

估值有望向联创节能和红宝丽靠拢，上调评级至强烈推荐

2013年1月7日

强烈推荐/上调

雅克科技

事件点评

——雅克科技（002409）事件点评

范劲松	基础化工行业分析师	执业证书编号: S1480512060002
	fanjs@dxzq.net.cn	010-66554033

事件:

公安部2012年350号文取消2011年3月14日发布的《关于进一步明确民用建筑外保温材料消防监督管理有关要求的通知》（公消〔2011〕65号）（简称65号文）。

市场认为65号文的取消为聚氨酯作为建筑保温材料扫清了道路，因此聚氨酯相关产业链个股股价都有很好的表现。联创节能涨幅高达271.5%，红宝丽涨幅高达61.0%。

1. 公司估值存在大幅向联创节能和红宝丽靠拢的空间

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。（雅宝后来宣布退出有机磷阻燃剂的竞争）

公司主要产品TCPP和TDCP以及部分新型产品都是应用于聚氨酯材料的阻燃剂，公安部取消65号文为聚氨酯应用于外墙保温材料消除了障碍，但必须要解决材料的防火阻燃问题。

B1和B2级的阻燃保温材料都需要阻燃剂。添加阻燃剂的聚氨酯保温材料目前可以做到B2级，但如果与阻燃聚醚共同使用则可以达到B1级。理论上直接使用阻燃聚醚可以做到B1级，但由于阻燃聚醚成本较高，添加阻燃剂可以降低B1级材料的成本，因此我们认为阻燃剂需求未来也将随聚氨酯保温材料的推广而大幅提升。但目前公司的估值与主业为硬泡组合聚醚的联创节能和红宝丽相差较大，我们认为公司的估值存在较大向联创节能和红宝丽靠拢的空间。

表 1: 公司估值存在较大向联创节能和红宝丽靠拢的空间

公司名称	TTM 估值	2012年 PE 估值	2013年 PE 估值
联创节能	53	53	44
红宝丽	63	41	30
雅克科技	31	28	23

资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 65号文取消后唯一可参考的标准是2009年46号文（B1和B2均可使用）

建筑保温材料的防火阻燃规定主要有以下政策：

表 2：建筑保温材料防火阻燃相关政策

时间	政策	核心内容
2009年9月	《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）	民用建筑外保温材料的燃烧性能宜为A级，且不应低于B2级
2011年3月	《关于进一步明确民用建筑外保温材料消防监督管理有关要求的通知》（公消[2011]65号）	凡建设工程消防设计审核和消防验收范围内的设有外保温材料的民用建筑，均应将建筑外保温材料的燃烧性能纳入审核和验收内容。...在新标准发布前，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级的材料。
2011年12月	《国务院关于加强和改进消防工作的意见》（国发〔2011〕46号）	新建、改建、扩建工程的外保温材料一律不得使用易燃材料，严格限制使用可燃材料。住房城乡建设部要会同有关部门，抓紧修订相关标准规范，加快研发和推广具有良好防火性能的新型建筑保温材料，采取严格的管理措施和有效的技术措施，提高建筑外保温材料系统的防火性能。
2012年7月	公安部关于修改《建设工程消防监督管理规定》的决定	主要是加强建筑施工消防监督和将保温材料纳入建筑材料消防监督范畴
2012年12月	《关于民用建筑外保温材料消防监督管理有关事项的通知》（公消〔2012〕350号）	2011年12月30日国务院下发的《国务院关于加强和改进消防工作的意见》（国发〔2011〕46号）和2012年7月17日新颁布的《建设工程消防监督管理规定》，对新建、扩建、改建建设工程使用外保温材料的防火性能及监督管理工作作了明确规定。经研究，《关于进一步明确民用建筑外保温材料消防监督管理有关要求的通知》不再执行。

资料来源：东兴证券研究所

从上表可以看出，取消65号文以后唯一可以参考的标准依然是2009年的46号文，也就是说在新的标准出台以前，防火阻燃等级为B1和B2的建筑保温材料均可以使用。

表 3：2009年公安部46号文规定的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
住宅建筑	>=100m	A	
	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
非幕墙式建筑	>=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

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，未来不可能定在A级；而聚氨酯本身成本就比较高，在替代聚苯乙烯的过程已经有较大的成本压力，B1级的聚氨酯保温材料成本会大幅提高，我们认为2013年可能出台的新标准中仍然以B1和B2级为主流。同时对生产、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，**估值理应不低于生产组合聚醚的企业。**

3. 公司有机磷阻燃剂产能稳步扩张

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4：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：公司公告，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5：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：

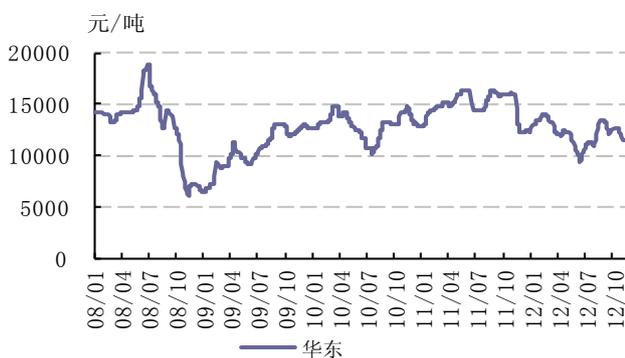
表 6：公司原材料成本占比较大（万元）

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

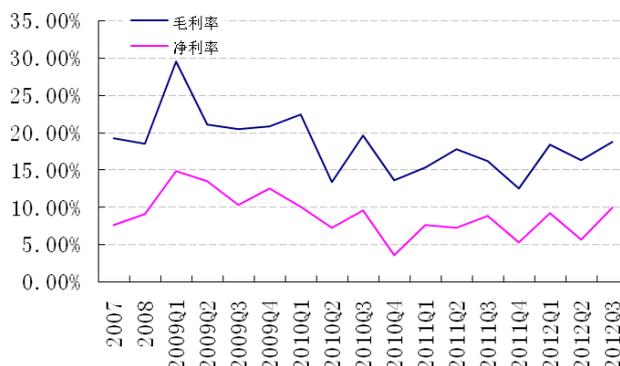
2010 和 2011 年受主要原材料环氧丙烷价格大幅走高影响，毛利率有所下滑。2012 年环氧丙烷价格走低，公司原材料成本大幅缓解，前三季度毛利率已经大幅回升，预计四季度还会继续好转。

图 1：环氧丙烷价格走势



资料来源：中华商务网，东兴证券研究所

图 2：公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

结论：

预测公司 2012-2013 年全面摊薄 EPS 分别为 0.57 和 0.72 元，当前股价对应 PE 分别为 25 和 20 倍。公司是国内有机磷阻燃剂行业龙头，有机磷阻燃剂主要产品 TCPP 和 TDCP 主要应用于聚氨酯阻燃，未来聚氨酯作为外墙保温材料市场份额逐渐提升后必将拉动公司产品需求，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，估值理应不低于生产组合聚醚的企业。公司估值存在较大的向联创节能和红宝丽靠拢的空间，给予 2013 年 30 倍 PE 估值，目标价 21.6 元，上调公司评级至“强烈推荐”。

风险提示：

聚氨酯外墙保温材料推广进度低于预期的风险

分析师简介

范劲松

清华大学化工系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（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券化工行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

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，有五年化工行业研究经验。

郝力芳

2007年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近3年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

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。