

环氧丙烷进入下跌通道带来交易性机会

——雅克科技（002409）

2011年11月17日

推荐/维持

雅克科技

事件点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
范劲松	联系人	
	fanjs@dxzq.net.cn	010-66554033

事件：

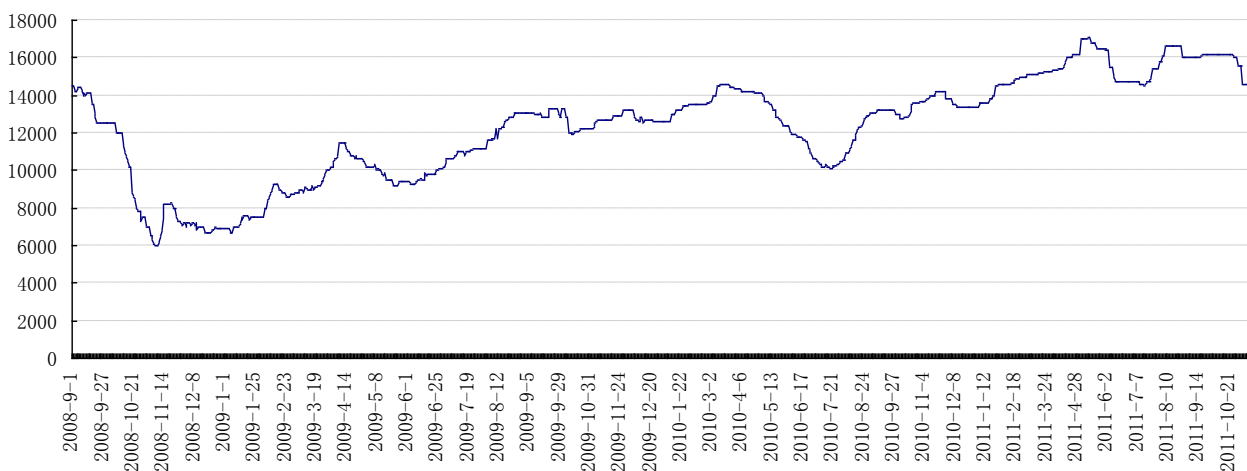
近期公司主要原材料环氧丙烷价格大幅下跌引发股价异动。

观点：

1. 主要原材料环氧丙烷价格进入下跌通道

环氧丙烷自2010年中开始一路上涨，最高涨幅超过70%，并一直在高位运行。本次价格下跌从11月开始，实际成交价长时间走跌，各厂家均不断下调报价，当前报价14000元/吨，市场主流成交价在13000元/吨左右，但是出货仍然不佳，下游厂家均采取观望心态，预计后市将继续走跌。

图1：环氧丙烷价格大幅下调（元/吨）

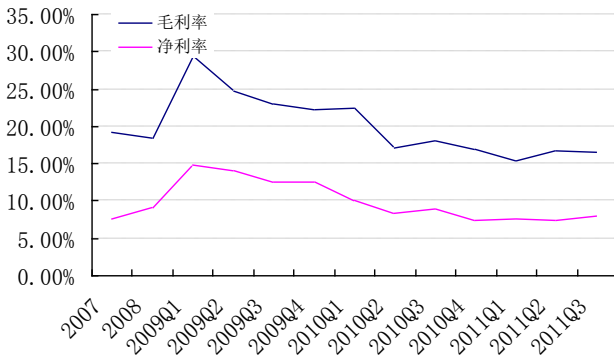


资料来源：化工在线，隆众石化网，东兴证券研究所

2. 公司毛利率已至底部，未来上升空间较大

环氧丙烷是公司两种重要阻燃剂 TCPP 和 TDCP 的主要原材料，每吨 TCPP 和 TDCP 消耗环氧丙烷的理论值约为 0.53 和 0.40 吨。公司从 2010 年中开始一直受环氧丙烷价格上涨困扰，虽然产能不断扩大，但由于毛利率下滑明显，业绩增长较缓。随着环氧丙烷的价格下跌和公司募投产能的进一步投放，公司明年业绩有望实现大幅增长。

图 6： 公司毛利率和净利率已至历史低点



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 募投项目逐渐投产，量价配合推升业绩

公司募投项目滨海雅克和响水雅克虽然上半年进度低于预期，但三季度开始产能逐渐释放，并且有盈利能力较强的新产品投放市场，产品结构改善，公司未来经营情况将有明显好转。

结论：

预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.79、1.17 和 1.49 元。公司是 A 股上唯一一家阻燃剂行业上市公司，没有业务相似的企业可比，但从大类上可以划分为精细化工，我们选取了 8 家同属精细化工的上市公司进行比较，2011 年平均市盈率为 32 倍。公司作为世界有机磷阻燃剂龙头，未来将极大地受益于新的防火消防法规，加上未来向上下游延伸产业链的预期，特别是向上游扩张的预期，另外公司超募资金较多，目前资产负债率仅 15%，未来有利用超募资金进行新项目的预期，可以给予较大的估值溢价，2012 年 PE 估值 30 倍较为合理，合理股价 35.10 元，维持公司“推荐”评级。建议积极关注新的建筑保温材料防火消防法规进展。

表 1：可比精细化工上市公司估值

证券代码	证券简称	PE		估		值	
		上年年报	TTM	当年一季×4	当年中报×2	2011(E)	2012(E)
300107.SZ	建新股份	47	54	60	68	48	28
300109.SZ	新开源	81	75	89	67		34
300214.SZ	日科化学	41	36	41	33	26	17
002455.SZ	百川股份	35	36	27	35		23
002453.SZ	天马精化	63	53	50	47	32	20

002581.SZ	万昌科技	34	38	28	39	29	17
300236.SZ	上海新阳	48	45	64	47	37	26
	平均	48	46	48	48	32	22

资料来源: wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士, 2007 年加盟东兴证券研究所, 现任基础化工行业组长, 资深行业研究员, 有四年化工行业研究经验。

联系人简介

范劲松

清华大学高分子材料科学与工程学士, 材料科学与工程硕士, 法国里尔中央理工大学通用工程师。2010 年加盟东兴证券研究所, 有一年半基础化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。