

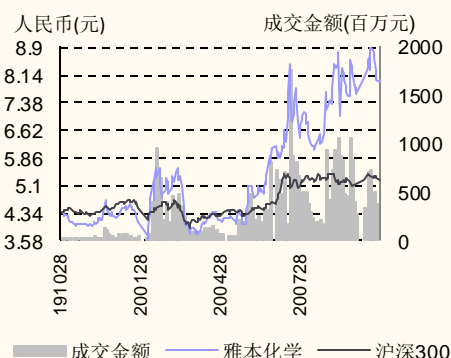
雅本化学 (300261.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.00 元

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 9.63 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 9.32 |
| 总市值(亿元) | 77.06 |
| 年内股价最高最低(元) | 8.93/7.63 |
| 沪深 300 指数 | 4699 |
| 创业板指 | 2651 |



相关报告

- 1.《停产小幅影响业绩，建农复产逐步恢复经营-【国金化工】雅本化学...》，2020.8.25
- 2.《短期停产影响业绩，基地复产逐步走向正轨-【国金化工】雅本化学...》，2020.7.2
- 3.《生产经营逐步回归正轨，业绩有望稳步提升-【国金化工】雅本化学...》，2020.4.28
- 4.《一季度经营稳中有升，静待业绩持续修复-【国金化工】雅本化学公...》，2020.4.7
- 5.《基地停产影响业绩，20 年公司发展快速恢复-【国金化工】雅本化...》，2020.3.2

陈屹

联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyirong@gjzq.com.cn

wangmh@gjzq.com.cn

汇兑损益短期影响业绩，两大领域平稳推进

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,806 | 1,664 | 2,167 | 2,385 | 2,806 |
| 营业收入增长率 | 49.5% | -7.8% | 30.2% | 10.0% | 17.7% |
| 归母净利润(百万元) | 161 | 82 | 176 | 248 | 312 |
| 归母净利润增长率 | 119.5% | -49.2% | 116.1% | 40.6% | 25.9% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.17 | 0.08 | 0.18 | 0.26 | 0.32 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.32 | 0.10 | 0.37 | 0.57 | 0.48 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 8.09% | 4.14% | 8.61% | 11.38% | 13.19% |
| P/E | 30.83 | 50.62 | 43.68 | 31.06 | 24.68 |
| P/B | 2.49 | 2.10 | 3.76 | 3.53 | 3.25 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩

- 公司发布 3 季报，前三季度实现营业收入 14.98 亿元，同比增长 36.17%，归母净利润 1.23 亿元，同比增长 142.55%，第三季度实现营业收入 5.72 亿元，同比增长 39.87%，归母净利润 0.32 亿元，同比下降 26.90%。

分析

- 三季度汇兑损益短期影响公司业绩，两大主营业务长期稳步成长。由于 3 季度汇率波动，公司 3 季度汇兑损益对公司的业绩产生一定的影响，报告期内产生汇兑损失 1500-1700 万元，约占公司净利润的 45%-51%。经过 3 季度的冲击，公司将积极使用外汇衍生品金融工具降低汇率风险，加强境外客户应收账款管理，降低汇兑损益带来的不利影响。
- 三季度公司实现营收同比增长 39.87%，环比提升 25.37%，不考虑汇兑损失的影响，预计归母净利润将与二季度大体持平。经过前期公司两大基地先后停产后，公司的生产经营情况逐步回归正轨，如东基地逐步恢复开工，盐城基地部分通过复产审批，相关设备逐步开启复产运行，两大基地逐步恢复生产，农化、医药板块业务稳步推进，预期公司未来将逐步进入稳步发展态势。
- 农药、医药新产品持续培育，为公司长远发展奠定基础。过去一段时间，公司由于安全环保等原因，部分新产品放量受到一定的影响，募投项目短期受到基地停产及疫情影响，建设推迟，但公司仍在持续推进管道内产品放量生产，借助外协基地的布局 and 盐城基地的项目规划，持续推进同下游客户合作的产品放量，在现有大品种产品稳步供给的基础上，进一步丰富公司规模化的产品布局；同时在医药领域，通过上虞基地的滚动投产，公司逐步建立较为充足的医药中间体及原料药产能，实现原有项目扩产，同时培育放大 BAZI、CABP、TFPC 等新产品，夯实公司医药业务发展基础。

投资建议

- 公司三季度短期受到汇率冲击，影响盈利，但公司的生产节奏有望逐步恢复，农药、医药双板块持续发展，下调 2020 年业绩 25%，预测 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.18/0.26/0.32 元，对应 PE 分别为 44/31/25 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 海外政策变动风险；合作进程不达预期风险；新建项目进度不达预期风险，海外疫情影响公司医药及农药订单风险；汇率变动风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 1,208 | 1,806 | 1,664 | 2,167 | 2,385 | 2,806 |
| 增长率 | | 49.5% | -7.8% | 30.2% | 10.0% | 17.7% |
| 主营业务成本 | -890 | -1,291 | -1,183 | -1,564 | -1,683 | -1,987 |
| %销售收入 | 73.7% | 71.5% | 71.1% | 72.2% | 70.6% | 70.8% |
| 毛利 | 318 | 515 | 481 | 603 | 701 | 819 |
| %销售收入 | 26.3% | 28.5% | 28.9% | 27.8% | 29.4% | 29.2% |
| 营业税金及附加 | -10 | -10 | -11 | -11 | -12 | -14 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.6% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 营业费用 | -20 | -37 | -26 | -27 | -36 | -42 |
| %销售收入 | 1.6% | 2.0% | 1.6% | 1.2% | 1.5% | 1.5% |
| 管理费用 | -171 | -247 | -235 | -297 | -310 | -365 |
| %销售收入 | 14.2% | 13.7% | 14.1% | 13.7% | 13.0% | 13.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 118 | 221 | 210 | 269 | 344 | 398 |
| %销售收入 | 9.7% | 12.2% | 12.6% | 12.4% | 14.4% | 14.2% |
| 财务费用 | -34 | -11 | -39 | -41 | -43 | -36 |
| %销售收入 | 2.8% | 0.6% | 2.4% | 1.9% | 1.8% | 1.3% |
| 资产减值损失 | -8 | -13 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | -4 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 6 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 3.0% | 1.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 78 | 223 | 171 | 228 | 301 | 363 |
| 营业利润率 | 6.4% | 12.3% | 10.3% | 10.5% | 12.6% | 12.9% |
| 营业外收支 | 0 | -17 | -58 | -10 | -5 | 3 |
| 税前利润 | 78 | 206 | 113 | 218 | 296 | 366 |
| 利润率 | 6.4% | 11.4% | 6.8% | 10.0% | 12.4% | 13.0% |
| 所得税 | -3 | -21 | -8 | -17 | -24 | -29 |
| 所得税率 | 4.2% | 10.3% | 7.4% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 净利润 | 74 | 184 | 105 | 200 | 272 | 336 |
| 少数股东损益 | 1 | 24 | 23 | 24 | 24 | 24 |
| 归属于母公司的净利润 | 73 | 161 | 82 | 176 | 248 | 312 |
| 净利率 | 6.1% | 8.9% | 4.9% | 8.1% | 10.4% | 11.1% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 74 | 184 | 105 | 200 | 272 | 336 |
| 少数股东损益 | 1 | 24 | 23 | 24 | 24 | 24 |
| 非现金支出 | 101 | 129 | 135 | 128 | 148 | 166 |
| 非经营收益 | 17 | 17 | 20 | 86 | 64 | 50 |
| 营运资金变动 | 93 | -22 | -165 | -61 | 62 | -95 |
| 经营活动现金净流 | 285 | 308 | 94 | 354 | 546 | 458 |
| 资本开支 | -165 | -311 | -103 | -150 | -283 | -63 |
| 投资 | -327 | -436 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 6 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -492 | -741 | -84 | -150 | -283 | -63 |
| 股权募资 | 850 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 234 | 207 | -88 | 409 | -144 | -75 |
| 其他 | -79 | -274 | -9 | -160 | -175 | -178 |
| 筹资活动现金净流 | 1,005 | -66 | -97 | 249 | -319 | -253 |
| 现金净流量 | 798 | -499 | -87 | 453 | -56 | 142 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 928 | 595 | 370 | 823 | 767 | 908 |
| 应收款项 | 433 | 544 | 685 | 734 | 709 | 835 |
| 存货 | 294 | 304 | 319 | 386 | 369 | 435 |
| 其他流动资产 | 49 | 186 | 184 | 220 | 249 | 277 |
| 流动资产 | 1,703 | 1,629 | 1,557 | 2,162 | 2,094 | 2,455 |
| %总资产 | 53.5% | 44.8% | 43.5% | 51.8% | 49.4% | 54.5% |
| 长期投资 | 0 | 210 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 1,018 | 1,148 | 1,408 | 1,357 | 1,439 | 1,334 |
| %总资产 | 32.0% | 31.6% | 39.3% | 32.5% | 33.9% | 29.6% |
| 无形资产 | 278 | 571 | 559 | 581 | 613 | 624 |
| 非流动资产 | 1,481 | 2,005 | 2,022 | 2,016 | 2,146 | 2,046 |
| %总资产 | 46.5% | 55.2% | 56.5% | 48.2% | 50.6% | 45.5% |
| 资产总计 | 3,184 | 3,634 | 3,579 | 4,178 | 4,240 | 4,501 |
| 短期借款 | 587 | 823 | 796 | 1,199 | 1,042 | 987 |
| 应付款项 | 482 | 481 | 521 | 613 | 660 | 779 |
| 其他流动负债 | 15 | 32 | 49 | 42 | 44 | 50 |
| 流动负债 | 1,084 | 1,337 | 1,366 | 1,853 | 1,746 | 1,816 |
| 长期贷款 | 109 | 140 | 61 | 63 | 73 | 47 |
| 其他长期负债 | 38 | 79 | 74 | 84 | 87 | 93 |
| 负债 | 1,232 | 1,556 | 1,501 | 2,000 | 1,906 | 1,956 |
| 普通股股东权益 | 1,911 | 1,987 | 1,972 | 2,048 | 2,181 | 2,368 |
| 少数股东权益 | 42 | 92 | 106 | 130 | 154 | 178 |
| 负债股东权益合计 | 3,184 | 3,634 | 3,579 | 4,178 | 4,240 | 4,501 |

比率分析

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.114 | 0.167 | 0.085 | 0.183 | 0.258 | 0.324 |
| 每股净资产 | 2.975 | 2.062 | 2.047 | 2.126 | 2.264 | 2.458 |
| 每股经营现金净流 | 0.444 | 0.320 | 0.098 | 0.368 | 0.567 | 0.475 |
| 每股股利 | 4.374 | 4.374 | 6.171 | 0.104 | 0.120 | 0.130 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 3.83% | 8.09% | 4.14% | 8.61% | 11.38% | 13.19% |
| 总资产收益率 | 2.30% | 4.42% | 2.28% | 4.22% | 5.85% | 6.94% |
| 投入资本收益率 | 4.20% | 6.43% | 6.54% | 7.09% | 9.05% | 10.11% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 82.57% | 49.50% | -7.82% | 30.22% | 10.02% | 17.67% |
| EBIT增长率 | 280.68% | 87.93% | -4.98% | 27.91% | 27.96% | 15.91% |
| 净利润增长率 | 351.52% | 119.52% | -49.17% | 116.10% | 40.62% | 25.87% |
| 总资产增长率 | 68.00% | 14.14% | -1.52% | 16.74% | 1.49% | 6.15% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 103.2 | 90.4 | 125.3 | 115.0 | 100.0 | 100.0 |
| 存货周转天数 | 118.1 | 84.6 | 96.1 | 90.0 | 80.0 | 80.0 |
| 应付账款周转天数 | 96.6 | 61.0 | 70.7 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 固定资产周转天数 | 277.7 | 206.9 | 227.3 | 188.1 | 172.9 | 150.2 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -11.87% | 17.71% | 20.07% | 16.93% | 11.88% | 2.16% |
| EBIT利息保障倍数 | 3.5 | 19.2 | 5.3 | 6.6 | 8.0 | 11.1 |
| 资产负债率 | 38.68% | 42.82% | 41.95% | 47.88% | 44.95% | 43.45% |

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 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

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 | 2019-10-25 | 买入 | 4.41 | N/A |
| 2 | 2019-12-17 | 买入 | 4.50 | N/A |
| 3 | 2020-02-04 | 买入 | 3.71 | N/A |
| 4 | 2020-03-02 | 买入 | 4.92 | N/A |
| 5 | 2020-04-07 | 买入 | 3.86 | N/A |
| 6 | 2020-04-28 | 买入 | 4.19 | N/A |
| 7 | 2020-07-02 | 买入 | 5.91 | N/A |
| 8 | 2020-08-25 | 买入 | 6.53 | N/A |

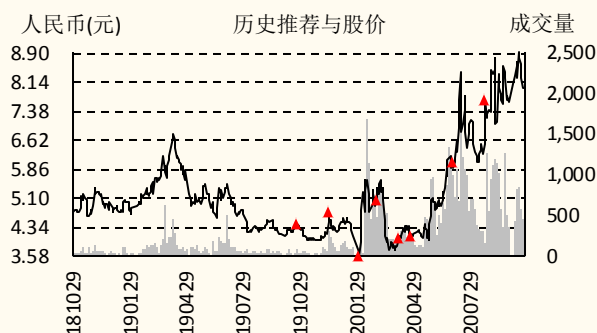
来源：国金证券研究所

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