

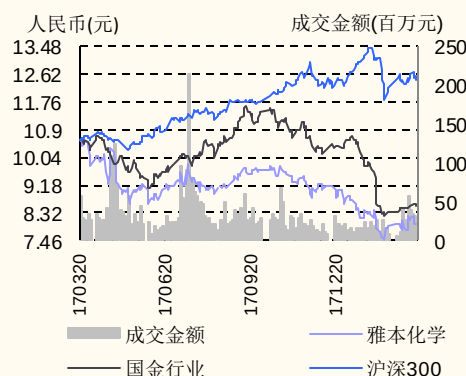
雅本化学 (300261.SZ) 增持 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 7.97 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	514.65
总市值(百万元)	5,118.38
年内股价最高最低(元)	10.59/7.46
沪深 300 指数	4056.42



行业复苏叠加产业转移 公司成长进入快车道

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.156	0.030	0.114	0.262	0.419
每股净资产(元)	1.84	1.88	2.02	2.33	2.83
每股经营性现金流(元)	0.18	0.04	0.17	0.20	0.41
市盈率(倍)	96.77	320.42	70.19	30.38	19.04
行业优化市盈率(倍)	58.99	53.25	60.75	59.90	59.90
净利润增长率(%)	21.20%	-73.53%	350.02%	131.04%	59.55%
净资产收益率(%)	8.50%	1.60%	6.73%	13.45%	17.67%
总股本(百万股)	392.40	536.97	642.21	642.21	642.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内农药、医药中间体定制领域的龙头企业之一:**公司与海外农化、医药巨头企业具有稳定良好的合作关系。公司在手性化合物领域具有较强的研发优势同时集生产、销售于一身,在如东、太仓等地拥有多个生产基地。在巩固发展中间体业务的同时,积极向环保等相关产业链进行拓展,与原有业务形成良好的协同效应。
- **全球农化行业景气度企稳回升 中间体产业转移趋势延续:**我们认为全球农化行业正逐步进入新一轮景气周期,下游需求弱复苏与供给端的共振正在加速行业重回上行周期;同时新药研发与种子研发成本差异性将继续使得全球专利药整体市场份额维持平稳,从而进一步促使定制中间体企业在这一过程中充分受益。
- **康宽中间体仍将是公司主力品种 定增品种未来几年逐步放量:**公司是全球最大的康宽中间体 BPP 的供应商,具备较强的技术以及环保优势,构成一定程度的竞争壁垒。考虑到康宽 2022 年专利到期以及未来二代康宽的逐步推广上市,公司 BPP 业务仍具有较高的成长性,我们认为未来几年都将是公司成长的主要动力。除此之外,公司 2017 年通过再融资计划在南通计划投建溴代吡啶酸、SDHI 中间体、二甲茚酮等中间体,同时滨海基地 1700 吨农药原药和 1300 吨其他医药等产品有望在未来几年逐步放量。
- **医药中间体业务稳步发展 ACL 的海外协同性逐步显现:**我们认为公司医药中间体业务预计未来几年将维持稳步发展,传统的抗肿瘤药物中间体以及抗癫痫药物中间体将维持稳定, ACL、上海朴颐化学等公司的协同性逐步显现。随着定增项目中医药业务的逐步放量,公司未来该项业务的收入以及利润体量有望进一步提升。

投资建议

- 我们看好公司作为国内定制中间体龙头企业未来几年的高成长性,我们预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 0.11 元、0.25 元以及 0.41 元,对应当前股价分别为 70 倍、30 倍以及 19 倍,首次覆盖给予公司增持评级。

风险提示

- 海外农化行业景气度复苏低于预期,海外农化巨头转移中间体低于预期,国内环保管控力度低于预期

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

陈斌 联系人
chencheng2@gjzq.com.cn

内容目录

公司是国内高端精细化学中间体定制领域的龙头企业.....	3
全球农化行业逐步进入新一轮景气周期 中间体定制向中国转移趋势不变.....	3
康宽中间体未来几年仍将是公司主力品种 其他各类农药中间体逐步放量.....	5
医药中间体业务稳步发展 ACL 的海外协同性逐步显现	6
投资建议	7
风险提示	7

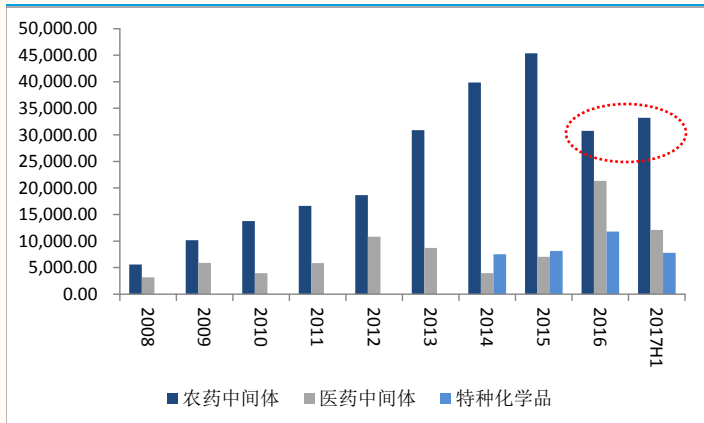
图表目录

图表 1：公司各类业务收入规模迎来拐点.....	3
图表 2：公司主要产品盈利能力维持高位.....	3
图表 3：美国农业部门现金流与收入状况四年首次改善	3
图表 4：海外农化巨头已逐步进入补库存周期.....	3
图表 5：农药产品的生命周期示意图.....	4
图表 6：全球农化过专利期药物比重持续提升 专利期品种市场份额维持平稳...4	
图表 7：新型化合物开发成本逐年提升.....	5
图表 8：新型种子研发投入具有较强的成本优势.....	5
图表 9：康宽全球市场销售额近年来维持高速增长.....	5
图表 10：印度、巴西及中国等康宽使用量较大（吨）	6
图表 11：水稻、大豆、果蔬为康宽最大的使用作物	6
图表 12：公司主要医药中间体产品汇总.....	6
图表 13：公司主要业务收入分拆.....	7

公司是国内高端精细化学中间体定制领域的龙头企业

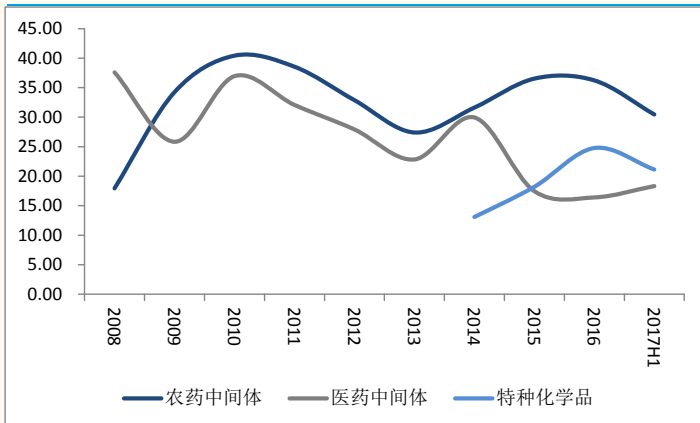
- 公司是国内农药、医药中间体定制领域的龙头企业之一，与海外农化、医药巨头企业具有稳定良好的合作关系。公司在手性化合物领域具有较强的研发优势同时集生产、销售于一身，在如东、太仓等地拥有多个生产基地。在巩固发展中间体业务的同时，积极向环保等相关产业链进行拓展，与原有业务形成良好的协同效应。

图表 1：公司各类业务收入规模迎来拐点



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：公司主要产品盈利能力维持高位



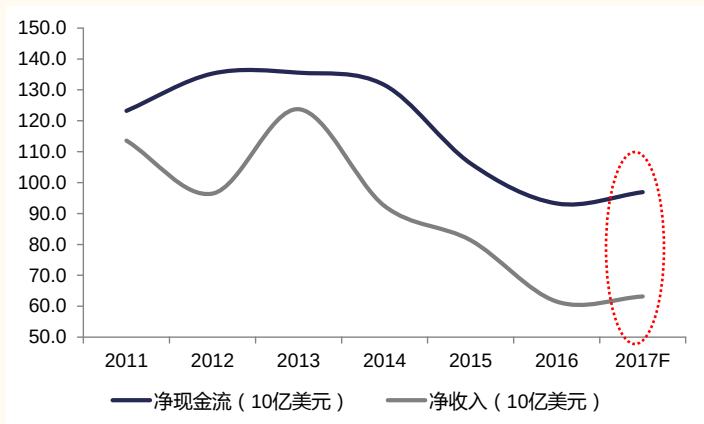
来源：Wind，国金证券研究所

- 公司与海外跨国公司如杜邦、富美实、拜耳、罗氏等公司具有良好的合作关系，并有多品种长期进入公司的供应体系。我们认为伴随着全球农化行业景气度逐步企稳回升，以及专利药定制中间体进一步向中国转移这一趋势，公司有望迎来新一轮高速增长。
- 2016 年是全球农化行业景气度的最低谷，公司整体收入以及盈利能力等方面出现较大幅度下滑。伴随着 2017 年行业逐步触底企稳，公司收入端呈现一定程度的复苏改善，毛利率受到国内吡啶以及其他产业链价格大幅上涨的影响产生一定影响，但随着进入 2018 年原材料价格的逐步企稳以及公司主要产品价格顺利传导，我们认为盈利能力有望迎来拐点。

全球农化行业逐步进入新一轮景气周期 中间体定制向中国转移趋势不变

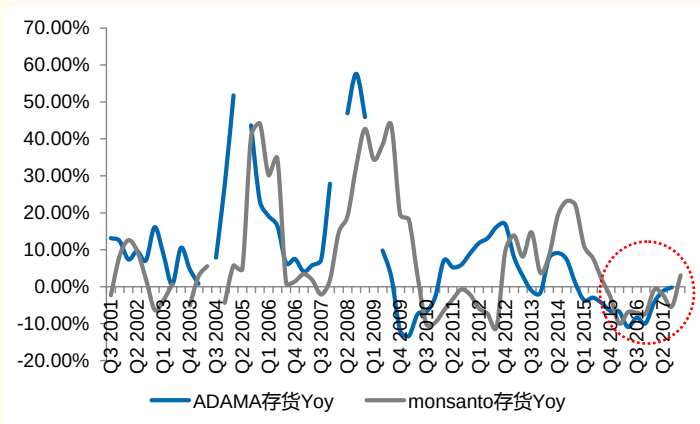
- 我们认为全球农化行业正逐步进入新一轮景气周期，下游需求弱复苏与供给端的共振正在加速行业重回上行周期。美国农业部门整体收入以及现金流状况在 2017 年实现同比改善、以孟山都为代表的海外巨头逐步进行原材料补库存进一步对需求的实现拉动，叠加国内环保趋严所带来的供给端收缩，供需共振背景下我们认为全球农化行业景气度稳步复苏。

图表 3：美国农业部门现金流与收入状况四年首次改善



来源：USDA，国金证券研究所

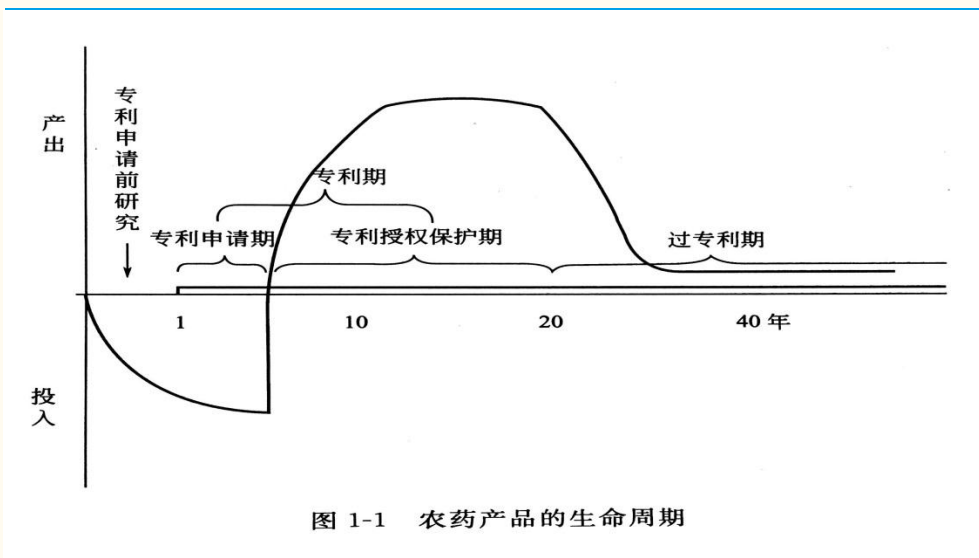
图表 4：海外农化巨头已逐步进入补库存周期



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在行业景气度稳步复苏的背景下，全球农化市场结构中仿制药份额逐步提升这一趋势仍未改变。通常一个农药产品的完整生命周期在 20-40 年之间，其长度也取决于在过专利期后的使用年限。

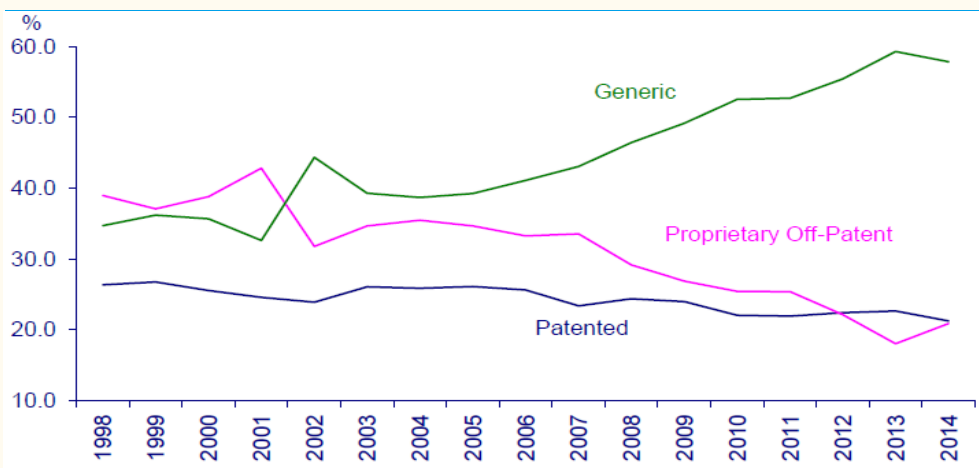
图表 5：农药产品的生命周期示意图



来源：《世界重要农药品种与专利分析》，国金证券研究所

- 农药产品一般分为专利期、过专利期以及无专利期三类，其中专利期与无专利品种分别指该化合物是否受专利保护这一标准，而过专利品种则是指活性成分已过保护期，但制剂产品或复配品种、技术等仍有一些保护性专利，从而阻止他人进入市场。近年来无专利期品种市场份额持续提升，专利保护期品种则维持平稳。

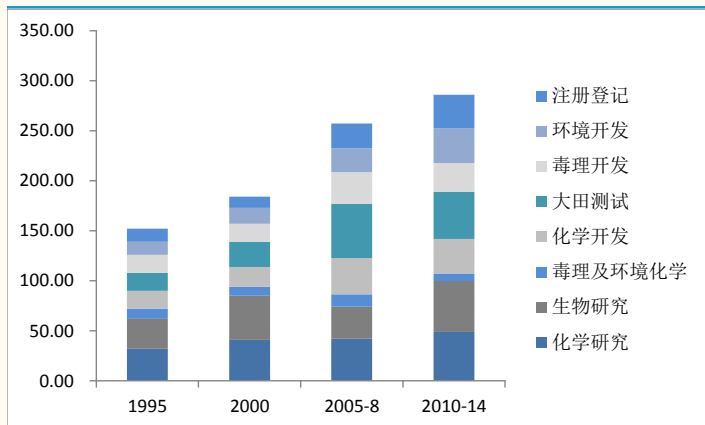
图表 6：全球农化过专利期药物比重持续提升 专利期品种市场份额维持平稳



来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

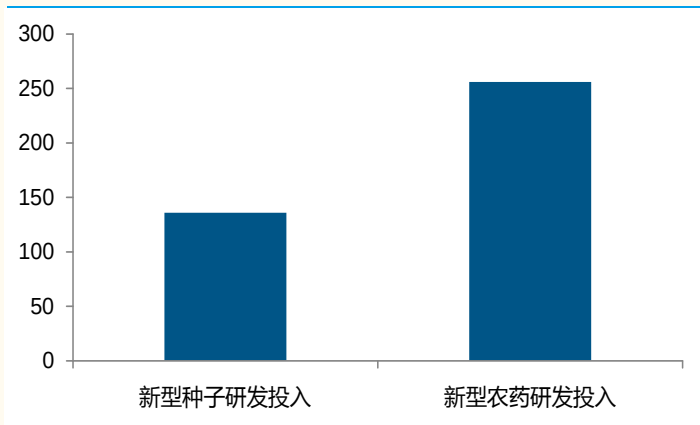
- 新化合物研发开支的持续提升是新药开发速度放缓的主要原因，另一方面来看新型种子研发投入的成本优势明显，也进一步加剧了新药研发速度的放缓。双重因素的共同作用使得近年来全球农药新型品种的增速显著放缓。
- 此外从全球三类农化产品的市场份额演进过程可以看出，过专利期产品与无专利期产品呈现出此消彼长的过程，专利药则维持较为平稳的市场份额。我们认为，随着维护过专利品种成本与种子研发成本的相对收益在收窄，跨国巨头更多推行“种子+农药”战略，而对于专利期产品则维持其原有战略，保持一定的市场份额。

图表 7：新型化合物开发成本逐年提升



来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

图表 8：新型种子研发投入具有较强的成本优势



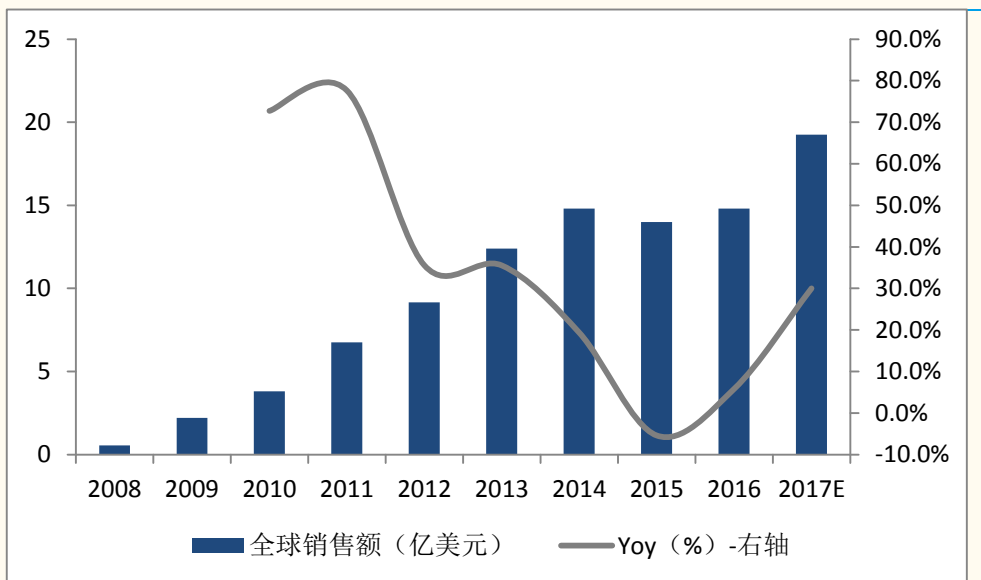
来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

- 我们认为在全球农化行业整体触底回暖的大背景下，新药研发与种子研发成本差异性将继续使得全球专利药整体市场份额维持平稳，从而进一步促使定制中间体企业在这一过程中充分受益。专利期产品高盈利高增长的特征将对于国内定制企业构成长期的利好。

康宽中间体未来几年仍将是公司主力品种 其他各类农药中间体逐步放量

- 我们认为雅本的农药中间体业务未来几年仍将保持高速增长。尤其康宽中间体 BPP 作为其传统优势品种，随着南通如东基地的产能逐步释放，该产品仍将维持其主力地位；同时各类其他新型中间体品种伴随海外巨头订单增加稳步放量，个别新品种有望复制康宽的辉煌。
- 康宽是近十年来全球农化市场最为耀眼的明星，凭借优异的使用性质迅速在全球推广，上市不到 10 年全球销售总额已超过 15 亿美元，成为全球体量最大的杀虫剂品种。

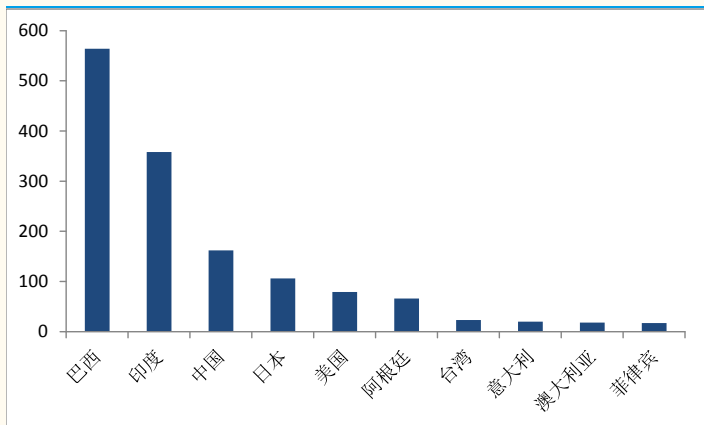
图表 9：康宽全球市场销售额近年来维持高速增长



来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

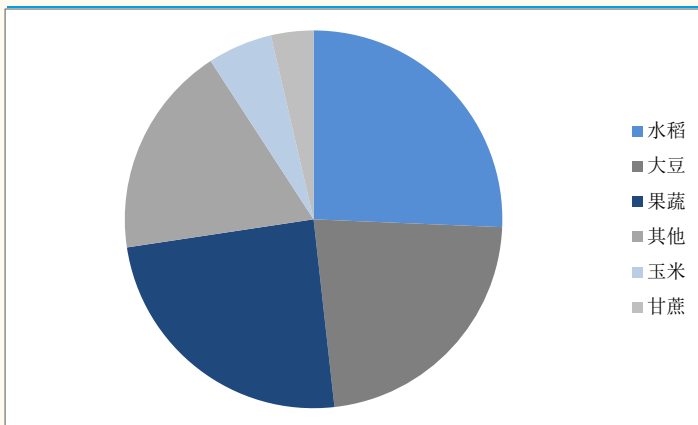
- 康宽中文通用名为氯虫苯甲酰胺，主要作用机理通过激活鱼尼丁受体导致昆虫肌肉麻痹从而达到杀虫的目的（快速停止取食同时 72 小时内死亡），但对哺乳动物非常安全。高效低毒的特点使得其迅速普及，目前全球范围来看巴西、印度、中国是最大的使用国，水稻、大豆、果蔬等是最大的使用作物。2016 年全球康宽折百使用量为 2021 吨。

图表 10：印度、巴西及中国等康宽使用量较大（吨）



来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

图表 11：水稻、大豆、果蔬为康宽最大的使用作物



来源：PhilipsMcDougall，国金证券研究所

- 公司是全球最大的康宽中间体 BPP 的供应商，作为康宽合成的最为重要的一步中间体，其合成步骤多且工艺复杂同时对于环保的要求较高，公司承接这一订单已有多年，具备较强的技术以及环保优势，构成一定程度的竞争壁垒。
- 公司截止 2017 年底拥有 BPP 产能 1000 吨，预计到 2018 年将再扩产 1000 吨产能届时预计 18 年全年公司该产品产销量在 1300-1400 吨之间，仍将是公司目前业绩的主要来源。考虑到康宽 2022 年专利到期以及未来二代康宽的逐步推广上市，公司 BPP 业务仍具有较高的成长性，我们认为未来几年都将是公司成长的主要动力。
- 除此之外，公司太仓基地目前中试中间体品种超过 50 种；同时包括杜邦、拜耳、FMC 等公司以及定增项目在内的各类产品有望从 19 年开始逐步放量，公司农药中间体业务有望打开新一轮成长空间。

医药中间体业务稳步发展 ACL 的海外协同性逐步显现

- 我们认为公司医药中间体业务预计未来几年将维持稳步发展，传统的抗肿瘤药物中间体以及抗癫痫药物中间体将维持稳定，海外 ACL 公司的协同性逐步显现。随着定增项目中医药业务的逐步放量，公司未来该项业务的收入以及利润体量有望进一步提升。

图表 12：公司主要医药中间体产品汇总

药品名称	类型
拉帕替尼	抗肿瘤药物
5-氯-7-氮杂吡啶	抗肿瘤药物中间体
5-溴-7-氮杂吡啶	抗肿瘤药物中间体
波西普韦	抗丙肝病毒药物
左乙拉西坦	抗癫痫药物
2-丁基-3-(4-羟基-3, 5-二碘苯甲酰)苯并咪唑	抗心律失常药物胺碘酮中间体
R-(+)-1-苄氧羰基-3-氨基吡咯烷盐酸盐	抗糖尿病药物杜拓格列普汀的中间体

来源：公司公告，国金证券研究所

- 随着 ACL、上海仆颐化学等公司经营层面逐步进入正常发展轨道，公司医药业务之间的协同效应有望逐步发挥出来。我们认为公司医药业务整体规模有望在未来几年再上一个台阶。

投资建议

- 我们看好公司未来几年在定制中间体业务领域的高成长性。公司以康宽中间体为基础，未来几年随着茚虫威、氟吡菌胺等多个新品种的逐步推广放量，公司农药中间体业务有望维持高增长。同时公司农化领域子公司建农农化受益于近年来行业整体格局的重塑，多个产品呈现景气度提升，也将未来几年逐步增厚公司农化业务的业绩。
- 医药业务有望维持稳定增长。公司原有医药中间体产品利润体量维持平稳上升，ACL 公司业务与母公司协同效应逐步显现。同时子公司朴颐化学近年来受益于行业环保趋严以及需求改善，呈现出景气度复苏。同时公司新切入的环保领域也处于行业高速爆发期，未来将呈现高速增长。

图表 13：公司主要业务收入分析

	2017E	2018E	2019E
农药中间体收入（百万元）	900.00	1,400.00	1,900.00
毛利率	31.00%	33.00%	35.00%
医药中间体收入（百万元）	300.00	350.00	500.00
毛利率	18.00%	20.00%	22.00%
其他业务收入（百万元）	50.00	100.00	100.00
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们看好公司作为国内定制中间体龙头企业未来几年的高成长性，我们预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 0.11 元、0.25 元以及 0.41 元，对应当前股价分别为 70 倍、30 倍以及 19 倍，首次覆盖给予公司增持评级。

风险提示

- 海外农化行业景气度复苏低于预期，海外农化巨头转移中间体低于预期，国内环保管控力度低于预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	526	627	662	1,250	1,850	2,500
增长率		19.2%	5.5%	88.9%	48.0%	35.1%
主营业务成本	-366	-416	-474	-907	-1,298	-1,705
%销售收入	69.5%	66.3%	71.7%	72.6%	70.2%	68.2%
毛利	160	212	187	343	552	795
%销售收入	30.5%	33.7%	28.3%	27.4%	29.8%	31.8%
营业税金及附加	-2	-2	-6	-6	-8	-11
%销售收入	0.3%	0.4%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%
营业费用	-8	-9	-12	-23	-32	-44
%销售收入	1.6%	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-79	-112	-139	-200	-278	-375
%销售收入	15.0%	17.8%	21.0%	16.0%	15.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	71	89	31	114	234	366
%销售收入	13.6%	14.1%	4.7%	9.1%	12.6%	14.6%
财务费用	-11	-10	-2	-25	-35	-51
%销售收入	2.1%	1.7%	0.3%	2.0%	1.9%	2.0%
资产减值损失	-4	-6	-13	-5	-6	-6
公允价值变动收益	2	-2	0	0	0	0
投资收益	0	1	-1	-1	1	1
%税前利润	n.a	1.4%	n.a	n.a	0.5%	0.3%
营业利润	58	71	16	84	194	309
营业利润率	11.0%	11.3%	2.4%	6.7%	10.5%	12.4%
营业外收支	2	1	3	2	2	2
税前利润	59	72	18	86	196	311
利润率	11.3%	11.5%	2.8%	6.8%	10.6%	12.5%
所得税	-7	-9	2	-11	-25	-40
所得税率	11.4%	13.1%	-8.9%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	53	63	20	74	170	271
少数股东损益	2	1	4	2	2	2
归属于母公司的净利润	51	61	16	73	168	269
净利率	9.6%	9.8%	2.4%	5.8%	9.1%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	53	63	20	74	170	271
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	55	96	86	89	105
非经营收益	8	21	12	31	35	51
营运资金变动	-20	-68	-106	-99	-186	-205
经营活动现金净流	85	70	21	91	109	222
资本开支	-353	-166	-103	-22	-307	-408
投资	0	0	-33	-1	0	0
其他	-1	1	8	-1	1	1
投资活动现金净流	-353	-165	-127	-24	-306	-407
股权募资	9	0	204	0	0	0
债权募资	212	155	-51	-21	265	224
其他	-1	-55	-24	-28	-38	-54
筹资活动现金净流	219	99	129	-50	227	170
现金净流量	-49	5	23	18	30	-15

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	55	82	102	120	150	135
应收账款	168	254	323	526	758	994
存货	152	198	282	447	622	817
其他流动资产	48	54	67	34	41	53
流动资产	424	588	774	1,127	1,571	2,000
%总资产	32.3%	37.3%	40.8%	51.7%	55.1%	55.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	789	883	885	850	1,068	1,372
%总资产	60.1%	55.9%	46.7%	38.9%	37.5%	38.2%
无形资产	67	65	195	202	210	217
非流动资产	889	991	1,122	1,055	1,280	1,591
%总资产	67.7%	62.7%	59.2%	48.3%	44.9%	44.3%
资产总计	1,312	1,579	1,895	2,181	2,851	3,591
短期借款	259	403	432	413	678	901
应付款项	229	294	363	597	823	1,065
其他流动负债	9	9	11	16	23	26
流动负债	497	705	806	1,025	1,524	1,992
长期贷款	100	110	30	30	30	31
其他长期负债	7	7	8	0	0	0
负债	604	823	844	1,055	1,554	2,023
普通股股东权益	675	721	1,011	1,084	1,253	1,521
少数股东权益	34	35	41	42	44	46
负债股东权益合计	1,312	1,579	1,895	2,181	2,851	3,591

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.167	0.156	0.030	0.114	0.262	0.419
每股净资产	2.235	1.837	1.883	2.019	2.333	2.833
每股经营现金净流	0.280	0.178	0.039	0.170	0.202	0.413
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.49%	8.50%	1.60%	6.73%	13.45%	17.67%
总资产收益率	3.85%	3.88%	0.85%	3.34%	5.91%	7.49%
投入资本收益率	5.89%	6.04%	2.21%	6.33%	10.14%	12.72%
增长率						
主营业务收入增长率	28.02%	19.21%	5.49%	88.95%	48.00%	35.14%
EBIT增长率	38.15%	24.27%	-65.17%	269.89%	104.64%	56.33%
净利润增长率	14.98%	21.20%	-73.53%	350.02%	131.04%	59.55%
总资产增长率	48.01%	20.31%	20.06%	15.09%	30.69%	25.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.3	113.7	145.3	140.0	138.0	135.0
存货周转天数	133.5	153.8	184.7	180.0	175.0	175.0
应付账款周转天数	131.6	160.1	159.3	160.0	155.0	155.0
固定资产周转天数	289.8	459.3	447.8	199.4	138.5	117.6
偿债能力						
净负债/股东权益	42.61%	57.05%	34.22%	28.68%	43.06%	50.87%
EBIT利息保障倍数	6.6	8.5	14.1	4.6	6.7	7.2
资产负债率	46.01%	52.11%	44.51%	48.37%	54.52%	56.35%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	1	1	1
	0	0	0	0	0
	0.00	0.00	3.00	3.00	3.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH