

2018年07月27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 S0350118050025
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

林德集团全球化产能扩增助力业绩增长，气体行业集中度提升行业龙头强者恒强

——雅克科技（002409）国际对标公司林德集团半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
雅克科技	4.0	-29.6	-6.9
沪深 300	2.2	-5.9	-4.7

市场数据

2018-07-26

当前价格（元）	19.67
52 周价格区间（元）	17.05 - 42.28
总市值（百万）	9104.33
流通市值（百万）	3602.47
总股本（万股）	46285.35
流通股（万股）	18314.52
日均成交额（百万）	166.07
近一月换手（%）	56.83

相关报告

《雅克科技（002409）事件点评：完成发行股份购买资产，转型进入半导体特气领域开启业绩增长新征程》——2018-06-14

《雅克科技（002409）国际对标公司业绩点评：电特气体龙头慧瞻材料（VSM）二季度业绩高速增长，半导体材料行业景气度高》——2018-05-09

《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，

事件：

2018年7月26日，雅克科技（002409）对标的国际气体龙头企业林德集团（LIN.F）发布2018年半年报，2018年上半年林德集团实现营业收入86.40亿欧元，除去汇率变动和改变会计准则影响调整后同比增长4.7%；其中，2018年二季度实现营业收入44.58亿欧元，环比一季度增长6.6%。2018年上半年，林德集团实现营业利润达到22.10亿欧元，除去汇率影响调整后同比增长10.1%；其中，2018年二季度实现营业利润11.39亿欧元，环比2018年一季度增长5.4%；上半年营业利润率达到25.6%，同比增长1.7%。

林德集团气体业务板块2018年上半年实现营业收入71.82亿欧元，除去汇率变动、会计准则调整影响后同比2017年上半年增长3.8%，除去汇率变动、会计准则调整、天然气原料价格影响同比2017年上半年增长3.7%；其中，2018年二季度气体业务板块营业收入为36.70亿欧元，环比一季度增长4.8%。上半年气体业务板块营业利润达到21.84亿欧元，调整后同比2017年上半年增长7.4%；其中，2018年二季度气体业务营业利润为11.05亿欧元，环比一季度增长2.4%；气体业务板块营业利润率达到30.4%，同比2017年上半年增长1.8个百分点。

2018年上半年，林德集团气体板块业务稳定增长，主要来源在中国、冰岛、土耳其、墨西哥的气体工厂的投产，以及会计准则的调整、内部效率管理的加强。2018年二季度，镇海炼化林德收购的60000m³/h产能空气分离装置已投产，新建的80000m³/h空气分离装置也已于4月开工建设；供给给成都中电熊猫的空气分离装置已投产；林德与中化共同投资建设的泉州42000m³/h空气分离装置项目已开始规划论证。

预计2018年下半年林德集团完成与普莱克斯合并后在电子特种气体业务领域两公司的市场份额占比将合计达到25%以上，本轮合并过后全球电子气体行业中美国气体产品、普莱克斯-林德和法国液化空气三龙头占比超过70%，行业集中度进一步提升。考虑到并购普莱克斯带来市场结构的变化和林德集团新建气体工厂的陆续投产，预计林德集团气体业务板块将在保持稳定增长。

雅克科技投资要点：

《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》——2018-03-19

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%。

- **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材料产业发展。**雅克科技完成发行1.19亿股,发行价格20.73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。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。雅克科技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,雅克科技现已完成定向增发和资产过户,预计2018-2020年EPS分别为0.57、0.94和1.18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;半导体产业发展低于预期;雅克科技传统业务发展低于预期;环保整治对于传统业务开工率影响风险;林德集团和雅克科技业务不具有完全可比性,相关数据仅供参考。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1133	1753	2550	3169
增长率(%)	26.7%	54.8%	45.4%	24.3%
净利润(百万元)	35	263	437	545
增长率(%)	-49%	663%	66%	25%
摊薄每股收益(元)	0.10	0.57	0.94	1.18
ROE(%)	2.21%	6.17%	9.45%	10.77%

资料来源:Wind资讯、国海证券研究所

附表：雅克科技盈利预测表

证券代码:	002409.sz	股票价格:	19.67	投资评级:	买入	日期:	2018/7/26		
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%	6%	9%	11%	EPS	0.10	0.57	0.94	1.18
毛利率	22%	32%	36%	36%	BVPS	4.52	9.20	9.95	10.90
期间费率	1%	17%	16%	16%	估值				
销售净利率	3%	15%	17%	17%	P/E	195.87	34.56	20.84	16.70
成长能力					P/B	4.35	2.14	1.98	1.81
收入增长率	27%	55%	45%	24%	P/S	5.97	5.19	3.57	2.87
利润增长率	-49%	663%	66%	25%					
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	0.64	0.35	0.47	0.54	营业收入	1133	1753	2550	3169
应收账款周转率	5.34	5.62	4.06	4.06	营业成本	889	1190	1634	2036
存货周转率	5.04	5.21	4.56	5.21	营业税金及附加	8	11	15	19
偿债能力					销售费用	57	88	127	158
资产负债率	12%	15%	14%	13%	管理费用	131	193	280	349
流动比	3.29	3.20	3.66	4.49	财务费用	12	(2)	(4)	(6)
速动比	2.36	2.05	2.46	3.20	其他费用/(-收入)	(1)	29	4	4
					营业利润	35	303	500	617
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	195	483	781	利润总额	38	302	496	612
应收款项	212	1112	1229	1381	所得税费用	4	36	55	61
存货净额	177	830	912	944	净利润	34	266	441	551
其他流动资产	82	173	153	190	少数股东损益	(0)	3	4	6
流动资产合计	627	2310	2776	3297	归属于母公司净利润	35	263	437	545
固定资产	421	1896	1753	1622					
在建工程	48	78	83	88	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
无形资产及其他	68	68	111	114	经营活动现金流	6	(803)	469	466
长期股权投资	0	50	70	90	净利润	34	266	441	551
资产总计	1772	5010	5401	5819	少数股东权益	(0)	3		6
短期借款	9	9	9	9	折旧摊销	44	42	165	156
应付款项	127	431	446	385	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	3	98	120	137	营运资金变动	(72)	(1114)	(141)	(246)
其他流动负债	53	184	184	204	投资活动现金流	51	(1597)	(47)	(50)
流动负债合计	191	722	759	735	资本支出	(52)	(1547)	(27)	(30)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	(50)	(20)	(20)
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)	2441	(87)	(109)
负债合计	213	743	780	756	债务融资	(47)	0	0	0
股本	344	463	463	463	权益融资	4	2467	0	0
股东权益	1560	4267	4621	5062	其它	(19)	(26)	(87)	(109)
负债和股东权益总计	1772	5010	5401	5819	现金净增加额	(5)	41	335	307

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硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年半券商行研经验。

谷航，北大化学系本科，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。本报告清晰准确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。