

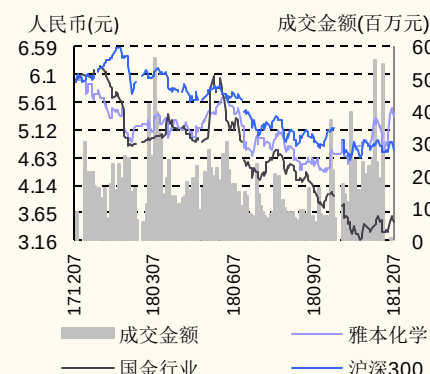
雅本化学 (300261.SZ) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 5.39 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	760.67
总市值(百万元)	5,192.24
年内股价最高最低(元)	6.02/4.37
沪深 300 指数	3181.57



相关报告

- 1.《与富美实的合作进一步深入，奠定中间体定制生产行业地位-雅本化学...》，2018.12.1
- 2.《公司迎来收获期，ROE 持续上升-雅本化学 2018 年三季报点评》，2018.10.29
- 3.《各项业务全面推进，三季度继续维持高增长-《2018-09-0...》，2018.9.9
- 4.《单季度业绩历史新高，再次确认公司经营拐点-雅本化学公司点评》，2018.4.25
- 5.《经营拐点显现，未来成长可期-【国金化工】雅本化学年报点评：经...》，2018.4.22

黄梓灿 联系人
huangzican@gjzq.com.cn

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

行业进入龙头繁荣期，公司迎来发展新机遇

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	0.170	0.275	0.366
每股净资产(元)	1.88	2.98	3.16	3.49	3.95
每股经营性现金流(元)	0.04	0.44	0.47	0.49	0.71
市盈率(倍)	320.43	77.15	28.53	17.67	13.27
净利润增长率(%)	-73.53%	351.52%	124.24%	61.48%	33.13%
净资产收益率(%)	1.60%	3.83%	8.08%	11.81%	13.90%
总股本(百万股)	536.97	642.21	963.31	963.31	963.31

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内中间体定制生产领域的龙头企业：公司深耕中间体行业多年，与富美实、科迪华、拜耳等农化龙头企业建立了战略合作关系，充分奠定了公司在中间体定制生产领域的地位。通过并购农药原药、医药原料药企业，产业链向下延伸，实现了多项业务共同助推公司发展。
- 产业转移仍在继续，中间体行业空间巨大：全球价值链重构，未来跨国公司会更注重研发和销售，而生产环节更多会以定制外包形式转移。中国在产业链配套和工艺优化有着显著优势，中间体行业空间巨大。
- 中间体行业进入发展新阶段，龙头企业受益：随着环保和生产技术的要求不断提升，具有强劲研发实力和高效环保治理能力的龙头企业将脱颖而出。近几年来国际农化巨头经过并购整合，下游客户的集中度提升，利好于中间体龙头企业。
- 康宽中间体持续放量，未来几年仍有望保持高增长：作为全球第一大杀虫剂，康宽凭借优秀的产品性能以及挖掘的新市场，其未来市场仍具备增长潜能。公司是全球最大的康宽中间体 BPP 的供应商，我们认为未来几年都将是公司成长的主要动力。

投资建议

- 产业转移叠加行业集中度提升，中间体行业进入龙头繁荣期，公司作为中间体行业龙头将迎来发展新机遇。公司与富美实、科迪华、拜耳等国际巨头的合作不断深入，奠定中间体定制生产行业地位。经过前几年的铺垫迎来收获期，公司的收入和净利润增速进入快车道。公司产品线丰富，我们认为公司作为国内定制中间体龙头企业未来几年将呈现快速增长态势，预测 2018~2020 年 EPS 分别为 0.17、0.28、0.37 元。目前股价对应 PE 分别为 28.5/17.7/13.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 协议落地执行不达预期：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。
- 限售股解禁风险：公司 2018 年 12 月 31 日有 15784.77 万股解禁，占总股本 16.39%，2019 年 3 月 29 日有 3349.28 万股解禁，占总股本 3.48%。

内容目录

一、 公司是中间体定制生产领域的龙头企业	4
1. 公司概况	4
2. 公司的发展充分受益于中间体定制生产需求的高速增长	5
3. 多项业务助推公司业绩迅猛增长	6
二、 公司农药中间体回暖，医药业务加大布局	8
1. 康宽需求爆发，产能投放顺利，农药中间体业务回暖	8
2. 医药板块不断加大布局	8
三、 中间体行业进入龙头繁荣发展新阶段	9
1. 产业转移仍在继续，中间体行业市场空间巨大	9
2. 中间体行业进入发展新阶段，龙头企业受益	10
3. 专利药到期，中间体龙头享受需求放量	12
四、 推荐雅本化学	13
1. 康宽中间体持续放量，未来几年仍有望保持高增长	13
2. 公司竞争优势	13
3. 基本假设	14
4. 盈利预测与投资建议	15
五、 风险提示	15

图表目录

图表 1：公司产品处于产业价值链的末端	4
图表 2：公司的股权结构（截止至 2018 年 11 月 28 日）	4
图表 3：公司发展历程	5
图表 4：产业链向下延伸	6
图表 5：多种产品共同主推公司发展	6
图表 6：2018 年公司营业收入保持高增速	7
图表 7：2017 年公司净利润开始大幅回升	7
图表 8：公司销售毛利率和期间费用率	7
图表 9：公司各业务毛利率变化	7
图表 10：公司净资产收益率持续回升	8
图表 11：公司 ROE 的杜邦分析拆解	8
图表 12：农药中间体业务回暖	8
图表 13：公司产能逐步释放	8
图表 14：公司主要医药中间体产品汇总	9
图表 15：全球农作物保护市场规模增长趋势	9
图表 16：全球 CMO 市场保持快速增长	10
图表 17：全球 CMO 市场规模快速增长	10
图表 18：中国承接 CMO 产业转移市场空间巨大	10

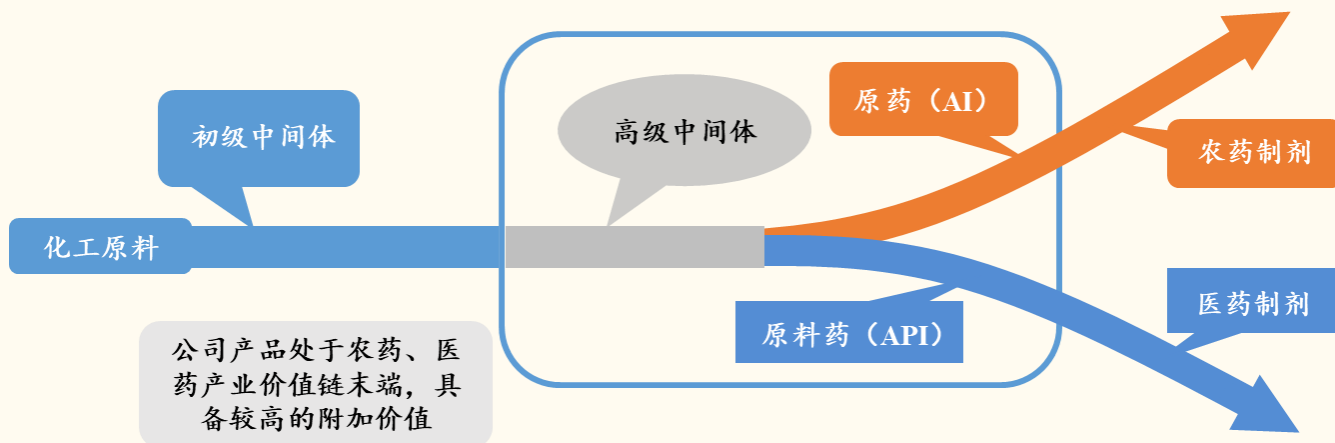
图表 19: 全球各国家和地区化工行业研发强度对比.....	11
图表 20: 我国化工行业的研发强度与全国平均强度对比.....	11
图表 21: 近两年农药国际巨头收购、合并加速.....	11
图表 22: 典型美国化工企业中, EH&S 约占营业收入的 5%	12
图表 23: 非专利药比例上升成为趋势.....	12
图表 24: 康宽市场销售额快速增长.....	13
图表 25: 公司合作客户	14
图表 26: 公司研发投入不断增长, 占营业收入比例较高.....	14
图表 27: 公司主要业务收入拆分	15

一、公司是中间体定制生产领域的龙头企业

1. 公司概况

- 雅本化学是中间体定制生产（CMO）领域的龙头企业。雅本化学创建于2006年，主要从事农药中间体、医药中间体及特种化学品的研发、生产和销售。自公司2011年创业板上市以来，经过多年发展，成为了国内领先的农药及医药中间体定制生产商。

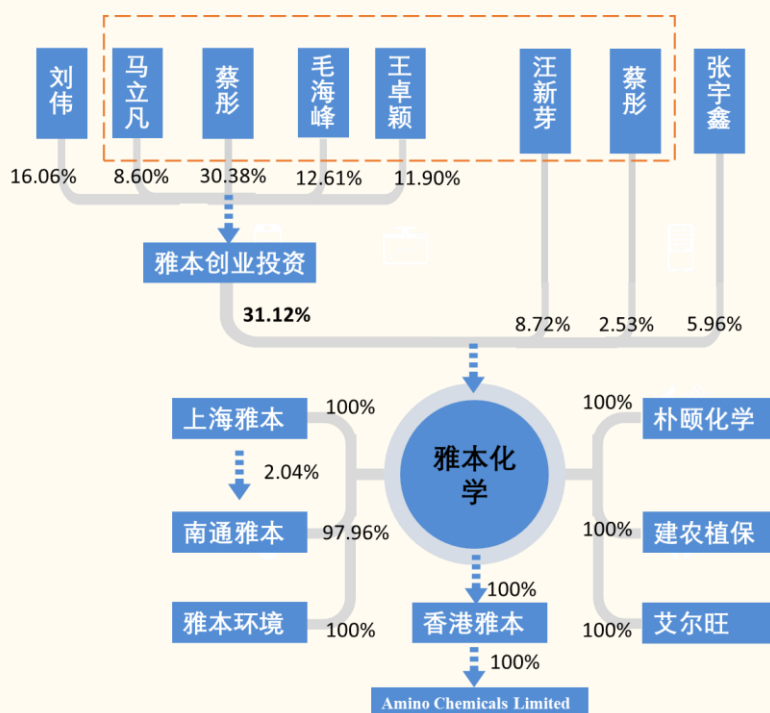
图表 1：公司产品处于产业价值链的末端



来源：国金证券研究所

- 目前，蔡彤、毛海峰、王卓颖、马立凡及汪新芽组成公司一致行动人。蔡彤为公司董事长、总经理。蔡彤、毛海峰、王卓颖、马立凡及汪新芽组成一致行动人，直接、间接持有公司股份共计 36.97%。

图表 2：公司的股权结构（截止至 2018 年 11 月 28 日）



来源：公司公告，国金证券研究所

2. 公司的发展充分受益于中间体定制生产需求的高速增长

- 公司的发展历程，可以概述为三大阶段。第一阶段为起步期，主要进行产品的升级；第二阶段为客户合作深入和拓展期，利用一个研发中心和三个生产基地的战略平台，开拓客户范围，为公司未来的稳定与发展空间做准备；第三个阶段为产业链延伸期，公司在农药、医药中间体的基础上，向下游原药及制剂发展，产业链向下延伸。

图表 3：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

阶段一：从自产自销向定制中间体发展，初级中间体向高级中间体发展。

公司成立之初，产品包括定制中间体及通用中间体，之后专注于定制中间体生产，加强与下游客户合作，定制生产比例不断提高。同时，定制生产品种从初级中间体向高级中间体不断升级。

阶段二：新客户开拓顺利

公司目前与富美实、科迪华（陶氏杜邦农业事业部）、拜耳等国际农化龙头企业建立了战略合作关系。近年不断拓展新客户，陆续与罗氏制药、诺华制药、梯瓦制药、柏林化学等国际农化、医药龙头企业建立了合作关系。

阶段三：产业链不断向下延伸

对农药、医药中间体来说产业链下游附加值更高，市场空间更大，公司通过并购农药原药及制剂、医药原料药（API）企业，产业链向下延伸。

图表 4：产业链向下延伸



来源：公司公告，国金证券研究所

3. 多项业务助推公司业绩迅猛增长

- **多种产品共同助推公司发展。**2014 年之前，公司营业收入增长主要依赖农药中间体。2016 年，公司医药中间体业务开始步入高速发展期。2016 年由于全球农药行业低迷，各大农药龙头去库存，农药中间体营业收入明显下滑。近两年农药中间体业务爆发式增长，医药中间体业务稳步增长。

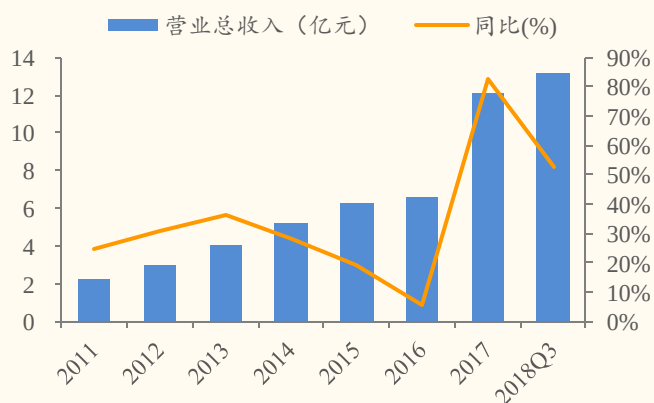
图表 5：多种产品共同主推公司发展



来源：wind，国金证券研究所

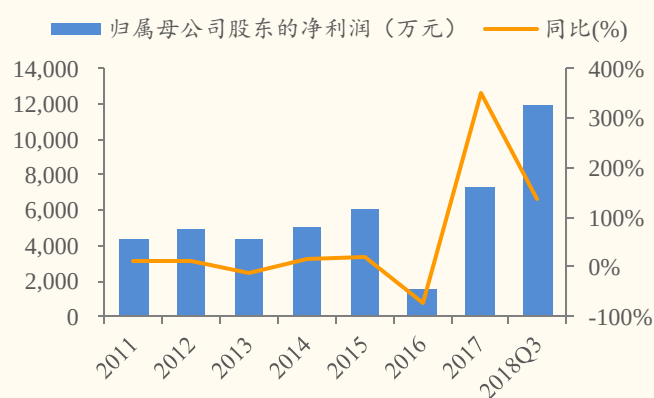
- **从稳定增长到渡过低迷之后的爆发增长。**公司从 2011 年上市至 2015 年期间，公司业务稳定增长，营收复合增速达 28%。2016 年由于全球农药行业低迷，海外农药龙头进入去库存周期，公司营收增速降至历史低点。自 2016 年四季度全球农化市场逐步回暖，近两年公司业绩一直保持高速增长，净利润大幅回升，2018 年前三季度同比增速达 138%。

图表 6：2018 年公司营业收入保持高增速



来源：Wind，国金证券研究所

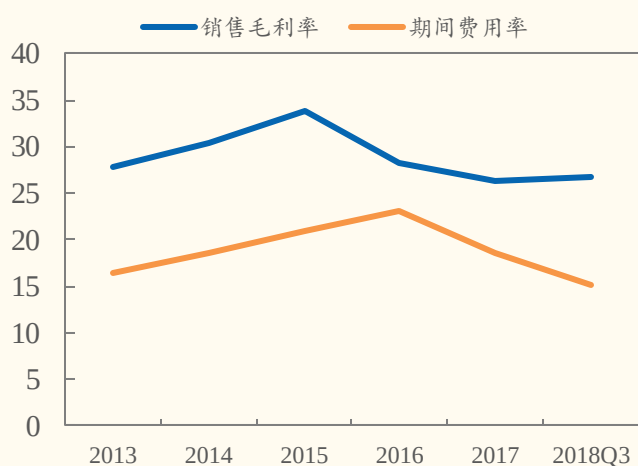
图表 7：2017 年公司净利润开始大幅回升



来源：Wind，国金证券研究所

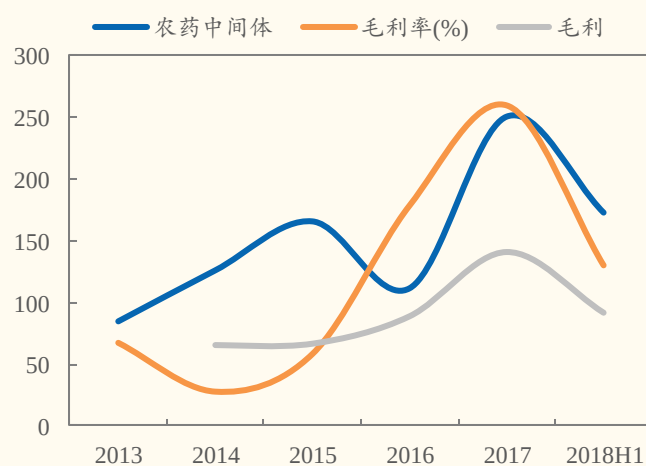
- 公司毛利率整体稳定，费用率稳中有降。公司近五年来销售毛利率整体稳定在 30%左右。期间费用率方面，2016 年由于公司合并上海朴颐化学，管理费用率明显增加，之后期间费用率逐渐下降，稳定在 15%左右。分业务看，公司的农药中间体业务毛利率最高，且相对稳定，医药中间体和特种化学品毛利率波动较大。

图表 8：公司销售毛利率和期间费用率



来源：wind，国金证券研究所

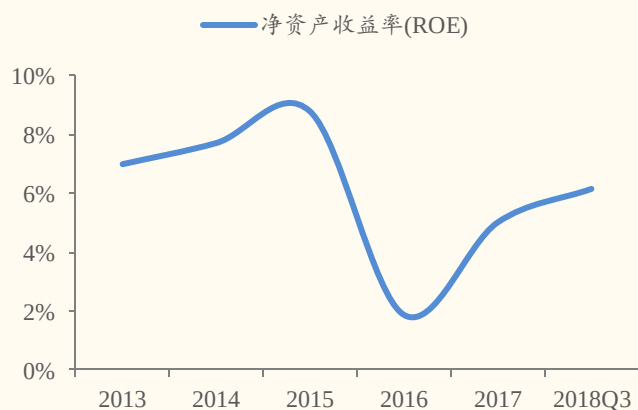
图表 9：公司各业务毛利率变化



来源：wind，国金证券研究所

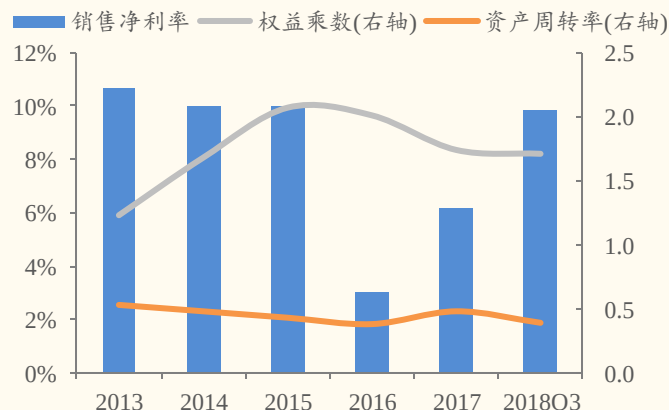
- 受益于销售净利率的上升，公司 ROE 持续回升。由于 2016 年下游需求不景气，公司的 ROE 回落至 1.9%。经历了 2016 年的低点，公司 ROE 近两年持续回升，2018 年前三季度已上升至 6.15%。从杜邦分析的拆解中我们可以看出，公司 ROE 的回升主要来自销售净利率的上升，同时公司的权益乘数稳重有降。

图表 10：公司净资产收益率持续回升



来源：wind，国金证券研究所

图表 11：公司 ROE 的杜邦分析拆解



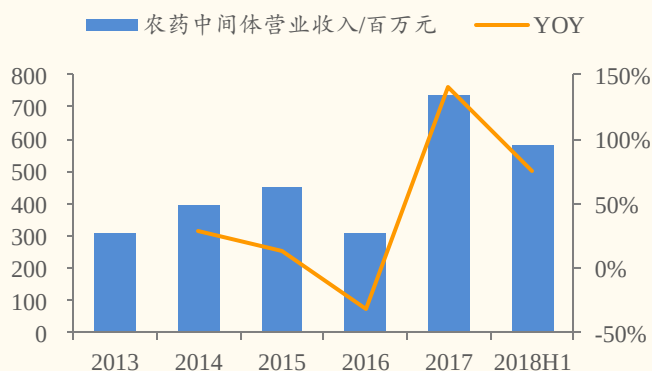
来源：wind，国金证券研究所

二、公司农药中间体回暖，医药业务加大布局

1. 康宽需求爆发，产能投放顺利，农药中间体业务回暖

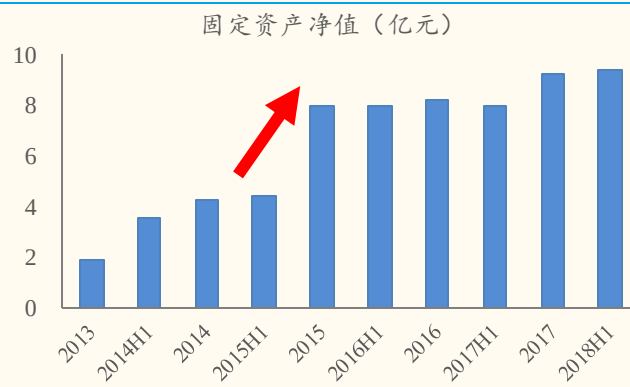
- 康宽是近十年来全球农化市场最为耀眼的明星，目前已是全球第一大杀虫剂。康宽通用名为氯虫苯甲酰胺，是由杜邦开发的邻甲酰氨基苯甲酰胺类化合物中的第一个杀虫剂，高效低毒的特点使得其迅速普及。公司是全球最大的康宽中间体 BPP 的供应商，合作多年，具备较强的技术以及环保优势，构成一定程度的竞争壁垒。
- 康宽自上市以来，其销售额几乎是逐年递增，并于 2014 年攀升至 14.80 亿美元的历史高位，2009—2014 年的复合年增长率高达 46.4%。2015 年，康宽的销售额有所回落，这主要由于巴西大豆虫害发生较轻所致，这一趋势延续到了 2016 年。2017 年 3 月，随着陶氏化学与杜邦合并的完成，康宽正式易主至富美实麾下。
- 随着全球农化市场回暖和国际巨头补库存拉动需求等因素的影响，2017 年农药市场景气回升。在此基础上，公司南通基地的顺利投放，在建工程不断转固，产能逐步释放。
- 2017 年公司农药中间体业务在需求和产能释放的双重驱动下开始回暖。

图表 12：农药中间体业务回暖



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：公司产能逐步释放



来源：wind，国金证券研究所

2. 医药板块不断加大布局

- 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。随着 ACL、上海朴颐化学

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。

图表 14：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的中间体
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

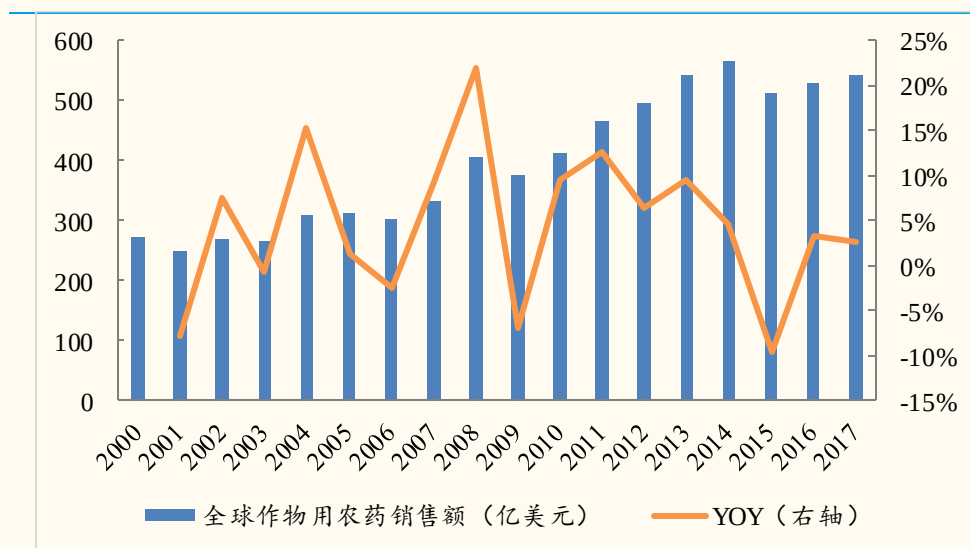
来源：公司公告，国金证券研究所

三、 中间体行业进入龙头繁荣发展新阶段

1. 产业转移仍在继续，中间体行业市场空间巨大

- 农药中间体需求相对稳定，下游需求缓慢增长。农药作为刚性需求，受世界人口和粮食需求不断增加的推动，预期未来全球农药行业将呈现缓慢的增长趋势。

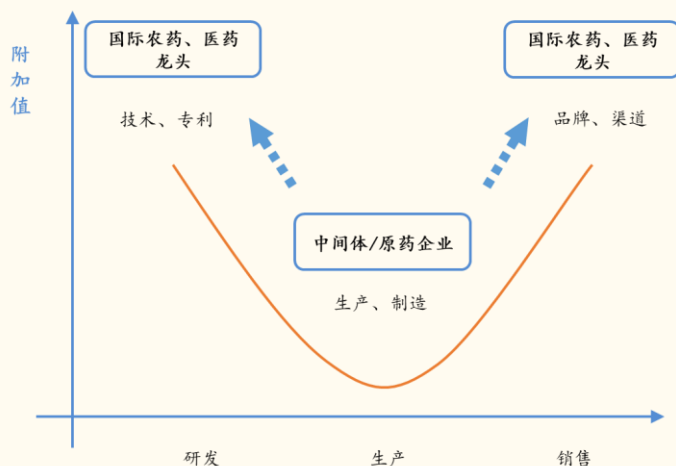
图表 15：全球农作物保护市场规模增长趋势



来源：PhillipsMcDougall, FMC, 国金证券研究所

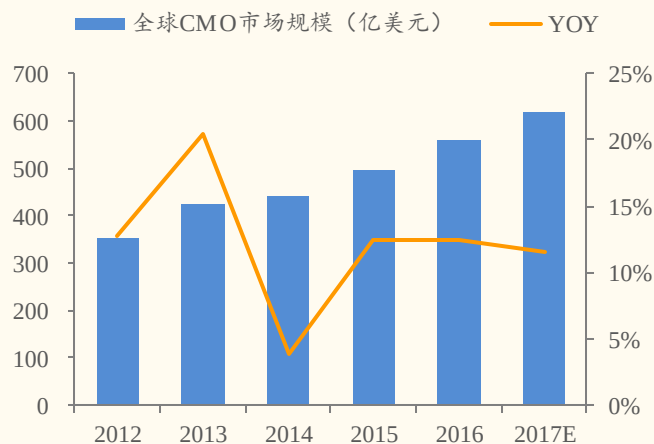
- 全球价值链重构，中间体 CMO 行业空间巨大。未来跨国公司会更注重产业价值链的两端，研发和销售，而生产环节更多会以定制外包生产，即 CMO 的形式对外转移。

图表 16：全球 CMO 市场保持快速增长



来源：国金证券研究所

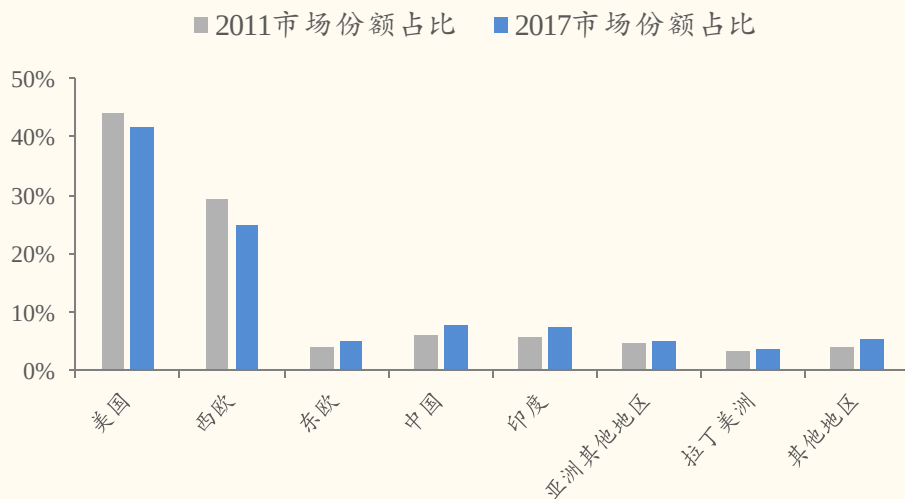
图表 17：全球 CMO 市场规模快速增长



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **中国持续受益于 CMO 产业转移。**中国和印度是 CMO 产业转移的最大受益国，而中国相比印度在产业链配套和工艺优化方面有着显著的优势，未来国内中间体 CMO 市场仍有巨大的增长空间。

图表 18：中国承接 CMO 产业转移市场空间巨大

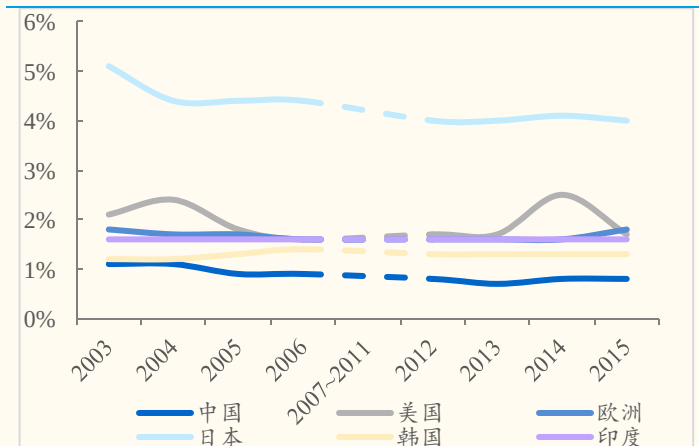


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

2. 中间体行业进入发展新阶段，龙头企业受益

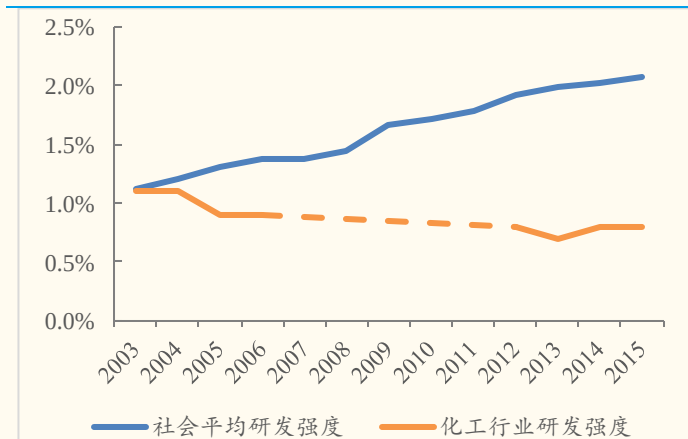
- **技术要求不断提升，高效研发型企业将脱颖而出。**未来中间体行业需要加强自主创新，包括化合物、工艺路线和工艺条件的创新，获得自主知识产权和更多话语权，提升毛利率空间。当前我国化工行业对研发的重视程度普遍较低，且化工研发具有不确定性、长周期性的特点，持续投入研发、具有强劲研发实力的龙头企业将具有巨大优势。

图表 19：全球各国家和地区化工行业研发强度对比



来源：Cefic，国金证券研究所

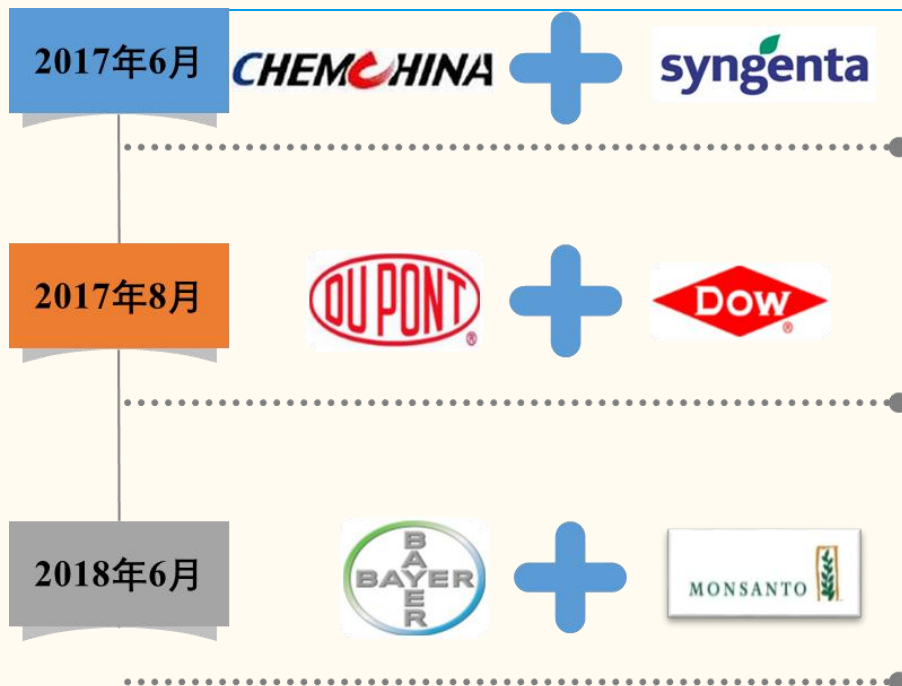
图表 20：我国化工行业的研发强度与全国平均强度对比



来源：国家统计局，Cefic，国金证券研究所

- **龙头企业受益于下游客户的集中度提升。**近几年来国际农化巨头经过并购整合，行业集中度提升。农药巨头在整合的过程中，势必会削减供应商的数量，利好于定制中间体龙头企业。

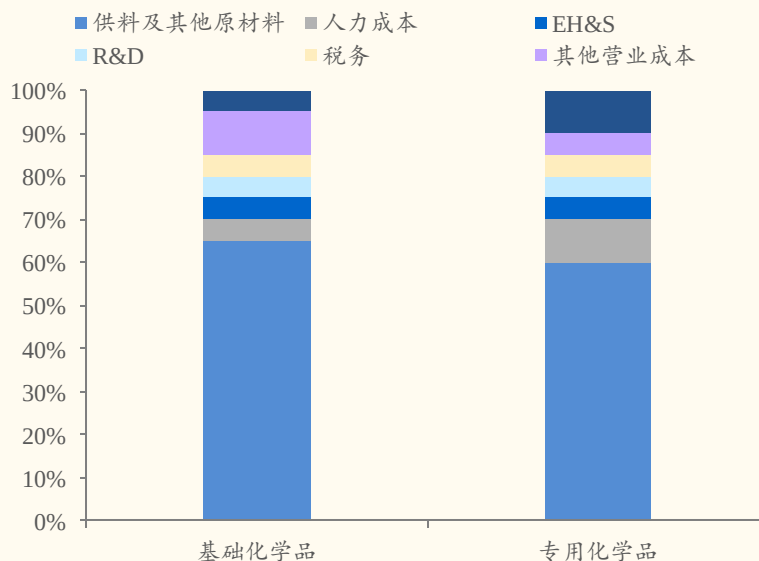
图表 21：近两年农药国际巨头收购、合并加速



来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **环保要求提升，精细化工产业龙头企业将集中受益。**国内环保要求不断提高，未来环保趋严大势不改。化工企业的环保成本提升，高附加值产业才能获得更多布局资源。根据美国化学委员会数据，美国基础化工与精细化工行业的 EH&S 费用约占营业收入的 5% 左右。环保高压下小企业难以承担高额的环保支出，多数不具备足够的技术力量完成环保工作，龙头企业将获得更高的竞争优势。

图表 22：典型美国化工企业中，EH&S 约占营业收入的 5%

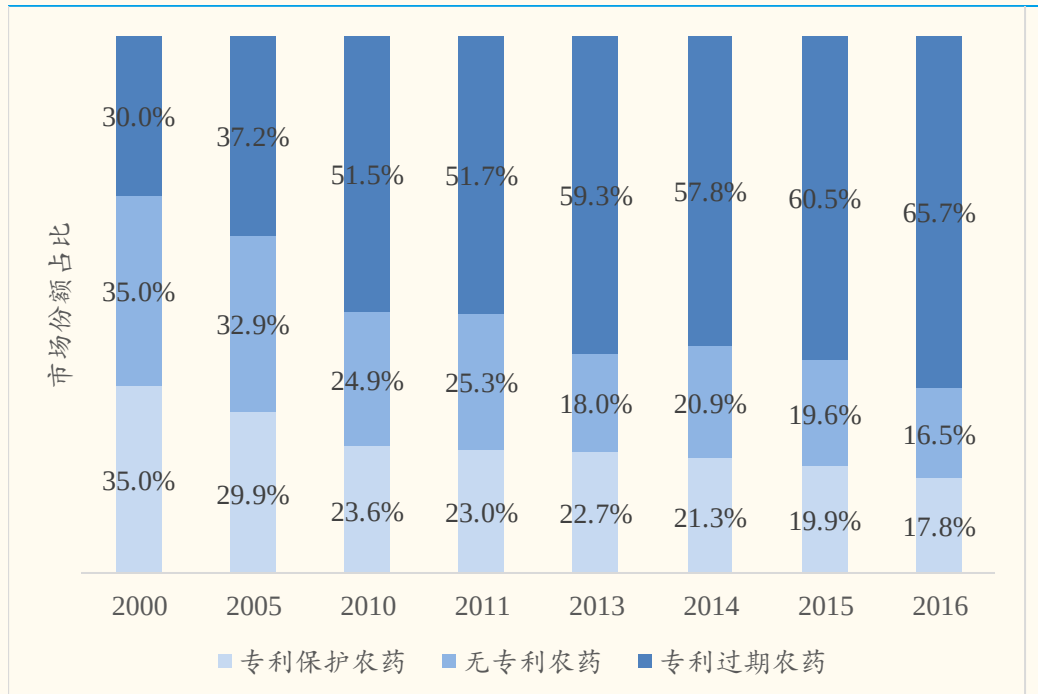


来源：美国化学委员会，国金证券研究所

3. 专利药到期，中间体龙头享受需求放量

- **非专利药市场份额上升成为趋势。**未来几年将有数十个重要专利农药转变为非专利药。近几十年以来，专利农药的开发成本迅速增长，同时有大量重要农药专利到期，国际上称之为“专利悬崖”。根据“Agrow's New Generics 2018”资料披露，在 2018—2022 年间，共有 30 个农药的化合物专利到期，即将从专利农药转变为非专利农药。

图表 23：非专利药比例上升成为趋势



来源：PhillipsMcDougall, UPL，国金证券研究所

- **农药专利到期，原专利药企业市场价值量有望不降反升。**农药和医药在专利期到期后面临的市场情况有两点不同：1. 医药专利到期后仿制药市场爆发，价格面临大幅下跌，主要原因是医药试剂的毛利率较高，价格调整空间比较大；而农药在专利期内的毛利率不像医药那么高，其生产工艺也在一直优化改进，专利到期后价格会平稳下降，且仍能保持相对合理的利润

率。2.医药专利到期后，原专利药厂家可能会放弃市场，但农药原专利药厂家会凭借自己的工艺优化和规模优势带来的成本优势，主动降价抢占更大的市场份额，通过复配等方式延长产品的生命周期。尤其是经过行业的整合，目前农药终端 80%的渠道都掌握在前五大跨国农化公司手中，渠道优势帮助原专利药企业保持市场统治地位。

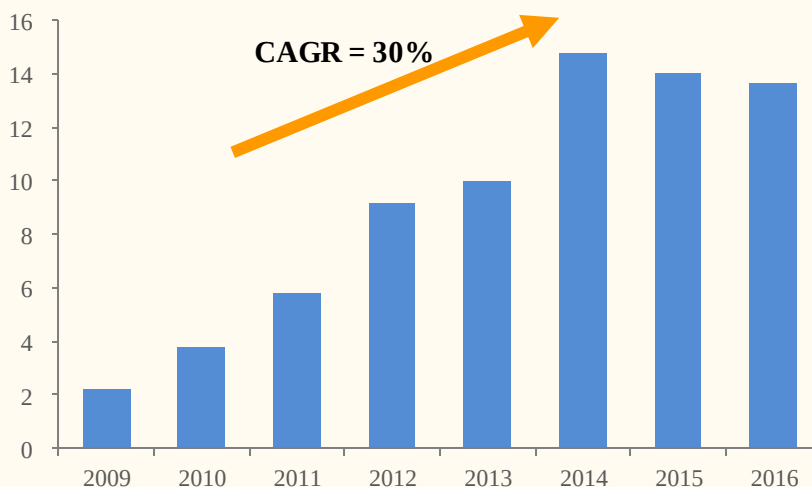
- **专利到期后，中间体企业有望延伸至原药生产，提升盈利空间。**对于专利期内的农药，跨国公司与定制生产商基本都是以中间体外包生产的形式进行合作。在当前专利断崖背景下，下游的单一客户的订单不可避免会受到影响。然而中间体定制企业凭借多年的合作，在生产流程和工艺优化上积累了丰富经验，有望延伸至原药生产的合作，从资本密集型的 CMO 模式向技术与资本复合密集型的 CDMO 模式全面升级，提升企业盈利空间。

四、推荐雅本化学

1. 康宽中间体持续放量，未来几年仍有望保持高增长

- 作为全球第一大杀虫剂，康宽 2016 年以 13.65 亿美元的销售额，构建了它与第二大杀虫剂噻虫嗪（10.60 亿美元）之间的差距，夯实了它在全球杀虫剂市场的领军地位。虽然近两年康宽的销售额有所下滑，但凭借其优秀的产品性能、不断被开发的混配制剂以及持续被挖掘的新市场（如种子处理、非农用等）等，其未来市场仍具备增长潜能。
- 公司 2017 年底拥有康宽中间体 BPP 产能 1000 吨，截止目前已扩产至 1800 吨/年。考虑到康宽 2022 年专利到期，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。2018 年 11 月 30 日公司与富美实签订产品长期定制生产服务协议，不排除未来在康宽专利到期后，以其他形式与富美实继续深度合作。

图表 24：康宽市场销售额快速增长



来源：Argoinfo，国金证券研究所

2. 公司竞争优势

- **优质的下游客户和丰富的产品线储备：**公司与优质的下游客户建立长期战略合作关系，实现长期销售绑定，是国内少数具备与杜邦、拜耳、富美实等国际农化巨头联合研发能力的企业。公司管道内产品线丰富，与海外农药和医药巨头合作的储备产品有望支撑公司未来几年的高速发展。

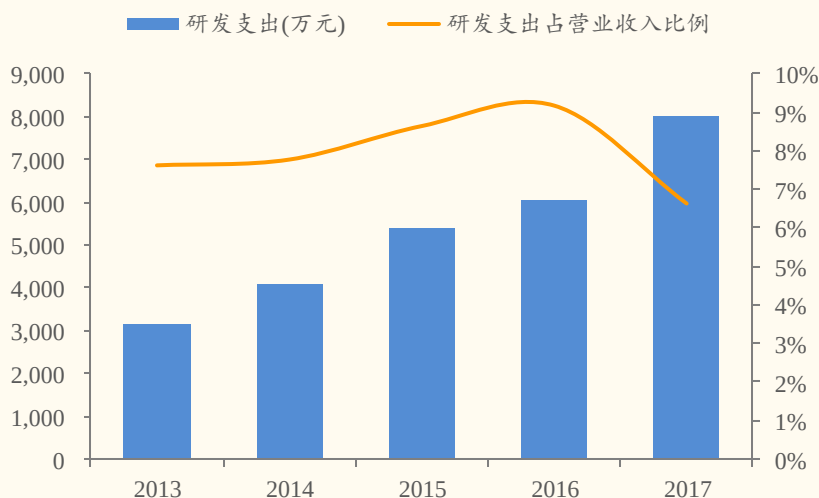
图表 25：公司合作客户



来源：公司公告，公开资料整理，国金证券研究所

- **研发驱动，技术储备丰富：**公司产品研发以自主研发为主，已形成以上海张江研发中心、朴颐化学、湖州颐辉为核心的三大研发中心。公司重视研发工作，研发投入占营业收入比例保持在 8%左右，高于同行业的平均水平 3.0%，能够进入多家海外农药巨头的供应链便是公司强劲研发实力的佐证。

图表 26：公司研发投入不断增长，占营业收入比例较高



来源：wind，国金证券研究所

- **国内环保趋严大背景下脱颖而出。**公司始终重视环保治理，对于环保的投入和处理标准始终高于国内平均水平。2018 年随着环保督查不断升级，江苏省大量化工企业生产受到不同程度影响，停产和减产情况普遍。子公司南通雅本始终保持较高的开工率，月平均开工率达 70%以上，2017 年再融资的募投项目一期自今年 3 月开工以来，开工率高达 90%。

3. 基本假设

- 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，未来几年随着储备产品的逐步上市放量，公司农药中间体业务有望维持高增长。
- 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。

图表 27：公司主要业务收入拆分

	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
农药中间体					
收入(百万元)	739.57	582.88	1,150.00	1,600.00	1,900.00
毛利率(%)	33.87	29.64	35.00	35.00	35.00
医药中间体					
收入(百万元)	292.79	154.70	350.00	450.00	550.00
毛利率(%)	13.02	15.94	16.00	18.00	20.00
其他业务					
收入(百万元)	175.47	161.65	210.00	270.00	350.00
毛利率(%)	16.87	22.90	20.00	20.00	20.00

来源：wind，国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

- 产业转移叠加行业集中度提升，中间体行业进入龙头繁荣期，公司作为中间体行业龙头将迎来发展新机遇。公司与富美实、科迪华、拜耳等国际巨头的合作不断深入，奠定中间体定制生产行业地位。经过前几年的铺垫迎来收获期，公司的收入和净利润增速进入快车道。公司管道内产品线丰富，我们认为公司作为国内定制中间体龙头企业未来几年将呈现快速增长态势，预测 2018~2020 年 EPS 分别为 0.17、0.28、0.37 元。目前股价对应 PE 分别为 28.5/17.7/13.3 倍，维持“买入”评级。

五、风险提示

- 协议落地执行不达预期；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。
- 限售股解禁风险：公司 2018 年 12 月 31 日有 15784.77 万股解禁，占总股本 16.39%，2019 年 3 月 29 日还有 3349.28 万股解禁，占总股本 3.48%。

特别鸣谢：感谢实习生苏南同学的支持！

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	2,320	2,800
增长率		5.5%	82.6%	41.6%	35.7%	20.7%
主营业务成本	-416	-474	-890	-1,210	-1,625	-1,955
%销售收入	66.3%	71.7%	73.7%	70.7%	70.0%	69.8%
毛利	212	187	318	501	695	845
%销售收入	33.7%	28.3%	26.3%	29.3%	30.0%	30.2%
营业税金及附加	-2	-6	-10	-9	-12	-14
%销售收入	0.4%	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-9	-12	-20	-26	-35	-42
%销售收入	1.4%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-112	-139	-171	-239	-302	-336
%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	347	453
%销售收入	14.1%	4.7%	9.7%	13.3%	15.0%	16.2%
财务费用	-10	-2	-34	-30	-34	-37
%销售收入	1.7%	0.3%	2.8%	1.7%	1.5%	1.3%
资产减值损失	-6	-13	-8	-5	-2	-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	192	311	414
营业利润率	11.3%	2.4%	6.4%	11.3%	13.4%	14.8%
营业外收支	1	3	0	3	3	3
税前利润	72	18	78	195	314	417
利润率	11.5%	2.8%	6.4%	11.4%	13.5%	14.9%
所得税	-9	2	-3	-29	-47	-63
所得税率	13.1%	-8.9%	4.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	63	20	74	166	267	355
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	164	265	353
净利率	9.8%	2.4%	6.1%	9.6%	11.4%	12.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	63	20	74	166	267	355
少数股东损益	1	4	1	2	2	2
非现金支出	53	94	99	103	120	145
非经营收益	21	12	17	43	35	38
营运资金变动	-68	-106	93	-9	-105	-82
经营活动现金净流	69	20	283	304	317	456
资本开支	-166	-103	-165	-562	-324	-216
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	-563	-324	-216
股权募资	0	204	850	0	0	0
债权募资	155	-51	234	-184	146	11
其他	-55	-24	-79	-85	-89	-101
筹资活动现金净流	99	129	1,005	-268	57	-90
现金净流量	3	22	796	-528	50	150

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	82	102	928	400	450	600
应收账款	254	323	433	519	704	850
存货	198	282	294	398	534	643
其他流动资产	54	67	49	46	60	72
流动资产	588	774	1,703	1,363	1,749	2,165
%总资产	37.3%	40.8%	53.5%	41.2%	44.8%	49.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	883	885	1,018	1,031	1,234	1,302
%总资产	55.9%	46.7%	32.0%	31.1%	31.6%	29.6%
无形资产	65	195	278	797	804	810
非流动资产	991	1,122	1,481	1,948	2,156	2,233
%总资产	62.7%	59.2%	46.5%	58.8%	55.2%	50.8%
资产总计	1,579	1,895	3,184	3,310	3,905	4,397
短期借款	403	432	587	391	537	547
应付款项	294	363	482	664	892	1,072
其他流动负债	9	11	15	15	20	24
流动负债	705	806	1,084	1,069	1,448	1,643
长期贷款	110	30	109	109	109	110
其他长期负债	7	8	38	58	58	58
负债	823	844	1,232	1,237	1,616	1,811
普通股股东权益	721	1,011	1,911	2,030	2,243	2,538
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	3,310	3,905	4,397

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.156	0.030	0.114	0.170	0.275	0.366
每股净资产	1.837	1.883	2.975	3.161	3.493	3.953
每股经营现金净流	0.175	0.037	0.441	0.473	0.494	0.710
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%	8.08%	11.81%	13.90%
总资产收益率	3.88%	0.85%	2.30%	4.96%	6.78%	8.02%
投入资本收益率	6.04%	2.21%	4.20%	7.37%	9.90%	11.71%
增长率						
主营业务收入增长率	19.21%	5.49%	82.57%	41.58%	35.67%	20.69%
EBIT 增长率	24.27%	-65.17%	280.68%	92.97%	52.93%	30.55%
净利润增长率	21.20%	-73.53%	351.52%	124.24%	61.48%	33.13%
总资产增长率	20.31%	20.06%	68.00%	3.96%	17.97%	12.61%
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	173.9	151.7
偿债能力						
净负债/股东权益	57.05%	34.22%	-11.87%	4.84%	8.58%	2.21%
EBIT 利息保障倍数	8.5	14.1	3.5	7.6	10.1	12.1
资产负债率	52.11%	44.51%	38.68%	37.36%	41.38%	41.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3	4	6
增持	1	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.25	1.20	1.14

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-18	增持	7.97	11.00~12.00
2	2018-04-22	增持	7.67	N/A
3	2018-04-25	增持	7.71	N/A
4	2018-09-09	增持	4.53	N/A
5	2018-10-29	增持	4.86	N/A
6	2018-12-01	买入	5.04	N/A

来源：国金证券研究所



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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