

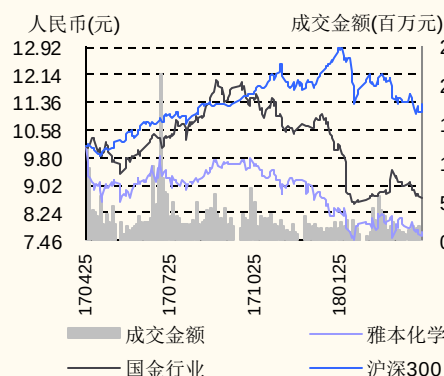
雅本化学 (300261.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.71 元

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)	4,951.41
年内股价最高最低(元)	10.14/7.46
沪深 300 指数	3843.49



单季度业绩历史新高, 再次确认公司经营拐点

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	27.75	18.12	13.87
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

- 2018年4月24日雅本化学公告2018年一季度业绩, 报告期内公司实现营业收入4.94亿元, 同比增长102.73%; 归母净利润3686.59万元, 同比增长113.21%。

经营分析

- **农药中间体业务快速增长, 公司实现历史上最好单季度净利:** 在农药行业不断复苏的背景下, 公司农药产品也呈现出爆发式增长的态势。公司拳头产品BPP依旧保持快速增长; 同时公司与拜耳合作的除草剂销售势头良好, 与其合作的杀菌剂及杀虫剂中试生产完毕, 具备了向拜耳大规模供货的能力。
- **艾尔旺并表完成, 业务发展势头良好:** 2017年公司收购艾尔旺51%股权, 2018年一季度完成工商变更, 正式成为公司控股子公司, 报告期内艾尔旺在手订单充足, 项目运营情况良好, 实现营业收入2,715.65万元, 净利润881.39万元。公司在环保领域有一定的技术储备, 有望和艾尔旺形成良好的协同, 实现公司“技术、环保”双驱动的“井”形发展战略。
- **BPP仍具有较好成长性, 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。

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. 《经营拐点显现, 未来成长可期-雅本化学年报点评: 经...》, 2018.4.22
2. 《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

霍莹 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
应收款项	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	1	1	1	1	1
增持	1	1	2	2	2
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.67	2.00	2.00

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