国联证券 GUOLIAN SECURITIES

公告点评

下游需求疲软导致业绩低于预期

化工行业

2011 年 10 月 26 日

评级：推荐（维持）

雅克科技（002409.SZ）三季报点评

事件： 公司公布 2011 年 1～9 月份经营业绩，实现营业总收入 7.46 亿，同比增长 13.5%，归属于上市公司股东的净利润为 5909.59 万，同比增长 0.97%，每股收益为 0.53 元。

点评：

- **销售收入的同比增长幅度是逐步下滑的。**一季度销售收入同比增长了 40%，半年报销售收入增长了 21.4%，前三个季度销售收入同比增长了 13.5%，同比增速呈现不断下滑走势。我们认为增幅不断下滑的主要原因是下游需求出现了一定程度的下滑，从阻燃剂的主要下游合成树脂和共聚物的产量变化情况来看，2011 年 1～2 月累计产量同比增长了 17.5%，而 1～7 月累计产量同比增长了 6.9%，下游产品的产量增幅出现下滑，导致公司销售收入增幅不断下滑。一般来说，第三季度是阻燃剂行业的销售旺季，而在今年表现出“旺季不旺”的态势，因此我们认为全年的销售收入较难出现超预期的增长。
- **净利润与去年基本持平。**净利润持平的影响因素有三个，一个是公司销售收入受下游需求减弱的影响，增幅仅为 13.5%，另一方面原材料价格同比上涨的，环比基本保持稳定，单季度毛利率大约为 16%附近，以环氧丙烷来看，2011 年第三季度的价格约为 14000 元/吨～16000 元/ 吨，环比基本持平，但同比约增长了 25%。第三个原因是研发新产品的支出和响水、滨海募投项目的相关费用的增加导致管理费用同比大幅上涨，前三个季度的单季度管理费用大约维持在 1400～1500 万左右，这三个因素导致净利润与去年基本持平。
- **评级。**在下游需求出现放缓的情况下，预计产能释放率要低于我们的预期，公司 11～13 每股收益为 0.68 元、0.98 元和 1.33 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格继续上涨，下游需求继续下滑

最近 52 周走势：

相关研究报告：

《立足国际产业转移，深耕磷系阻燃剂产品》——雅克科技深度研究报告，2010.9.14

《加大新产品开发力度，构建全球销售网络》——雅克科技调研报告,2011.2.1

报告作者：

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

苏淼

电话： 0510-82833217

Email: sum@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

财务报表预测与财务指标　　单位：百万　　更新日期：11/10/26

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	**570.65**	**892.64**	**1,034.65**	**1,454.55**	**1,949.50**
YOY(%)	*9.5%*	*56.4%*	*15.9%*	*40.6%*	*34.0%*
营业成本	443.20	741.14	859.20	1,195.32	1,599.70
营业税金及附加	5.06	5.42	6.28	8.83	11.84
销售费用	13.03	18.55	17.59	24.73	33.14
占营业收入比(%)	*2.3%*	*2.1%*	*1.7%*	*1.7%*	*1.7%*
管理费用	25.57	46.82	70.36	98.91	132.57
占营业收入比(%)	*4.5%*	*5.2%*	*6.8%*	*6.8%*	*6.8%*
EBIT	**83.35**	**80.24**	**80.36**	**125.90**	**171.40**
财务费用	0.19	(3.97)	(11.81)	(5.42)	(5.67)
占营业收入比(%)	*0.0%*	*-0.4%*	*-1.1%*	*-0.4%*	*-0.3%*
资产减值损失	0.52	(4.07)	(3.60)	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**83.69**	**80.13**	**92.58**	**131.32**	**177.06**
营业外净收入	1.29	0.94	2.40	0.00	0.00
利润总额	**84.97**	**81.07**	**90.98**	**131.32**	**177.06**
所得税	13.36	14.16	15.47	22.32	30.10
所得税率(%)	*15.7%*	*17.5%*	*17.0%*	*17.0%*	*17.0%*
净利润	**71.61**	**66.91**	**75.51**	**109.00**	**146.96**
占营业收入比(%)	*12.5%*	*7.5%*	*7.3%*	*7.5%*	*7.5%*
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	**71.62**	**66.91**	**75.51**	**109.00**	**146.96**
YOY(%)	*50.6%*	*-6.6%*	*12.9%*	*44.3%*	*34.8%*
EPS（元）	**0.86**	**0.60**	**0.68**	**0.98**	**1.33**

主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	9.5%	56.4%	15.9%	40.6%	34.0%
营业利润	41.6%	-4.3%	15.5%	41.9%	34.8%
净利润	50.6%	-6.6%	12.9%	44.3%	34.8%
获利能力					
毛利率(%)	22.3%	17.0%	17.0%	17.8%	17.9%
净利率(%)	12.5%	7.5%	7.3%	7.5%	7.5%
ROE(%)	32.1%	6.2%	6.6%	8.8%	10.8%
ROA(%)	19.2%	5.5%	5.9%	7.7%	9.2%
偿债能力					
流动比率	1.33	7.22	7.67	6.29	5.46
速动比率	0.87	6.46	6.71	5.32	4.49
资产负债率%	40.1%	11.3%	9.9%	12.4%	14.8%
营运能力					
总资产周转率	153.3%	73.1%	81.3%	102.7%	121.7%
应收账款周转天数	33.00	43.63	43.63	43.63	43.63
存货周转天数	57.21	52.46	52.46	52.46	52.46
每股指标（元）					
每股收益	0.86	0.60	0.68	0.98	1.33
每股净资产	2.69	9.77	10.35	11.18	12.31
估值比率					
P/E	**30.0**	**43.0**	**38.1**	**26.4**	**19.6**
P/B	9.6	2.7	2.5	2.3	2.1

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
现金	73.69	735.67	667.37	687.39	729.02
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项净额	51.60	106.69	123.66	173.85	233.01
存货	68.61	105.16	121.21	169.30	227.58
其他流动资产	5.24	46.00	53.32	74.96	100.46
流动资产总额	**199.14**	**993.52**	**965.56**	**1,105.50**	**1,290.07**
固定资产净值	95.65	191.80	274.28	285.35	289.54
减: 资产减值准备	0.52	(4.07)	(5.82)	(6.06)	(6.14)
固定资产净额	96.17	187.73	268.46	279.30	283.40
工程物资	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
在建工程	55.77	16.63	17.41	10.11	7.75
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产总额	**151.94**	**204.51**	**285.87**	**289.41**	**291.15**
无形资产	20.60	21.48	20.62	19.76	18.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	0.63	1.35	1.35	1.35	1.35
资产总额	**372.31**	**1,220.86**	**1,273.40**	**1,416.02**	**1,601.48**
循环贷款	20.00	28.28	0.00	0.00	0.00
应付款项	113.85	111.55	128.57	179.59	241.41
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	15.52	(2.27)	(2.65)	(3.71)	(4.98)
流动负债	**149.37**	**137.56**	**125.92**	**175.89**	**236.43**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	**149.37**	**137.56**	**125.92**	**175.89**	**236.43**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	222.95	1,083.30	1,147.48	1,240.13	1,365.05
负债和股东权益	**372.32**	**1,220.86**	**1,273.40**	**1,416.02**	**1,601.48**

现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
税后利润	71.62	66.91	75.51	109.00	146.96
加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	-0.52	4.07	3.60	0.00	0.00
折旧和摊销	10.97	15.39	23.05	27.09	29.03
营运资金的变动	52.90	-148.62	-21.95	-69.72	-82.31
经营活动现金流	**134.97**	**-62.25**	**80.21**	**66.36**	**93.68**
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-68.01	-108.90	-30.00	-30.00
投资活动现金流	**0.00**	**-68.01**	**-108.90**	**-30.00**	**-30.00**
股权融资	0.00	798.25	0.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司债券发行/（	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-22.03	-1.58	-11.33	-16.35	-22.04
计入循环贷款前融	-22.03	796.67	-11.33	-16.35	-22.04
循环贷款的增加（	-96.77	-2.85	-28.28	0.00	0.00
融资活动现金流	**-140.83**	**792.24**	**-39.61**	**-16.35**	**-22.04**
现金净变动额	**-5.86**	**661.98**	**-68.30**	**20.01**	**41.63**

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话：010-68790997

传真：010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话：0755-82878221

传真：0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告

中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，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。