

## 下游需求旺盛，产品供不应求

——雅克科技 (002409) 调研报告

## 增持首次评级

当前价格：29.92 元

### 投资要点：

- 📖 目前公司订单同比增长 40%，预计全年可达 6 万吨
- 📖 响水、滨海项目将分别于今年下半年、明年初完工投产
- 📖 预计今年 EPS 可达 0.85 元，未来三年复合增长率超 30%

### 生产情况：目前订单增长 40%，产品销售形势良好

- **阻燃剂产品产销两旺。**今年上半年，几个主要下游行业需求旺盛，公司产品也出现了产销两旺的书面，目前公司订单同比增长了 40%，预计全年订单总量将达 6 万吨。
- **原材料成本下降，将增厚三季度业绩。**由于目前国内环氧丙烷新增产能较多，货源充分，因此未来几个月内环氧丙烷价格将保持在较低水平。公司预计原材料价格下降带来的业绩提升，将在三季度有所反映。今年公司阻燃剂产品价格稳定，销售收入将随着销量增长而提升。

### 未来发展：无卤阻燃剂环保性能好，产品附加值高

- **阻燃剂无/低卤化成为重要发展方向。**目前主要的溴类阻燃剂有四溴双酚 A、八溴醚、十溴二苯醚等，其下游电子市场容量达 40 万吨；根据 IPC 提出的标准草案，今后 5 年内电子产品中的含溴阻燃剂将被无卤阻燃剂完全取代，无卤阻燃剂在未来将有更好的发展前景。
- **公司产品技术含量高，竞争优势明显。**公司在生产过程中的反应效率比国内竞争对手高 3 倍，已经与雅宝处于相同水平，高反应效率带来了较高的产品收率；另外公司的环保方面做得相当完善，正是由于公司产品的反应效率达到 99% 以上，污水排放量很小，治污成本更低。

### 募投项目：响水滨海项目分别于 9 月份、明年初完工

- 响水雅克的 1.5 万吨 TCPP 工程、5000 吨 BDP 工程已于 09 年竣工，其余工程（5000 吨 TDCP、5000 吨 RDP、6000 吨 TEP 及 5000 吨 TPP）预计今年 9 月份完工。
- 公司在滨海的项目包括 100000 吨三氯化磷/三氯氧磷、80000 吨聚合氯化铝、35000 吨磷酸酯无卤阻燃剂，目前三氯化磷项目一期 50000 吨已经投产，预计明年初滨海项目完工。

### 盈利预测：预计今年 EPS 达 0.85 元，年增速超 30%

- 预计 2010-2012 年公司可实现 EPS 分别为 0.85 元、1.11 元、1.42 元，业绩年增速超过 30%。按 7 月 23 日收盘价 29.92 元计算，其相应 PE 为 2010 年 35.2 倍，2011 年 27.0 倍，给予“增持”评级。

### 分析师：

祖广平  
 电话：010-88085610  
 zuguangping@hysec.com

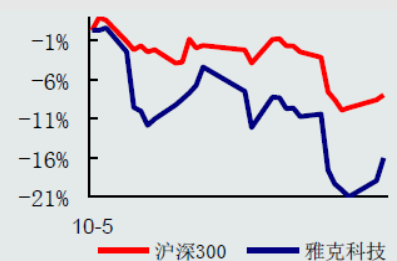
康铁牛  
 电话：010-88085991  
 kangtieniu@hysec.com

张延明  
 电话：010-88085223

Email:  
 zhangyanming@hysec.com

柴沁虎  
 电话：010-88085267  
 chaiqinhu@hysec.com

### 市场表现



## 一、生产情况：目前订单增长 40%，产品销售形势良好

### （一）阻燃剂产品产销两旺

公司是国内最大的有机磷系阻燃剂生产和出口厂商，主要从事磷酸酯阻燃剂和其他橡塑助剂的研发、生产和销售。目前公司的主要阻燃剂产品包括 TCPP、TDCP、BDP、RDP 等，广泛用于工聚氨酯、工程塑料领域，其下游主要有电子电器、建筑保温、家电、汽车等行业。

今年上半年，几个主要下游行业需求旺盛，公司产品也出现了产销两旺的局面，目前公司订单同比增长了 40%，预计全年订单总量将达 6 万吨。

公司在响水雅克的建设项目中，已经有 2 万吨产能（1.5 万吨 TCPP 工程、5000 吨 BDP 工程）投放，目前满负荷开工，但仍有 1/3 的需求缺口无法满足。

目前滨海雅克三氯化磷项目一期 50000 吨已经投产，产品基本由公司自用，后期的阻燃剂项目正在建设中。

### （二）原材料成本下降，将增厚三季度业绩。

近三年来公司阻燃剂的原材料（主要为三氯化磷、环氧丙烷等）成本占比均在 90% 以上；因此，原材料价格变动对公司生产成本影响较大。

今年 3 月份，国内环氧丙烷达到价格最高点，约 14000 元/吨，之后一路下跌到目前的 10000 元/吨。由于目前国内环氧丙烷新增产能较多，货源充分，因此未来几个月内环氧丙烷价格将保持在较低水平。公司预计原材料价格下降带来的业绩提升，将在三季度有所反映。

公司生产所需另一重要原料为三氯化磷，前期云南地区黄磷运输出现问题，导致华东地区三氯化磷价格出现一定上涨。但公司目前有部分三氯化磷储备，另外滨海三氯化磷一期已经投产，因此三氯化磷价格波动对公司业绩影响较小。

今年公司阻燃剂产品价格稳定，销售收入将随着销量增长而提升。

## 二、未来发展：无卤阻燃剂环保性能好，产品附加值高

### （一）阻燃剂无/低卤化成为重要发展方向

传统阻燃剂中，含溴阻燃剂的阻燃效果好，对阻燃高分子材料性能影响小，性价比高，因此广泛使用。但该类阻燃剂在在阻燃过程中会产生有害致癌物质（如二噁英）和大量有害烟雾，因此溴类阻燃剂被更环保的阻燃剂取代已成为必然趋势。

2007 年，国际电子工业连接协会（IPC）提出标准草案，建议在整个电子业界推行

“无/低卤化”。可以预见，全球的“无/低卤化”要求将给应用于电子产品的阻燃剂带来一次新的革命。

目前主要的溴类阻燃剂有四溴双酚 A、八溴醚、十溴二苯醚等，其下游电子市场容量达 40 万吨；根据 IPC 提出的标准草案，今后 5 年内电子产品中的含溴阻燃剂将被无卤阻燃剂完全取代，无卤阻燃剂在未来将有更好的发展前景。

公司的无卤阻燃剂产品有 BDP、RDP、TPP 等，环保、阻燃性能优异，热稳定性高，对材料的性能影响小，因此在电子电器行业中的应用正在逐步推广开来。近年来全球液晶电视、电脑、手机等市场增长较快，这些产品多用 PC/ABS 合成材料，与之相配合的 BDP 阻燃剂性能优越，因此 BDP 产品市场增长很快：预计 BDP 市场今年增长将达 30%，明年也将有 20% 以上的增速。

## （二）公司产品技术含量高，竞争优势明显

表 1 公司产能统计

项目产品类型	现有产能	项目新增产能	达产后对外销量
聚氨酯类有机磷系阻燃剂	TCP	1.5	
	TDCP	2.8	6.4
	TEP	1.6	
工程塑料类有机磷系阻燃剂	BDP	0.5	
	RDP	0.2	2.7
	TPP	-	1.5
新型有机磷系阻燃剂	PEPA	1	0.5
	Trimer	-	0.5
三氯化磷（三氯氧磷）	-	10	5
聚合氯化铝	-	8	8

数据来源：宏源证券，公司公告

目前公司的竞争对手在国际上主要有美国雅宝（在南京有 5000 吨 BDP）、以色列化工集团、日本大八、美国科聚亚等几家公司；在国内主要有天津联瑞化工（有机磷阻燃剂 1.2 万吨）、浙江万盛（有机磷阻燃剂 2 万吨）等。

相对于内其它厂商，公司的优势在于生产过程中的反应效率比国内竞争对手高 3 倍，已经与雅宝处于相同水平，高反应效率带来了较高的产品收率；另外公司的环保方面做得相当完善，正是由于公司产品的反应效率达到 99% 以上，因此污水排放量很小，成本更低。其它小公司环保情况不达标情况普遍，随着污染治理力度不断加大，业内小公司的生存将受到较大影响。

公司阻燃剂产品 30% 出口到欧盟，20% 出口美国，20% 销售到亚太地区。通过欧盟 REACH 注册对于公司业务开展至关重要。公司已按 REACH 法案的程序和要求，完成了现有产品的预注册工作，公司现有产品业务不受影响和限制。由于通过 REACH 法案的产品注册成本较高，通常一个产品需要上百万，因此规模较小的厂商进行注册的可能性较小，无法与公司产品在欧盟进行竞争。

产品质量方面，公司的 BDP 质量远好于以色列化工、科聚亚，与大 8 处于相同水平。值得注意的是，公司在国际上的主要竞争对手雅宝，同时也向公司采购阻燃剂产品。这

从侧面说明了公司产品质量已经达到了国际一流水平，得到了竞争对手的承认。

### 三、募投项目：响水滨海项目分别于 9 月份、明年初完工

在公司募投项目中，响水雅克的 1.5 万吨 TCPP 工程、5000 吨 BDP 工程已于 09 年竣工，其余工程（5000 吨 TDCP、5000 吨 RDP、6000 吨 TEP 及 5000 吨 TPP）预计今年 9 月份完工。

公司在滨海的项目包括 100000 吨三氯化磷/三氯氧磷、80000 吨聚合氯化铝、35000 吨磷酸酯无卤阻燃剂，目前一期工程 50000 吨三氯化磷项目已经投产，预计明年初滨海项目完工。

滨海项目的阻燃剂产品包括：10000 吨 TEP、10000 吨 TPP、10000 吨 PEPA 和 5000 吨 Trimer）。PEPA、trimer 产品的耐侯性非常好，在军事方面用途广泛，目前已经做到几百公斤的中试，trimer 产品的市场价格在 150 元钱 1 公斤，产品毛高利非常高。

对于超募资金的使用：1、继续发展新的阻燃剂产品：目前公司储备有 7、8 个新型阻燃剂产品；公司与清华合作，也有可以工业化生产的产品储备；2、向下游产品延伸：公司的部分阻燃产品同时具有增塑、抗氧化性质，未来阻燃增塑剂用量非常广，因此今年下半年公司将进行相应产品的立项工作；3、可能继续向上游发展，按未来公司阻燃剂产能 20 万吨计，10% - 20% 的磷含量，每年将需要几万吨黄磷。

### 四、盈利预测：预计今年 EPS 达 0.85 元，年增速超 30%

公司业绩增长点：1、今年公司生产所需原料价格下降，而公司产品价格一直保持稳定；2、募投阻燃剂项目陆续投产，公司销售规模将由原来的 3 万吨增长到 10.1 万吨，销售收入将得到大幅提升；3、募投三氯化磷项目（5 万吨自用，5 万吨对外销售）为公司产品向产业链上游延伸，该项目的实施有利于公司降低生产成本，提高利润率；4、募投项目之一的 8 万吨聚合氯化铝产品，在各种污水处理过程中广泛应用，也将带来一部分利润增量。

预计 2010 - 2012 年公司可实现 EPS 分别为 0.85 元、1.11 元、1.42 元，业绩年增速超过 30%。按 7 月 23 日收盘价 29.92 元计算，其相应 PE 为 2010 年 35.2 倍，2011 年 27.0 倍，给予“增持”评级。

表 2 公司利润表预测 (万元)

	2007年度	2008年度	2009年度	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	39719.37	52099.93	57064.63	86400.00	119500.00	155600.00
减: 营业成本	32053.71	42457.71	44320.11	68592.00	95632.00	124708.00
营业税金及附加	322.12	272.41	505.53	765.41	1058.63	1378.44
销售费用	755.46	818.77	1302.78	1972.51	2728.18	3552.34
管理费用	1479.64	1965.55	2600.81	3937.81	5446.39	7091.71
财务费用	433.87	566.88	18.74	28.38	39.25	51.11
资产减值损失	-134.40	109.92	-51.86	0.00	50.00	100.00
加: 公允价值变动净收益	-	-	-	-	-	-
投资净收益	36.27	-	-	-	-	-
二、营业利润	4845.24	5908.68	8368.52	11103.90	14545.54	18718.41
加: 营业外收入	1.08	22.05	144.93	120.00	120.00	120.00
减: 营业外支出	54.12	174.75	16.00	100.00	100.00	100.00
加: 汇兑收益	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	4792.20	5755.98	8497.44	11123.90	14565.54	18738.41
减: 所得税费用	1775.56	1000.27	1335.62	1748.44	2289.39	2945.28
四、净利润	3016.64	4755.70	7161.83	9375.46	12276.15	15793.13
归属于母公司所有者的净	3036.33	4755.70	7161.83	9375.46	12276.15	15793.13
少数股东损益	-19.69	-	-	-	-	-
五、每股收益 (元)						
基本每股收益	0.40	0.58	0.86	0.85	1.11	1.42

资料来源: 宏源证券, 公司公告

**分析师简介:**

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

张延明: 宏源宏源证券研究所化工行业研究员, 三年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。主要研究覆盖行业: 石化、煤化工等。

**宏源证券机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>李晔</b> 010-88085756 liye@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。