

分析师： 刘俊 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208090171

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

梅崧玺 (8621) 68751310 meiyx@cjsc.com.cn

张翔 (8627) 65799773 zhangxiang1@cjsc.com.cn

## 设立亚太区销售中心 为产能释放奠定基础

### 事件描述

雅克科技发布公告，主要内容如下：

- 公司拟利用 3187 万元超募资金建设“雅克科技亚太区销售中心项目”（简称“销售中心项目”），115 万元用于购置研发设备。
- 公司使用超募资金 7800 万元用于暂时补充公司流动资金，其中 3900 万元用于暂时补充欧美公司增加存货所需流动资金；3900 万元用于暂时补充滨海雅克三氯氧磷、三氯化磷投产后所需流动资金。

我们对此的观点：

- 亚太区是目前公司最主要的销售区域，设立销售中心有利于巩固原有地位并提高市场份额，并减低欧盟反倾销对公司的影响。2010 年上半年，公司对亚太区销售收入占比达到 38.65%；远远高于美国 15.69%和欧洲 11.25%。
- 雅克科技与清华大学和北京理工大学合作研发，是国内有机磷系阻燃剂研发实力最强的企业；同时，公司是绿色阻燃剂联盟理事长单位，在绿色阻燃剂研发上处于国内领先地位；公司未来方向将从添加型的阻燃剂向阻燃单体转变，这也是全球阻燃剂的发展趋势。
- 维持“推荐”评级。我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别 0.80、1.44 和 2.11 元，未来 3 年的复合增长率在 45%以上。我们看好公司的高成长性，继续维持公司的“推荐”评级。

### 事件评论

#### 在上海建立亚太区销售中心，完善亚洲、欧洲和美国销售布局

雅克科技公告，公司拟利用 3187 万元超募资金建设“雅克科技亚太区销售中心项目”（简称“销售中心项目”），115 万元用于购置研发设备。

亚太区是目前公司最主要的销售区域，设立销售中心有利于巩固原有地位并提高市场份额，并减低欧盟反倾销对公司的影响。2010 年上半年，公司对亚太区销售收入占比达到 38.65%；远远高于美国 15.69%和欧洲 11.25%。

至此，公司已经建立了美国、欧洲和亚太 3 个销售中心，销售渠道的拓展将为 2011 年公司新产能的投放奠定基础。

表 1：超募资金用途简介

| 项目 | 投资额 | 简介 |
|----|-----|----|
|----|-----|----|

雅克科技亚太区销售中心项目 3,187 万

购置研发设备 115 万  
 补充流动资金 7900 万

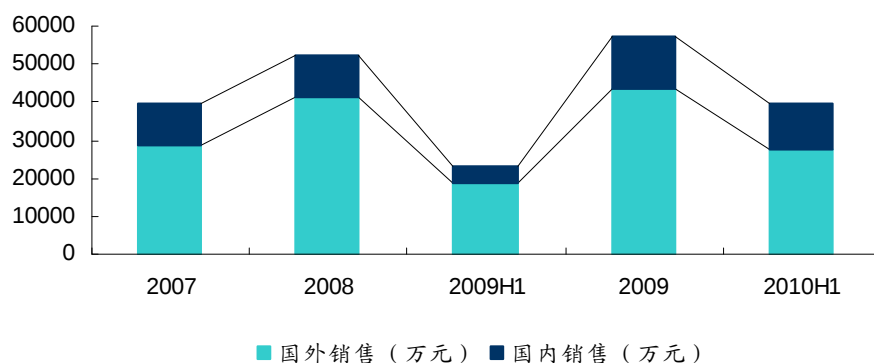
销售中心项目拟建于上海市大虹桥经济圈内，处于政府重点规划的长风生态商务区中轴位置，坐落于苏州河北岸

电感耦合等离子体质谱仪

3900 万元用于暂时补充欧美公司增加存货所需流动资金；3900 万元用于暂时补充滨海雅克三氯氧磷、三氯化磷投产后所需流动资金

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：公司外销占比一直维持在 75%左右



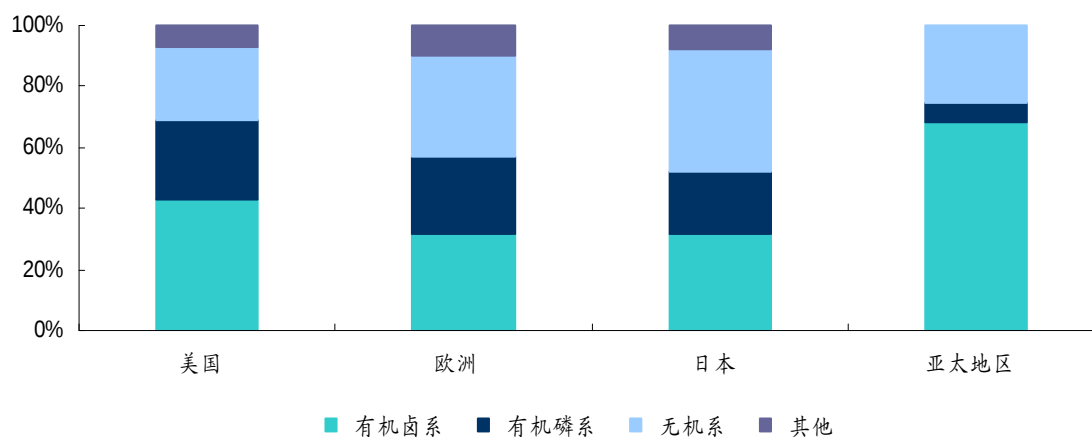
资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 以中国为代表的亚太市场潜力巨大

我们在 2010 年 11 月 29 日的《雅克科技：迈入快速成长轨道》深度报告中认为国内发展有机磷系阻燃剂具有资源优势，有机磷系阻燃剂未来逐步向中国转移，以中国为代表的亚太区将是未来阻燃剂需求增长最快的地方。

- 亚太地区阻燃剂使用比例远远低于欧美，未来有很大提升空间。目前，欧美等发达国家和地区阻燃剂使用比例在 40%-60% 之间，而我国只有 2% 左右。市场研究公司 Freedonia 预测亚太地区对阻燃剂的需求将在近期维持 7.3% 的增长，远高于北美的 3.2% 及西欧的 2.2%；中国环氧树脂行业协会更是预测中国未来一段时间阻燃剂消费增长率为 15%-20%。
- 2009 年，国内有机磷系阻燃剂的总产量只有 10 万吨左右，并有 60% 以上的产品出口，因此，国内有机磷系阻燃剂的实际消费量只有 4 万吨左右。假设未来 3 年国内有机磷系阻燃剂消费增长率为 15%，2010-2012 年，仅国内有机磷系阻燃剂消费量就分别达到 4.60、5.29 和 6.08 万吨。

图 2：亚太地区有机磷系阻燃剂潜力巨大（2007 年）



资料来源：长江证券研究部

- 中国近年来发生多起重大火灾，阻燃剂已经引起社会关注，未来中国防火标准得到切实执行后将打开国内阻燃剂市场。

**表 2: 国内部分重大火灾**

| 时间                         | 地点            | 损失              |
|----------------------------|---------------|-----------------|
| 2010 年 11 月 15 日           | 上海余姚路胶州路居民楼   | 53 人死亡          |
| 2009 年 1 月 31 日 23 时 55 分  | 福建长乐酒吧        | 17 人死亡，20 余人受伤  |
| 2008 年 9 月 20 日 23 时       | 深圳龙岗舞王俱乐部     | 44 人死亡，88 人受伤   |
| 2000 年 12 月 25 日晚 9 时 35 分 | 河南省洛阳市老城区东都商厦 | 309 人死亡         |
| 2000 年 3 月 29 日凌晨          | 河南焦作市山阳区天堂录像厅 | 74 人死亡          |
| 1994 年 12 月 8 日傍晚          | 新疆克拉玛依市友谊馆    | 325 人死亡，136 人烧伤 |
| 1994 年 11 月 27 日           | 辽宁阜新艺苑歌舞厅     | 233 人死亡，20 人烧伤  |

资料来源：长江证券研究部

## 维持“推荐”评级

我们维持之前对公司的盈利预测，2010-2012 年，公司每股收益分别 0.80、1.44 和 2.11 元，未来 3 年的复合增长率在 45%以上，维持“推荐”评级。

**财务报表及指标预测**

| 利润表 (百万元)          |       |       |       |       | 资产负债表 (百万元)    |            |             |             |             |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                    | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |                | 2009A      | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
| 营业收入               | 571   | 852   | 1317  | 1782  | 货币资金           | 74         | 878         | 734         | 766         |
| 营业成本               | 443   | 687   | 1045  | 1391  | 交易性金融资产        | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 毛利                 | 127   | 165   | 272   | 391   | 应收账款           | 46         | 85          | 263         | 356         |
| % 营业收入             | 22.3% | 19.4% | 20.6% | 21.9% | 存货             | 69         | 69          | 157         | 209         |
| 营业税金及附加            | 5     | 5     | 8     | 11    | 预付账款           | 5          | 21          | 105         | 139         |
| % 营业收入             | 0.9%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.6%  | 其他流动资产         | 5          | 9           | 27          | 36          |
| 销售费用               | 13    | 17    | 26    | 36    | <b>流动资产合计</b>  | <b>199</b> | <b>1061</b> | <b>1286</b> | <b>1507</b> |
| % 营业收入             | 2.3%  | 2.0%  | 2.0%  | 2.0%  | 可供出售金融资产       | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 管理费用               | 26    | 39    | 53    | 71    | 持有至到期投资        | 0          | 0           | 0           | 0           |
| % 营业收入             | 4.6%  | 4.6%  | 4.0%  | 4.0%  | 长期股权投资         | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 财务费用               | 0     | -1    | -3    | -3    | 投资性房地产         | 0          | 0           | 0           | 0           |
| % 营业收入             | 0.0%  | -0.1% | -0.2% | -0.2% | 固定资产合计         | 96         | 138         | 209         | 291         |
| 资产减值损失             | -1    | 0     | 0     | 0     | 无形资产           | 21         | 20          | 19          | 18          |
| 公允价值变动收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 商誉             | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益               | 0     | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产        | 1          | 0           | 0           | 0           |
| 营业利润               | 84    | 105   | 187   | 275   | 其他非流动资产        | 56         | 102         | 173         | 230         |
| % 营业收入             | 14.7% | 12.3% | 14.2% | 15.4% | <b>资产总计</b>    | <b>372</b> | <b>1320</b> | <b>1686</b> | <b>2046</b> |
| 营业外收支              | 1     | 0     | 0     | 0     | 短期贷款           | 20         | 0           | 0           | 0           |
| 利润总额               | 85    | 105   | 187   | 275   | 应付款项           | 87         | 103         | 209         | 278         |
| % 营业收入             | 14.9% | 12.3% | 14.2% | 15.4% | 预收账款           | 7          | 9           | 13          | 18          |
| 所得税费用              | 13    | 16    | 28    | 41    | 应付职工薪酬         | 3          | 5           | 1           | 2           |
| 净利润                | 72    | 89    | 159   | 234   | 应交税费           | 5          | 9           | 13          | 18          |
| 归属于母公司所有者          |       |       |       |       | 其他流动负债         | 27         | 43          | 138         | 184         |
| 的净利润               | 71.6  | 89.1  | 159.3 | 234.0 | <b>流动负债合计</b>  | <b>149</b> | <b>168</b>  | <b>375</b>  | <b>500</b>  |
| 少数股东损益             | 0     | 0     | 0     | 0     | 长期借款           | 0          | 0           | 0           | 0           |
| EPS (元/股)          | 0.86  | 0.80  | 1.44  | 2.11  | 应付债券           | 0          | 0           | 0           | 0           |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |       |       |       |       | 递延所得税负债        | 0          | 0           | 0           | 0           |
|                    | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 其他非流动负债        | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 经营活动现金流净额          | 99    | 83    | 15    | 197   | <b>负债合计</b>    | <b>149</b> | <b>168</b>  | <b>375</b>  | <b>500</b>  |
| 取得投资收益             | 0     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司         | 223        | 1152        | 1311        | 1545        |
| 收回现金               |       |       |       |       | 所有者权益          |            |             |             |             |
| 长期股权投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益         | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 无形资产投资             | 21    | 0     | 0     | 0     | <b>股东权益</b>    | <b>223</b> | <b>1152</b> | <b>1311</b> | <b>1545</b> |
| 固定资产投资             | 0     | -100  | -162  | -167  | <b>负债及股东权益</b> | <b>372</b> | <b>1320</b> | <b>1686</b> | <b>2046</b> |
| 其他                 | -62   | 0     | 0     | 0     | <b>基本指标</b>    |            |             |             |             |
| 投资活动现金流净额          | -42   | -100  | -162  | -167  |                | 2009A      | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
| 债券融资               | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS            | 0.864      | 0.804       | 1.437       | 2.111       |
| 股权融资               | 0     | 28    | 0     | 0     | BVPS           | 2.69       | 10.39       | 11.83       | 13.94       |
| 银行贷款增加 (减少)        | 0     | -20   | 0     | 0     | PE             | 50.80      | 54.63       | 30.56       | 20.80       |
| 筹资成本               | 0     | 1     | 3     | 3     | PEG            | 1.05       | 1.13        | 0.63        | 0.43        |
| 其他                 | -53   | 812   | 0     | 0     | PB             | 16.32      | 4.23        | 3.71        | 3.15        |
| 筹资活动现金流净额          | -53   | 821   | 3     | 3     | EV/EBITDA      | 42.74      | 34.04       | 20.21       | 13.59       |
| 现金净流量              | 4     | 804   | -144  | 33    | ROE            | 32.1%      | 7.7%        | 12.1%       | 15.1%       |

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崧玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊，武汉大学经济学硕士。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。