

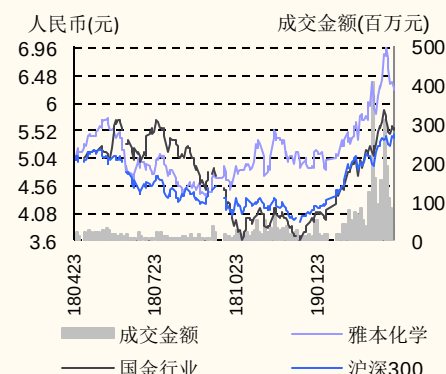
## 雅本化学 (300261.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 6.24 元

## 市场数据(人民币)

|                |           |
|----------------|-----------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 928.58    |
| 总市值(百万元)       | 6,011.05  |
| 年内股价最高最低(元)    | 6.99/4.37 |
| 沪深 300 指数      | 4120.61   |



## 相关报告

- 1.《园区安全治理影响可控, 公司仍将保持高增长-【国金化工】雅本化...》, 2019.4.10
- 2.《厚积薄发业绩持续高增长, 公司龙头地位稳固-【国金大化工】雅本...》, 2019.2.28
- 3.《获拜耳认可增强公司品牌影响力-雅本化学点评》, 2019.2.18
- 4.《业绩持续高增长, 中间体龙头未来可期-雅本化学业绩预告点评》, 2019.1.17
- 5.《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》, 2019.1.28

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

杨翼荣 联系人  
yangyirong@gjzq.com.cn

## 高端定制中间体龙头, 具有持续发展潜力

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2017    | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.114   | 0.167   | 0.262  | 0.319  | 0.412  |
| 每股净资产(元)    | 2.98    | 2.06    | 2.27   | 2.53   | 2.89   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.44    | 0.32    | 0.47   | 0.37   | 0.54   |
| 市盈率(倍)      | 77.15   | 30.83   | 23.79  | 19.58  | 15.16  |
| 净利润增长率(%)   | 351.52% | 119.52% | 57.33% | 21.51% | 29.17% |
| 净资产收益率(%)   | 3.83%   | 8.09%   | 11.53% | 12.58% | 14.27% |
| 总股本(百万股)    | 642.21  | 963.31  | 963.31 | 963.31 | 963.31 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2019年4月19日, 公司发布2018年年报, 营业收入18.06亿元, 同比增加49.50%, 归母净利润1.61亿元, 同比增长119.52%。

## 分析

- 公司进入快速发展期, 2018年业绩基本符合预期。2018年公司业绩继续保持高速增长, 符合公司业绩预告的盈利区间, 受益于公司新建产线投产, 生产利用效率的提升, 以及下游订单持续增加, 公司的农药业务保持高速增长, 医药业务稳步拓展, 带动公司整体盈利提升。
- 三个维度业务布局, 夯实公司长期高速发展基础。公司是国内高端定制中间体龙头企业之一, 在高端中间体的研发投入行业领先, 同国际农化巨头具有长期的合作基础。2019年下游客户富美实同公司签订了一期3年35亿元的高级中间体产品订单, 若合作理想还将进行后续合作, 大额的订单合作将为公司提供坚实的业绩基础; 经过多年的产品布局, 公司同拜耳、柯迪华等企业同步进行新产品布局, 管道内培育了多种产品, 将陆续进入放量生产阶段, 持续为公司提供新的发展动力; 公司在过去成功并购了朴颐化学、颐辉生物, 去年成功收购了马耳他 ACL 原料药厂, 在医药领域已经形成了发展基础, 叠加公司太仓基地在医药中间体、原料药等方面的联动生产, 公司在医药领域的布局逐步成熟, 将为公司医药业务拓展提供支撑。
- 公司发展基础良好, 长期受益于化工行业的供给侧改革。江苏省将进行大规模化工行业整治行动, 预期将陆续淘汰小型不达标的化工企业。公司长期向国际巨头供货, 采用国际标准进行安全环保管理, 自身具有较为良好的基础, 将长期受益于行业的供给侧改革。公司上半年滨海、如通生产基地暂时停产, 公司已经检修时间提前, 预期将小幅影响业绩, 但下半年受益于下游订单提升以及原材料价格小幅下降, 业绩预期将有好转。

## 投资建议

- 由于上半年两个基地短期停产将小幅影响公司业绩, 保守估计微调调整公司2019年盈利预测4.5%, 预测2019~2021年EPS分别为0.26/0.32/0.41元, 目前股价对应PE分别为23.8/19.6/15.2倍, 维持“买入”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; 江苏省环保整治大幅度影响公司生产风险。限售股解禁风险: 公司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)**

|                     | 2016        | 2017         | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|---------------------|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>662</b>  | <b>1,208</b> | <b>1,806</b>  | <b>2,486</b>  | <b>3,090</b>  | <b>3,840</b>  |
| 增长率                 |             | 82.6%        | 49.5%         | 37.7%         | 24.3%         | 24.2%         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-474</b> | <b>-890</b>  | <b>-1,291</b> | <b>-1,728</b> | <b>-2,169</b> | <b>-2,687</b> |
| %销售收入               | 71.7%       | 73.7%        | 71.5%         | 69.5%         | 70.2%         | 70.0%         |
| <b>毛利</b>           | <b>187</b>  | <b>318</b>   | <b>515</b>    | <b>759</b>    | <b>921</b>    | <b>1,153</b>  |
| %销售收入               | 28.3%       | 26.3%        | 28.5%         | 30.5%         | 29.8%         | 30.0%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-6</b>   | <b>-10</b>   | <b>-10</b>    | <b>-12</b>    | <b>-15</b>    | <b>-19</b>    |
| %销售收入               | 0.9%        | 0.8%         | 0.6%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          |
| <b>营业费用</b>         | <b>-12</b>  | <b>-20</b>   | <b>-37</b>    | <b>-42</b>    | <b>-53</b>    | <b>-65</b>    |
| %销售收入               | 1.8%        | 1.6%         | 2.0%          | 1.7%          | 1.7%          | 1.7%          |
| <b>管理费用</b>         | <b>-139</b> | <b>-171</b>  | <b>-247</b>   | <b>-363</b>   | <b>-433</b>   | <b>-538</b>   |
| %销售收入               | 21.0%       | 14.2%        | 13.7%         | 14.6%         | 14.0%         | 14.0%         |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>31</b>   | <b>118</b>   | <b>221</b>    | <b>341</b>    | <b>420</b>    | <b>531</b>    |
| %销售收入               | 4.7%        | 9.7%         | 12.2%         | 13.7%         | 13.6%         | 13.8%         |
| <b>财务费用</b>         | <b>-2</b>   | <b>-34</b>   | <b>-11</b>    | <b>-61</b>    | <b>-80</b>    | <b>-91</b>    |
| %销售收入               | 0.3%        | 2.8%         | 0.6%          | 2.4%          | 2.6%          | 2.4%          |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-13</b>  | <b>-8</b>    | <b>-13</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| 公允价值变动收益            | 0           | 0            | -4            | 0             | 0             | 0             |
| <b>投资收益</b>         | <b>-1</b>   | <b>0</b>     | <b>6</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| %税前利润               | n.a         | 0.0%         | 3.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
| <b>营业利润</b>         | <b>16</b>   | <b>78</b>    | <b>223</b>    | <b>280</b>    | <b>340</b>    | <b>440</b>    |
| 营业利润率               | 2.4%        | 6.4%         | 12.3%         | 11.3%         | 11.0%         | 11.5%         |
| <b>营业外收支</b>        | <b>3</b>    | <b>0</b>     | <b>-17</b>    | <b>3</b>      | <b>3</b>      | <b>3</b>      |
| <b>税前利润</b>         | <b>18</b>   | <b>78</b>    | <b>206</b>    | <b>283</b>    | <b>343</b>    | <b>443</b>    |
| 利润率                 | 2.8%        | 6.4%         | 11.4%         | 11.4%         | 11.1%         | 11.5%         |
| <b>所得税</b>          | <b>2</b>    | <b>-3</b>    | <b>-21</b>    | <b>-28</b>    | <b>-34</b>    | <b>-44</b>    |
| 所得税率                | -8.9%       | 4.2%         | 10.3%         | 10.0%         | 10.0%         | 10.0%         |
| <b>净利润</b>          | <b>20</b>   | <b>74</b>    | <b>184</b>    | <b>255</b>    | <b>309</b>    | <b>399</b>    |
| 少数股东损益              | 4           | 1            | 24            | 2             | 2             | 2             |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>16</b>   | <b>73</b>    | <b>161</b>    | <b>253</b>    | <b>307</b>    | <b>397</b>    |
| 净利率                 | 2.4%        | 6.1%         | 8.9%          | 10.2%         | 9.9%          | 10.3%         |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2016        | 2017         | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|-----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>净利润</b>      | <b>20</b>   | <b>74</b>    | <b>184</b>  | <b>255</b>  | <b>309</b>  | <b>399</b>  |
| 少数股东损益          | 4           | 1            | 24          | 2           | 2           | 2           |
| <b>非现金支出</b>    | <b>96</b>   | <b>101</b>   | <b>129</b>  | <b>121</b>  | <b>141</b>  | <b>160</b>  |
| 非经营收益           | 12          | 17           | 17          | 84          | 98          | 114         |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>-106</b> | <b>93</b>    | <b>-22</b>  | <b>-8</b>   | <b>-193</b> | <b>-154</b> |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>21</b>   | <b>285</b>   | <b>308</b>  | <b>452</b>  | <b>355</b>  | <b>518</b>  |
| <b>资本开支</b>     | <b>-103</b> | <b>-165</b>  | <b>-311</b> | <b>-445</b> | <b>-280</b> | <b>-260</b> |
| <b>投资</b>       | <b>-33</b>  | <b>-327</b>  | <b>-436</b> | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| 其他              | 8           | 0            | 6           | 0           | 0           | 0           |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-127</b> | <b>-492</b>  | <b>-741</b> | <b>-445</b> | <b>-280</b> | <b>-260</b> |
| <b>股权募资</b>     | <b>204</b>  | <b>850</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| 债权募资            | -51         | 234          | 207         | 405         | 303         | 187         |
| 其他              | -24         | -79          | -274        | -124        | -158        | -174        |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>129</b>  | <b>1,005</b> | <b>-66</b>  | <b>280</b>  | <b>144</b>  | <b>13</b>   |
| <b>现金净流量</b>    | <b>23</b>   | <b>798</b>   | <b>-499</b> | <b>287</b>  | <b>219</b>  | <b>271</b>  |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>102</b>   | <b>928</b>   | <b>595</b>   | <b>883</b>   | <b>1,102</b> | <b>1,373</b> |
| <b>应收账款</b>     | <b>323</b>   | <b>433</b>   | <b>544</b>   | <b>684</b>   | <b>935</b>   | <b>1,162</b> |
| <b>存货</b>       | <b>282</b>   | <b>294</b>   | <b>304</b>   | <b>379</b>   | <b>475</b>   | <b>589</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>67</b>    | <b>49</b>    | <b>186</b>   | <b>192</b>   | <b>215</b>   | <b>241</b>   |
| <b>流动资产</b>     | <b>774</b>   | <b>1,703</b> | <b>1,629</b> | <b>2,138</b> | <b>2,728</b> | <b>3,365</b> |
| %总资产            | 40.8%        | 53.5%        | 44.8%        | 47.9%        | 52.5%        | 56.7%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>210</b>   | <b>210</b>   | <b>210</b>   | <b>210</b>   |
| <b>固定资产</b>     | <b>885</b>   | <b>1,018</b> | <b>1,148</b> | <b>1,311</b> | <b>1,433</b> | <b>1,509</b> |
| %总资产            | 46.7%        | 32.0%        | 31.6%        | 29.4%        | 27.6%        | 25.4%        |
| <b>无形资产</b>     | <b>195</b>   | <b>278</b>   | <b>571</b>   | <b>678</b>   | <b>697</b>   | <b>725</b>   |
| <b>非流动资产</b>    | <b>1,122</b> | <b>1,481</b> | <b>2,005</b> | <b>2,324</b> | <b>2,466</b> | <b>2,569</b> |
| %总资产            | 59.2%        | 46.5%        | 55.2%        | 52.1%        | 47.5%        | 43.3%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,895</b> | <b>3,184</b> | <b>3,634</b> | <b>4,461</b> | <b>5,194</b> | <b>5,934</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>432</b>   | <b>587</b>   | <b>823</b>   | <b>1,266</b> | <b>1,568</b> | <b>1,756</b> |
| <b>应付款项</b>     | <b>363</b>   | <b>482</b>   | <b>485</b>   | <b>677</b>   | <b>849</b>   | <b>1,051</b> |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>11</b>    | <b>15</b>    | <b>29</b>    | <b>50</b>    | <b>56</b>    | <b>65</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>806</b>   | <b>1,084</b> | <b>1,337</b> | <b>1,992</b> | <b>2,473</b> | <b>2,872</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>30</b>    | <b>109</b>   | <b>140</b>   | <b>140</b>   | <b>140</b>   | <b>140</b>   |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>8</b>     | <b>38</b>    | <b>79</b>    | <b>44</b>    | <b>44</b>    | <b>44</b>    |
| <b>负债</b>       | <b>844</b>   | <b>1,232</b> | <b>1,556</b> | <b>2,177</b> | <b>2,658</b> | <b>3,057</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,011</b> | <b>1,911</b> | <b>1,987</b> | <b>2,191</b> | <b>2,440</b> | <b>2,779</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>41</b>    | <b>42</b>    | <b>92</b>    | <b>94</b>    | <b>96</b>    | <b>98</b>    |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,895</b> | <b>3,184</b> | <b>3,634</b> | <b>4,461</b> | <b>5,194</b> | <b>5,934</b> |

**比率分析**

|               | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |        |        |        |
| 每股收益          | 0.030   | 0.114   | 0.167   | 0.262  | 0.319  | 0.412  |
| 每股净资产         | 1.883   | 2.975   | 2.062   | 2.275  | 2.533  | 2.885  |
| 每股经营现金净流      | 0.039   | 0.444   | 0.320   | 0.469  | 0.369  | 0.538  |
| 每股股利          | 4.374   | 4.374   | 6.171   | 0.050  | 0.060  | 0.060  |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |        |        |        |
| 净资产收益率        | 1.60%   | 3.83%   | 8.09%   | 11.53% | 12.58% | 14.27% |
| 总资产收益率        | 0.85%   | 2.30%   | 4.42%   | 5.66%  | 5.91%  | 6.68%  |
| 投入资本收益率       | 2.21%   | 4.20%   | 6.43%   | 8.22%  | 8.82%  | 9.92%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |        |        |        |
| 主营业务收入增长率     | 5.49%   | 82.57%  | 49.50%  | 37.70% | 24.29% | 24.25% |
| EBIT增长率       | -65.17% | 280.68% | 87.93%  | 54.27% | 23.31% | 26.30% |
| 净利润增长率        | -73.53% | 351.52% | 119.52% | 57.33% | 21.51% | 29.17% |
| 总资产增长率        | 20.06%  | 68.00%  | 14.14%  | 22.76% | 16.41% | 14.25% |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |        |        |        |
| 应收账款周转天数      | 145.3   | 103.2   | 90.4    | 90.0   | 100.0  | 100.0  |
| 存货周转天数        | 184.7   | 118.1   | 84.6    | 80.0   | 80.0   | 80.0   |
| 应付账款周转天数      | 159.3   | 96.6    | 94.9    | 95.0   | 95.0   | 95.0   |
| 固定资产周转天数      | 447.8   | 277.7   | 206.9   | 156.1  | 134.2  | 108.5  |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |        |        |        |
| 净负债/股东权益      | 34.22%  | -11.87% | 17.71%  | 22.90% | 23.91% | 18.17% |
| EBIT利息保障倍数    | 14.1    | 3.5     | 19.2    | 5.6    | 5.3    | 5.8    |
| 资产负债率         | 44.51%  | 38.68%  | 42.82%  | 48.79% | 51.17% | 51.51% |

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    | 3    | 4    | 4    | 10   |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 1    | 3    |
| 中性 | 0    | 1    | 1    | 1    | 2    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.50 | 1.40 | 1.50 | 1.47 |

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价   | 目标价       |
|----|------------|----|------|-----------|
| 1  | 2018-09-09 | 增持 | 4.53 | N/A       |
| 2  | 2018-10-29 | 增持 | 4.86 | N/A       |
| 3  | 2018-12-01 | 买入 | 5.04 | N/A       |
| 4  | 2018-12-08 | 买入 | 5.39 | 6.80~8.00 |
| 5  | 2019-01-17 | 买入 | 4.90 | N/A       |
| 6  | 2019-02-18 | 买入 | 5.06 | N/A       |
| 7  | 2019-02-28 | 买入 | 5.40 | N/A       |
| 8  | 2019-04-10 | 买入 | 6.81 | N/A       |

来源：国金证券研究所

**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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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