	双重微影技术中牺牲层以及隔 离氧化物和氮化物	21600kg	成熟量产
ZOA130	SK Hynix为主		双重微影技术中成膜材料	11340kg	成熟量产
Pyridine			原子层沉积技术催化剂	37800kg	成熟量产
BTBAS	SK Hynix 三星电子				
TMA		OLED薄膜封 装技术	OLED水汽阻隔薄膜涂层前驱体， OLED气体扩产阻隔膜前驱体	3600kg	成熟量产

资料来源：收购说明书，太平洋证券整理

公司研发能力突出。自 1998 年成立至今，UP Chemical 在技术研发方面积累了丰富的经验及先进技术，培养了一批具备技术攻坚能力的核心技术团队，且已经在中日美等国申请了多项专利，目前拥有韩国专利 18 项，境外专利 11 项。公司在一方面推进成熟产品量化生产推广的同时开展新产品的研发以及认证工作，保证公司跟随下游客户持续发展。

绑定优质客户和设备商，SK 海力士多个产品的第一供应商。UP Chemical 目前主要客户为世界知名存储、逻辑芯片生产商，如韩国 SK 海力士、三星电子等。其中 SK 海力士是公司最稳定的客户，公司在多个产品为 SK 海力士的第一供应商。根据 2015 年的销售数据，海力士向 UP Chemical 采购的多种产品的采购额占同期采购同种产品的总额均超过了 60%，尤其是 SOD 和 ZOA203 的销售额每年仍保持较高的增长速度。

半导体行业对设备的要求非常高，每一代工艺的提升都离不开设备的更新换代，而不同的设备以及工艺(CVD, ALD)需要与之匹配的不同的材料，因此半导体相关材料的开发离不开与设备公司的同步协作。公司与知名半导体设备公司 AMAT 等公司建立了长期稳定的合作关系，与半导体设备公司共同研发创新，有利于公司产品的导入。

公司在 SOD 领域的主要竞争对手为德国默克(Merck)和三星 SDI。三星 SDI 主要为自身半导体业务提供 SOD 产品。UP Chemical 的 SOD 产品主要供给 SK 海力士，Merck 主要供给全球主流存储器供应商。目前，半导体前驱体材料相关市场规模在超过 8 亿美元，未来五年的复合增长率在 10%以上。前驱体领域的供应商相对较多，主要有 UP Chemical、Versum Materials、AIR LIQUIDE、DNF、Mecharonics、Hansol Chemical 和 SoulBrain。DNF, Hansol Chemical, SoulBrain 和 Mecharonics 为韩国企业，主要受益于韩国半导体行业的大发展。具体来看，其中业务和下游集中在半导体用化学品的 DNF 净利润在 0.6 个亿，Hansol Chemical 和 Soulbrain 通过丰富产品线

和下游应用，净利润分别达到了 3.5 和 4.4 个亿。Air Liquide、Versum Materials、Merck 均为集团性质的公司，相对营收规模较大，提供前驱体材料的仅仅是旗下的相关业务部门。

图表 3：SOD 和前驱体主要供应商

公司	所属国家	主营业务	下游行业	2016 营收(亿元, RMB)	2016 净利润(亿元, RMB)
UP Chemical	韩国	CVD,ALD 前驱体 STI 用 SOD	半导体芯片制造, 显示器	3.5	0.9 (+赔偿+费用)
Soulbrain	韩国	CVD,ALD 前驱体 STI 用 SOD	半导体芯片制造 显示器、二代锂电池、电子光伏	42.5	4.4
Hansol Chemical	韩国	过氧化氢 过氧化二苯甲酰 DPT 工艺用前驱体	造纸、纺织、污水处理、显示器 半导体集成电路	27.1	3.5
DNF	韩国	STI 和 DPT 用化学品	3D NAND 和 DRAM	3.4	0.6
Mecharonics	韩国	CVD 和 ALD 前驱体	半导体集成电路、 LCD、LED 太阳能光伏芯片		
Air Liquide	法国	各种气体	工业，医药行业	1428	145
Versum Materials	美国	工艺材料，高新材料， 设备和装置	半导体相关	64.4	14.1
Merck	德国	高性能材料，医药等	电子，医疗行业	2642.4	260.2

资料来源：WIND，太平洋证券整理

（二）存储国产化大潮叠加海力士扩产，公司最受益

UP Chemical 目前主要的产品应用在半导体存储芯片的制造过程中。半导体存储芯片分为 DRAM 和 NAND 两大市场，制造行业集中度较高。根据全球知名半导体市场调研机构 DRAM exchange 发布的报告，三星、海力士和美光三家垄断了全球 DRAM 97.9% 的市场。三星、东芝/闪迪、海力士、美光和英特尔几乎垄断了全球 100% 的市场。

目前 DRAM 的主要发展还是集中在尺寸的进一步缩小，NAND 领域则主要是 3D NAND 对 2D NAND 的替代。相比于 2D NAND，3D 技术不仅使产品性能至少提升 20%，而且功耗可以降低 40% 以上。目前 3D NAND 的堆栈层数为 32-48 层，厂商们正在研发 64 层甚至更高层数的堆栈技术。市场调研机构 IHS 指出，全球 NAND 闪存市场上，2015 年 3D NAND 比重约为 4.5%，2016 年则将快速提升到 21%，到 2017 年则将达到 40%，2018 年 3D NAND 比重将达到 50%，逐渐成为 NAND 闪存主流产品。

图表 4：国内半导体存储迅速发展

公司	量产/预期完工	地址	工艺	技术来源	规划产能
SK Hynix	已经量产	武汉	DRAM	SK Hynix	16万片/月
Intel	已经量产	大连	NAND	Intel	6万片/月
三星	已经量产	西安	NAND	三星	10万片/月
长江存储	2019年	武汉	NAND	Spansion	30万片/月
福建晋华	2018年	福建	DRAM	联电	6万片/月
合肥长鑫	2018年	合肥	DRAM	尔必达+SK Hynix	12.5万片/月

资料来源：太平洋证券整理

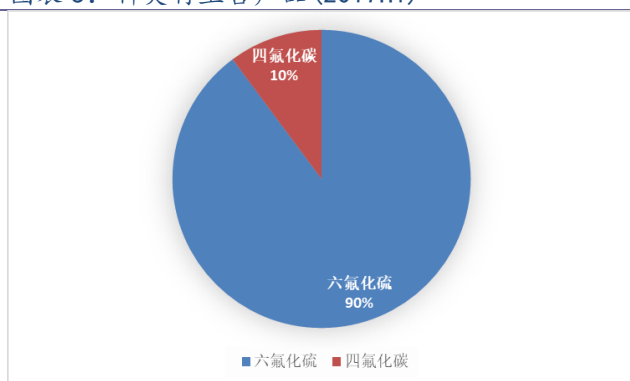
当前半导体存储器的国产化进程正在加速，长江存储，合肥长鑫，福建晋华纷纷破土动工，其中长江存储主要生产 NAND，合肥长鑫和福建晋华为 DRAM 产线。随着国内先进半导体生产线的开工运行，将形成对半导体上游材料的巨大需求。这些新建的产线在调试工艺阶段，为了减少干扰因素，加快生产进度，必定选择国外成熟的设备和配套的材料，UP Chemical 被雅克科技收购以后，有望率先切入大陆的半导体厂商，打开成长空间。

2017 年 10 月 29 号，SK 海力士与无锡市政府签约，海力士新上二工厂项目，总投资 86 亿美元，项目建成后将形成月产 20 万片 10 纳米级晶圆片的生产能力。此外，海力士在清州还有新的扩产计划。公司作为海力士多个半导体材料的一级供应商，未来有望跟随 SK 海力士进一步发展。

二、科美特：含氟特种气体龙头

科美特是一家主要从事含氟特种气体的生产与销售专业的企业，具备年产六氟化硫 8500 吨和电子级四氯化碳 1200 吨生产能力；年产 3500 吨半导体用电子级三氟化氮项目正在建设中。下游主要应用在输配电及控制设备以及微电子行业中。

图表 5：科美特主营产品 (2017H1)



资料来源：收购说明书，太平洋证券整理

图表 6：公司主要产品情况

产品名称	主要客户	产能/吨	应用阶段
六氟化硫	西电集团、平高集团、山东泰开、新东北、思源电气、ABB 等	8500	成熟量产
四氯化碳	林德气体、昭和电工、关东电化、台积电	1200	成熟量产
三氟化氮		规划 3500	预计 2018 年量产

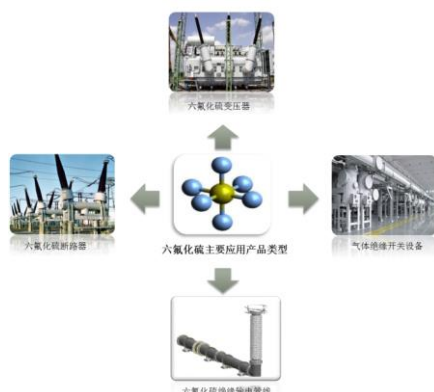
资料来源：收购说明书，太平洋证券整理

(一) 深耕含氟气体领域，不断开拓产品和客户

六氟化硫是电解产生的氟气与硫磺在高温下反应制得，六氟化碳具备电绝缘性好，灭弧能力

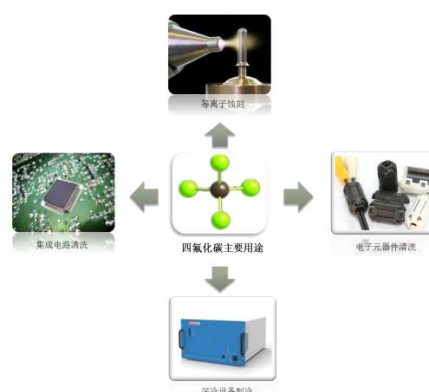
优越等性能。目前，国内外市场上的六氟化硫主要用于电力设备中的输配电及控制设备行业，包括气体绝缘开关设备（即 GIS）、断路器、高压变压器、绝缘输电管线、高压开关、气封闭组合电容器、互感器等等。目前科美特六氟化硫年产能为 8,500 吨，气体纯度高、质量稳定，在同行业中处于全球领先水平。四氯化碳又称四氯甲烷，目前半导体级四氯化碳主要用于半导体工业中的等离子刻蚀。科美特四氯化碳年产能为 1,200 吨，气体纯度高、质量稳定。三氟化氮（NF₃）由于其高刻蚀率、高选择性、无碳刻蚀和最小限度残留污染的特点，被广泛应用于等离子刻蚀和半导体设备清洗中。根据公司的可行性研究报告，三氟化氮预计于 2018 年年初开始投入设备生产，并于 2018 年中开始销售。公司电子级产品同样可以用于面板工艺中。

图表 7：六氟化硫主要下游



资料来源：收购说明书，太平洋证券整理

图表 8：四氯化碳主要下游



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司深耕含氟气体领域，技术优势明显。公司从成立之初开始进行特种气体研究工作，不断引进、消化、改良、创新气体生产技术。2011 年科美特与天津大学化工学院、化学工程联合国家重点实验室结成合作开发联盟，共同进行技术研发。公司在高纯度工业六氟化硫和电子级四氯化碳的研究方面，科美特的技术水平处于国内领先的地位。科美特曾参与制订《电子工业用气体六氟化硫》(GB/T18867-2014)，作为我国现行的电子级六氟化硫国家标准。三氟化氮与六氟化硫、四氯化碳的基本制作流程类似，均为电解制气、气体净化、气体精制、精馏提纯、压缩充装等，下游客户也存在较强相关性。公司有望借助之前积累的丰富的经验和客户关系，快速打开三氟化氮的市场。

公司客户优质。工业级六氟化硫方面，公司已与国内外知名的输配电及控制设备企业建立了长期稳定的合作关系，主要客户包括主要客户包括西电集团、平高集团、山东泰开、新东北、思源电气、ABB 等。半导体级四氯化碳，公司的主要客户包括知名气体商如林德气体、昭和电工、关东电化等供应电子特气，并通过其渠道销往最终的半导体制造客户。此外，公司在 2016 年成为全球最大晶圆制成公司-台积电的合格供应商，自 2016 年 4 月至今一直为台积电 Fab 14A 厂的唯一供应商，供应高纯四氯化碳产品。科美特还为美国 Intel、美国 TI 等半导体制造商供应四氯化碳产品，并积极开发格芯（Global Foundry）、韩国三星电子、联华电子（UMC）等半导体客

户。

2015 年全球半导体用特种气体市场规模 34.8 亿美元，2016 年将增长到 36.8 亿美元，增速达到了 5.75%，未来有望受益于中国半导体行业的大发展持续增长。公司主要竞争对手包括比利时索尔维集团、日本关东电化、黎明化工研究设计院、福建德尔科技、盈德气体等企业。其中比利时索尔维集团、日本关东电化进入行业时间较早，具备领先的生产技术和相对较大的客户资源。国内厂商市场份额快速提升，对国外厂商不断实现替代。

(二) 受益国内半导体及面板行业大发展，一带一路走向世界

未来几年，中国的半导体和面板行业均处于高速发展的状态，对于相关特种气体的需求随之提升。公司产品已经得到半导体制造顶级厂商台积电的认可，有望充分受益于国内需求的快速提升。2016 年六氟化硫的全球需求量在 15,000-16500 吨左右，未来伴随着国内电子行业的持续发展以及“一带一路”形势下我国输配电及控制设备出口加速，公司工业级六氟化硫有望持续稳定增长。

图表 9：国内 LCD 厂商扩产计划

厂家	代数	地点	产能(万片/月)	预计/投产时间
京东方	8.5	合肥	9	2017
京东方	8.5	重庆	9	
华星光电	8.5	深圳	10	
惠科	8.5	重庆	7	
华星光电	8.5	武汉	3	2018
中电熊猫	8	咸阳	12	
中电熊猫	8.6	成都	10	
华映科技	6	福州	3	
富士康	6	郑州	4	
京东方	8.5	北京	12	2019
京东方	8.5	福州	12	
京东方	10.5	合肥	9	
华星光电	11	深圳	9	
富士康	10.5	广州	9	
惠科	11	昆明	9	

资料来源：太平洋研究院整理

图表 10：国内 OLED 厂商扩产计划

厂家	代数	地点	产能(万片/月)	预计/投产时间
京东方	6	成都	4.8	2017.10
	6	绵阳	4.8	2019
华星光电	6	武汉	6	2018
和辉光电	4.5	上海	1.5扩到2	2017.12
	6	上海	4.5	2019
维信诺	5.5	昆山	6	2015
	5.5	成都	10	2018
信利国际	4.5	惠州	3	2016.11
天马	6	厦门	3	2016.12
	5.5	上海	2	2018
	6	武汉	3	2018

资料来源：太平洋研究院整理

图表 11：国内半导体 logic 厂商扩产计划

公司	开建日期	预期完工	地址	生产线	规划产能 万片/月
台积电	2016.7	2018年	南京	12寸	初始2
中芯国际	2015.10		北京	12寸	1.5
中芯国际	2016.10	2018	上海	12寸	7
中芯国际	2016.10	2018	天津	8寸	15
华力	2016.9	2018	上海	12寸	4
台联电	2015.3		厦门	12寸	5
力晶	2015.10	2017.10	合肥	12寸	4
德科马	2016.3		江苏	8寸& 12寸	8寸：4 12寸：2
AOS	2016		重庆	12寸	一期2
格罗方德	2016	2017	成都	12寸	1.5
德科马 &Tower Jazz	2016.6		南京	8寸& 12寸	一期8寸4

资料来源：太平洋研究院整理

三、产业链持续布局，大基金加持

公司 2016 年底收购华飞电子。华飞电子主要生产半导体封装材料中包括球形硅微粉与角形硅微粉在内的填充料，拥有 4600 吨/年球形硅微粉生产能力，下游客户包含住友电木、日立化成、德国汉高、松下电工及台湾义典等全球知名企业。华飞电子承诺 2017、2018 年净利润分别不低于 1700 万元和 2200 万元，上半年华飞电子实现营收 5683.62 万元，净利润 849.93 万元，预计全年能够顺利完成业绩承诺。通过收购华飞电子，公司迅速进入半导体封装材料领域，未来随着下游 IC 制造国产化比例提升，公司硅粉业务有望持续增长。

公司 2017 年 4 月 5 号公告与韩国 Foures Co., Ltd 签订合作协议，拟设立中韩合资企业江苏雅克福瑞科技有限公司。双方对该公司投资总额为 600 万美元，雅克科技出资 390 万美元（约 2687 万元，占投资总额 65%），Foures 公司出资 210 万美元（占投资总额 35%）。Foures 韩国知名的气体输送设备制造商，其产品覆盖特种气体供应系统、大宗气体供应系统、化学品输送系统等，尤其在半导体制程的前驱体输送领域具有丰富的经验。Foures 用户覆盖韩国最大的半导体制造企业，以及中国大陆及台湾地区主流的半导体及平板显示企业。雅克福瑞未来主要经营范围主要为半导体、太阳能电池、LCD、OLED 用气体及化学品相关的机械设备、仪器、零部件的生产和销售，将进一步拓宽公司产业链和业务覆盖范围，与现有业务产生协同效应。

公司 2017 年 10 月 25 号与韩国 Jaewon 签署合作备忘录，在半导体及面板电子化学品领域展开合作。Jaewon 公司深耕电子化学品领域，主要客户为三星、SK 海力士、LG 等韩国知名的半导体和面板厂商，年产值达 3 亿美元。此次合作主要涉及覆盖光刻、清洗、湿法刻蚀等半导体材料领域，有助于公司一体化布局。

半导体行业起源于欧美，随后经历了向日本的第一次产业转移，向韩国和中国台湾的第二次

产业转移，目前正经历向中国的第三次产业转移。每一次的产业转移，都会带来相关的半导体材料行业的变迁。目前欧美的老牌企业仍然占据较重要的地位，日本相关企业在半导体迁移过程中充分发展，韩国受益于三星和海力士的发展，催生了一批相关公司。

国家集成电路产业投资基金（大基金）是为促进集成电路产业发展设立的，由国开金融、中国烟草、亦庄国投、中国移动、上海国盛、中国电科、紫光通信、华芯投资等企业发起。基金重点投资集成电路芯片制造业，兼顾芯片设计、封装测试、设备和材料等产业。大基金首期募集资金为 1370 亿人民币，重点投资国内半导体各个细分领域的龙头企业，主要包括中晶圆制造龙头（中芯国际、长江存储）、封测龙头（长电科技）、设备龙头（北方华创、中微）等。

此次并购，大基金共投资 5.5 个亿，交易完成后将持有 5.73% 的股份，成为雅克科技第三大股东。公司作为大基金在上市公司层面半导体材料领域加持的首家材料企业，在公司产品的导入以及后续的拓展方面必将受益于大基金的整合效应。按照国家 2020 年国内芯片自给率 40%、2025 年 70% 的战略目标，大基金后续必将持续的进行投入，公司作为材料方面的平台，必将持续受益。

四、盈利预测及估值

盈利预测：公司在半导体材料领域持续布局，一方面并购 UP chemical 和科美特切入前驱体和特气领域，另一方面布局相关设备企业。借助大基金的资源整合，有望在未来 3 年实现快速成长，成为半导体材料平台型公司。公司增发后约 98 亿市值对应 18 年 3.3 亿元备考业绩只有 29 倍估值。暂不考虑增发摊薄股本，预计 2017-19 年 EPS 为 0.22 元、0.97 元、1.14 元，当前股价对应 2017-19 年 PE 为 98X、22X、19X。

我们选取五家电子化学品公司进行估值对比，2018 年平均估值 PE 为 50 倍（对应 2017 年 10 月 31 日股价），而雅克科技 18 年 PE 为 22 倍，如果增发成功后约 98 亿市值对应明年 3.3 亿元备考业绩只有 29 倍估值，估值有较大幅度上升空间。

我们认为公司作为半导体核心材料供应商，叠加客户优质和大基金加持等因素，未来将充分享受国内半导体行业的大发展。此外，未来不排除公司以兼并收购的方式进行的产业链横向拓展和纵向延伸，以此来做大做强可能。给予公司目标价 30 元，40% 以上空间，提高评级至“买入”。

图表 122：A 股电子化学品行业上市公司估值对比

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 (2017-10-31)	EPS				PE			
					16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
300398	飞凯材料	101.00	4.27	23.66	0.65	0.27	0.53	0.67	80	89	45	35
300429	强力新材	61.60	2.57	23.95	0.46	0.57	0.74	0.97	72	42	32	25
300346	南大光电	41.33	1.61	25.69	0.05	0.23	0.33	0.44	192	110	79	59
603078	江化微	51.15	0.60	85.25	1.53	1.28	1.70	2.32	56	67	50	37
300655	晶瑞股份	27.16	0.88	30.78	0.51	0.45	0.66	0.87	60	68	46	35
平均									95	75	50	38
002409	雅克科技	72.69	3.44	21.13	0.20	0.22	0.97	1.14	106	96	22	19

资料来源：wind, 太平洋研究院整理

五、 风险提示

主业下滑，项目推进不达预期的风险。

附录：公司财务预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1119	744	894	1488	1660	营业收入	1006	894	1120	2080	2345
货币资金	192	164	202	374	422	营业成本	767	686	857	1369	1524
应收账款	150	182	230	427	482	营业税金及附加	2	4	5	10	11
其他应收款	3	5	6	11	12	营业费用	39	41	51	94	106
预付款项	5	7	11	16	22	管理费用	123	119	123	229	258
存货	136	171	211	338	376	财务费用	-6	-16	15	16	17
其他流动资产	586	177	189	237	250	资产减值损失	-1.86	1.39	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	590	1096	662	623	584	公允价值变动收益	-4.27	3.06	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	36.28	13.52	13.52	13.52	13.52
固定资产	225.45	279.73	315.99	316.06	298.87	营业利润	114	75	82	375	442
无形资产	57	68	61	54	47	营业外收入	2.77	3.04	3.00	3.00	3.00
其他非流动资产	62	74	74	74	74	营业外支出	7.08	1.36	1.36	1.36	1.36
资产总计	1710	1840	1556	2112	2244	利润总额	110	77	84	377	443
流动负债合计	345	294	304	660	558	所得税	20	9	10	44	52
短期借款	165	56	27	247	95	净利润	90	68	74	333	392
应付账款	68	83	106	169	188	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	5	10	18	27	归属母公司净利润	90	68	74	333	392
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	143	95	141	440	509
非流动负债合计	15	23	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.20	0.22	0.97	1.14
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	360	317	304	660	558	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-24.0%	-11.1%	25.2%	85.8%	12.7%
实收资本(或股本)	166	344	344	344	344	营业利润增长	48.2%	-34.3%	9.6%	355.7%	17.7%
资本公积	751	704	375	375	375	归属于母公司净利润增长	49.8%	-24.9%	9.4%	348.8%	17.6%
未分配利润	383	416	389	271	132	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1350	1523	1243	1443	1678	毛利率(%)	24%	23%	24%	34%	35%
负债和所有者权益	1710	1840	1547	2104	2236	净利率(%)	9%	8%	7%	16%	17%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	5%	4%	5%	16%	17%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	7%	4%	6%	23%	23%
经营活动现金流	121	71	43	99	370	偿债能力					
净利润	90	68	74	333	392	资产负债率(%)	21%	17%	20%	31%	25%
折旧摊销	35.21	35.26	44.05	48.46	49.83	流动比率	3.25	2.53	2.94	2.25	2.98
财务费用	-6	-16	15	16	17	速动比率	2.85	1.95	2.24	1.74	2.30
应付账款的变化	0	0	23	63	19	营运能力					
预收账款的变化	0	0	4	8	9	总资产周转率	0.59	0.50	0.66	1.14	1.08
投资活动现金流	-197	70	-10	4	4	应收账款周转率	6	5	5	6	5
公允价值变动收益	-4	3	0	0	0	应付账款周转率	9.43	11.84	11.88	15.16	13.15
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	36	14	14	14	14	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.20	0.22	0.97	1.14
筹资活动现金流	143	-164	-411	71	-325	每股净现金流(最新摊薄)	0.40	-0.07	-1.10	0.46	0.10
短期借款	165	56	27	247	95	每股净资产(最新摊薄)	8.12	4.43	3.62	4.20	4.88
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	178	0	0	0	P/E	38.93	103.88	97.91	21.82	18.55
资本公积增加	0	-48	-329	0	0	P/B	2.60	4.77	5.84	5.03	4.33
现金净增加额	66	-23	-378	173	48	EV/EBITDA	24.35	75.71	50.14	16.23	13.64

资料来源: wind, 太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。