



中信证券研究部

核心观点



袁健聪
首席新材料分析师
S1010517080005



王喆
首席能源化工
分析师
S1010513110001

本次增发将完善公司产品布局，进一步强化公司竞争力，加速半导体业务发展。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 预测分别为 0.97/1.27/1.73 元，参考可比公司估值，我们认为 2020 年 120 倍 PE 是公司合理的估值水平，维持目标价 116 元，维持“买入”评级。

加速布局半导体关键材料光刻胶，深耕面板及半导体全产业链。公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票，募集资金总额不超过 12 亿元，用于建设《浙江华飞电子基材有限公司新一代大规模集成电路封装专用材料国产化项目》、《年产 12000 吨电子级六氟化硫和年产 2000 吨半导体用电子级四氟化碳生产线技改项目》和《新一代电子信息材料国产化项目-光刻胶及光刻胶配套试剂》。其中光刻胶及光刻胶配套试剂项目拟投资 8.50 亿元。光刻胶是半导体、LCD、PCB 的重要原料，是驱动产品更新换代、性能提升的核心关键材料。Research And Markets 数据显示，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 72.8 亿元，占全球市场的 12.1%。随对江苏科特美及 LG 化学下属彩色光刻胶事业部的收购及相关资源的整合，公司在光刻胶及光刻胶配套试剂的技术储备已经达到平板显示市场要求。本次项目的实施一方面有望填补国内相关技术空白，满足国产平板显示器对光刻胶及光刻胶配套试剂产品等核心材料的需求；另一方面利于公司打开增长空间，抓住下游产业快速发展机会，与平板显示和半导体厂商建立稳定合作关系。

募资扩产球形硅微粉，延伸公司半导体封装领域优势。公司拟向浙江华飞电子基材有限公司投资 2.88 亿元，新增约年产 1 万吨球形硅微粉。《中国电子级硅微粉市场调研与投资战略报告（2019 版）》数据显示，2019 年全球集成电路封装中 97%采用 EMC 作为外壳材料，其中 70%-90%为硅微粉。同时，集成电路中球形硅微粉代替普通角形硅微粉趋势将进一步扩大球形硅微粉需求，中国非金属矿工业协会预计到 2022 年国内对球形硅微粉的需求将超 10 万吨。作为国内知名硅微粉生产企业，华飞电子通过持续技术开发，产品质量已完全达到国外同类产品先进水平。本次球形硅微粉的扩产有望在巩固公司领先地位的同时进一步开拓高端覆铜板等细分下游应用，扩大和延伸公司半导体封装领域优势。

投资电子特气技改项目，巩固现有优势地位。公司电子特气技改项目总投资 7000 万元，利用现有产房和土地提升公司的生产技术水平，项目完成后可实现年产 12000 吨电子级六氟化硫和年产 2000 吨半导体用电子级四氟化碳。卓创资讯预计 2018-2022 年中国特种气体市场规模仍将以平均超过 15%的年均增长率高速增长，2022 年中国特种气体市场规模将达到 411 亿元。目前公司已成为中国西电、平高电气、林德气体等知名企业的合格供应商，随订单数量增多，公司亟需资金注入扩大气体产能拓展市场，同时进一步发挥规模效应强化成本控制能力，以此有力保障公司产品竞争力，巩固公司行业优势地位。

半导体材料平台型公司，产品结构持续优化。近年来，公司围绕半导体业务领域实施一系列并购重组和产业转型升级，通过外延并购华飞电子、科美特、江苏先科，成功切入半导体封装材料、电子特气、IC 材料等领域，实现快速发展。UP Chemical 公司产品应用在半导体集成电路存储、逻辑芯片的制造环节，客户包括韩国 SK 海力士、三星电子、东芝存储器和英特尔、台积电等世界知名存储芯片、逻辑芯片生产商，在全球及国内一线晶圆大厂有望迎来放量；电子特气产品客户包括 SK 海力士、三星电子、台积电等知名半导体公司及三星、LG、京东方等显示面板生产商，规模优势下盈利能力良好；硅微粉客户包括住友电木、台湾义典、日立化成等国际知名环氧塑封材料生产商，受益于先进封装市场带动，预计公司在硅微粉领域将继续保持领先地位，市场份额有望进一步提升。

雅克科技	002409
评级	买入（维持）
当前价	53.15 元
目标价	116 元
总股本	463 百万股
流通股本	241 百万股
52 周最高/最低价	53.29/17.46 元
近 1 月绝对涨幅	-0.02%
近 6 月绝对涨幅	41.26%
近 12 月绝对涨幅	164.69%

■ **风险因素：**增发过程或募投项目进度不及预期，下游需求萎缩；市场竞争加剧；新产品研发不及预期；下游验证不及预期。

■ **投资建议：**公司技术实力领先，不断通过外延并购切入新的应用领域，内生外延下实现快速发展，本次增发将完善公司产品布局，有望进一步强化公司竞争力，加速半导体业务发展。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 预测分别为 0.97/1.27/1.73 元。参考行业内可比公司估值水平，考虑公司的龙头地位，且具备较强成长性，我们认为 2020 年 120 倍 PE 是公司合理的估值水平，维持目标价 116 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,547	1,832	3,370	4,469	5,299
营业收入增长率	37%	18%	84%	33%	19%
净利润(百万元)	133	293	449	587	799
净利润增长率	285%	120%	53%	31%	36%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.31	0.63	0.97	1.27	1.73
毛利率%	28%	37%	37%	37%	39%
净资产收益率 ROE%	3.18%	6.62%	9.29%	10.98%	13.25%
每股净资产(元)	9.02	9.54	10.45	11.55	13.02
PE	114	57	37	28	21
PB	4.0	3.8	3.4	3.1	2.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 15 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,547	1,832	3,370	4,469	5,299
营业成本	1,114	1,152	2,132	2,834	3,251
毛利率	28.01%	37.14%	36.74%	36.58%	38.64%
营业税金及附加	16	12	27	37	40
销售费用	81	103	179	241	283
营业费用率	5.26%	5.62%	5.30%	5.40%	5.34%
管理费用	168	217	415	465	546
管理费用率	10.85%	11.84%	12.30%	10.40%	10.30%
财务费用	-1	-7	-2	19	20
财务费用率	-0.09%	-0.40%	-0.05%	0.41%	0.38%
投资收益	4	19	56	11	12
营业利润	163	381	548	729	991
营业利润率	10.54%	20.79%	16.26%	16.31%	18.69%
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	-2	3	1	0	1
利润总额	166	380	550	730	991
所得税	25	67	82	110	149
所得税率	14.94%	17.76%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	9	20	18	34	44
归属于母公司股东的净利润	133	293	449	587	799
净利率	8.59%	15.97%	13.32%	13.14%	15.07%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	736	843	1,206	1,927	2,207
存货	323	312	540	770	863
应收账款	374	343	669	935	1,051
其他流动资产	421	404	526	605	598
流动资产	1,855	1,903	2,941	4,237	4,718
固定资产	673	696	739	704	704
长期股权投资	30	0	0	0	0
无形资产	187	200	200	200	200
其他长期资产	2,013	2,272	2,321	2,472	2,613
非流动资产	2,903	3,168	3,260	3,376	3,517
资产总计	4,757	5,070	6,202	7,613	8,236
短期借款	149	122	782	1,522	1,341
应付账款	114	102	188	264	293
其他流动负债	194	243	191	245	292
流动负债	457	467	1,161	2,031	1,926
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	56	56	56	56
非流动性负债	45	56	56	56	56
负债合计	502	524	1,218	2,087	1,983
股本	463	463	463	463	463
资本公积	3,050	3,050	3,050	3,050	3,050
归属于母公司所有者权益合计	4,175	4,418	4,837	5,345	6,028
少数股东权益	80	129	147	181	225
股东权益合计	4,255	4,547	4,984	5,526	6,253
负债股东权益总计	4,757	5,070	6,202	7,613	8,236

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	166	380	550	730	991
所得税支出	-25	-67	-82	-110	-149
折旧和摊销	81	100	65	67	72
营运资金的变化	59	4	-646	-448	-123
其他经营现金流	-32	-84	-47	10	7
经营现金流合计	249	332	-161	250	799
资本支出	-99	-195	-53	-44	-28
投资收益	4	19	56	11	12
其他投资现金流	295	60	-110	-139	-185
投资现金流合计	200	-116	-108	-172	-202
发行股票	0	5	0	0	0
负债变化	185	387	660	740	-181
股息支出	-4	-42	-30	-79	-116
其他融资现金流	-69	-449	2	-19	-20
融资现金流合计	112	-99	632	643	-317
现金及现金等价物净增加额	561	118	363	721	280

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	36.6%	18.4%	83.9%	32.6%	18.6%
营业利润增长率	368.6%	133.6%	43.8%	33.1%	35.9%
净利润增长率	284.9%	120.2%	53.5%	30.7%	36.0%
毛利率	28.0%	37.1%	36.7%	36.6%	38.6%
EBITDA Margin	15.8%	25.8%	17.7%	17.5%	19.6%
净利率	8.6%	16.0%	13.3%	13.1%	15.1%
净资产收益率	3.2%	6.6%	9.3%	11.0%	13.2%
总资产收益率	2.8%	5.8%	7.2%	7.7%	9.7%
资产负债率	10.6%	10.3%	19.6%	27.4%	24.1%
所得税率	14.9%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	31.3%	10.3%	17.5%	19.7%	15.8%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。