

2016年08月30日

雅克科技 (002409.SZ)

## 收购芯片前驱体企业，加速布局电子材料等新领域

■事件1: 公司公告, 公司参股公司江苏先科拟通过其在韩国的子公司SPV以11.8亿元收购Woori Renaissance Holdings, LLC持有的UP Chemical公司96.28%股份。

■事件2: 公司发布16年半年报: 16年上半年实现营业收入4.24亿元, 同比下降18.25%; 归母净利润3028.8万元, 同比下降21.76%, EPS 0.09元。受持续低迷的外部市场环境的影响, 公司营业收入有一定幅度的下降, 直接影响公司2016年上半年的业绩。公司在原有主业的外, 积极推及战略转型, 帮助公司多元化发展, 创造新的利润增长点。

■收购半导体主流核心材料公司, 加速布局电子材料: UP Chemical公司成立于1998年, 总部位于韩国, 主要从事生产、销售高度专业化、高附加值的前驱体产品, 主要下游为半导体存储器芯片(主要产品有High-K材料、STI工艺中填充材料、存储器芯片中氧化物/氮化物/层间介质<ILD>前驱体等), 还可用于非存储器领域(主要产品有原子层沉积Ta<sub>2</sub>N<sub>5</sub>前驱体等)以及显示领域(OLED气阻隔薄膜涂层前驱体、OLED气体扩散阻隔前驱体等)、工业领域(工业金属、玻璃涂层材料等), 产品主要供应韩国SK海力士、三星电子等知名半导体企业。前驱体是半导体材料产业链主流的产品, 是内存芯片制造环节的核心产品。收购完成后公司将成为国内最大的半导体材料企业之一, 公司在电子材料的布局进一步拓展。

■公司是有机磷系阻燃剂龙头, 依托主业坚实基础积极拓展电子等其他领域: 公司在有机磷系阻燃剂产能9.3万吨, 06-14年公司营业收入复合增速20%以上。拳头产品TCPP和BDP主要指标都达到国际先进水平, 主要应用于下游聚氨酯材料和工程塑料领域, 主要客户为SABIC、德国拜耳、韩国三星、日本三菱等国际知名公司。另一方面, 公司近几年对阻燃剂产品结构进行了创新, 除传统阻燃剂外, 公司积极开发新型电子用阻燃剂, 积极布局电子材料, 开发环氧树脂阻燃固化剂(用于覆铜板和IC载板), 电子用特种树脂(塑封料、IC载板)、电子用阻燃剂(覆铜板)等产品, 已经有中试产品, 并通过百公斤级测试。公司通过内生和外延结合自身优势, 逐步形成三个业务板块——塑料助剂板块、电子材料板块和复合材料板块。

■定增收购华飞电子切入电子材料领域: 公司发布定增预案拟以2亿收购华飞电子100%股权, 业绩承诺: 16-18年扣非归母净利润不少于1200/1700/2200万元。本次收购是公司在调整产业结构, 进一步发展和扩大的重要布局。

华飞电子具备年产4,600吨球形硅微粉的生产能力, 其生产的球形硅微

公司快报

证券研究报告

其他化学原料

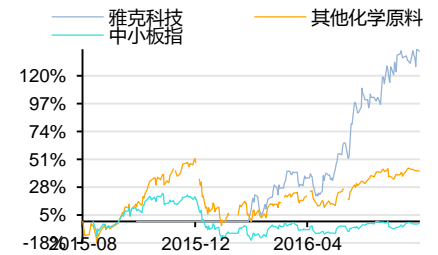
投资评级 **买入-A**  
首次评级

6个月目标价: **35元**  
股价(2016-08-29) **26.27元**

### 交易数据

总市值(百万元)	8,738.45
流通市值(百万元)	4,336.13
总股本(百万股)	332.64
流通股本(百万股)	165.06
12个月价格区间	14.62/31.10元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.28	71.26	119.39
绝对收益	5.63	79.69	117.89

**王席鑫** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450514050003  
wangxx@essence.com.cn  
021-35082937

**孙琦祥** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450514050001  
sunqx@essence.com.cn  
021-35082016

**罗雅婷** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450516060001  
luoyt@essence.com.cn  
021-35082781

**肖晴** 报告联系人  
xiaqing@essence.com.cn  
021-35082066

### 相关报告

粉主要销售给如住友电木、台湾义典、日立化成、德国汉高、松下电工等全球领先的塑封料生产企业，成为上述塑封料生产企业主要的国内硅微粉提供商，且华飞电子的球形硅微粉大部分用于 SOP\TSOP、QFP、QFN、BGA 等中高端集成电路封装类型，主要产品在各主要考核指标上已达到了与业内领先的日系企业同级的水准。

■ **大股东引入战投华泰瑞并购基金，加速外延并购：**2016 年公司大股东沈琦沈馥共同转让其持有的雅克科技 10% 的股份给华泰瑞联并购基金，股份交割完成，华泰瑞联成为公司第二大股东。华泰瑞联并购基金是国内顶级的创投企业，成功投资了包括神州高铁、未名医药等项目。

■ **投资建议：**公司积极引入战略投资者，在主业已有的坚实的基础上转型布局电子材料等新型领域，为公司未来发展提供新的利润增长点，布局的电子材料空间广阔，为公司打开新的成长空间。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.23、0.31、0.39 元，给予买入-A 评级，目标价 35 元。

■ **风险提示：**收购未能完成，阻燃剂市场持续低迷

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,323.1	1,005.7	905.2	1,086.2	1,412.1
净利润	60.3	90.3	78.0	104.2	128.9
每股收益(元)	0.36	0.54	0.23	0.31	0.39
每股净资产(元)	7.69	8.12	4.55	4.80	5.12
<b>盈利和估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
市盈率(倍)	74.9	50.0	115.6	86.6	70.0
市净率(倍)	3.5	3.3	6.0	5.7	5.3
净利润率	4.6%	9.0%	8.6%	9.6%	9.1%
净资产收益率	4.7%	6.7%	5.2%	6.5%	7.6%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%
ROIC	6.5%	8.2%	6.5%	9.8%	10.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,323.1	1,005.7	905.2	1,086.2	1,412.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,080.4	767.3	702.1	814.6	1,059.0	营业收入增长率	1.0%	-24.0%	-10.0%	20.0%	30.0%
营业税费	5.7	2.4	1.8	2.6	3.2	营业利润增长率	-17.1%	48.2%	-18.4%	30.3%	28.3%
销售费用	41.9	39.4	38.0	44.1	58.3	净利润增长率	-23.4%	49.8%	-13.6%	33.6%	23.7%
管理费用	135.2	122.6	108.6	146.6	177.4	EBITDA 增长率	-3.9%	15.8%	-9.3%	19.4%	21.9%
财务费用	11.7	-6.3	-0.6	-3.7	-4.1	EBIT 增长率	-6.6%	21.5%	-14.2%	27.2%	28.8%
资产减值损失	-0.3	-1.9	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	-9.5%	24.6%	-15.3%	33.5%	25.2%
加:公允价值变动收益	1.5	-4.3	-0.9	0.6	-0.1	投资资本增长率	-1.6%	6.4%	-10.9%	13.8%	-6.5%
投资和汇兑收益	27.2	36.3	40.0	40.0	38.8	净资产增长率	2.4%	5.6%	12.0%	5.5%	6.6%
<b>营业利润</b>	<b>77.1</b>	<b>114.3</b>	<b>93.3</b>	<b>121.6</b>	<b>155.9</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-1.8	-4.3	3.0	0.9	-0.1	毛利率	18.3%	23.7%	22.4%	25.0%	25.0%
<b>利润总额</b>	<b>75.3</b>	<b>110.0</b>	<b>96.3</b>	<b>122.5</b>	<b>155.8</b>	营业利润率	5.8%	11.4%	10.3%	11.2%	11.0%
减:所得税	15.0	19.7	18.3	18.3	26.9	净利润率	4.6%	9.0%	8.6%	9.6%	9.1%
<b>净利润</b>	<b>60.3</b>	<b>90.3</b>	<b>78.0</b>	<b>104.2</b>	<b>128.9</b>	EBITDA/营业收入	9.3%	14.2%	14.3%	14.3%	13.4%
						EBIT/营业收入	6.7%	10.7%	10.2%	10.9%	10.7%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	69	84	83	58	36
						流动营业资本周转天数	209	265	279	247	208
						流动资产周转天数	317	425	465	428	374
						应收帐款周转天数	58	64	58	60	60
						存货周转天数	47	55	46	47	49
						总资产周转天数	419	608	675	581	487
						投资资本周转天数	297	400	433	364	288
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	4.7%	6.7%	5.2%	6.5%	7.6%
						ROA	3.6%	5.3%	4.6%	5.7%	6.4%
						ROIC	6.5%	8.2%	6.5%	9.8%	10.7%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	3.2%	3.9%	4.2%	4.1%	4.1%
						管理费用率	10.2%	12.2%	12.0%	13.5%	12.6%
						财务费用率	0.9%	-0.6%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
						三费/营业收入	14.3%	15.5%	16.1%	17.2%	16.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	24.3%	21.1%	10.3%	12.3%	15.2%
						负债权益比	32.1%	26.7%	11.5%	14.0%	17.9%
						流动比率	3.13	3.25	7.47	6.45	5.40
						速动比率	2.70	2.85	6.87	5.56	4.74
						利息保障倍数	7.56	-17.09	-149.79	-31.88	-36.68
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.11	0.17	0.07	0.09	0.12
						分红比率	29.8%	30.4%	30.3%	30.2%	30.3%
						股息收益率	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	60.3	90.3	78.0	104.2	128.9	EPS(元)	0.36	0.54	0.23	0.31	0.39
加:折旧和摊销	34.8	35.2	37.2	37.2	37.2	BVPS(元)	7.69	8.12	4.55	4.80	5.12
资产减值准备	-0.3	-1.9	-	-	-	PE(X)	74.9	50.0	115.6	86.6	70.0
公允价值变动损失	-1.5	4.3	-0.9	0.6	-0.1	PB(X)	3.5	3.3	6.0	5.7	5.3
财务费用	1.5	3.4	-0.6	-3.7	-4.1	P/FCF	21.5	83.4	232.2	-241.5	44.1
投资损失	-27.2	-36.3	-40.0	-40.0	-38.8	P/S	3.4	4.5	10.0	8.3	6.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	25.2	24.1	65.7	55.4	44.5
营运资金的变动	-65.0	14.6	109.4	-193.4	41.0	CAGR(%)	20.0%	12.6%	-0.3%	20.0%	12.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>168.0</b>	<b>120.5</b>	<b>183.1</b>	<b>-95.1</b>	<b>164.1</b>	PEG	3.7	4.0	-396.6	4.3	5.6
投资活动产生现金流量	-153.0	-197.3	105.2	28.4	24.8	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-24.5	142.6	-80.7	-16.6	-20.1	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、罗雅婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034