东兴证券
DONGXING SECURITIES

# 国内聚氨酯用阻燃剂市场空间巨大，着力培育新利润增长点

## ——雅克科技（002409）调研快报

2014 年 04 月 01 日

强烈推荐/维持

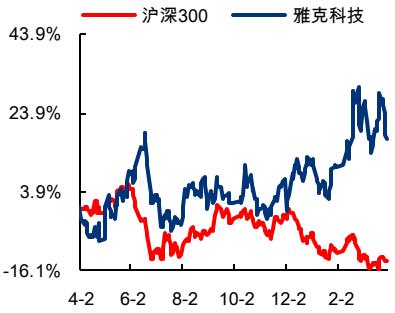
雅克科技 | 调研快报

杨伟
010-66554034 yang_wei@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480512110002

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 52 周股价区间（元） | 17.16-15.1 |
| 总市值（亿元） | 28.54 |
| 流通市值（亿元） | 14.16 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 16632/8253 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 1.11 |

**52 周股价走势图**




*资料来源：东兴证券研究所*

**相关研究报告**

1、《雅克科技：业绩略低于预期，聚氨酯用阻燃剂空间仍巨大》2013-04-03

2、《雅克科技：估值有望向联创节能和红宝丽靠拢，上调评级至强烈推荐》2013-01-07

3、《雅克科技调研快报：外墙保温材料防火新规或促国内阻燃剂需求爆发式增长》2012-05-24

### 关注 1：国内最大的有机磷系阻燃剂生产和出口企业

公司目前拥有阻燃剂有效产能约 10 万吨，主要分布于宜兴厂区及响水、滨海的子公司，产品品种以 TCPP 与 BDP 为主，TCPP 主要用于外墙保温与太阳能热水器保温材料，出口占比 90%以上，BDP 用于电子电器工程塑料。公司未来定位：传统产品在工艺优化与降低成本上下功夫，继续扩大产能，巩固阻燃剂行业龙头地位；研发生产高端阻燃剂与新材料，形成新的利润增长点。

### 关注 2：国内聚氨酯用阻燃剂市场空间巨大

目前欧美等经济发达国家建筑保温材料中 50%以上采用聚氨酯保温材料，而我国占比尚不到 10%。我国公安部 2012 年底发布 350 号文，消除了聚氨酯用于外墙保温材料的障碍，尽管受制于行业监管与市场规范原因，聚氨酯消费需求并未快速释放，但从近期各地住建委保温材料招标要求及相关政策来看，各地政府已开始推动聚氨酯保温材料的使用，而其大规模推广必将带动聚氨酯阻燃剂市场的消费需求，公司将受益最大。

### 关注 3：LNG 船用保温材料将开辟新的利润增长点

公司 2013 年 10 月底发布公告，将投资 1.58 亿元投资建设 LNG 用保温绝热板材一体化项目。我国天然气资源极其有限，预计至 2020 年天然气消费量 3000 亿方，进口依存度高达 40%，相应带来 LNG 船的发展空间。公司在连续发泡、聚合及生产板材的技术上较同行企业具有明显优势，有望充分受益 LNG 船用保温材料需求快速增长。预计该项目 2015 年四季度全部建成投产，贡献净利润 3615 万元，相当于增厚公司 2013 年净利润 46%。

### 结论：

公司是国内有机磷系阻燃剂龙头企业，受益聚氨酯用阻燃剂需求稳定增长，且市场空间巨大，新投资的 LNG 船用保温材料项目有望成为未来一大亮点。预计公司 2014 年-2015 年 EPS 分别为 0.58 元、0.74 元，目前股价对应 PE 分别为 30 倍、24 倍，维持“强烈推荐”评级。

## 公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | 单位:百万元 | | 利润表 | | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| **流动资产合计** | 992 | 1073 | 1326 | 1462 | 1633 | **营业收入** | 1054 | 1309 | 1578 | 1836 | 2167 |
| 货币资金 | 666 | 140 | 316 | 367 | 433 | **营业成本** | 873 | 1073 | 1294 | 1498 | 1748 |
| 应收账款 | 148 | 220 | 259 | 302 | 356 | 营业税金及附加 | 6 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 其他应收款 | 5 | 4 | 4 | 5 | 6 | 营业费用 | 29 | 35 | 41 | 48 | 56 |
| 预付款项 | 27 | 30 | 30 | 30 | 30 | 管理费用 | 73 | 111 | 134 | 141 | 150 |
| 存货 | 122 | 174 | 213 | 246 | 287 | 财务费用 | -27 | 2 | 3 | 10 | 13 |
| 其他流动资产 | 0 | 461 | 461 | 461 | 461 | 资产减值损失 | 1.03 | 3.78 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| **非流动资产合计** | 318 | 315 | 337 | 401 | 375 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0.00 | 13.46 | 14.00 | 14.00 | 14.00 |
| 固定资产 | 279.67 | 264.26 | 251.76 | 369.25 | 336.57 | **营业利润** | 99 | 93 | 113 | 144 | 206 |
| 无形资产 | 27 | 29 | 26 | 23 | 20 | 营业外收入 | 2.35 | 3.52 | 4.00 | 5.00 | 5.00 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 0.64 | 1.24 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| **资产总计** | 1310 | 1388 | 1663 | 1863 | 2009 | **利润总额** | 101 | 95 | 116 | 148 | 210 |
| **流动负债合计** | 117 | 132 | 340 | 454 | 479 | 所得税 | 18 | 17 | 20 | 26 | 37 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 186 | 277 | 274 | **净利润** | 83 | 79 | 96 | 122 | 173 |
| 应付账款 | 108 | 120 | 142 | 164 | 192 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 归属母公司净利润 | 83 | 79 | 96 | 122 | 173 |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 101 | 129 | 146 | 200 | 265 |
| **非流动负债合计** | 0 | 8 | 8 | 8 | 8 | EPS（元） | 0.50 | 0.47 | 0.58 | 0.74 | 1.04 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | **主要财务比率** | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| **负债合计** | 117 | 140 | 349 | 463 | 487 | **成长能力** | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长 | 4.8% | 24.3% | 20.5% | 16.3% | 18.0% |
| 实收资本（或股 | 166 | 166 | 166 | 166 | 166 | 营业利润增长 | 18.7% | -6.2% | 21.5% | 27.7% | 42.9% |
| 资本公积 | 751 | 751 | 751 | 751 | 751 | 归属于母公司净利润 | 14.4% | -5.3% | 21.6% | 27.9% | 41.7% |
| 未分配利润 | 248 | 297 | 325 | 362 | 414 | **获利能力** | | | | | |
| 归属母公司股东 | 1193 | 1248 | 1312 | 1398 | 1519 | 毛利率(%) | 17% | 18% | 18% | 18% | 19% |
| **负债和所有者权** | 1310 | 1388 | 1661 | 1861 | 2006 | 净利率(%) | 8% | 6% | 6% | 7% | 8% |
| **现金流量表** | | | | 单位:百万元 | | 总资产净利润（%） | 6% | 6% | 6% | 7% | 9% |
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | ROE(%) | 7% | 6% | 7% | 9% | 11% |
| **经营活动现金流** | 57 | -30 | 59 | 105 | 141 | **偿债能力** | | | | | |
| 净利润 | 83 | 79 | 96 | 122 | 173 | 资产负债率(%) | 9% | 10% | 21% | 25% | 24% |
| 折旧摊销 | 29.58 | 33.53 | 29.40 | 45.40 | 45.92 | 流动比率 | 8.50 | 8.12 | 3.90 | 3.22 | 3.41 |
| 财务费用 | -27 | 2 | 3 | 10 | 13 | 速动比率 | 7.45 | 6.81 | 3.27 | 2.67 | 2.81 |
| 应付帐款的变化 | 0 | 0 | 22 | 22 | 27 | **营运能力** | | | | | |
| 预收帐款的变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.81 | 0.97 | 1.04 | 1.04 | 1.12 |
| **投资活动现金流** | -50 | -466 | -37 | -97 | -7 | 应收账款周转率 | 8 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 9.90 | 11.49 | 12.06 | 12.00 | 12.18 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | **每股指标（元）** | | | | | |
| 投资收益 | 0 | 13 | 14 | 14 | 14 | 每股收益(最新摊薄) | 0.50 | 0.47 | 0.58 | 0.74 | 1.04 |
| **筹资活动现金流** | -23 | -25 | 154 | 44 | -67 | 每股净现金流(最新 | -0.10 | -3.13 | 1.06 | 0.31 | 0.40 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 186 | 277 | 274 | 每股净资产(最新摊 | 7.17 | 7.50 | 7.89 | 8.40 | 9.13 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | **估值比率** | | | | | |
| 普通股增加 | 55 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 35.01 | 36.99 | 30.42 | 23.79 | 16.79 |
| 资本公积增加 | -55 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.44 | 2.33 | 2.22 | 2.08 | 1.92 |
| **现金净增加额** | -16 | -521 | 176 | 52 | 66 | EV/EBITDA | 22.16 | 21.54 | 19.09 | 14.09 | 10.40 |

*资料来源：东兴证券研究所*

## 分析师简介

**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。

## 联系人简介

## 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。