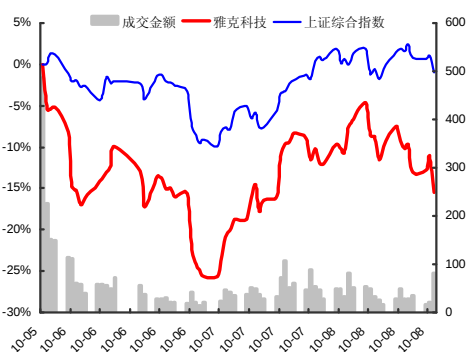


2010 年 8 月 26 日

雅克科技（002409）2010 年中报点评

评级：谨慎推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

低碳经济研究组

王席鑫

执业证书编号：S0590210040003

联系人：

王席鑫

电话：0510-82833217

 Email: wangxx@glsc.com.cn

苏淼

电话：0510-82833217

 Email: sum@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件： 雅克科技公告 2010 年上半年经营业绩，公司实现营业收入 39,470.89 万元，同比增长 69.55%，实现营业利润 4,004.14 万元，同比增长 6.7%，归属上市公司股东的净利润为 3,328.46 万元，同比增长 0.99%，每股收益为 0.38 元。

点评：

- **产能释放提升阻燃剂产品销售收入，三季度原材料价格下滑、募投项目建成提升产品赢利能力。**公司营业收入增长的主要因素是公司募投项目 BDP 产品的产能释放，促使阻燃剂产品销售收入大幅上涨。报告期内原材料价格大幅上涨，其中，环氧丙烷均价上升约 40.23%，双酚 A 同比上升约 2.8%，苯酚上升约 59.04%，而双酚 A 和苯酚是 BDP 产品的主要原材料，因此原材料价格大幅上涨导致公司主要产品阻燃剂的毛利率出现下滑，由 22.52% 下跌到 17.51%，同比下跌约 5%。我们认为，随着三季度原材料成本下降，以及下半年公司募投项目投产，公司对原材料成本的控制能力将明显增强，产品盈利能力有较大提升空间。
- **亚太地区及中国市场阻燃剂需求强劲，降低未来可能由于欧盟 TCPP 反倾销案形成的风险。**上半年公司在亚太地区的销售收入同比增长了 396.3%，国内江苏、广东、浙江地区的销售收入同比增长均大于 260%，因此虽然欧洲地区的销售收入同比下降 52%，公司上半年营收仍同比增长了近 70%。我们认为，随着以中国为首的亚太地区电子电器等产业的崛起，公司未来阻燃剂增长将逐步向亚太地区转移，从而降低对欧盟地区市场的依赖。
- **给予公司“谨慎推荐”的评级。**我们预计公司 10~12 每股收益为 0.71 元、1.14 元和 1.44 元，近三年公司净利润复合增长超过 30%，给予 11 年 30 倍市盈率，合理价格为 34.2 元，维持“谨慎推荐”的评级。

附表：盈利预测表

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	521.00	570.65	707.00	1,114.20	1,627.60	现金	79.55	73.69	757.69	759.62	873.15
YOY(%)	31.2%	9.5%	23.9%	57.6%	46.1%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	424.58	443.20	565.50	892.85	1,333.52	应收款项净额	60.07	51.60	63.93	100.75	147.17
营业税金及附加	2.72	5.06	6.27	9.88	14.43	存货	37.28	68.61	87.61	138.57	207.74
销售费用	8.19	13.03	14.14	22.28	32.55	其他流动资产	22.57	5.24	6.49	10.23	14.95
占营业收入比(%)	1.6%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%	流动资产总额	199.47	199.14	915.73	1,009.18	1,243.00
管理费用	19.38	25.57	24.75	39.00	56.97	固定资产净值	75.24	95.65	199.56	273.98	301.40
占营业收入比(%)	3.7%	4.5%	3.5%	3.5%	3.5%	减：资产减值准备	(1.10)	0.52	1.08	1.49	1.64
EBIT	65.85	83.35	95.52	149.37	189.30	固定资产净额	74.14	96.17	200.64	275.47	303.04
财务费用	5.67	0.19	0.31	(2.73)	(2.94)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%	在建工程	7.19	55.77	19.75	35.60	15.57
资产减值损失	(1.10)	0.52	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	81.33	151.94	220.40	311.07	318.61
营业利润	59.09	83.69	95.21	152.10	192.24	无形资产	21.04	20.60	19.78	18.95	18.13
营业外净收入	(1.53)	1.29	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.56	84.97	95.21	152.10	192.24	其他长期资产	0.73	0.63	0.63	0.63	0.63
所得税	10.00	13.36	16.19	25.86	32.68	资产总额	302.57	372.31	1,156.53	1,339.83	1,580.37
所得税率(%)	17.4%	15.7%	17.0%	17.0%	17.0%	循环贷款	61.16	20.00	0.00	0.00	0.00
净利润	47.56	71.61	79.03	126.24	159.56	应付款项	62.25	113.85	145.38	229.95	344.71
占营业收入比(%)	9.1%	12.5%	11.2%	11.3%	9.8%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	7.17	15.52	19.48	30.80	46.10
归属母公司净利润	47.56	71.62	79.03	126.24	159.56	流动负债	130.58	149.37	164.86	260.75	390.81
YOY(%)	56.7%	50.6%	10.3%	59.7%	26.4%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.57	0.86	0.71	1.14	1.44	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	负债总额	130.58	149.37	164.86	260.75	390.81
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	31.2%	9.5%	23.9%	57.6%	46.1%	股东权益	171.98	222.95	1,063.27	1,150.68	1,261.16
营业利润	22.0%	41.6%	13.8%	59.7%	26.4%	负债和股东权益	302.56	372.32	1,228.13	1,411.43	1,651.97
净利润	56.7%	50.6%	10.3%	59.7%	26.4%						
获利能力						现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率(%)	18.5%	22.3%	20.0%	19.9%	18.1%	税后利润	47.56	71.62	79.03	126.24	159.56
净利率(%)	9.1%	12.5%	11.2%	11.3%	9.8%	加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	27.7%	32.1%	7.4%	11.0%	12.7%	公允价值变动	1.10	-0.52	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	15.7%	19.2%	6.8%	9.4%	10.1%	折旧和摊销	6.30	10.97	13.63	19.46	23.43
偿债能力						营运资金的变动	0.47	52.90	2.34	3.96	9.61
流动比率	1.53	1.33	5.55	3.87	3.18	经营活动现金流	55.43	134.97	95.00	149.66	192.61
速动比率	1.24	0.87	5.02	3.34	2.65	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	43.2%	40.1%	14.3%	19.5%	24.7%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-80.04	-80.70	-108.90	-30.00
总资产周转率	172.2%	153.3%	61.1%	83.2%	103.0%	投资活动现金流	0.00	-80.04	-80.70	-108.90	-30.00
应收账款周转天数	42.08	33.00	33.00	33.00	33.00	股权融资	0.00	0.00	785.60	0.00	0.00
存货周转天数	32.30	57.21	57.21	57.21	57.21	长期贷款的增加/(	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/(	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.57	0.86	0.71	1.14	1.44	股利分配	-6.33	-22.03	-24.31	-38.83	-49.08
每股净资产	2.08	2.69	9.59	10.38	11.37	计入循环贷款前融	-6.33	-22.03	761.29	-38.83	-49.08
估值比率						循环贷款的增加(注	-6.27	-16.73	-68.00	0.00	0.00
P/E	48.1	31.9	38.7	24.2	19.2	融资活动现金流	-18.93	-60.79	693.29	-38.83	-49.08
P/B	13.3	10.3	2.9	2.7	2.4	现金净变动额	36.50	-5.86	707.59	1.93	113.53

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。