

强烈推荐-A (首次)

雅本化学 300261.SZ

当前股价: 9.2 元

2017 年 07 月 24 日

农药中间体回暖, 海外并购助飞业绩成长

基础数据

上证综指	3238
总股本(万股)	53697
已上市流通股(万股)	51452
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	47
每股净资产(MRQ)	1.9
ROE(TTM)	2.3
资产负债率	46.0%
主要股东	阿拉山口市雅本创业
主要股东持股比例	42.82%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-3	-24
相对表现	-4	-14	-39



资料来源: 贝格数据、招商证券

公司是国内先进的农药、医药中间体供应商。基于国内环保要求提升, 农药供给偏紧同时国外农药巨头补库存周期到来, 拉动农药出口需求, 公司农药中间体业务逐步回暖; 另一方面, 公司医药中间体业务依旧延续良好增长态势, 今年海外收购马耳他先进的医药公司 ACL, 有望进一步助飞未来业绩快速成长。首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。

- **环保要求提升供给偏紧, 国际巨头补库存拉动出口需求, 农药业绩反弹。**去年环保部实施两轮的环保督查, 农药企业是重点督查对象, 部分环保不达标企业停产, 国内农药供给偏紧; 同时近期国际农药巨头迎来补库存周期, 拉动我国农药出口需求, 去年下半年以来农药景气度明显回升。受益于此, 公司今年业绩大幅提升, 一季度实现营业收入 2.44 亿元, 同比增长 103.9%, 实现归母净利润 1729 万元, 同比增长 67.5%, 已经超过去年全年的数据。
- **海外并购助飞公司医药中间体业绩快速增长。**公司医药中间体业务自身发展和外部并购并重。原有医药中间体主要用于合成抗肿瘤药物和抗癫痫药物。15 年收购上海朴颐化学, 引进生物酶发酵业务, 公司医药中间体业务快速增长。今年公司又收购马耳他先进的医药公司 ACL, 增加公司原料药品种, 同时将帮助公司进入国际高端制药市场, 有望拉动公司医药中间体业绩快速增长。
- **产能扩增及大股东增持彰显公司发展信心。**公司非公开发行项目拟募集 8.7 亿元用于南通基地、滨海基地新增生产线和太仓基地生产线技改, 以及用于上海研发中心建设。同时近期公司实际控制人蔡彤先生、毛海峰先生增持公司股票 2%, 彰显对公司发展信心。
- **首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。**公司是国内先进的农药、医药中间体供应商, 考虑到今年农药中间体回暖, 公司海外收购有望帮助公司医药中间体业绩快速增长, 我们看好公司业绩高成长性, 暂不考虑增发摊薄, 预计公司未来三年 eps 0.18/0.32/0.47 元, 对应 PE51/29/19 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 环保约束不达预期、农药医药景气度不达预期等。**

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn  
S1090515120001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn  
S1090516050001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn  
S1090516110001

研究助理

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	627	662	999	1698	2598
同比增长	19%	5%	51%	70%	53%
营业利润(百万元)	71	16	112	201	302
同比增长	23%	-78%	620%	79%	50%
净利润(百万元)	61	16	96	170	254
同比增长	21%	-74%	495%	76%	50%
每股收益(元)	0.16	0.03	0.18	0.32	0.47
PE	59.0	304.9	51.2	29.1	19.5
PB	5.0	4.9	4.5	4.0	3.4

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司概况 .....	4
1、公司是国内领先的农药、医药中间体供应商 .....	4
2、农药中间体营收增加带动业绩同比增长 .....	5
二、农药景气度好转，CMO 发展正当时 .....	6
1、环保要求提升，农药供给偏紧 .....	6
2、国际巨头补库存，拉动农药出口提升 .....	8
3、我国 CMO 发展正当时 .....	8
三、公司农药中间体回暖，医药中间体快速增长 .....	10
1、受益于杜邦 CMO 外包订单增长，农药中间体逐步回暖 .....	10
2、并购国内外一流公司，医药业务快速发展 .....	11
3、产能扩增、大股东增持彰显公司发展信心 .....	11
4、首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级 .....	12

## 图表目录

图 1：公司主营业务为农药、医药中间体 .....	4
图 2：公司股权结构及架构 .....	4
图 3：公司“井”字型发展战略 .....	5
图 4：公司主要客户 .....	5
图 5：公司营业收入及同比（亿元） .....	5
图 6：公司归母净利润及同比（亿元） .....	5
图 7：公司毛利及同比（亿元） .....	6
图 8：公司毛利率（%） .....	6
图 9：北京 PM 2.5 平均浓度（微克/立方米） .....	6
图 10：京津冀地区 PM25 来源分布 .....	6
图 11：我国去年环保督查情况 .....	7
图 12：我国农药百强企业分布 .....	7
图 13：我国农药原药产量及同比（万吨） .....	7
图 14：我国草甘膦 95%原药价格（万元/吨） .....	7
图 15：农药国际巨头农药业务同比增速（%） .....	8
图 16：我国除草剂出口量及同比（万吨） .....	8

图 17: 我国杀虫剂出口量及同比 (万吨) .....	8
图 18: 我国杀菌剂出口量及同比 (万吨) .....	8
图 19: 国内 CMO 行业规模 (十亿美元) .....	9
图 20: 近两年农药国际巨头合并、剥离加速 .....	9
图 21: 公司 2016 年农药中间体营业收入同比大幅下降 .....	10
图 22: 公司 2016 年农药中间体毛利同比大幅下降 .....	10
图 23: 公司医药中间体营业收入增长迅速 .....	11
图 24: 公司医药中间体毛利增长迅速 .....	11
图 25: 雅本化学历史 PE Band.....	13
图 26: 雅本化学历史 PB Band.....	13
表 1: 全球主要杀虫剂产品销售额情况 (2015 年) .....	10
表 2: 公司近期定增募集资金用途 (万元) .....	11
表 3: 销售收入结构预测.....	12
表 4: 盈利预测简表.....	13
附: 财务预测表 .....	14

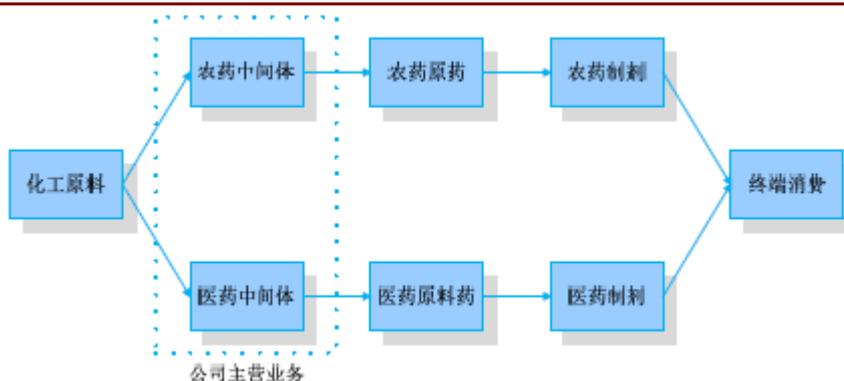
## 一、公司概况

### 1、公司是国内领先的农药、医药中间体供应商

雅本化学成立于 2006 年，于 2011 年上市，是国内领先的农药、医药中间体供应商。公司农药中间体主要用于合成高效、低毒、低残留农药，符合现代农药产业的发展方向；医药中间体主要用于合成抗肿瘤药物和抗癫痫药物，属于医药中间体行业中具有较强竞争力的领域。

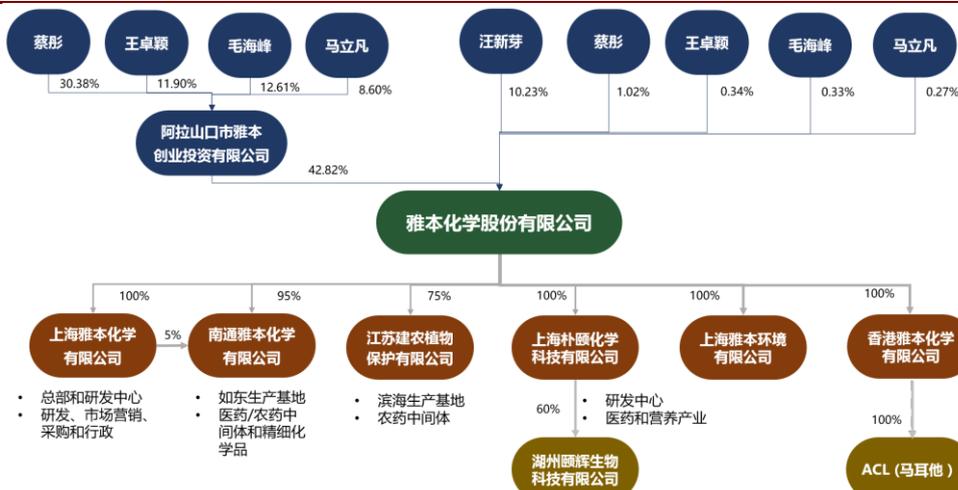
公司第一股东为阿拉山口市雅本创业投资有限公司，实际控制人为蔡彤、王卓颖、毛海峰、马立凡、汪新芽（一致行动人，合计持股约占公司总股份 55%）。公司实行“井”字型发展战略，总部位于上海，下设三大生产基地：太仓基地、如东基地和滨海基地；三大研究中心：张江研发中心、松江医药中间体研发中心和湖州生物催化剂研发中心。公司以技术和环保为横梁，以农药、医药中间体为支柱产品，构建起公司高端定制市场业务。公司凭借产品技术优势，与行业内多家公司形成良好合作，成功进入杜邦公司、罗氏制药、提瓦制药等国际巨头公司供应商体系。

图 1：公司主营业务为农药、医药中间体



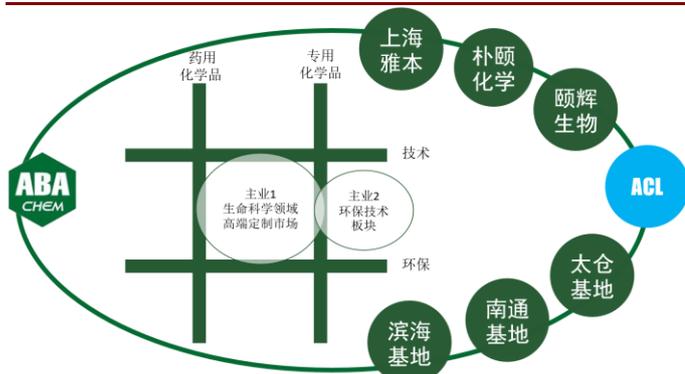
资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 2：公司股权结构及架构



资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 公司“井”字型发展战略



资料来源: 公司公开信息、招商证券

图 4: 公司主要客户



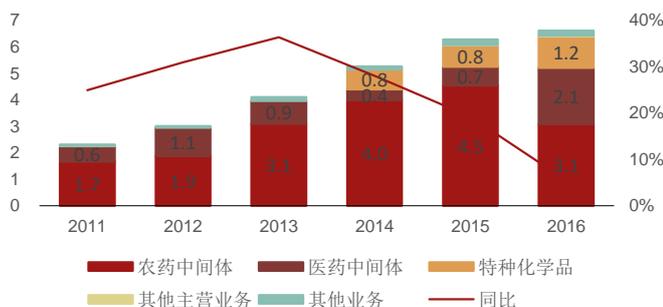
资料来源: 公司公开信息、招商证券

## 2、农药中间体营收增加带动业绩同比增长

公司 2016 年实现营业收入 6.62 亿元, 同比增长 5.5%, 实现归母净利润 1621 万元, 同比下降 73.5%, 业绩出现较大幅度下滑, 主要原因是全球农药行情景气度较低, 其中农药中间体实现营业收入同比下降 31.1%, 实现毛利 1.11 亿元, 同比下降 33.1%。随着去年我国两次环保督查的实施, 我国农药供应偏紧; 同时农药国际巨头补库存周期的到来, 拉动农药出口需求增加。自去年下半年开始, 农药行情有所好转, 中间体价格也水涨船高, 带来公司业绩同比大幅回升。公司 2017 年一季度实现营业收入 2.44 亿元, 同比增长 103.9%, 实现归母净利润 1729 万元, 同比增长 67.5%, 归母净利润已经超过去年全年的数据。

收入结构方面, 公司营业收入主要来自农药中间体和医药中间体, 2016 年农药中间体和医药中间体分别贡献了营业收入的 46.5%和 32.3%; 也是公司毛利的主要来源, 分别贡献了 59.4%和 18.7%。由于公司农药中间体主要用于合成高效、低毒、低残留农药, 符合现代农药产业的发展方向, 产品毛利率较高, 近三年一直在 30%以上, 2016 年达到了 36.2%; 公司医药中间体主要用于合成抗肿瘤药物和抗癫痫药物, 前几年毛利率较高, 近两年有所下滑, 维持在 15%-20%之间; 公司整体竞争力优势明显, 近几年综合毛利率都在 30%左右。

图 5: 公司营业收入及同比 (亿元)



资料来源: wind、招商证券

图 6: 公司归母净利润及同比 (亿元)



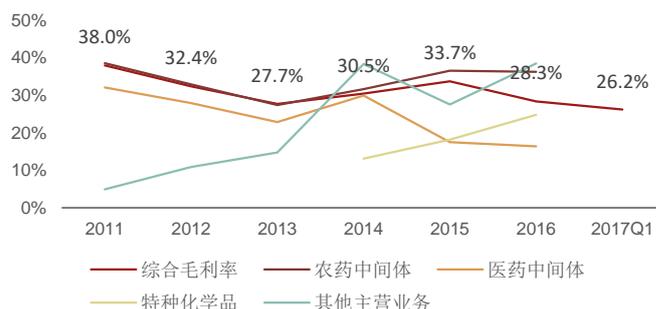
资料来源: wind、招商证券

图 7: 公司毛利及同比 (亿元)



资料来源: wind、招商证券

图 8: 公司毛利率 (%)



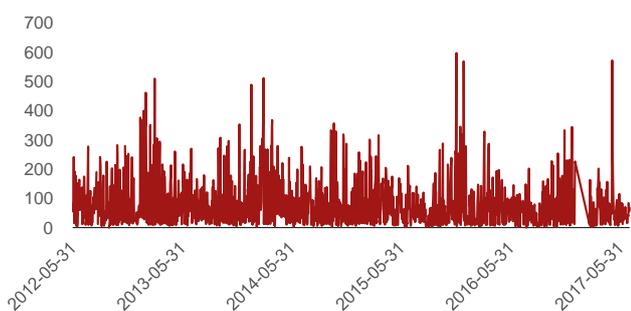
资料来源: wind、招商证券

## 二、农药景气度好转, CMO 发展正当时

### 1、环保要求提升, 农药供给偏紧

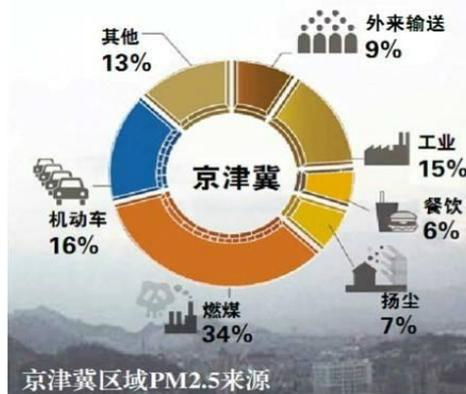
近年来我国空气污染受到广大民众的广泛关注, 特别是进入冬天供暖时期频繁发生的 PM 2.5 爆表事件把空气污染事件推到了风口浪尖。为应对空气污染、水污染等一系列问题, 国家部门出台了系列措施。去年国家环保部实施了两轮环境督查, 对京津冀、河北、江苏、内蒙等地区派驻督查组进行了重点的督查。我国农药生产企业聚集大省河北、山东、江苏等地均受到环保督查影响, 农药企业是重点督查对象, 部分环保不达标企业关停整改, 对相关农药及中间体供给带来冲击。

图 9: 北京 PM 2.5 平均浓度 (微克/立方米)



资料来源: wind、招商证券

图 10: 京津冀地区 PM2.5 来源分布



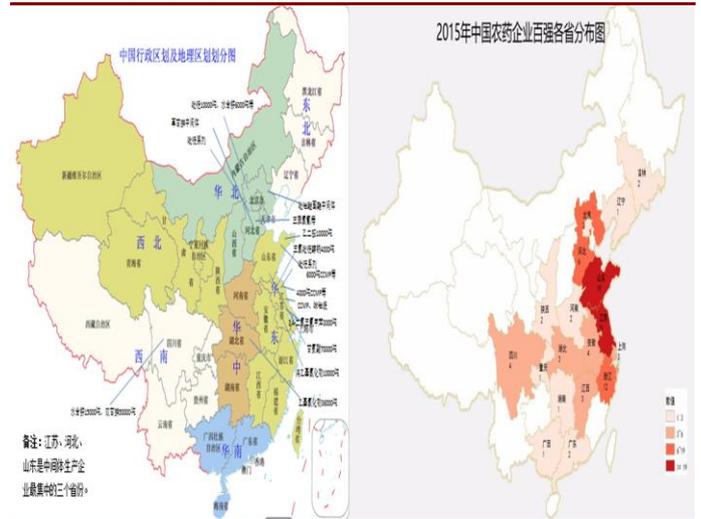
资料来源: 农药工业协会、招商证券

图 11: 我国去年环保督查情况



资料来源: 农药工业协会、招商证券

图 12: 我国农药百强企业分布



资料来源: 农药工业协会、招商证券

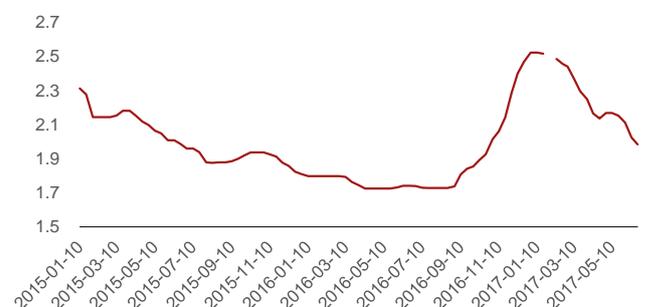
在严格的环保要求下, 环保不达标的农药企业关停整顿, 很多小作坊形式的农药企业停止供货。2016 年我国农药原药产量 377.8 万吨, 同比增长 0.7%, 由于环保要求持续较高, 2017 年前 5 个月我国农药原药产量 155.0 万吨, 同比下降 3.7%。农药供给偏紧的格局下, 大部分农药产品从去年下半年开始, 出现了一波明显的涨价行情。

图 13: 我国农药原药产量及同比 (万吨)



资料来源: wind、招商证券

图 14: 我国草甘膦 95%原药价格 (万元/吨)



资料来源: wind、招商证券

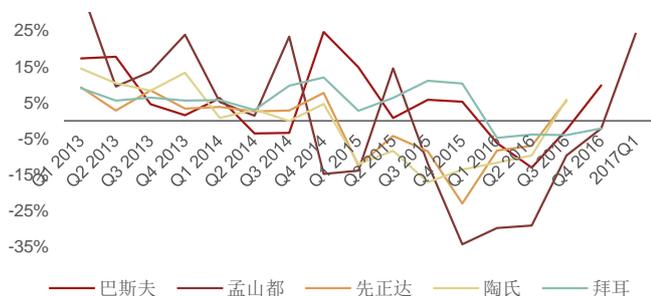
另一方面, 根据农业部发布的规定, 新修订的《农药管理条例》于今年 6 月 1 日实施。根据新的管理条例, 新设立化学农药生产企业或者非化学农药生产企业新增化学农药生产范围的, 应当在省级以上化工园区内建厂, 并按新规定重新申请生产许可证。同时新规定要求淘汰落后产能, 不得生产国家淘汰的产品, 采用国家淘汰的工艺、装置、原材料从事农药生产, 不得新增国家限制生产的产品或者国家限制的工艺、装置、原材料从事农药生产。对于农药企业新的更高的要求, 将对迫使一些落后企业产能退出市场, 未来农药市场供给偏紧有望持续。

## 2、国际巨头补库存，拉动农药出口提升

过去几年农药国际市场整体景气度较低，国际农药巨头公司农药业务增速缓慢，甚至出现连续的负增长局面。经过几年行业周期的持续低迷，国际农药巨头库存也持续降低，目前国际巨头库存量已经基本跌至 2011 年水平。

杜邦农业事业部副总裁在今年 3 月出席全球农业和化学品研讨会上曾表示希望种子和农药产品产生约 200 亿美金的年峰值销售额。随着国际农药巨头新一轮补库存周期的到来，将拉动我国农药出口量持续增长。前 5 个月，我国除草剂出口量 51.3 万吨，同比增长 14.4%，杀虫剂出口量 9.1 万吨，同比增长 18.7%，杀菌剂出口量 4.9 万吨，同比增长 16.2%，三大农药产品出口量同比增速均在 10% 以上。

图 15: 农药国际巨头农药业务同比增速 (%)



资料来源: wind、招商证券

图 16: 我国除草剂出口量及同比 (万吨)



资料来源: wind、招商证券

图 17: 我国杀虫剂出口量及同比 (万吨)



资料来源: wind、招商证券

图 18: 我国杀菌剂出口量及同比 (万吨)



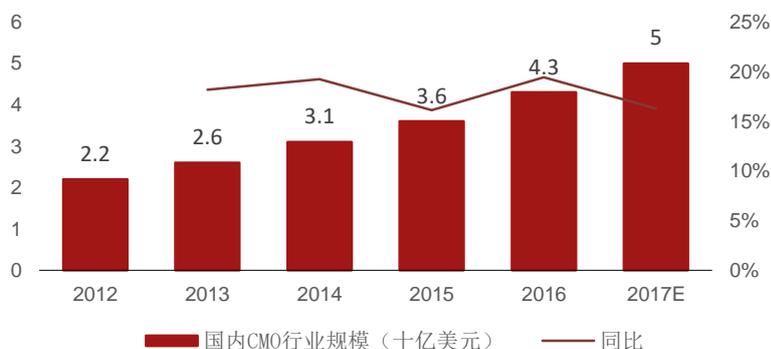
资料来源: wind、招商证券

## 3、我国 CMO 发展正当时

合同定制生产组织(Contract Manufacturing Organization, 简称 CMO)主要是接受制药公司的委托, 提供产品生产时所需要的工艺开发、配方开发、试验用药、化学或生物合成的原料药生产、中间体制造、制剂生产以及包装等服务, 是国际分工的产物, 农化巨头专注于研发和市场营销(微笑曲线), 组织产业化生产交给合作伙伴来做。

农药 CMO 传统上是欧美和日本发达国家的游戏，近年来向中国、印度等地转移。外包定制生产可以降低 15% 成本，CMO 已经成为农药医药行业大势所趋。农药领域，中国 CMO 市场空间 140-180 亿美元，而目前国内市场规模不到 20 亿美元，增长空间巨大。国内 CMO 市场规模 2017 年为 50 亿美元，过去 5 年复合增长率高达 17.8%，未来仍将快速增长。

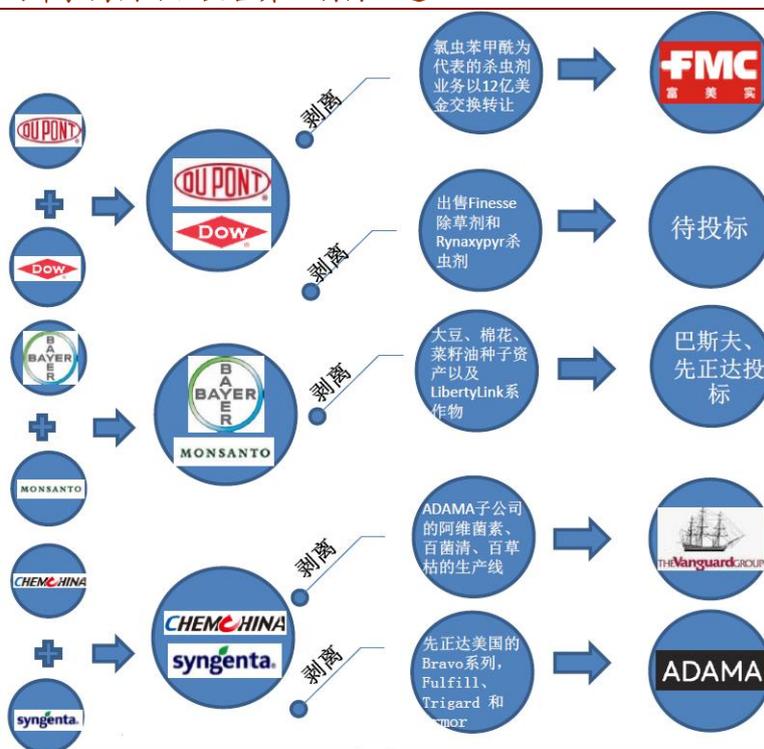
图 19: 国内 CMO 行业规模 (十亿美元)



资料来源: 产业信息网、招商证券

同时，农药行业不景气加速国际巨头的中间体外包。一方面，农化巨头兼并后，行业集中带动 CMO 厂商集中；另一方面，农化一线巨头因财务压力剥离非核心业务，目前其外包比例仅 20% 左右，提升空间巨大。

图 20: 近两年农药国际巨头合并、剥离加速



资料来源: 公开信息整理、招商证券

### 三、公司农药中间体回暖，医药中间体快速增长

#### 1、受益于杜邦 CMO 外包订单增长，农药中间体逐步回暖

由于世界整体农药景气度低迷，公司 2016 年农药中间体业务营业收入和毛利均出现较大幅度下降。随着我国环保督查实施，农药供应偏紧；同时国际巨头补库存拉动出口需求，公司农药业绩有望触底反弹。

图 21：公司 2016 年农药中间体营业收入同比大幅下降



资料来源：wind、招商证券

图 22：公司 2016 年农药中间体毛利同比大幅下降



资料来源：wind、招商证券

杜邦明星杀虫剂品种康宽（氯虫苯甲酰胺）早在 2015 年就以 14 亿美元的销售额位居杀虫剂市场的榜首，其重要中间体 BPP 是公司近年来农药业务盈利的主要来源。公司与杜邦合作近十年，是杜邦公司全球五大战略联盟之一。康宽是杜邦公司的专利产品，有效期至 2021 年，随着康宽销量的持续增长，BPP 需求增长趋势将持续，2014 年杜邦与公司续签 BPP 制造服务协议，公司业绩增长将持续。在经历了 16 年的低迷之后，今年业绩大幅反弹，一季度营业收入和归母净利润大幅回升主要归功于农药业绩的好转。

同时,公司与拜耳、FMC 的合作也在加强,预计后续陆续会有新产品贡献业绩。

表 1：全球主要杀虫剂产品销售额情况（2015 年）

排名	中文通用名	销售额(亿美元)	所占份额 (%)
1	氯虫苯甲酰胺	14	41
2	氟虫氰	5	15
3	氟苯虫酰胺	5	14
4	茚虫威	2	6
5	螺虫乙酯	175%	520%
6	吡蚜酮	110%	320%
	其他	517%	1520%
	合计	3387%	10000%

资料来源：Phillips McDougall，招商证券

## 2、并购国内外一流公司，医药业务快速发展

公司在医药业务方面，自身发展和外部收购并重，2015 年收购了上海朴颐化学科技有限公司，布局生物酶发酵业务；今年，公司又收购马耳他先进的医药公司 Amino Chemicals Limited (ACL)，ACL 公司是拥有 FDA 认证的国际领先的 API 制造和 CMO 服务供应商，拥有近二十年首仿药 (First-to-File) 申请经验，具有向世界顶级跨国药企提供产品和服务的能力。本次并购大幅增加公司原料药品种，同时帮助公司进入国际高端制药市场，有望帮助公司未来医药中间体业绩快速增长。

图 23：公司医药中间体营业收入增长迅速



资料来源：wind、招商证券

图 24：公司医药中间体毛利增长迅速



资料来源：wind、招商证券

## 3、产能扩增、大股东增持彰显公司发展信心

公司近期拟募集 8.7 亿元用于三大生产基地新增生产线或生产线技改，以及用于上海研发中心建设。具体内容如下：

南通基地为五种农药高级中间体生产线的建设，具体为年产 500 吨溴代吡唑酸、年产 1000 吨三氟吡唑胺、年产 1000 吨二氟吡唑酸、年产 1000 吨氟氯脒和年产 600 吨二甲茚酮的新增生产线项目。

滨海基地为为新增多类农药原药及其他医药、农药相关化学品的生产线，具体包括，新建年产 1700 吨农药原药（三唑类原药、脞菌酯、虱螨脲）和年产 1300 吨其他医药、农药相关化学品。

太仓基地技改主要是针对公司现有生产线进行升级改造，具体包括生产设备和自动化控制系统技术升级改造等建设内容。

表 2：公司近期定增募集资金用途（万元）

序号	募集资金投向	项目总投资	募集资金投
1	南通基地新增生产线项目	40,120	40,000
2	滨海基地新增生产线项目	8,000	8,000
3	太仓基地生产线技改项目	8,445	8,000
4	上海研发中心建设（李冰路分部）	6,000	5,024
	上海研发中心建设（爱迪生路分部）	3,000	2,717
5	补充流动资金	22,970	22,970
	合计	88,535	86,711

资料来源：公司公告，招商证券

同时，公司实际控制人蔡彤先生、毛海峰先生近期增持公司股票 2%。新增产能和增持公司股份均表明公司管理层看好公司未来发展。

#### 4、首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级

**环保要求提升供给偏紧，国际巨头补库存拉动出口需求，农药业绩反弹。**去年环保部实施两轮的环保督查，农药企业是重点督查对象，部分环保不达标企业停产，国内农药供给偏紧；同时近期国际农药巨头迎来补库存周期，拉动我国农药出口需求，去年下半年以来农药景气度明显回升。受益于此，公司今年业绩大幅提升，一季度实现营业收入 2.44 亿元，同比增长 103.9%，实现归母净利润 1729 万元，同比增长 67.5%，已经超过去年全年的数据。

**海外并购助飞公司医药中间体业绩快速增长。**公司医药中间体业务自身发展和外部并购并重。原有医药中间体主要用于合成抗肿瘤药物和抗癫痫药物。15 年收购上海朴颐化学，引进生物酶发酵业务，公司医药中间体业务快速增长。今年公司又收购马耳他先进的医药公司 ACL，增加公司原料药品种，同时将帮助公司进入国际高端制药市场，有望拉动公司医药中间体业绩快速增长。

**产能扩增及大股东增持彰显公司发展信心。**公司非公开发行项目拟募集 8.7 亿元用于南通基地、滨海基地新增生产线和太仓基地生产线技改，以及用于上海研发中心建设。同时近期公司实际控制人蔡彤先生、毛海峰先生增持公司股票 2%，彰显对公司发展信心。

**首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。**公司是国内先进的农药、医药中间体供应商，考虑到今年农药中间体回暖，公司海外收购有望帮助公司医药中间体业绩快速增长，我们看好公司业绩高成长性，暂不考虑增发摊薄，预计公司未来三年 eps 0.18/0.32/0.47 元，对应 PE51/29/19 倍，首次覆盖给予强烈推荐-A 评级。

表 3、销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>627</b>	<b>662</b>	<b>999</b>	<b>1698</b>	<b>2598</b>
农药中间体	454	308	507	808	1123
医药中间体	71	213	298	536	912
特种化学品	81	118	159	287	430
其他	21	23	35	67	133
<b>收入增长率</b>	<b>19%</b>	<b>5%</b>	<b>51%</b>	<b>70%</b>	<b>53%</b>
农药中间体	14%	-32%	65%	60%	40%
医药中间体	78%	202%	40%	80%	70%
特种化学品	8%	45%	35%	80%	50%
其他	70%	-13%	129%	90%	100%
<b>毛利率</b>	<b>34%</b>	<b>28%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>
农药中间体	37%	36%	40%	39%	39%
医药中间体	17%	16%	20%	22%	24%
特种化学品	18%	25%	25%	25%	25%
其他	88%	55%	45%	45%	45%

资料来源：公司数据、招商证券

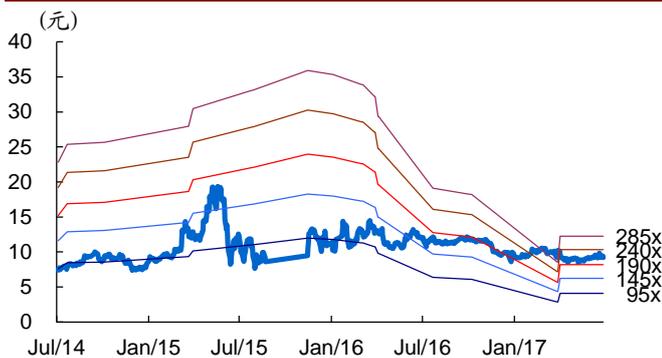
表 4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	627	662	999	1698	2598
营业成本	416	474	679	1162	1788
营业税金及附加	2	6	9	16	24
营业费用	9	12	18	30	47
管理费用	112	139	150	255	390
财务费用	10	2	25	30	43
资产减值损失	6	13	5	5	5
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
投资收益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	71	16	112	201	302
营业外收入	1	3	4	5	6
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	72	18	115	205	307
所得税	9	(2)	14	25	37
净利润	63	20	102	180	270
少数股东损益	1	4	5	11	16
归属于母公司净利润	61	16	96	170	254
EPS (元)	0.16	0.03	0.18	0.32	0.47

资料来源: 公司数据、招商证券

#### 4、PE-PB Band

图 25: 雅本化学历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 26: 雅本化学历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	588	774	937	1597	2488
现金	82	102	74	125	230
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	5	8	14	21
应收款项	233	294	327	557	852
其它应收款	18	24	36	61	93
存货	198	282	392	671	1032
其他	54	67	100	170	260
<b>非流动资产</b>	991	1122	1136	1149	1160
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	789	812	832	851	868
无形资产	41	48	43	39	35
其他	160	262	260	258	257
<b>资产总计</b>	<b>1579</b>	<b>1895</b>	<b>2073</b>	<b>2745</b>	<b>3649</b>
<b>流动负债</b>	705	806	882	1403	2087
短期借款	333	352	373	577	850
应付账款	196	217	312	533	820
预收账款	1	3	4	8	12
其他	175	233	193	285	405
<b>长期负债</b>	117	38	38	38	38
长期借款	110	30	30	30	30
其他	7	8	8	8	8
<b>负债合计</b>	<b>823</b>	<b>844</b>	<b>920</b>	<b>1441</b>	<b>2125</b>
股本	392	537	537	537	537
资本公积金	123	261	261	261	261
留存收益	205	213	310	450	653
少数股东权益	35	41	46	56	73
归属于母公司所有者权益	721	1011	1108	1248	1451
<b>负债及权益合计</b>	<b>1579</b>	<b>1895</b>	<b>2073</b>	<b>2745</b>	<b>3649</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	10	119	(271)	238	469
净利润	13	168	374	534	685
折旧摊销	35	60	85	124	159
财务费用	1	(7)	19	50	71
投资收益	(16)	(21)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	(22)	(99)	(855)	(571)	(568)
其它	(2)	17	127	121	143
<b>投资活动现金流</b>	(31)	(494)	(457)	(457)	(457)
资本支出	(37)	(299)	(457)	(457)	(457)
其他投资	7	(196)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	138	(154)	638	271	90
借款变动	(319)	(372)	636	413	301
普通股增加	23	358	0	0	0
资本公积增加	388	(172)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(112)	(160)
其他	46	32	2	(30)	(51)
<b>现金净增加额</b>	<b>118</b>	<b>(529)</b>	<b>(89)</b>	<b>53</b>	<b>102</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	627	662	999	1698	2598
营业成本	416	474	679	1162	1788
营业税金及附加	2	6	9	16	24
营业费用	9	12	18	30	47
管理费用	112	139	150	255	390
财务费用	10	2	25	30	43
资产减值损失	6	13	5	5	5
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
投资收益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>营业利润</b>	71	16	112	201	302
营业外收入	1	3	4	5	6
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	72	18	115	205	307
所得税	9	(2)	14	25	37
<b>净利润</b>	63	20	102	180	270
少数股东损益	1	4	5	11	16
<b>归属于母公司净利润</b>	61	16	96	170	254
<b>EPS (元)</b>	0.16	0.03	0.18	0.32	0.47

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	19%	5%	51%	70%	53%
营业利润	23%	-78%	620%	79%	50%
净利润	21%	-74%	495%	76%	50%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.7%	28.3%	32.0%	31.6%	31.2%
净利率	9.8%	2.4%	9.7%	10.0%	9.8%
ROE	8.5%	1.6%	8.7%	13.6%	17.5%
ROIC	5.6%	1.3%	7.8%	10.6%	12.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.1%	44.5%	44.4%	52.5%	58.2%
净负债比率	32.5%	24.4%	19.5%	22.1%	24.1%
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.4	2.0	2.0	2.2	2.1
应收帐款周转率	3.2	2.5	3.2	3.8	3.7
应付帐款周转率	2.3	2.3	2.6	2.8	2.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.16	0.03	0.18	0.32	0.47
每股经营现金	0.18	0.04	0.29	0.01	0.05
每股净资产	1.84	1.88	2.06	2.32	2.70
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.09	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	59.3	306.5	51.5	29.3	19.6
PB	5.0	4.9	4.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	-9.5	-12.5	-5.4	-3.8	-2.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周铮：**招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**姚鑫：**招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

**孙维容：**招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

**于庭泽：**招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。