

# 三季度新产能投放有望带动下半年业绩好转

2011年8月28日

推荐/维持

雅克科技

财报点评

## ——雅克科技（002019）2011年中报点评

|     |                    |                        |
|-----|--------------------|------------------------|
| 杨若木 | 基础化工行业分析师          | 执业证书编号: S1480209110083 |
|     | yangrm@dxzq.net.cn | 010-66507316           |
| 范劲松 | 联系人                |                        |
|     | fanjs@dxzq.net.cn  | 010-66507339           |

### 事件:

公司公布 2011 年中报, 实现营业收入 4.78 亿元, 同比增长 21.04%; 归属于上市公司股东的净利润 3542 万元, 同比增长 6.41%, 对应 EPS0.32 元, 符合公司半年度业绩快报的预计, 但低于市场预期, 也低于我们的预期。

同时公司公告向全资子公司斯洋国际有限公司增资 970 万美元 (折合人民币约 6250 万元), 向全资子公司先科化学欧洲有限责任公司增资 620 万美元 (折合人民币约 4000 万元)。

### 公司分季度财务指标

| 指标           | 09Q4   | 10Q1   | 10Q2   | 10Q3   | 10Q4    | 11Q1   | 11Q2   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)   | 163.31 | 164.99 | 229.72 | 262.60 | 235.33  | 231.00 | 246.74 |
| 增长率 (%)      | -      | 62.18% | 75.28% | 50.46% | 44.10%  | 40.01% | 7.41%  |
| 毛利率 (%)      | 20.82% | 22.41% | 13.41% | 19.62% | 13.67%  | 15.41% | 17.85% |
| 期间费用率 (%)    | 6.80%  | 8.98%  | 3.25%  | 6.82%  | 9.21%   | 5.83%  | 7.72%  |
| 营业利润率 (%)    | 13.87% | 12.19% | 8.68%  | 11.62% | 4.07%   | 8.18%  | 8.82%  |
| 净利润 (百万元)    | 20.57  | 16.74  | 16.54  | 25.24  | 8.38    | 17.60  | 17.82  |
| 增长率 (%)      | -      | 10.50% | -7.10% | 39.51% | -59.27% | 5.09%  | 7.75%  |
| 每股盈利 (季度, 元) | 0.248  | 0.202  | 0.149  | 0.228  | 0.076   | 0.159  | 0.161  |
| 资产负债率 (%)    | 40.12% | 44.31% | 11.09% | 12.71% | 11.27%  | 13.12% | 14.99% |
| 净资产收益率 (%)   | 9.22%  | 7.00%  | 1.59%  | 2.37%  | 0.77%   | 1.60%  | 1.62%  |
| 总资产收益率 (%)   | 5.52%  | 3.90%  | 1.41%  | 2.07%  | 0.69%   | 1.39%  | 1.38%  |

### 评论:

#### 积极因素:

- **募投项目逐渐释放, 下半年经营有望好转:** 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, 但三季度开始产能将逐渐释放, 并且有盈利能力较强的新产品投放市场, 产品结构改善, 下半年的经营情况将有明显好转。

- **欧盟取消对TCPP的反倾销调查，公司加大欧美市场开拓力度：**因起诉方撤诉，欧盟委员会已于2011年8月9日裁定终止对我输欧磷酸三酯（TCPP）的反倾销程序，欧盟将不对我输欧磷酸三酯征收反倾销税。此裁决已于2011年8月9日登载于欧盟官方杂志，于2011年8月10日生效。这打消了市场对未来欧洲市场销售可能萎缩的担忧，同时公司对欧洲先科增资620万美元，其中310万美元用于对美国先科的增资，公司正积极加大对欧美市场的开拓力度。
- **即将出台的新防火阻燃法规将拉动公司产品需求：**近年来，南京中环国际广场、哈尔滨经纬360度双子座大厦、济南奥体中心、北京央视新址附属文化中心、上海胶州教师公寓、沈阳皇朝万鑫大厦等相继发生建筑外保温材料火灾，造成严重人员伤亡和财产损失，建筑易燃可燃外保温材料已成为一类新的火灾隐患，由此引发的火灾已呈多发势头。为此，公安部、住房和城乡建设部正在修订有关标准、规定，在新标准、规定发布前，从严执行《民用建筑外保温系统及外墙装饰防火暂行规定》（公通字[2009]46号）第二条规定，民用建筑外保温材料采用燃烧性能为A级（不燃）的材料。

表 1：建筑用保温材料的燃烧性能标准

| 卤系阻燃剂  | 高度     | 保温材料的燃烧性能 | 备注           |              |
|--------|--------|-----------|--------------|--------------|
| 非幕墙式建筑 | ≥100m  | A         |              |              |
|        | 住宅建筑   | 60-100m   | B2           | 每层设防火隔离带     |
|        |        | 24-60m    | B2           | 每两层设防火隔离带    |
|        | <60m   | B2        | 每三层设防火隔离带    |              |
|        | 其他民用建筑 | ≥50m      | A            |              |
|        |        | 24-50m    | A 或 B1       | B1 时每层设防火隔离带 |
| <24m   |        | 不低于 B2    | B2 时每层设防火隔离带 |              |
| 幕墙式建筑  | ≥24m   | A         |              |              |
|        | <24m   | A 或 B1    | B1 时每层设防火隔离带 |              |

资料来源：《民用建筑外保温系统及外墙装饰防火暂行规定》（2009年9月），东兴证券研究所

目前市场上生产和销售的建筑保温材料主要是聚苯乙烯和聚氨酯泡沫材料，其防火阻燃性能主要靠添加阻燃剂实现，为了保持材料的力学性能，阻燃剂含量添加不宜过多，一般在 5%-10%，这样材料的燃烧性能一般仅能达到 B1（难燃）-B2（可燃）级。如要达到 A 级标准，就只能改变原材料单体的分子结构，做成结构阻燃材料。

虽然新标准暂未出台，但是根据目前市场情况来看，只有改性后的酚醛树脂和无机材料可以达到 A 级燃烧性能，且保温性能不及聚苯乙烯和聚氨酯，未来新标准一刀切成 A 级的可能性较小，未来 A 级和 B1 级的阻燃材料应该会成为市场主流。但是对生产、销售和施工单位的监管执行力度一定会大大加强，现存市场上的很多燃烧性能不达标的保温材料将被逐渐淘汰，阻燃剂的使用将大幅增加，结构阻燃材料或将逐步得到推广，公司作为国内有机磷阻燃剂行业的老大以及 A 股市场唯一的阻燃剂上市公司，未来将极大地受益于未来出台的新标准法规。

#### 消极因素：

- 原材料价格持续高位对公司经营仍会有一些的消极影响

#### 业务展望：

阻燃剂行业是法规推动型产业，也是全球竞争性产业，因此，国内外相关法律法规的相继出台和逐步完善，影响着整个阻燃行业的格局，为具有资源优势、规模经济优势和研发优势的企业提供发展的机会。我国“十二五”规划把阻燃材料纳入重点发展产业，并且组建了绿色阻燃剂产业技术创新战略联盟，为阻燃材料行业的发展提供了政策性的平台。雅克科技作为一家在有机磷系阻燃剂的技术、研发方面具有显著竞争优势的公司，在国内外法规 and 政策的推动下，将面临快速发展的机遇。

### 盈利预测

预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.79、1.07 和 1.39 元。

### 投资建议:

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，2011 年 PE 估值 40 倍较为合理，合理股价 31.60 元，当前股价基本合理，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 2: 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) |
| 002408.SZ | 齐翔腾达 | 33   | 29  | 25     |        | 18      | 13      |
| 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

| 利润表 (百万元) | 2009A  | 2010A  | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
|-----------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 570.65 | 892.64 | 1,081.15 | 1,445.75 | 1,842.47 |
| 营业成本      | 443.20 | 741.14 | 890.67   | 1,189.95 | 1,518.04 |
| 营业费用      | 13.03  | 18.55  | 22.70    | 28.91    | 35.01    |
| 管理费用      | 26.01  | 47.29  | 64.87    | 86.74    | 101.34   |
| 财务费用      | 0.19   | -3.97  | -10.90   | -16.01   | -16.30   |
| 投资收益      | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |

|              |       |       |        |        |        |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业利润         | 83.69 | 80.13 | 106.24 | 146.03 | 191.48 |
| 利润总额         | 84.97 | 81.07 | 106.74 | 146.53 | 191.98 |
| 所得税          | 13.36 | 14.16 | 19.21  | 27.84  | 37.44  |
| 净利润          | 71.62 | 66.91 | 87.53  | 118.69 | 154.55 |
| 归属母公司所有者的净利润 | 71.62 | 66.91 | 87.53  | 118.69 | 154.55 |
| NOPLAT       | 70.69 | 62.86 | 78.18  | 105.32 | 141.03 |

| 资产负债表（百万元） | 2009A  | 2010A    | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
|------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金       | 73.69  | 735.67   | 1,589.02 | 1,613.31 | 1,645.72 |
| 交易性金融资产    | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应收帐款       | 46.10  | 101.92   | 103.67   | 138.63   | 176.68   |
| 预付款项       | 5.24   | 42.68    | 42.68    | 42.68    | 42.68    |
| 存货         | 68.61  | 105.16   | 107.37   | 143.45   | 183.00   |
| 流动资产合计     | 199.14 | 993.52   | 1,849.42 | 1,947.00 | 2,059.45 |
| 非流动资产      | 173.17 | 227.34   | 280.75   | 283.71   | 293.68   |
| 资产总计       | 372.31 | 1,220.86 | 2,130.17 | 2,230.71 | 2,353.13 |
| 短期借款       | 20.00  | 28.28    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付帐款       | 87.47  | 102.77   | 122.01   | 163.01   | 207.95   |
| 预收款项       | 6.57   | 2.02     | 2.02     | 2.02     | 2.02     |
| 流动负债合计     | 149.37 | 137.56   | 162.03   | 203.23   | 248.37   |
| 非流动负债      | 0.00   | 0.00     | 0.25     | 0.25     | 0.25     |
| 少数股东权益     | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 母公司股东权益    | 222.95 | 1,083.30 | 1,967.89 | 2,027.23 | 2,104.51 |
| 净营运资本      | 49.77  | 855.96   | 1,687.39 | 1,743.77 | 1,811.08 |
| 投入资本 IC    | 129.26 | 335.91   | 378.87   | 413.93   | 458.79   |

| 现金流量表（百万元） | 2009A   | 2010A    | 2011E   | 2012E  | 2013E  |
|------------|---------|----------|---------|--------|--------|
| 净利润        | 71.62   | 66.91    | 87.53   | 118.69 | 154.55 |
| 折旧摊销       | 10.97   | 15.39    | 0.00    | 36.04  | 39.04  |
| 净营运资金增加    | (19.11) | 806.18   | 831.43  | 56.38  | 67.31  |
| 经营活动产生现金流  | 99.21   | (34.80)  | 150.35  | 107.62 | 143.39 |
| 投资活动产生现金流  | (41.89) | (104.18) | (76.68) | -40.00 | -50.00 |
| 融资活动产生现金流  | (53.04) | 777.28   | 779.68  | -43.33 | -60.98 |

---

|         |      |        |        |       |       |
|---------|------|--------|--------|-------|-------|
| 现金净增（减） | 4.28 | 638.30 | 853.35 | 24.29 | 32.41 |
|---------|------|--------|--------|-------|-------|

---

### 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，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。