

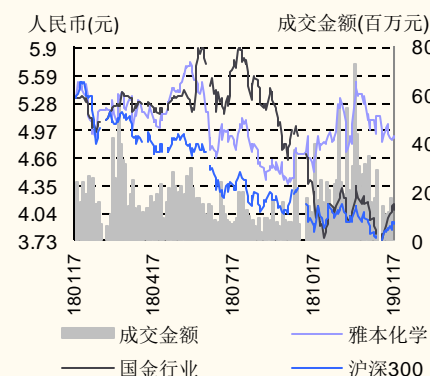
雅本化学 (300261.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.88 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	918.52
总市值(百万元)	4,700.95
年内股价最高最低(元)	5.75/4.37
沪深 300 指数	3111.42



相关报告

- 1.《行业进入龙头繁荣期，公司迎来发展新机遇-雅本化学公司深度报告》，2018.12.8
- 2.《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...》，2018.12.1
- 3.《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
- 4.《各项业务全面推进，三季度继续维持高速增长-《2018-09-0...》，2018.9.9
- 5.《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

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

业绩持续高增长，中间体龙头未来可期

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%	N/A	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

业绩简评

- 2019年1月17日，雅本化学发布2018年业绩预告，公司报告期内归属于上市公司股东的净利润为15,605.80-17,605.80万元，相比去年同期增长了113%-141%，其中四季度归属上市公司净利润为3601.22-5601.22万元，相比去年同期增长了59%-147%。

经营分析

- 产能利用率和毛利率双提升，营收实现大幅增长：公司报告期内产能利用率得到有效提升，主营业务收入较去年同期实现大幅增长。公司各项经营管理指标得到显著改善，毛利率较去年同期有所提升。
- 康宽中间体持续放量，业绩有望保持高速增长：随着康宽中间体产线的顺利扩产，农药中间体定制业务产量的大幅提升，规模效应得到进一步体现。2018年11月公司与富美实签订长期定制生产服务协议，进一步夯实中间体定制生产龙头地位。此外新产品的持续投放，提供收入新的增长点，净利润增幅明显。
- 医药定制业务助推业绩增长，新产品未来可期：公司近年来不断加强在医药板块的布局，报告期内公司医药定制业务同样有较大幅度增长，助推公司业绩高速增长。公司未来管道内新产品线丰富，与富美实、科迪华、拜耳合作的新产品也将陆续上市，有望进一步增厚公司业绩。

盈利与投资建议

- 产业转移叠加行业集中度提升，我们认为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。

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%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	627	662	1,208	1,710	2,320	2,800	货币资金	82	102	928	400	450	600
增长率		5.5%	82.6%	41.6%	35.7%	20.7%	应收账款	254	323	433	519	704	850
主营业务成本	-416	-474	-890	-1,210	-1,625	-1,955	存货	198	282	294	398	534	643
%销售收入	66.3%	71.7%	73.7%	70.7%	70.0%	69.8%	其他流动资产	54	67	49	46	60	72
毛利	212	187	318	501	695	845	流动资产	588	774	1,703	1,363	1,749	2,165
%销售收入	33.7%	28.3%	26.3%	29.3%	30.0%	30.2%	%总资产	37.3%	40.8%	53.5%	41.2%	44.8%	49.2%
营业税金及附加	-2	-6	-10	-9	-12	-14	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.4%	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	883	885	1,018	1,031	1,234	1,302
营业费用	-9	-12	-20	-26	-35	-42	%总资产	55.9%	46.7%	32.0%	31.1%	31.6%	29.6%
%销售收入	1.4%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	65	195	278	797	804	810
管理费用	-112	-139	-171	-239	-302	-336	非流动资产	991	1,122	1,481	1,948	2,156	2,233
%销售收入	17.8%	21.0%	14.2%	14.0%	13.0%	12.0%	%总资产	62.7%	59.2%	46.5%	58.8%	55.2%	50.8%
息税前利润 (EBIT)	89	31	118	227	347	453	资产总计	1,579	1,895	3,184	3,310	3,905	4,397
%销售收入	14.1%	4.7%	9.7%	13.3%	15.0%	16.2%	短期借款	403	432	587	391	537	547
财务费用	-10	-2	-34	-30	-34	-37	应付款项	294	363	482	664	892	1,072
%销售收入	1.7%	0.3%	2.8%	1.7%	1.5%	1.3%	其他流动负债	9	11	15	15	20	24
资产减值损失	-6	-13	-8	-5	-2	-1	流动负债	705	806	1,084	1,069	1,448	1,643
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	0	长期贷款	110	30	109	109	109	110
投资收益	1	-1	0	0	0	0	其他长期负债	7	8	38	58	58	58
%税前利润	1.4%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	823	844	1,232	1,237	1,616	1,811
营业利润	71	16	78	192	311	414	普通股股东权益	721	1,011	1,911	2,030	2,243	2,538
营业利润率	11.3%	2.4%	6.4%	11.3%	13.4%	14.8%	少数股东权益	35	41	42	44	46	48
营业外收支	1	3	0	3	3	3	负债股东权益合计	1,579	1,895	3,184	3,310	3,905	4,397
税前利润	72	18	78	195	314	417	比率分析						
利润率	11.5%	2.8%	6.4%	11.4%	13.5%	14.9%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-9	2	-3	-29	-47	-63	每股指标						
所得税率	13.1%	-8.9%	4.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.156	0.030	0.114	0.170	0.275	0.366
净利润	63	20	74	166	267	355	每股净资产	1.837	1.883	2.975	3.161	3.493	3.953
少数股东损益	1	4	1	2	2	2	每股经营现金净流	0.175	0.037	0.441	0.473	0.494	0.710
归属于母公司的净利润	61	16	73	164	265	353	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.070	0.080	0.090
净利率	9.8%	2.4%	6.1%	9.6%	11.4%	12.6%	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%	N/A	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	0	0	2	4	7
增持	0	0	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.33	1.22

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
7	2018-12-08	买入	5.39	6.80~8.00

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，不作为或被视作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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH