

雅克科技 (002409)

前驱体放量可期, LNG 板材强势增长

◆ 业务转型成功, 材料平台型公司扬帆远航

公司起家于阻燃剂业务, 2016 年收购华飞电子布局硅微粉业务, 开始进军电子材料领域。同年收购 UP Chemical 开展前驱体&SOD 业务, 并成为 SK 海力士的核心供应商; 随后收购成都科美特切入电子特气领域。2019 年公司参股 Cotem、2020 年收购 LG 化学彩胶事业部资产, 同时掌握了 TFT-PR 和彩色光刻胶技术, 成为 LGD 的长期供应商。

公司平台型布局日臻完善, 形成了以电子材料为核心, LNG 保温板材为补充的战略模式。收购海外优质资产弯道超车, 并打入海外核心客户供应链, 技术实力国内领先。2022H1, 公司电子材料业务合计营收 15.28 亿元, 同比+19.1%, 业务占比提升至 74.2%。

◆ 盈利能力提升, 高毛利前驱体业务放量在即

自公司战略转型开始, 2016-2021 年公司营收 CAGR 为 33.4%, 归母净利润 CAGR 达 37.6%。2022H1 实现营业收入 20.59 亿元, 同比+14.2%, 归母净利润 2.81 亿元, 同比+16.2%。毛利率 29.8%, 同比+1.7pct, 较 2021 年 25.8% 的毛利率有所提升。2022H1 公司前驱体、光刻胶两大块业务分别实现收入 4.48/6.81 亿元, 毛利率分别为 45.0%/18.3%, 公司今年光刻胶业务不再通过 LGC 代工, 自产后毛利率显著提升 3pct。

2021 年公司前驱体产能达 319 吨/年, 新增 184 吨, 产能利用率尚存较大提升空间, 预计下半年随着长存产能释放, 长鑫 17nm 量产, 公司前驱体业务将明显放量, 毛利率有提升预期。

◆ 半导体材料多项目在建, 较多产能今年落地

光刻胶方面, 公司产品已批量供应 LGD、三星电子、京东方、惠科等头部面板厂, 定增的 9840 吨彩胶+9840 吨正胶及光刻胶配套试剂产能有望年底落成; 前驱体方面, 宜兴工厂有较大的前驱体产能在建, 近期大基金二期领投江苏先科 (增资 5 亿元), 并强调应用于前驱体材料的研发与生产, 预计宜兴工厂明年起开始放量, 业绩释放可期。

投资评级

买入
首次评级

2022 年 09 月 19 日

收盘价(元): 67.03

公司基本数据

总股本(百万股)	475.93
总市值(百万)	31,901.43
流通股本(百万股)	318.52
流通市值(百万)	21,350.53
12 月最高/最低价(元)	87.88/37.41
资产负债率(%)	23.95
每股净资产(元)	12.84
市盈率(TTM)	85.28
市净率(PB)	5.22
净资产收益率(%)	4.61

股价走势图



作者

刘牧野 分析师
SAC 执业证书: S0640522040001
邮箱: liumy@avicsec.com

电子特气方面，年产 1.2 万吨电子级六氟化硫和 0.2 万吨半导体用电子级四氟化碳技改项目 Q1 已完工，今年可见产能释放。上半年公司球形硅微粉实现满产满销，收入同比+36.2%，定增的 1 万吨硅微粉项目今年陆续完工投产；此外，投资 15 亿元由孙公司雅克华飞分三期（5 年）建设 3.9 万吨半导体核心材料项目。我们判断，公司今明两年均有较大的产能释放，且下游客户稳定、需求持续，公司业绩快速增长的确定性较高。

◆ 造船周期已至，LNG 板材在手订单饱满

俄乌冲突促使欧洲 LNG 需求量激增，催化 LNG 船市场持续高景气。2022H1 全球 LNG 运输船订单量达 108 艘，创历史新高，超过 2021 全年 86 艘的水平。公司作为国内唯一 LNG 保温绝热板材的供应商，已经取得全系列产品认证，与沪东造船、江南造船、大连重工等头部船厂战略合作。

公司捷报频传，9 月 6 日公司公告中标天津南港 LNG 应急储备项目储罐二阶段项目，合计金额 4.83 亿元，且预计一年内完成交付，实现收入；9 月 15 日，公司公告与沪东签订了高达 20.66 亿元的增强型聚氨酯保温绝热板材，客户支付 50%预付款，合同明年起开始履约，2023-2027 年陆续确认收入。公司自身产能方面，4.5 亿元 LNG 板材项目在建，明年开始上量，强势增长为公司贡献大幅的收入。

◆ 投资建议

我们看好公司前驱体、光刻胶产能释放带来的业绩增长，以及 LNG 板材业务在本轮造船周期中的强劲表现。预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 45.35/61.62/80.14 亿元，归母净利润 6.49/9.33/12.38 亿元，同比增长 93.8/43.8/32.6%。对应当前（9 月 19 日）收盘价的 PE 分别为 49、34、26 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

项目产能爬坡节奏不及预期、行业竞争加剧、晶圆厂扩产力度衰减。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2273.03	3782.31	4534.97	6161.98	8014.06
增长率（%）	24.05	66.40	19.90	35.88	30.06
归母净利润（百万元）	413.18	334.75	648.82	933.18	1237.78
增长率（%）	41.19	-18.98	93.82	43.83	32.64
毛利率（%）	35.52	25.76	30.66	31.37	32.27
每股收益（元）	0.87	0.70	1.36	1.96	2.60
市盈率 PE	77.21	95.30	49.17	34.19	25.77
市净率 PB	6.77	5.33	4.90	4.40	3.87
净资产收益率 ROE（%）	8.77	5.59	9.98	12.87	15.02

资料来源：ifind，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	540	1357	1630	1251	1295	营业收入	2273	3782	4535	6162	8014
应收票据及账款	804	806	966	1458	2116	营业成本	1466	2808	3144	4229	5428
预付账款	61	71	94	128	166	税金及附加	10	14	16	22	29
其他应收款	35	57	50	68	89	销售费用	57	76	113	142	184
存货	547	827	984	1324	1699	管理费用	249	360	408	524	681
其他流动资产	47	293	95	129	168	研发费用	73	96	127	185	256
流动资产总计	2034	3410	3820	4358	5533	财务费用	16	-3	5	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-7	-3	-5	-7	-9
固定资产	1002	1278	1917	2651	3030	信用减值损失	-3	-4	-3	-4	-5
在建工程	333	236	567	409	266	其他经营损益	0	0	0	0	0
无形资产	294	269	242	262	268	投资收益	107	80	68	68	68
长期待摊费用	18	45	36	27	18	公允价值变动损益	-8	-89	0	0	0
其他非流动资产	2243	2057	2074	2052	2050	资产处置收益	3	-8	-2	-2	-2
非流动资产合计	3890	3886	4838	5402	5632	其他收益	8	12	9	9	9
资产总计	5924	7296	8658	9760	11165	营业利润	500	418	788	1125	1497
短期借款	156	245	0	0	0	营业外收入	1	1	1	1	1
应付票据及账款	431	438	595	800	1027	营业外支出	6	12	7	7	7
其他流动负债	321	390	1323	1486	1686	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	909	1074	1918	2286	2713	利润总额	496	407	782	1120	1492
长期借款	95	108	100	83	59	所得税	82	66	127	182	242
其他非流动负债	62	49	49	49	49	净利润	413	341	655	938	1250
非流动负债合计	157	157	149	132	108	少数股东损益	0	6	6	5	12
负债合计	1066	1230	2067	2418	2821	归属母公司净利	413	335	649	933	1238
股本	463	476	476	476	476	EBITDA	638	573	1010	1433	1872
资本公积	2954	4070	4070	4070	4070	NOPLAT	438	447	667	945	1257
留存收益	1296	1439	1958	2704	3694	EPS (元)	0.9	0.7	1.4	2.0	2.6
归属母公司权益	4713	5985	6504	7250	8241						
少数股东权益	145	81	87	92	103						
股东权益合计	4857	6065	6591	7342	8344						
负债和股东权益	5924	7296	8658	9760	11165						

现金流量表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	413	341	597	880	1192
折旧与摊销	126	169	223	314	381
财务费用	16	-3	5	-1	-1
投资损失	-107	-80	-68	-68	-68
营运资金变动	-255	-224	717	-550	-704
其他经营现金流	4	110	71	71	71
经营性现金净流	197	314	1545	646	871
资本支出	577	574	1175	878	612
长期投资	-240	-105	0	0	0
其他投资现金流	309	25	292	55	55
投资性现金净流	-508	-654	-883	-823	-557
短期借款	34	89	-245	0	0
长期借款	95	13	-8	-17	-24
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	-96	1116	0	0	0
其他筹资现金流	-33	-57	-135	-186	-247
筹资性现金净流	1	1174	-388	-203	-270
现金流量净额	-320	803	274	-379	44

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营收增长率	24.0%	66.4%	19.9%	35.9%	30.1%
营业利润增长率	31.3%	-16.3%	88.2%	42.9%	33.1%
EBIT 增长率	37.4%	-21.1%	94.8%	42.2%	33.2%
EBITDA 增长率	35.0%	-10.2%	76.4%	41.9%	30.6%
归母净利润增长	41.2%	-19.0%	93.8%	43.8%	32.6%
经营现金流增长	-40.7%	59.5%	392.3%	-58.2%	34.7%
盈利能力					
毛利率	35.5%	25.8%	30.7%	31.4%	32.3%
净利率	18.2%	9.0%	14.4%	15.2%	15.6%
营业利润率	22.0%	11.1%	17.4%	18.3%	18.7%
ROE	8.8%	5.6%	10.0%	12.9%	15.0%
ROA	7.0%	4.6%	7.5%	9.6%	11.1%
ROIC	12.2%	9.7%	12.5%	16.6%	17.8%
估值倍数					
P/E	77.2	95.3	49.2	34.2	25.8
P/S	14.0	8.4	7.0	5.2	4.0
P/B	6.8	5.3	4.9	4.4	3.9
股息率	0.26%	0.31%	0.41%	0.59%	0.78%
EV/EBIT	54.1	94.1	39.5	28.3	21.4
EV/EBITDA	43.5	66.4	30.8	22.1	17.1
EV/NOPLAT	63.3	85.0	46.6	33.5	25.4

数据来源: ifind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。

分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637