

# 外墙保温材料防火新规或促国内 阻燃剂需求爆发式增长

2012年5月25日

推荐/维持

雅克科技

调研快报

## ——雅克科技（002409）调研快报

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:

近期调研了解公司的经营情况。

#### 1. 公司有机磷阻燃剂产能稳步扩张

公司是国内有机磷阻燃剂的行业龙头，在国际上也处于领先地位，与国际阻燃剂巨头雅宝、科聚亚和以色列化工等在有机磷阻燃剂领域展开激烈的竞争。

上市前公司拥有阻燃剂产能5.2万吨，随着募投项目的逐渐推进，滨海雅克和响水雅克的阻燃剂产能逐步投放，公司现已拥有9.3万吨有机磷阻燃剂产能。

另一方面，公司已研究开发完成TCPP、TDCP产品系列生产新工艺，该工艺通过改进全流程控制装备等方式，实现连续化生产，可以有效提升产品的反应效率和产品质量，降低产品的单位生产成本，该生产工艺正在申请国家专利技术。为此，公司拟以该工艺扩建年产4万吨TCPP、TDCP系列生产项目，扩建完成后，公司有机磷系阻燃剂的产能将达到13.3万吨。

另外，公司拟在滨海雅克新建2万吨新型阻燃剂生产线。该项目建设完成后，公司有机磷系阻燃剂的产能将达到15.3万吨，将进一步强化公司新型磷系阻燃产品在新兴应用领域的技术领先优势，巩固行业的龙头地位。

表 1: 公司现有及未来产能分布 (万吨)

		现有产能	未来新增	新增产能投放时间
公司本部	阻燃剂	3.2	4	暂未定
响水雅克	阻燃剂	4.1		
	阻燃剂	2	2	暂未定
滨海雅克	三氧化磷/三氯化磷	10		
	聚合氯化铝	8		
现有阻燃剂产能合计			9.3	
未来阻燃剂产能合计			15.3	

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2. 有机磷阻燃剂替代溴系从成本和环保两方面都是大势所趋

公司由于溴系阻燃剂在燃烧时会释放出有毒气体，欧盟ROHS法令、IPC草案等都已经提出限制其使用，世界大型电子产品制造商如惠普、戴尔等承诺未来逐渐停止使用溴系阻燃剂，而有机磷阻燃剂是目前最好的替代产品。

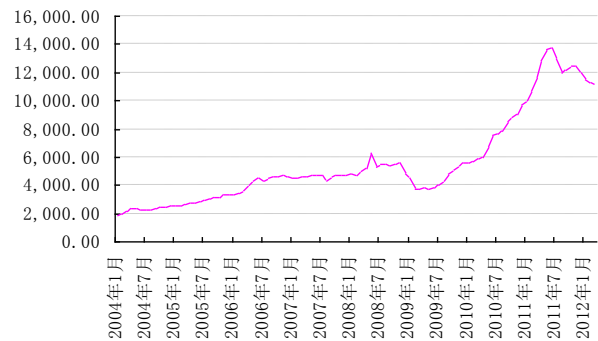
由于此前使用有机磷阻燃成本比溴系高，有机磷取代溴系阻燃的进程一直较为缓慢。但近年以来溴素价格大幅走高，而且必须与溴系阻燃剂配合使用的三氧化二锑价格也在国家逐渐收紧政策下一路走高，并且未来价格继续上涨的可能性较大。有机磷阻燃剂不用于三氧化二锑复配使用，因此未来有机磷阻燃剂在成本上也会逐渐体现竞争优势。

图 1：溴素进口平均价格（按月 美元/吨）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图 2：氧化锑出口平均价格（按月 美元/吨）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

## 3. 新的建筑保温材料防火规定将引发国内阻燃剂市场的爆发

近年来，南京中环国际广场、哈尔滨经纬360度双子星大厦、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、住房和城乡建设部于2011年6月28日发布《民用建筑外保温系统及外墙装饰防火规定》（征求意见稿），提高了外墙保温材料的防火阻燃标准，同时监管有望进一步加强，国内外墙保温材料不注重防火阻燃性能的历史将成为过去，国内阻燃剂市场即将爆发，目前国内市场上已经有开始启动的迹象。

表 2：建筑用保温材料的燃烧性能标准

建筑类型		高度	保温材料的燃烧性能 (原标准)	保温材料的燃烧性能 (新标准征求意见稿)
非幕墙式建筑	住宅建筑	≥100m	A	A
		60-100m	B2	A
		24-60m	B2	不低于 B1
		<60m	B2	不低于 B1

其他民用建筑	>=50m	A	A
	24-50m	A 或 B1	A 或 B1
	<24m	不低于 B2	不低于 B1
幕墙式建筑	>=24m	A	A
	<24m	A 或 B1	A 或 B1

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),公安部住建部《民用建筑外保温系统及外墙装饰防火规定》(2011年6月28日),东兴证券研究所

#### 4. 大力研发改进工艺和储备新产品

公司立足自主研发,不断加强与国内研究机构合作,并与国外同行和上下游客户进行广泛沟通、交流,以客户需求为导向,吸收消化国外先进技术和工艺,加大研发投入,积极研发新品,提升公司的综合竞争力。

通过连续数年超过营业收入3%以上的研发投入,公司一方面不断改进自身生产工艺,提升现有产品的反应效率和产品质量,降低产品的单位生产成本,另一方面不断开发储备新的产品,部分新产品已完成中试,待政策明晰即可着手开始准备工业化生产。

**表 3: 公司大力投入研发 (万元)**

	2011	2010	2009
研发投入	3093.53	2870.44	1938.61
母公司营业收入	92970.34	84894.48	53269.75
研发投入占比	3.33%	3.38%	3.64%

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

#### 5. 主要原材料价格下跌改善毛利率

公司原材料成本占总成本的比例较大,因此原材料价格的波动对公司生产成本和盈利能力的影响较大:

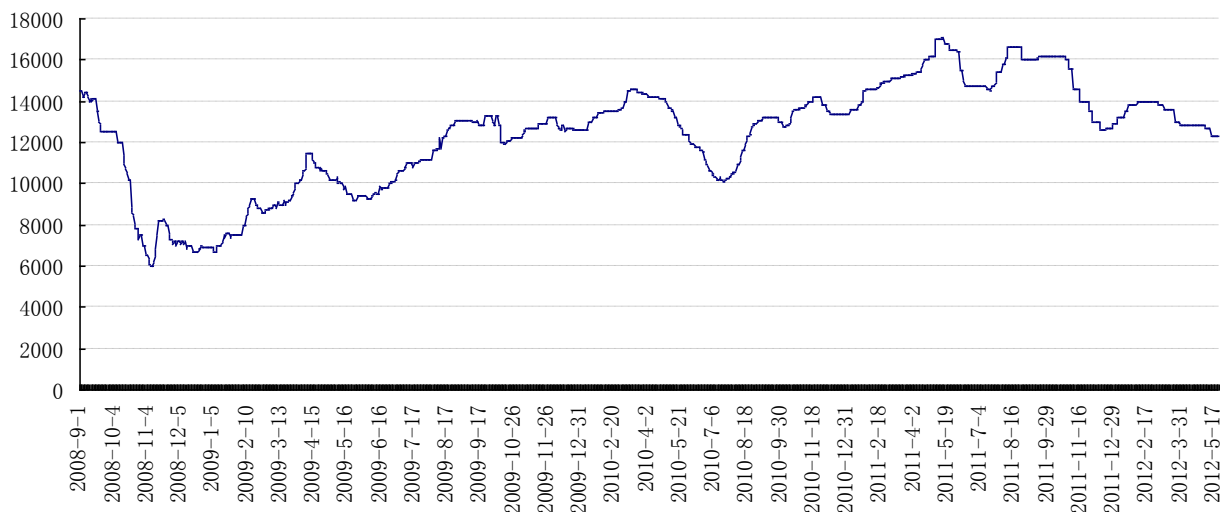
**表 4: 公司原材料成本占比较大 (万元)**

阻燃剂	2009	2008	2007
单位生产成本	7295.14	9590.83	8511.62
单位原材料成本	6761.14	9163.08	8052.39
原材料成本占比	92.68%	95.54%	94.60%

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

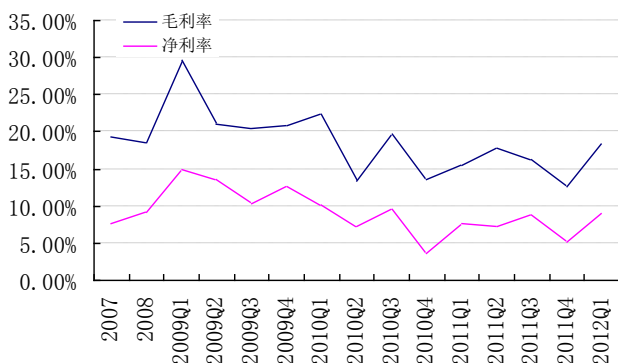
2010 和 2011 年受主要原材料环氧丙烷价格大幅走高影响,毛利率有所下滑。今年以来环氧丙烷价格走低,公司原材料成本大幅缓解,一季度毛利率已经明显回升,预计二季度还会有所好转。

**图 3: 环氧丙烷价格走势 (山东滨化出厂价 元/吨)**



资料来源：隆众石化，东兴证券研究所

图 4：公司分季度毛利率及净利率



资料来源：wind，东兴证券研究所

### 结论：

预计公司 2012-2013 年全面摊薄 EPS 分别为 0.64 和 0.76 元，当前股价对应 PE 分别为 27 和 22 倍。公司是国内有机磷阻燃剂行业龙头，新的外墙保温材料防火阻燃法规正式发布后国内市场或会爆发式增长，公司现金充裕，新产品储备较多，未来将持续受益。维持公司“推荐”评级。

### 风险提示：

宏观经济继续恶化的风险

### 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。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。

东兴证券