

2018年05月09日

公司研究

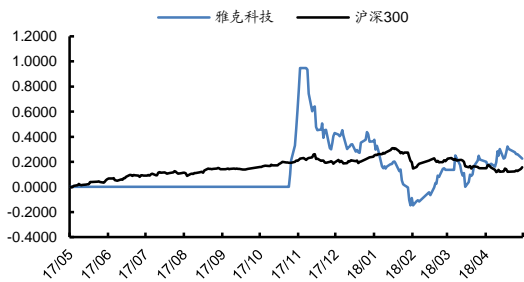
评级：买入（维持）

研究所
 证券分析师：代鹏举 S0350512040001
 021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
 证券分析师：陈博 S0350518010001
 010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn
 联系人：谷航 S0350117040024
 010-88576933 guh@ghzq.com.cn
 联系人：卢昊
 021-60338172 luh@ghzq.com.cn

电特气体龙头慧瞻材料（VSM）二季度业绩高增长，半导体材料行业景气度高

——雅克科技（002409）国际对标公司业绩点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
雅克科技	0.7	34.7	22.6
沪深 300	0.7	1.0	15.7

市场数据 2018-05-08

当前价格（元）	25.91
52 周价格区间（元）	17.06 - 42.30
总市值（百万）	8908.57
流通市值（百万）	4745.29
总股本（万股）	34382.76
流通股（万股）	18314.52
日均成交额（百万）	145.69
近一月换手（%）	118.06

相关报告

《雅克科技（002409）国际对标公司业绩点评：国际气体龙头林德集团（LIN.F）业绩稳步增长，气体行业综合竞争力持续增强》——2018-04-27
 《雅克科技（002409）2017 年年报点评：原料价格上涨以及汇兑损失影响业绩，外延式并购发展模式前景广阔》——2018-04-09
 《雅克科技（002409）国际对标公司业绩点评：国际电特气体龙头慧瞻材料（VSM）销售收入高速增长，半导体材料化学品下游需求景气》——

事件：

2018 年 5 月 8 日，雅克科技（002409）电子特种气体业务国际竞争对手 Versum（惠瞻材料）发布 2018 年二季报，Versum 当季实现营业收入 3.41 亿美元，同比 2017 年第二季度的 2.71 亿美元，增长 25.8%，环比 2018 年第一季度的 3.31 亿美元，增长 3.0%；净利润达到 6160 万美元，同比 2017 年第二季度增长 37.2%，环比 2018 年第一季度增长 231.2%；2018 年第二季度净利率达到 18.1%，同比 2017 年第二季度上升 1.5 个百分点；调整后的折旧摊销息税前净利润（EBITDA）达到 1.10 亿美元，同比 2017 年第二季度上涨 26.5%，环比 2018 年第一季度上涨 7.8%。

Versum 材料业务板块中包括电特气体前驱体业务和 CMP 研磨剂业务，2018 年第二季度实现营业收入 2.19 亿美元，同比 2017 年第二季度上涨 10.4%，环比 2018 年第一季度上涨 1.9%；调整后折旧摊销息税前净利润（EBITDA）达到 8320 万元，同比 2017 年第二季度增长 10.6%，环比 2018 年第一季度增长 8.3%。

气体输送和服务业务板块 2018 年第二季度实现营业收入 1.21 亿美元，同比 2017 年第二季度 7170 万美元，增长 68.9%，环比 2018 年一季度增长 5.2%；调整后折旧摊销息税前净利润（EBITDA）达到 3330 万美元，同比 2017 年第二季度增长 84.0%，环比 2018 年第一季度下降 1.2%。

惠瞻材料分析其材料业务板块收入增长贡献来自于两位数的市场需求量增长，同时价格下降产生负面影响，汇兑收益贡献 2% 的收入增幅；转接定价对于材料业务板块的 EBITDA 产生负面影响，同时亚洲地区业务拓展及母公司业务剥离产生较高的销售、管理和研发费用对于材料业务板块产生负面影响。

惠瞻材料（Versum）上调 2018 年业绩预期，预计实现营业收入 13.20 亿美元至 13.60 亿美元（前期预测为 12.50 亿美元至 13.00 亿美元），调整后折旧摊销息税前净利润（EBITDA）达到 4.25 亿美元至 4.45 亿美元（前期预测为 4.15 亿美元至 4.35 亿美元）。

雅克科技投资要点：

■ 整合电子特种气体产品优质标的并购重组过会，未来持续受益半导体

2018-03-19

《雅克科技（002409）国际对标公司业绩点评：国际龙头林德集团（LIN.F）年报业绩稳步增长，气体行业整合集中度进一步提升》——

2018-03-11

《雅克科技（002409）调研简报：集成电路产业基金拟入股，加速半导体材料整合》——

2017-11-10

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

材料产业发展。雅克科技拟发行 1.19 亿股，发行价格 20.74 元/股，募集资金 24.67 亿元，收购科美特 90.0% 股权和江苏先科 84.8% 股权，并已经获得证监会审核通过。其中科美特专注于六氟化硫、四氟化碳电子气体的生产研发和销售，江苏先科于 2016 年完成对于韩国 UP CHEM 96.28% 股权的增资收购，切入半导体行业集成电路上游晶圆加工制造中所需电子特种气体前驱体原料供应链，并联合韩国 Foures 公司成立特种气体运输和设备公司。目前 UP CHEM 营业收入达到 6000 万美金，仅占特种电子气体市场份额 6%，公司此举旨在利用雅克科技在国内客户关系优势协助控股子公司 UP CHEM 提升自给率，逐步实现进口替代；交易对象科美特承诺 2017 年净利润不低于 1 亿元、2017 和 2018 年净利润和不低于 2.16 亿元、2017、2018 和 2019 年三年之和不低于 3.6 亿元。公司业务将持续受益于半导体材料产业蓬勃发展。

- **国家集成电路产业基金入股公司收购项目，公司转型半导体领域布局收获认可。**国家集成电路产业基金成立以来，投资于半导体领域超 1000 亿元规模，本次国家集成电路产业基金出资 5.5 亿元拟参与雅克科技定增，完成交易后将持有雅克科技上市公司 5.73% 股权，雅克科技从 2016 年以来积极布局转型半导体领域成为国内获得国家集成电路产业基金投资的材料领域公司，未来发展值得关注。
- **盈利预测与投资评级。**雅克科技深耕于阻燃剂材料研发、生产和应用，已经成为行业领军企业，基于审慎原则，目前在不考虑公司收购江苏先科与科美特项目并表前提下，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.15、0.20 和 0.25 元/股，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**雅克科技拟并购标的江苏先科和科美特业绩低于预期；华飞电子产品产能扩建低于预期；半导体产业发展低于预期；雅克科技定向增发进展低于预期；雅克科技与惠瞻材料不具备完全可比性，相关数据信息仅供参考。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1133	1389	1466	1559
增长率(%)	26.7%	22.6%	5.6%	6.4%
净利润（百万元）	35	50	70	85
增长率(%)	-49%	45%	39%	22%
摊薄每股收益（元）	0.10	0.15	0.20	0.25
ROE(%)	2.21%	3.12%	4.18%	4.88%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 雅克科技盈利预测表 (暂不考虑本次增发收购江苏先科和科美特股权对公司股本和业绩影响)

证券代码:	002409.sz				股票价格:	25.91	投资评级:	买入		日期:	2018/5/8
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
盈利能力					每股指标						
ROE	2%	3%	4%	5%	EPS	0.10	0.15	0.20	0.25		
毛利率	22%	24%	26%	27%	BVPS	4.52	4.65	4.83	5.05		
期间费率	1%	20%	20%	20%	估值						
销售净利率	3%	4%	5%	5%	P/E	258.01	177.81	127.72	104.70		
成长能力					P/B	5.74	5.57	5.36	5.13		
收入增长率	27%	23%	6%	6%	P/S	7.86	6.41	6.08	5.71		
利润增长率	-49%	45%	39%	22%							
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	0.64	0.71	0.72	0.74	营业收入	1133	1389	1466	1559		
应收账款周转率	5.34	5.21	5.45	5.62	营业成本	889	1059	1084	1140		
存货周转率	5.04	4.51	4.68	4.87	营业税金及附加	8	10	10	10		
偿债能力					销售费用	57	69	73	78		
资产负债率	12%	19%	18%	18%	管理费用	131	194	205	218		
流动比	3.29	2.36	2.57	2.77	财务费用	12	0	(0)	(1)		
速动比	2.36	1.67	1.88	2.10	其他费用/(-收入)	(1)	8	(2)	(2)		
					营业利润	35	64	91	111		
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业外净收支	3	(1)	(4)	(5)		
现金及现金等价物	156	15	67	135	利润总额	38	63	87	106		
应收款项	212	266	269	278	所得税费用	4	13	17	21		
存货净额	177	237	234	236	净利润	34	50	70	85		
其他流动资产	82	292	308	328	少数股东损益	(0)	0	0	0		
流动资产合计	627	810	878	976	归属于母公司净利润	35	50	70	85		
固定资产	421	426	421	416							
在建工程	48	58	48	38	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
无形资产及其他	68	68	77	80	经营活动现金流	6	(80)	95	107		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	34	50	70	85		
资产总计	1772	1970	2032	2118	少数股东权益	(0)	0	0	0		
短期借款	9	9	9	9	折旧摊销	44	42	42	42		
应付款项	127	237	240	252	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	3	4	4	4	营运资金变动	(72)	(172)	(17)	(21)		
其他流动负债	53	93	89	87	投资活动现金流	51	(57)	(27)	(27)		
流动负债合计	191	343	342	352	资本支出	(52)	(57)	(27)	(27)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	22	22	22	22	其他	103	0	0	0		
长期负债合计	22	22	22	22	筹资活动现金流	(62)	(5)	(7)	(9)		
负债合计	213	365	364	374	债务融资	(47)	0	0	0		
股本	344	344	344	344	权益融资	4	0	0	0		
股东权益	1560	1605	1668	1744	其它	(19)	(5)	(7)	(9)		
负债和股东权益总计	1772	1970	2032	2118	现金净增加额	(5)	(142)	61	71		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术专业硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年券商行研经验。

谷航，北京大学化学专业本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年研发项目管理经验，化工行业1年研究经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。