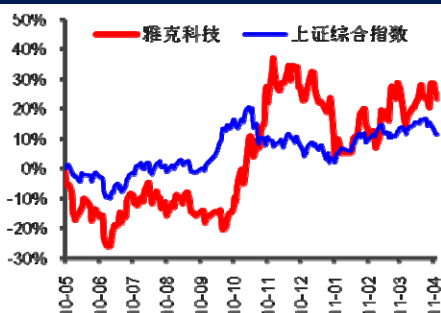


2011 年 4 月 28 日

评级：推荐（维持）

最近 52 周走势：

相关研究报告：

《立足国际产业转移，深耕磷系阻燃剂产品》——雅克科技深度研究报告，2010.9.14

《加大新产品开发力度，构建全球销售网络》——雅克科技调研报告，2011.2.1

报告作者：

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

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。

雅克科技（002409.SZ）2011 年一季报点评

事件：雅克科技公告 2011 年一季度经营业绩，公司实现营业总收入 2.31 亿元，同比增长 40.01%，归属于上市公司股东的净利润为 1759.66 万元，同比增长 5.09%，每股收益为 0.1587 元，公司预计 2011 年 1~6 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 0%~30%。

点评：

- **新增产能释放导致营业收入同比大幅上涨，后续产品产能释放缓慢导致营业收入环比基本保持稳定。**营业收入同比大幅上涨是由于募投产品 TCPP 和 BDP 新增产能大幅释放，环比来看，营业收入基本保持稳定是因为募投项目的其他产品 TPP 和 TEP 在第一季度基本没有贡献业绩。
- **原材料价格上涨以及管理费用同比大幅上升导致净利润增幅较小，环比来看，综合毛利率小幅上升。**同比来看，公司一季度净利润小幅增长，一方面是原材料环氧丙烷和苯酚等价格上涨导致综合毛利率从 22.4%下降到 15.37%，另一个原因是管理费用大幅上涨，同比增加了 622 万，管理费用大幅上涨主要原因是研发费用的上涨以及滨海、响水等募投项目相应管理费用的增加。环比来看，产品综合毛利率逐步改善，去年四季度的综合毛利率约为 13.6%，2010 年一季度的综合毛利率上升到 15.37%。
- **募投新产品的产能释放是公司二季度和三季度业绩转好的重要保证。**响水项目的 TDCP、RDP、TPP 和 TEP 在 2011 年 3 月份开始试生产，全年产能利用率大约为 40%~60%，预计 2011 年响水项目生产的阻燃剂在 3 万吨以上，滨海项目 2011 年 6 月将开始试生产，预计公司未来两个季度的业绩将逐步好转。
- **维持“推荐”的评级。**预计公司 11~13 每股收益为 0.95 元、1.48 元和 1.96 元，考虑到公司在阻燃剂市场的龙头地位以及募投项目新增产能的释放，维持“推荐”的评级。
- **风险提示：**募投项目产能释放的进度低于预期

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11/04/28						
利润表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入		570.65	892.64	1,301.63	1,883.73	2,471.10	现金		73.69	735.67	644.48	684.32	770.43
YOY(%)		9.5%	56.4%	45.8%	44.7%	31.2%	交易性金融资产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本		443.20	741.14	1,064.15	1,525.65	1,998.50	应收款项净额		51.60	106.69	155.57	225.15	295.35
营业税金及附加		5.06	5.42	7.90	11.44	15.00	存货		68.61	105.16	150.90	217.16	285.36
销售费用		13.03	18.55	26.03	37.67	49.42	其他流动资产		5.24	46.00	67.08	97.07	127.34
占营业收入比(%)		2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	流动资产总额		199.14	993.52	1,018.03	1,223.70	1,478.48
管理费用		25.57	46.82	78.10	113.02	148.27	固定资产净值		95.65	191.80	277.88	289.00	293.21
占营业收入比(%)		4.5%	5.2%	6.0%	6.0%	6.0%	减: 资产减值准备		0.52	(4.07)	(5.90)	(6.13)	(6.22)
EBIT		83.35	80.24	124.58	195.08	259.05	固定资产净额		96.17	187.73	271.98	282.87	286.99
财务费用		0.19	(3.97)	(2.01)	(2.66)	(2.91)	工程物资		0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)		0.0%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	在建工程		55.77	16.63	17.41	10.06	7.68
资产减值损失		0.52	(4.07)	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		151.94	204.51	289.40	292.93	294.67
营业利润		83.69	80.13	126.59	197.74	261.96	无形资产		20.60	21.48	20.62	19.76	18.90
营业外净收入		1.29	0.94	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		84.97	81.07	126.59	197.74	261.96	其他长期资产		0.63	1.35	1.35	1.35	1.35
所得税		13.36	14.16	21.52	33.62	44.53	资产总额		372.31	1,220.86	1,329.39	1,537.74	1,793.40
所得税率(%)		15.7%	17.5%	17.0%	17.0%	17.0%	循环贷款		20.00	28.28	0.00	0.00	0.00
净利润		71.61	66.91	105.07	164.12	217.43	应付款项		113.85	111.55	160.07	230.35	302.70
占营业收入比(%)		12.5%	7.5%	8.1%	8.7%	8.8%	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		15.52	(2.27)	(3.29)	(4.73)	(6.22)
归属母公司净利润		71.62	66.91	105.07	164.12	217.43	流动负债		149.37	137.56	156.78	225.62	296.48
YOY(%)		50.6%	-6.6%	57.0%	56.2%	32.5%	长期借款		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)		0.86	0.60	0.95	1.48	1.96	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		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额		149.37	137.56	156.78	225.62	296.48
成长能力							少数股东权益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入		9.5%	56.4%	45.8%	44.7%	31.2%	股东权益		222.95	1,083.30	1,172.61	1,312.11	1,496.93
营业利润		41.6%	-4.3%	58.0%	56.2%	32.5%	负债和股东权益		372.32	1,220.86	1,329.39	1,537.74	1,793.40
净利润		50.6%	-6.6%	57.0%	56.2%	32.5%							
获利能力							现金流量表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)		22.3%	17.0%	18.2%	19.0%	19.1%	税后利润		71.62	66.91	105.07	164.12	217.43
净利率(%)		12.5%	7.5%	8.1%	8.7%	8.8%	加: 少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)		32.1%	6.2%	9.0%	12.5%	14.5%	公允价值变动		-0.52	4.07	0.00	0.00	0.00
ROA(%)		19.2%	5.5%	7.9%	10.7%	12.1%	折旧和摊销		10.97	15.39	23.05	27.09	29.03
偿债能力							营运资金的变动		52.90	-148.62	-66.37	-96.75	-97.73
流动比率		1.33	7.22	6.49	5.42	4.99	经营活动现金流		134.97	-62.25	61.75	94.46	148.73
速动比率		0.87	6.46	5.53	4.46	4.02	短期投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%		40.1%	11.3%	11.8%	14.7%	16.5%	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	-68.01	-108.90	-30.00	-30.00
总资产周转率		153.3%	73.1%	97.9%	122.5%	137.8%	投资活动现金流		0.00	-68.01	-108.90	-30.00	-30.00
应收账款周转天数		33.00	43.63	43.63	43.63	43.63	股权融资		0.00	798.25	0.00	0.00	0.00
存货周转天数		57.21	52.46	52.46	52.46	52.46	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		0.86	0.60	0.95	1.48	1.96	股利分配		-22.03	-1.58	-15.76	-24.62	-32.61
每股净资产		2.69	9.77	10.58	11.83	13.50	计入循环贷款前融		-22.03	796.67	-15.76	-24.62	-32.61
估值比率							循环贷款的增加/ (		-96.77	-2.85	-28.28	0.00	0.00
P/E		47.0	67.4	42.9	27.5	20.7	融资活动现金流		-140.83	792.24	-44.04	-24.62	-32.61
P/B		15.1	4.2	3.8	3.4	3.0	现金净变动额		-5.86	661.98	-91.19	39.84	86.12

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。