中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评报告　　化学制品

外延布局彩色光刻胶，电子化学品布局进一步完善

雅克科技(002409)

维持　　增持

郑勇
zhengyong@csc.com.cn
13811910975
执业证书编号：S1440518100005
研究助理：胡世超
hushichao@csc.com.cn
010-86451498

发布日期：　2020 年 02 月 27 日

当前股价：　41.15　元

事件

公司于 2 月 26 日晚发布公告，公司子公司斯洋国际与 LG 化学签署交易协议，以 580 亿韩元，约合人民币 3.3 亿元收购 LG 化学下属彩色光刻胶事业部部分经营性资产。

简评

收购资产自建彩色光刻胶工厂，估值相对合理

本次交易标的主要包括与彩色光刻胶相关的存货、专利等知识产权、有形资产及应收账款，实物资产位于 LG 化学韩国清州工厂内。交易标的主要为存货、应收账款、知识产权，机器设备数量很少，净资产约 1.55 亿元。标的资产交割完成 18 个月内，公司子公司斯洋国际将在韩国建设彩色光刻胶生产工厂，以满足主要客户 LG 的需求，该项目投资估算金额约 2 亿元。标的资产 2017-2019 年息税前利润分别为 6664、4415、7322 万元，LG 化学 2018 年实际税率约 21.7%，按此比例估算 2017-2019 年税后利润分别约为 5218、3457、5733 万元，收购对应 PE 5.8 倍、PB 2.1 倍，估值相对合理。

全球 LCD 面板向中国大陆转移，彩色光刻胶需求迅速扩大

据我们统计，大陆 LCD 面板产能 2018 年约 10800 万平米，2019 年增至约 14500 万平米，至 2021 年将达到近 20000 平米，19-21 年均增速约 23%，随产能爬坡，实际产量增速将高于产能增速，带来上游彩色光刻胶需求的大幅增长。据 CINNO Research 数据，预计到 2022 年，中国大陆 TFT(包含 LTPS 基板)正性光刻胶需求量将达到 1.8 万吨，RGB 彩色光刻胶需求量为 1.9 万吨，BM 黑色光刻胶 4,100 吨，相应的光刻胶总产值预计高达 15.6 亿美金。

对日韩依赖严重，国产化势在必行

我国光刻胶对外依赖严重，半导体光刻胶尤甚，面板光刻胶虽然市场相对分散，但供应商也基本为国外大厂如韩国 LG 化学、CHEIL、日本 DNP、JSR、Tokyo Ink、住友化学、三菱化学、新日铁化学等。根据 Research And Markets 数据，2018 年全球光刻胶市场 87 亿美元，年均增长 5.7%，其中中国市场为 72.8 亿人民币，占全球市场的 12.1%；其中根据 SEMI 数据，2018 年全球半导体光刻胶市场为 17.3 亿美元；根据智研资讯，2015 年全球 LCD 用光刻胶市场在 20 亿美元左右，是最大的单一应用市场，其中中国市场 10 亿美元，国外企业占据 90%以上的市场。

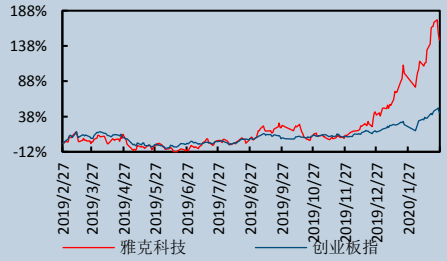
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
23.28/10.16	130.15/100.27	144.37/103.41

12 月最高/最低价（元）	47.62/14.64
总股本（万股）	46,285.35
流通 A 股（万股）	23,284.73
总市值（亿元）	190.46
流通市值（亿元）	95.82
近 3 月日均成交量（万）	1,164.0
主要股东	
沈琦	24.07%

股价表现



相关研究报告

19.04.24	【中信建投化学制品】雅克科技(002409):2019 年一季报简评：科美特、江苏先科贡献强劲增长动力，业绩同比大幅增长
19.04.09	【中信建投化学制品】雅克科技(002409):业绩预增，持续看高

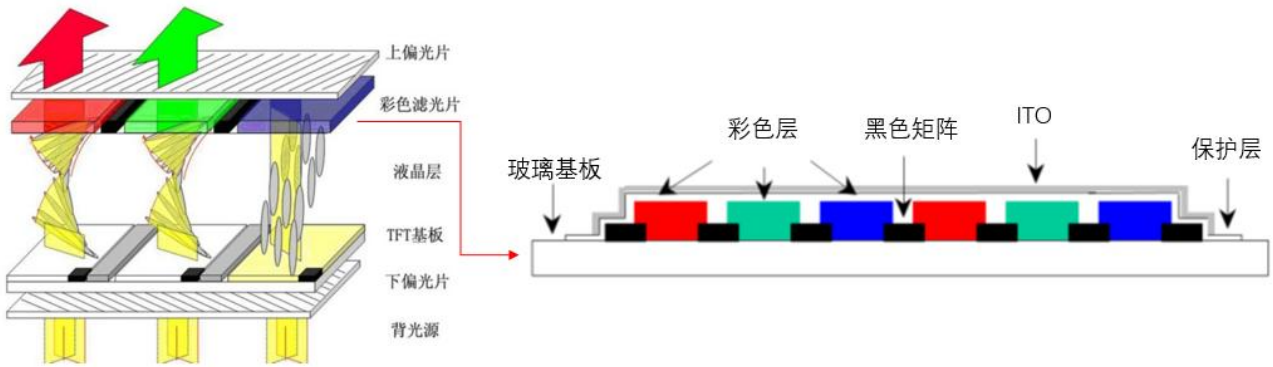
当前国内对彩色光刻胶有布局的厂商主要为**江苏博砚电子、京东方旗下北旭电子及永太科技**。公司此次收购 LG 化学的彩色光刻胶，将直接获得其相关技术及渠道资源，助力其对国内市场的拓展。对韩国方面来说，在韩国逐步退出 LCD 产能的背景下，将上游彩色光刻胶相关资产向中国出售，也符合其商业逻辑。

电子化学品布局进一步完善，积累客户资源助力长期发展

经过多年努力，公司已由单一阻燃剂业务转型为塑料助剂、电子材料和复合材料三大业务板块，其中电子材料板块在营业收入、利润等财务指标、客户构成、技术先进性等维度上，都是公司业务最主要的组成部分。目前公司电子材料覆盖晶圆制造、面板制造等多个电子制造业领域，具体产品包括半导体前驱体材料、半导体浅沟槽隔离绝缘材料、电子特种气体、球形硅微粉等电子材料以及半导体和面板用液体化学品输送设备等耗材领域，此次外延布局光刻胶，将进一步完善公司电子材料板块业务布局，同时积累全球大客户资源，助力电子化学品业务的长期发展。

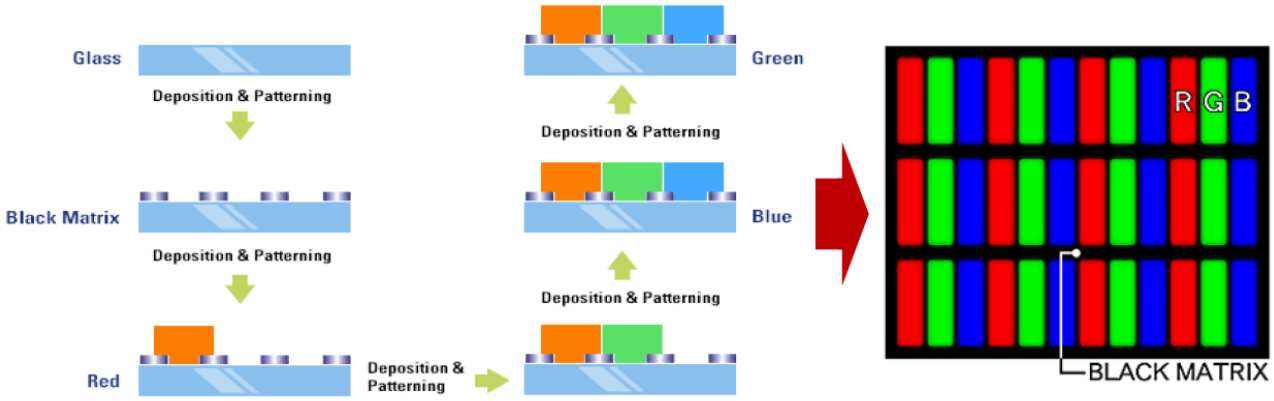
预计公司 2019、2020、2021 年归母净利分别为 2.6、3.3、4.2 亿元，对应 PE 74、57、45X，维持增持评级。

图 1：LCD 面板及其滤光片结构



资料来源：强力新材招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 2：彩色滤光片制造过程



资料来源：强力新材招股说明书，中信建投证券研究发展部

表 1：预测和比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1,132.92	1,547.40	2,361.77	2,819.30	3,360.76
主营收入增长率	26.66%	36.58%	52.63%	19.37%	19.21%
EBITDA（百万元）	91.01	242.29	419.57	509.34	614.06
EBITDA 增长率	-3.73%	166.23%	73.17%	21.40%	20.56%
净利润（百万元）	34.53	132.90	258.93	331.53	421.03
净利润增长率	-49.10%	284.90%	94.84%	28.04%	27.00%
ROE	2.22%	3.18%	5.84%	6.96%	8.12%
EPS（元）	0.100	0.314	0.559	0.716	0.910
P/E	409.86	131.05	73.56	57.45	45.24
P/B	9.11	4.56	4.30	4.00	3.67
EV/EBITDA	153.85	76.19	43.58	35.52	28.84

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

分析师介绍

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2 年石油行业工作经验，2 年基础化工研究经验。2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究助理 胡世超：北京大学化学博士，曾获国家奖学金、校长奖学金等，在《Chemical Science》等一区期刊发表多篇论文；2018 年 7 月加入中信建投化工组。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

金婷 jinting@csc.com.cn

夏一然 xiayiran@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15％以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15％；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5％之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15％；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15％以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859