



# 成本转嫁能力强，业绩符合预期

——雅克科技（002409）

2011年2月17日

强烈推荐/维持

雅克科技

事件点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号: S1480209110083
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66507316
范劲松	联系人	
	fanjs@dxzq.net.cn	010-66507339

## 事件:

公司业绩快报公告 2010 年全年实现营业收入 8.92 亿元，同比增长 56.43%，净利润 6872 万元，同比降低 4.05%，对应 EPS0.69 元，符合我们之前 0.70 元的预测。

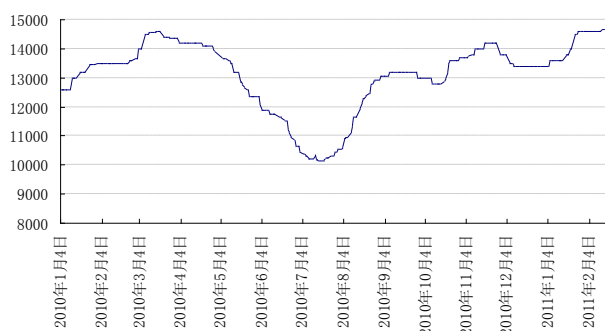
## 观点:

### 1. 阻燃剂下游需求旺盛，原材料涨价易于转嫁

阻燃剂作为消防防火的重要材料国外需求持续旺盛，国内市场由于大火频发也逐渐加速，未来有可能呈现爆发式增长。

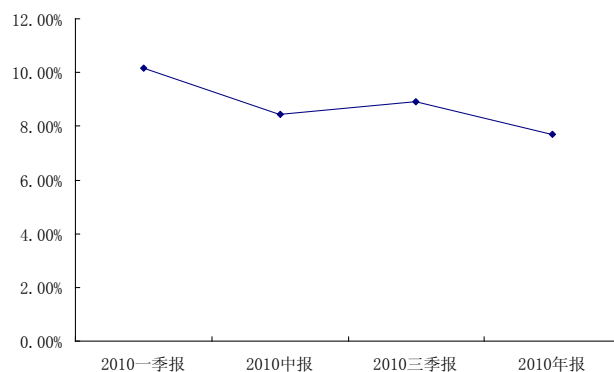
旺盛的需求为价格提供了较好的支撑，虽然主要原材料之一的环氧丙烷 10 年下半年大涨 45%，成本上涨基本能够转嫁给下游，公司业绩并未出现大幅下滑。

图 1: 环氧丙烷价格走势（长三角 元/吨）



资料来源: 化工在线, 东兴证券研究所

图 2: 公司 2010 年各季度净利率情况



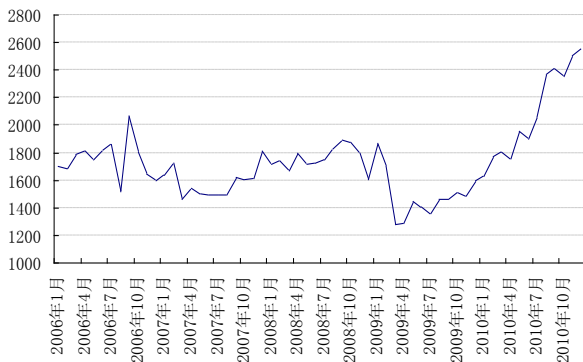
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 2. 溴素的氧化锑价格持续高位加速有机磷阻燃剂替代溴系的进程

由于溴系阻燃剂在燃烧时会释放出有毒气体，欧盟 ROHS 法令、IPC 草案等都已经提出限制其使用，世界大型电子产品制造商如惠普、戴尔等承诺未来逐渐停止使用溴系阻燃剂，而有机磷阻燃剂是目前最好的替代产品。

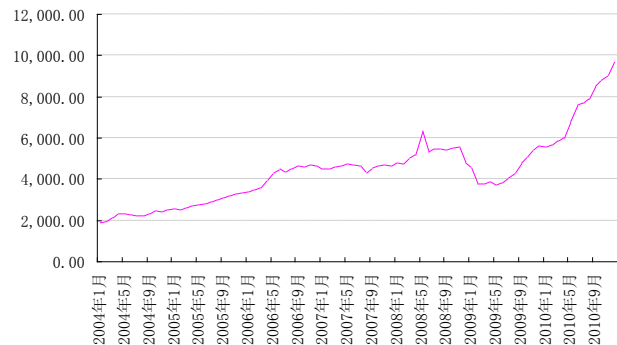
之前由于成本上有机磷阻燃剂仍比溴系阻燃剂高，替代进程缓慢，但溴素和氧化锑（氧化锑是溴系阻燃体系必须添加的复配剂）近年价格大幅上涨，溴素从 09 年低点到现在涨幅达 100%，10 年均价比 09 年均价涨幅达 40%；氧化锑从 09 年低点到现在涨幅高达 134%，10 年均价比 09 年涨幅达 69%。未来溴素和氧化锑价格长期看涨，这将加速有机磷阻燃剂替代溴系的进程。

图 3：溴素进口价格走势（美元/吨）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图 4：氧化锑出口价格走势（美元/吨）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

## 3. 未来两年募投产能大幅投放，产品涨价预期强烈

公司 IPO 募投项目大幅扩张产能，将于未来两年集中投放，公司 09 年销量 4.56 万吨，预计 10-12 年阻燃剂产量分别达 5.55、8.35 和 10.35 万吨，产能扩张速度年均 31.4%。新产品 BDP、RDP、PEPA 和 TRIMER 等将改善公司产品结构，同时未来毛利率空间将得到较大提升。

继国际阻燃剂龙头雅宝公司 11 月中旬宣布提高其溴系阻燃剂产品价格后，阻燃剂行业的另一国际龙头科聚亚公司旗下大湖于 2010 年 12 月 8 日宣布，由于原材料双酚 A、苯酚和丙烯价格持续高企，自 2011 年 1 月 1 日起，将在全球范围内提高 Reofos® 和功能磷酸酯阻燃剂价格，最高提价幅度达 7%。国际巨头阻燃剂产品的相继提价使得公司产品涨价预期强烈。如果公司产品跟随国际巨头涨价 7%，毛利率将由 18.15% 提高至 23.50%，上升 5.35 个百分点。

### 结论：

维持 11-12 年 EPS1.46 和 2.03 的预测，考虑公司确定的成长以及向上游磷矿扩张的预期，给予 11 年 35 倍 PE 估值，目标价 51.10 元，维持强烈推荐评级。

## 分析师简介

### 杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

### 范劲松

清华大学材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师。2010年加盟东兴证券研究所，有一年基础化工行业研究经验。

## 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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。