

雅本化学 (300261.SZ) 增持 (维持评级)

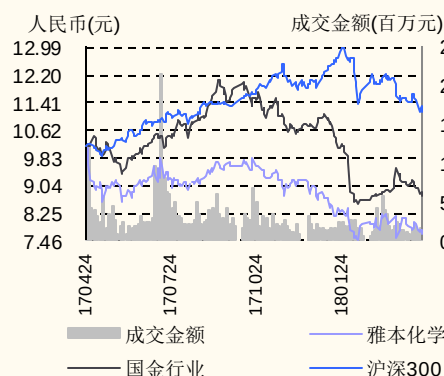
公司点评

市场价格 (人民币): 7.67 元

经营拐点显现, 未来成长可期

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	503.05
总市值(百万元)	4,925.72
年内股价最高最低(元)	10.18/7.46
沪深 300 指数	3760.85



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.030	0.114	0.278	0.425	0.556
每股净资产(元)	1.88	2.98	3.18	3.53	3.99
每股经营性现金流(元)	0.04	0.44	0.41	0.48	0.76
市盈率(倍)	320.43	77.15	27.61	18.03	13.80
行业优化市盈率(倍)	20.31	20.31	20.31	20.31	20.31
净利润增长率(%)	-73.53%	351.52%	143.82%	53.15%	30.66%
净资产收益率(%)	1.60%	3.83%	8.73%	12.06%	13.92%
总股本(百万股)	536.97	642.21	642.21	642.21	642.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年雅本化学实现营业收入 12.08 亿元, 同比增长 82.57%, 营业利润 7,773.98 万元, 同比增长 408.77%; 实现归属于母公司净利润为 7,316.92 万元, 同比增长 351.52%。对应 EPS0.114 元, 同时向全体股东每 10 股派发现金红利 0.60 元 (含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。

经营分析

- **公司农药中间体业务大幅增长:** 受环保要求提升供给偏紧、国际巨头补库存拉动出口需求等因素影响, 2017 年公司农药中间体收入达到 73,957.18 万元, 同比大幅增长 140.43%。公司的核心产品中间体 BPP (全球第一大植保品种康宽的高级中间体) 产销持续大幅增长。公司目前拥有 BPP 产能 1000 吨, 产能利用率接近 100%。同时, 公司与杜邦、拜耳、FMC 等全球农化巨头不断加强合作, 提升份额, 为之后的增长奠定良好基础。
- **公司医药板块内生发展与外部并购并重:** 报告期内公司保持在抗肿瘤药物、抗癫痫药物中间体方面的较强竞争力的同时, 在心血管类中间体成功引进酶发酵工艺, 实现了新的技术更新, 提升了产品竞争力。2017 年公司医药板块收入达 2.93 亿元, 同比增长 37.21%; 此外, 公司斥资 2448.5 万欧元完成了对马耳他原料药公司 ACL 的收购, 加速公司在国际医药定制和原料药市场的布局外。
- **环保业务开始起步, 期间费用率明显下降:** 报告期内, 公司收购艾尔旺 51% 的股权, 符合公司“技术、环保”双驱动的“井”形发展战略, 艾尔旺在有机污泥和餐厨垃圾处理技术成熟, 行业未来空间广阔, 有助于对公司实现多元化发展。2017 年公司业务全面进入收获期, 期间费用率大幅下降, 我们判断, 随着公司增长拐点的到来, 公司费用率将保持平稳态势。

盈利预测及投资建议

- 公司各项业务经过前几年的铺垫迎来收获期, 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, 预测 2018~2020 年 EPS 分别为 0.28、0.43、0.56 元。目前股价对应 PE 分别为 27/18/14 倍, 维持“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。

相关报告

1. 《行业复苏叠加产业转移 公司成长进入快车道 - 雅本化学公司研究》, 2018.3.18

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

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

何雄 联系人
hexiong@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	627	662	1,208	1,710	2,170	2,600
增长率		5.5%	82.6%	41.6%	26.9%	19.8%
主营业务成本	-416	-474	-890	-1,210	-1,528	-1,825
%销售收入	66.3%	71.7%	73.7%	70.7%	70.4%	70.2%
毛利	212	187	318	501	643	775
%销售收入	33.7%	28.3%	26.3%	29.3%	29.6%	29.8%
营业税金及附加	-2	-6	-10	-9	-11	-13
%销售收入	0.4%	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-9	-12	-20	-26	-33	-39
%销售收入	1.4%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-112	-139	-171	-239	-282	-312
%销售收入	17.8%	21.0%	14.2%	14.0%	13.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	89	31	118	227	317	411
%销售收入	14.1%	4.7%	9.7%	13.3%	14.6%	15.8%
财务费用	-10	-2	-34	-13	5	10
%销售收入	1.7%	0.3%	2.8%	0.8%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	-6	-13	-8	-5	-1	-1
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	0
投资收益	1	-1	0	0	0	0
%税前利润	1.4%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	71	16	78	209	321	419
营业利润率	11.3%	2.4%	6.4%	12.2%	14.8%	16.1%
营业外收支	1	3	0	3	3	3
税前利润	72	18	78	212	324	422
利润率	11.5%	2.8%	6.4%	12.4%	14.9%	16.2%
所得税	-9	2	-3	-32	-49	-63
所得税率	13.1%	-8.9%	4.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	63	20	74	180	275	359
少数股东损益	1	4	1	2	2	2
归属于母公司的净利润	61	16	73	178	273	357
净利率	9.8%	2.4%	6.1%	10.4%	12.6%	13.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	63	20	74	180	275	359
少数股东损益	1	4	1	2	2	2
非现金支出	53	94	99	103	110	120
非经营收益	21	12	17	-13	5	3
营运资金变动	-68	-106	93	-7	-78	5
经营活动现金净流	69	20	283	263	311	486
资本开支	-166	-103	-165	258	-124	-116
投资	0	-33	-327	-1	0	0
其他	1	8	0	0	0	0
投资活动现金净流	-165	-127	-492	257	-124	-116
股权募资	0	204	850	0	0	0
债权募资	155	-51	234	-589	0	1
其他	-55	-24	-79	-72	-59	-65
筹资活动现金净流	99	129	1,005	-661	-59	-64
现金净流量	3	22	796	-141	128	306

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	82	102	928	787	915	1,222
应收账款	254	323	433	519	659	789
存货	198	282	294	398	502	600
其他流动资产	54	67	49	44	55	66
流动资产	588	774	1,703	1,748	2,132	2,677
%总资产	37.3%	40.8%	53.5%	60.8%	65.0%	70.0%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	883	885	1,018	1,031	1,044	1,037
%总资产	55.9%	46.7%	32.0%	35.8%	31.8%	27.1%
无形资产	65	195	278	79	85	91
非流动资产	991	1,122	1,481	1,127	1,146	1,147
%总资产	62.7%	59.2%	46.5%	39.2%	35.0%	30.0%
资产总计	1,579	1,895	3,184	2,876	3,278	3,824
短期借款	403	432	587	0	0	0
应付款项	294	363	482	664	838	1,001
其他流动负债	9	11	15	15	18	100
流动负债	705	806	1,084	678	856	1,101
长期贷款	110	30	109	109	109	110
其他长期负债	7	8	38	0	0	0
负债	823	844	1,232	788	966	1,211
普通股股东权益	721	1,011	1,911	2,044	2,266	2,565
少数股东权益	35	41	42	44	46	48
负债股东权益合计	1,579	1,895	3,184	2,876	3,278	3,824

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.156	0.030	0.114	0.278	0.425	0.556
每股净资产	1.837	1.883	2.975	3.183	3.528	3.994
每股经营现金净流	0.175	0.037	0.441	0.410	0.485	0.757
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.070	0.080	0.090
回报率						
净资产收益率	8.50%	1.60%	3.83%	8.73%	12.06%	13.92%
总资产收益率	3.88%	0.85%	2.30%	6.20%	8.34%	9.33%
投入资本收益率	6.04%	2.21%	4.20%	8.78%	11.13%	12.83%
增长率						
主营业务收入增长率	19.21%	5.49%	82.57%	41.58%	26.90%	19.82%
EBIT增长率	24.27%	-65.17%	280.68%	92.97%	39.71%	29.65%
净利润增长率	21.20%	-73.53%	351.52%	143.82%	53.15%	30.66%
总资产增长率	20.31%	20.06%	68.00%	-9.70%	13.98%	16.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	113.7	145.3	103.2	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	153.8	184.7	118.1	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	160.1	159.3	96.6	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	459.3	447.8	277.7	196.8	153.9	126.1
偿债能力						
净负债/股东权益	57.05%	34.22%	-11.87%	-32.45%	-34.86%	-42.54%
EBIT利息保障倍数	8.5	14.1	3.5	17.5	-62.9	-43.2
资产负债率	52.11%	44.51%	38.68%	27.39%	29.47%	31.68%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.50	2.50

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