



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩略低于预期，聚氨酯用阻燃剂空间仍巨大

——雅克科技（002409）2012 年报点评

2013 年 4 月 3 日

强烈推荐/维持

雅克科技

财报点评

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：

公司公布 2012 年年报，实现营业收入 10.53 亿元，同比+4.82%；归属于上市公司股东的净利润 8312 万元，同比+14.38%，对应 EPS0.50 元；四季度单季度营业收入 2.75 亿，同比+6.02%，净利润 1777 万元，同比+30.86%。预计 2013 年一季度归属于上市公司股东的净利润为 2240-3360 万元，同比 0 ~ +50%。

公司分季度财务指标

指标	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	268.32	259.21	243.08	247.43	288.44	274.80
增长率（%）	2.18%	10.15%	5.23%	0.28%	7.50%	6.02%
毛利率（%）	16.20%	12.55%	18.47%	16.37%	18.78%	14.89%
期间费用率（%）	5.21%	6.95%	7.14%	8.49%	6.55%	6.09%
营业利润率（%）	10.45%	5.70%	10.42%	7.00%	11.82%	8.14%
净利润（百万元）	23.68	13.58	22.40	14.11	28.85	17.77
增长率（%）	-6.20%	62.06%	27.29%	-20.83%	21.84%	30.86%
每股盈利（季度，元）	0.214	0.122	0.202	0.085	0.173	0.107
资产负债率（%）	12.46%	12.90%	16.63%	10.53%	9.38%	8.91%
净资产收益率（%）	2.12%	1.20%	1.94%	1.23%	2.45%	1.49%
总资产收益率（%）	1.85%	1.05%	1.62%	1.10%	2.22%	1.36%

积极因素：

- **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，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。。

- **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。
- **公安部350号文扫除了聚氨酯作为建筑保温材料的障碍。**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350号文取消了此前的65号文中外墙保温材料阻燃等级必须达到A级的规定，为聚氨酯应用于外墙保温材料消除了障碍，未来聚氨酯作为外墙保温材料的大规模推广必将拉动聚氨酯阻燃剂的需求。

消极因素：

- 国内各项成本上升较快，人民币升值预期。

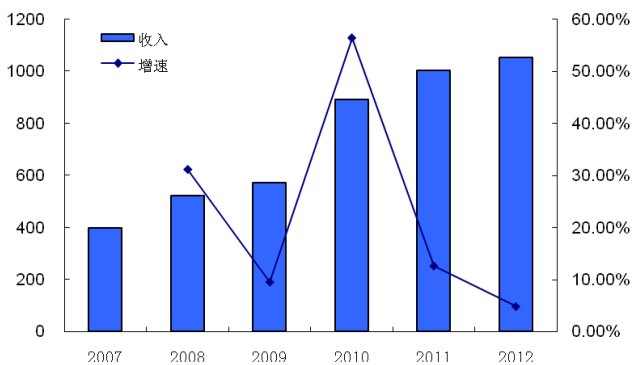
业务展望：

公司的发展战略是将始终以自主创新和自主品牌为核心，把技术进步作为公司发展的基本动力，把公司做大做强，把握国内外环保趋势和政策带来的发展机遇，通过加强市场引导和行业性市场开发，致力于使公司成长为全球性的阻燃剂行业生产商。

盈利预测及投资建议：

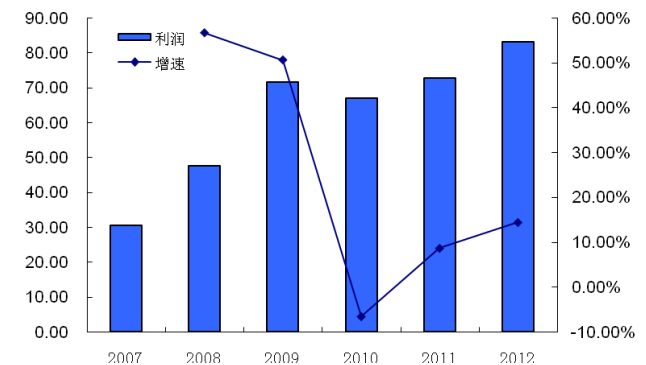
预测公司2013-2014年全面摊薄EPS分别为0.72和0.94元，当前股价对应PE分别为20和15倍。公司是国内有机磷阻燃剂行业龙头，有机磷阻燃剂主要产品TCPP和TDCP主要应用于聚氨酯阻燃，未来聚氨酯作为外墙保温材料市场份额逐渐提升后必将拉动公司产品需求，公司作为国内有机磷阻燃剂行业的老大以及A股市场唯一的阻燃剂上市公司，给予2013年25倍PE估值，目标价18元，维持公司“强烈推荐”评级。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

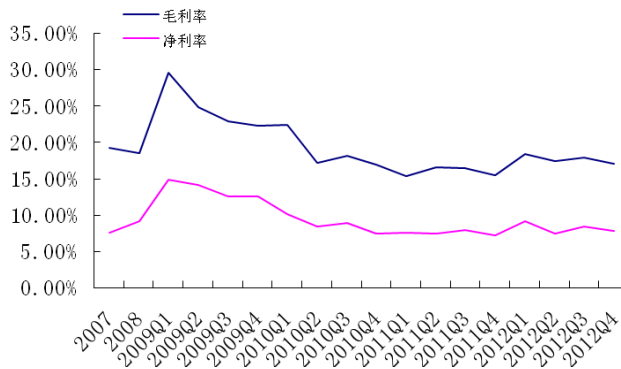
图 2：公司净利润及增速



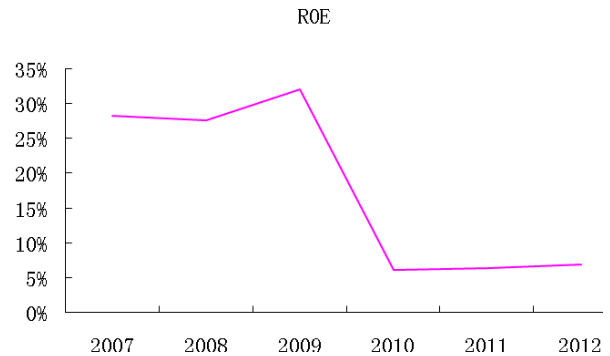
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3：公司分季度毛利率及净利率

图 4：公司 ROE



资料来源: wind, 东兴证券研究所



资料来源: wind, 东兴证券研究所

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。