

雅本化学 (300261)

公司研究/调研简报

长期订单奠定增长基础，医药板块迅速扩张

—雅本化学 (300261) 调研简报

调研简报/基础化工

2019 年 04 月 02 日

一、分析与判断

国内领先精细化学品定制生产商，研发实力雄厚，客户资源稳定

公司作为生产农药及医药精细化学品的综合性化工企业，深耕高级中间体行业多年，以定制生产为主要经营模式，从事农药中间体、特种化学品以及医药中间体的研发、生产与销售。目前国内设有太仓、如东、滨海三大生产基地，拥有多条千吨级高自动化水平生产线，原药及中间体总产能达 7000-8000 吨；海外收购了马耳他原料药公司 ACL，积极布局国际医药定制和特色原料药市场。公司一直致力于高端化学技术的研发，现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，在手性技术、含氮杂环衍生物、生物酶技术领域内的研究成果均达到国际先进水平。此外，自成立伊始公司便将融入全球农药与医药产业链作为长期发展目标，与杜邦、拜耳、FMC、罗氏、诺华等国际农化巨头和医药龙头建立了长期稳定的合作关系，树立了良好的品牌形象。

农药中间体获长期订单，多种新产品放量在即

作为全球第一大植保品种，康宽（氯虫苯甲酰胺）凭借其优质的产品性能、不断被开发的混配制剂以及持续被挖掘的新领域受到越来越多关注，未来市场具备较大增长潜能。公司农药业务利润主要来源为其核心产品——康宽中间体 BPP，2017 年底拥有产能 1000 吨，截止目前已扩产至 1800 吨/年，整体利用率达 80%-90%，由于订单旺盛，后期仍将通过新建生产线及工艺改进等方式扩大产能。去年 11 月公司与富美实签订长期定制生产服务协议，进一步夯实了公司中间体定制生产龙头地位，未来随着新产线运行趋稳，规模化生产优势加强，产品盈利水平将再获提升。于此同时，公司将不断投放农药新产品，2019 年滨海基地两个农药中间体已获生产批文，预计下半年产生效益，提供新的利润增长点。

内生增长+外延式并购，医药业务迅速扩张

公司近年来持续进行医药板块布局，在传统的抗肿瘤、抗癫痫药物中间体等方面保持较强竞争力，2018 年受益于环保高压，产品毛利率改善明显。当前，一方面公司资源储备丰富，管道内新产品多样，与富美实、科迪华、拜耳的合作产品也将陆续上市，有望进一步增厚公司业绩；另一方面，随着上海朴颐化学、ACL 经营向好，业务协同效应有望逐步显现。未来公司将在生物酶、原料药领域持续发力，医药板块或迎爆发式增长。

与富美实订单落地，获拜耳品牌认可

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，协议分为三期，三年一期，第一期 35 亿元对应 2019-2021 年，订单金额逐年增加，每期完成后将自动续展。协议期间公司将为富美实提供其专利产品高级中间体的生产定制，双方将共同致力于工厂的产能利用扩大，工艺改进和技术革新。该协议将进一步加深公司与富美实的战略合作关系，成为未来业绩增长的持续动力。2019 年 2 月 14 日，公司作为德国拜耳大中华区优秀供应商和战略合作伙伴，被授予 Partnership & Collaboration Award（“伙伴关系与协作奖”），该奖项的获得有利于进一步提升公司产品市场竞争力和品牌影响力。

推荐

首次评级

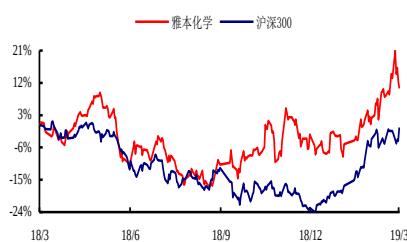
当前价格：6.11 元

交易数据

2019-4-1

近 12 个月最高/最低(元)	8.76/4.41
总股本(百万股)	963
流通股本(百万股)	919
流通股比例(%)	95.35
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	53

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009
电话：010-85127892
邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：李骥

执业证号：S0100119010009
电话：021-60876731
邮箱：liji@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号：S0100118070030
电话：010-85127892
邮箱：wangjingshu@mszq.com

相关研究

1. 雅本化学 (300261) 年报点评：业绩略低于预期，行业保持景气，继续推荐
2. 雅本化学 (300261) 三季报点评：季度实现 EPS0.03 元，业绩符合预期

二、投资建议

预计公司 2018-2020 年每股收益 0.25 元、0.35 元、0.49 元，对应 PE 分别为 24 倍、17 倍、12 倍。虽略高于 SW 农药板块当前平均 20 倍 PE 水平，但考虑公司中间体行业龙头地位稳固，在农药中间体生产订制领域具有先发优势，未来大额订单将持续推动业绩增长，医药板块迅速扩张，首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示

长期协议执行不达预期；原材料价格波动风险；安全生产风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,208	1,805	2,353	2,860
增长率（%）	82.6%	49.4%	30.3%	21.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	73	161	228	313
增长率（%）	351.5%	120.1%	41.5%	37.3%
每股收益（元）	0.14	0.25	0.35	0.49
PE（现价）	44.8	24.4	17.2	12.5
PB	2.1	2.3	2.7	3.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,208	1,805	2,353	2,860
营业成本	890	1,280	1,662	2,006
营业税金及附加	10	14	16	17
销售费用	20	29	35	40
管理费用	171	255	323	386
EBIT	118	227	316	410
财务费用	34	25	24	24
资产减值损失	8	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	78	201	292	386
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	78	202	292	386
所得税	3	26	38	50
净利润	74	176	254	336
归属于母公司净利润	73	161	228	313
EBITDA	210	324	427	532

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	928	1161	1070	1075
应收账款及票据	393	603	721	719
预付款项	29	43	55	67
存货	294	333	341	385
其他流动资产	20	20	20	20
流动资产合计	1703	2209	2272	2343
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	919	1042	1143	1253
无形资产	61	66	71	77
非流动资产合计	1481	1468	1495	1504
资产合计	3184	3677	3766	3847
短期借款	553	553	553	553
应付账款及票据	421	698	878	1046
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	1084	1786	2071	2329
长期借款	109	109	109	109
其他长期负债	38	38	38	38
非流动负债合计	148	148	148	148
负债合计	1232	1934	2218	2477
股本	642	642	642	642
少数股东权益	42	57	83	106
股东权益合计	1952	1743	1548	1370
负债和股东权益合计	3184	3677	3766	3847

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	82.6%	49.4%	30.3%	21.6%
EBIT 增长率	280.7%	92.7%	39.4%	29.9%
净利润增长率	351.5%	120.1%	41.5%	37.3%
盈利能力				
毛利率	26.3%	29.1%	29.4%	29.8%
净利润率	6.1%	8.9%	9.7%	10.9%
总资产收益率 ROA	2.3%	4.4%	6.1%	8.1%
净资产收益率 ROE	3.8%	9.6%	15.6%	24.8%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.2	1.1	1.0
速动比率	1.3	1.1	0.9	0.8
现金比率	0.9	0.7	0.5	0.5
资产负债率	0.4	0.5	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	103.2	120.0	110.0	90.0
存货周转天数	118.1	95.0	75.0	70.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.3	0.4	0.5
每股净资产	3.0	2.6	2.3	2.0
每股经营现金流	0.4	0.5	0.7	1.0
每股股利	0.1	0.6	0.7	0.8
估值分析				
PE	44.8	24.4	17.2	12.5
PB	2.1	2.3	2.7	3.1
EV/EBITDA	26.9	16.7	12.9	10.4
股息收益率	1.0%	9.8%	11.5%	13.1%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	74	176	254	336
折旧和摊销	101	98	111	122
营运资金变动	93	45	66	128
经营活动现金流	285	348	461	615
资本开支	165	83	138	130
投资	(327)	0	0	0
投资活动现金流	(492)	(83)	(138)	(130)
股权募资	850	0	0	0
债务募资	234	0	0	0
筹资活动现金流	1,009	(31)	(415)	(479)
现金净流量	801	233	(92)	5

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

李骥，北京大学材料学博士，2017年新财富有色金属行业第三名团队成员，2018年12月加入民生证券化工团队。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。