

公司研究/季报点评

2019年10月31日

中小市值/中小市值II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 19.21  
合理价格区间(元): 25.85~26.95

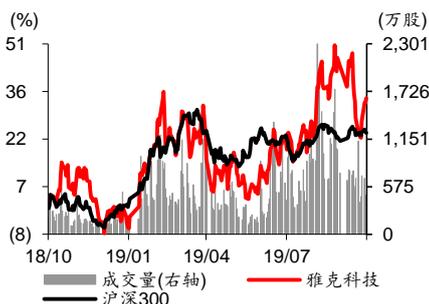
**孔凌飞** 执业证书编号: S0570517040001  
研究员 021-28972083  
konglingfei@htsc.com

**王涛** 021-28972053  
联系人 wangtao011711@htsc.com

相关研究

- 1《雅克科技(002409 SZ,增持): 业绩略超预期上限, 并购整合顺利》2019.08
- 2《雅克科技(002409,增持): 业绩低于预期, 2019有望否极泰来》2019.04
- 3《雅克科技(002409,增持): 国内 IC 制造材料全产业链布局先驱》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 三季度报略超预期, 维持增持评级

### 雅克科技(002409)

#### 2019 年前三季度业绩略超预期

公司发布 2019 年三季度报, 2019 年前三季度实现营业收入 13.62 亿元 (YoY+24.33%), 实现归母净利润 1.86 亿元 (YoY+98.90%), 略超公司此前业绩预告区间 (1.52-1.7 亿元)。三季度报略超预期, 公司重大资产重组后整合初见成效。预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.55/0.67/0.74 元, 维持“增持”评级。

#### 业务结构优化, 毛利率大幅提升

2019 年前三季度公司综合毛利率为 35.72%, 相比去年同期 26.32% 明显上升, 比上半年的 33.72% 亦进一步上升, 我们预计主要原因是今年高毛利的电子化学品业务占比大幅上升所致。2019 年前三季度销售费用率为 5.1% (YoY-0.44pct), 管理费用率为 10.74% (YoY+0.73pct), 研发费用率为 3.01% (YoY+0.12pct), 财务费用率为 -0.14% (YoY+0.14pct)。可以看出, 毛利率大幅提升的同时, 公司费用率提升幅度较小是公司净利润同比实现较大幅度增长的主要原因。

#### 公司营运效率同比有所下降

公司 2019 年前三季度应收账款周转天数 73.39 天, 相比去年同期 71.86 天略有延长; 同时应付账款周转天数为 30.43 天, 相比去年同期 21.82 天亦有增加; 公司 2019 年前三季度存货周转率为 2.73, 相比去年同期的 3.09 有所放慢。公司的营运效率相比去年同期有所下降, 可能是导致公司今年前三季度经营现金流量净额同比增速 (YoY+13.38%) 低于利润增速的主要原因。

#### 全年业绩预计保持高速增长

公司公告 2019 年全年净利润区间 2.4-2.7 亿元, 同比增长 80.59%-103.16%。据此计算公司四季度单季净利润区间为 0.54-0.84 亿元, 相比去年同期增长 218.21-394.99%。公司预计全年业绩保持较高增速的主要原因是: 1、子公司成都科美特及江苏先科的业绩并入上市公司; 2、江苏先科的经营实体韩国 UP Chemical 的经营业绩大幅上升。

#### 上调目标价, 维持“增持”评级

我们维持公司业绩预测, 即 2019-21 年实现归母净利润 2.53/3.08/3.44 亿元, 对应 EPS 为 0.55/0.67/0.74 元, 当前股价对应 PE 为 35/29/26 倍。参考可比电子化学品公司 19 年 PE 均值为 57 倍, 考虑到可比公司估值上涨明显同时出于谨慎性考虑, 我们上调公司目标 PE 但给予一定折价, 对应 19 年 47-49 倍 PE, 上调目标价至 25.85-26.95 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 原材料价格波动; 汇率波动; 市场竞争加剧; 业绩承诺低于预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	462.85
流通 A 股 (百万股)	237.76
52 周内股价区间 (元)	13.30-21.56
总市值 (百万元)	8,891
总资产 (百万元)	4,852
每股净资产 (元)	9.37

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

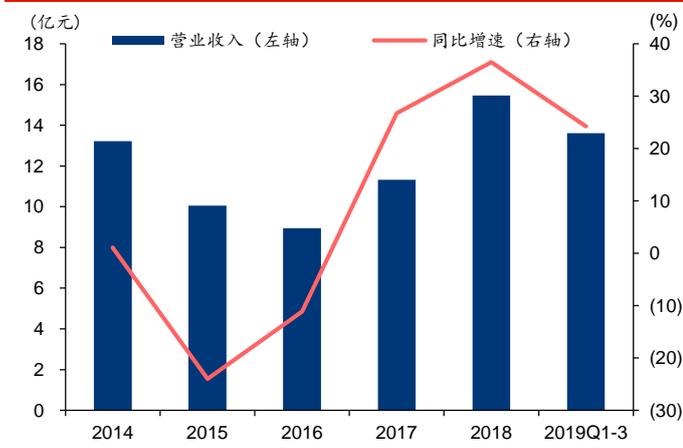
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,133	1,547	2,150	2,344	2,471
+/-%	26.66	36.58	38.94	9.03	5.42
归属母公司净利润 (百万元)	34.53	132.90	252.73	308.14	344.09
+/-%	(49.10)	284.90	90.17	21.92	11.67
EPS (元, 最新摊薄)	0.07	0.29	0.55	0.67	0.74
PE (倍)	257.51	66.90	35.18	28.86	25.84

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司营业收入增长 24.33%，净利润增长 98.90%

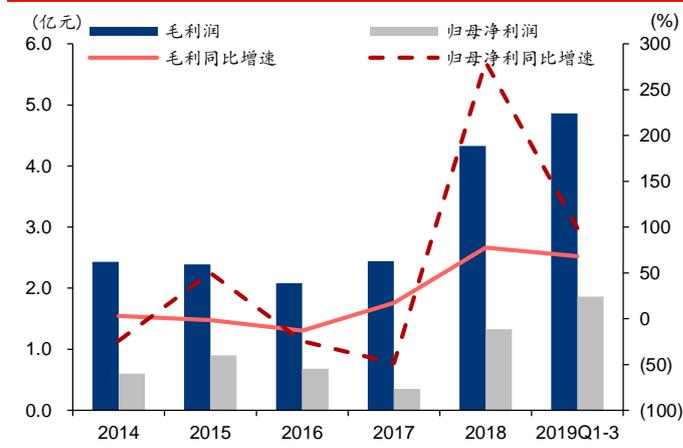
公司 2019 年前三季度实现营业收入 13.62 亿元 (YoY+24.33%)，实现归母净利润 1.86 亿元 (YoY+98.90%)，业绩略超预期。

图表1：2019年前三季度营业收入同比增长 24.33%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：2019年前三季度净利润同比增长 98.90%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 估值

图表1：雅克科技可比公司估值表(2019/10/30)

代码	证券简称	TTM	市盈率 PE		
			19E	20E	20E
603078	江化微	85	68	48	48
300429	强力新材	45	39	33	33
300655	晶瑞股份	108	64	44	44
	平均	79	57	42	42
002409	雅克科技	50	35	29	29

资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

**原材料价格波动风险。**科美特的主营产品六氟化硫和四氟化碳主要原料均为电解无水氟化氢。由于下游制冷剂需求上升、环保监管压力、例行检修等原因，将显著降低无水氟化氢的供给，采购成本也会相应提高。如果公司不能有效控制原材料成本，未来业绩可能会出现较大波动。

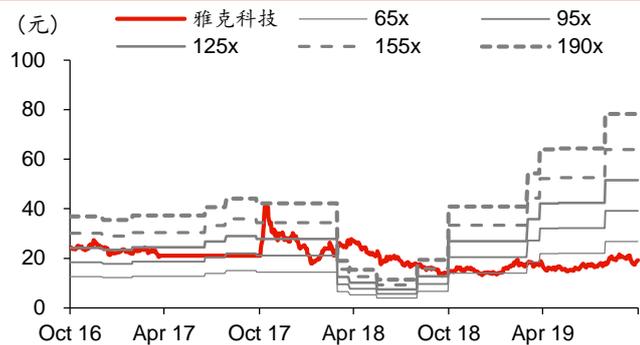
**汇率波动风险。**公司长期以来来自国外的营业收入皆占到总收入的 70% 以上。同时，公司收购的韩国 UP Chemical 主要经营活动在境外开展，日常经营活动中涉及美元、韩元等多种货币，且公司合作企业 Foures、Jaewon 也是韩国公司，未来境外交易可能会增多。如果未来汇率发生较大波动，公司业绩可能会受到影响。

**市场竞争加剧风险。**半导体前驱体、电子特气等作为芯片制造的重要材料，进入门槛较高，主要体现在产品革新换代快、市场参与者不断研发新产品以替代旧产品的竞争。如果竞争者不断加入市场以及原有竞争者不断开发质量更高、成本更低的新产品，或者公司未能及时研发出满足下游客户技术更新的产品，公司可能面临毛利率下降、市场份额缩小的风险。

**业绩承诺低于预期风险。**科美特业绩承诺为 2017-19 年实现扣非净利润分别不低于 1、1.16、1.44 亿元；华飞电子业绩承诺为 2016-18 年归母净利润分别不低于 1200、1700、2200 万元，2016、2017 年实际发生额为 1332.24、1833.99 万元。如果科美特及华飞电子经营不善或遇不可抗力等，业绩承诺可能无法实现，进而增加商誉减值风险。

PE/PB – Bands

图表2: 雅克科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 雅克科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	627.43	1,855	1,696	1,850	2,055
现金	156.41	735.83	439.97	508.03	655.59
应收账款	188.55	374.35	526.75	574.32	605.46
其他应收账款	4.66	7.83	9.35	10.17	10.76
预付账款	26.64	19.81	21.09	22.50	23.49
存货	176.58	323.30	348.64	371.15	386.87
其他流动资产	74.59	393.66	350.23	363.73	372.59
非流动资产	1,145	2,903	3,132	3,320	3,491
长期投资	0.00	29.77	29.77	29.77	29.77
固定投资	421.24	672.77	821.79	935.57	1,018
无形资产	68.08	186.95	274.95	362.95	450.95
其他非流动资产	655.71	2,013	2,006	1,992	1,992
资产总计	1,772	4,757	4,828	5,170	5,546
流动负债	190.90	457.20	329.56	341.78	350.31
短期借款	9.00	149.21	0.00	0.00	0.00
应付账款	126.77	138.76	168.72	180.00	187.93
其他流动负债	55.12	169.23	160.83	161.78	162.39
非流动负债	21.81	44.95	15.99	16.74	18.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.81	44.95	15.99	16.74	18.08
负债合计	212.71	502.15	345.55	358.52	368.39
少数股东权益	6.66	80.29	96.90	117.02	139.35
股本	343.83	462.85	462.85	462.85	462.85
资本公积	703.92	3,050	3,050	3,050	3,050
留存公积	508.06	637.18	873.10	1,181	1,525
归属母公司股东权益	1,553	4,175	4,386	4,694	5,038
负债和股东权益	1,772	4,757	4,828	5,170	5,546

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	5.68	249.16	224.77	377.47	461.94
净利润	34.27	141.52	269.34	328.26	366.42
折旧摊销	44.00	80.92	96.52	125.09	153.07
财务费用	1.30	(1.35)	14.69	5.26	(0.82)
投资损失	0.61	(4.08)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(83.27)	58.93	(119.89)	(78.98)	(54.55)
其他经营现金	8.77	(26.78)	(30.89)	2.85	2.82
投资活动现金	51.13	199.90	(315.02)	(304.15)	(315.21)
资本支出	73.76	99.39	230.00	230.00	230.00
长期投资	2.91	37.87	(0.00)	0.00	0.00
其他投资现金	127.80	337.16	(85.03)	(74.15)	(85.21)
筹资活动现金	(61.93)	112.21	(205.61)	(5.26)	0.82
短期借款	(46.72)	140.21	(149.21)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	119.03	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	2,346	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(15.21)	(2,493)	(56.41)	(5.26)	0.82
现金净增加额	(7.79)	579.22	(295.86)	68.06	147.56

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,133	1,547	2,150	2,344	2,471
营业成本	889.27	1,114	1,406	1,500	1,566
营业税金及附加	8.24	15.84	15.05	16.41	17.30
营业费用	57.45	81.41	133.30	147.68	155.69
管理费用	95.34	167.91	262.30	288.33	303.97
财务费用	1.30	(1.35)	14.69	5.26	(0.82)
资产减值损失	0.76	(12.36)	3.00	3.00	3.00
公允价值变动收益	0.01	(0.25)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.61)	4.08	5.00	5.00	5.00
营业利润	34.82	163.06	320.64	388.48	431.08
营业外收入	4.30	0.86	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.97	(2.45)	0.00	0.00	0.00
利润总额	38.14	166.37	320.64	388.48	431.08
所得税	3.88	24.85	51.30	60.21	64.66
净利润	34.27	141.52	269.34	328.26	366.42
少数股东损益	(0.26)	8.63	16.61	20.12	22.33
归属母公司净利润	34.53	132.90	252.73	308.14	344.09
EBITDA	80.12	242.64	431.86	518.83	583.33
EPS (元, 基本)	0.10	0.29	0.55	0.67	0.74

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.66	36.58	38.94	9.03	5.42
营业利润	(53.56)	368.31	96.63	21.16	10.97
归属母公司净利润	(49.10)	284.90	90.17	21.92	11.67
获利能力 (%)					
毛利率	21.51	28.01	34.60	36.01	36.63
净利率	3.05	8.59	11.75	13.15	13.92
ROE	2.22	3.18	5.76	6.56	6.83
ROIC	3.43	4.01	7.46	8.23	8.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.00	10.56	7.16	6.93	6.64
净负债比率 (%)	4.23	29.71	0	0	0
流动比率	3.29	4.06	5.15	5.41	5.87
速动比率	2.36	3.34	4.08	4.32	4.75
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.47	0.45	0.47	0.46
应收账款周转率	5.76	5.32	4.68	4.17	4.11
应付账款周转率	8.49	8.39	9.15	8.60	8.51
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.29	0.55	0.67	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.54	0.49	0.82	1.00
每股净资产(最新摊薄)	3.36	9.02	9.48	10.14	10.89
估值比率					
PE (倍)	257.51	66.90	35.18	28.86	25.84
PB (倍)	5.73	2.13	2.03	1.89	1.76
EV_EBITDA (倍)	101.32	33.46	18.80	15.65	13.92

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com