

证券研究报告·上市公司深度

化学制品

业绩拐点已至，外延并购助飞公司未来

精耕十余年，外延并购助力公司勇攀高峰

雅本化学主营产品为农药中间体和医药中间体两大类，深耕十余年，凭借技术优势进入杜邦公司、拜耳公司、罗氏制药、诺华制药、梯瓦制药等世界 500 强供应链。2015-2017 年公司先后收购朴颐化学、ACL 公司，借此公司在医药中间体业务突飞猛进，布局范围扩大至医药中间体、生物酶、基因药物以及原料药等，农药中间体与医药中间体双线并举“触手可及”。

农药中间体多款新品释放，未来增长空间可观

公司最主要的中间体业务康宽中间体主要用于生产氯虫苯甲酰胺，随着农药整体行情复苏以及氯虫苯甲酰胺在非作物市场增长潜能的进一步开发，该产品依然会保持较高市场增速；杜邦另有两款新上市明星产品销售良好，公司已经开始为期提供中间体定制生产；此外拜耳和 FMC 的新品也陆续上市，在下游市场需求逐渐回暖的情形下，公司新品不断释放，未来农药中间体业务增长空间较为客观。

内生外延并重，医药中间体突飞猛进

医药中间体领域，公司坚持内生外延并重策略：1）内生方面继续保持在抗肿瘤药物、抗癫痫药物中间体方面的较强竞争力，并扩展至心血管类中间体、抗菌类中间体等其他药物中间体定制业务；2）外延方面，先后收购朴颐化学和 ACL 公司，医药产业链不断延伸，品种不断丰富，医药中间体实现迅猛发展，并且后续将继续坚持内生与外延并重策略，未来医药中间体业务有望与农药中间体并驾齐驱。

深化“井”型战略、五大平台体系，彰显长期发展雄心

公司目前正在推进以医药、农药领域为主导，以技术、环保为推动力，立足生命科学领域高端定制市场并开拓环保技术板块的“井”字形布局以及以三大研发中心、三大生产基地为依托的“3+3”战略，并且建立完善信息化平台、工程技术平台、EHS 平台、专有技术平台、法规支持平台等五大平台。同时公司逐步扩大研发投入，向生物酶领域、原药、基因药物、环保领域布局，彰显未来发展雄心。

定制模式为行业主流，利于精细化工企业持续成长

目前大型定制生产企业主要分布于欧美等国家，中国从事中间体定制生产的企业规模则相对较小，业务规模有限。在行业进入壁垒高、发展过程长、竞争格局较好的国内市场，雅本化学企业客户优势较为明显，未来发展前景明朗。

预计公司 2017-2018 年 EPS 分别 0.15、0.29 元，对应 PE 为 60X、32X，维持增持评级。

请参阅最后一页的重要声明

雅本化学 (300261)

维持

增持

罗婷

luoting@csc.com.cn

010-85130437

执业证书编号：S1440513090011

研究助理：李永磊

010-85159294

liyonglei@csc.com.cn

研究助理：郑勇

010-85130262

zhengyong@csc.com.cn

发布日期：2017 年 5 月 26 日

当前股价：9.19 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.45/-7.01	-6.39/-0.63	-14.1/-21.85
12 月最高/最低价 (元)		14.83/8.29
总股本 (万股)		53697.45
流通 A 股 (万股)		51452.22
总市值 (亿元)		48.76
流通市值 (亿元)		46.72
近 3 月日均成交量 (万)		386.31
主要股东		
阿拉山口市雅本创业投资有限公司		42.82%

股价表现



相关研究报告

农药中间体行业深度报告：农药中间体行业



目录

精耕十余年，外延并购助力公司勇攀高峰	1
主营高端中间体，深入全球 500 强供应链	1
外延并购助力公司勇攀高峰，双线并举触手可及.....	2
行业低迷暂时拖累业绩，医药中间体突飞猛进.....	3
农药中间体多款新品释放，未来增长空间可观	5
优势产品地位稳定，新产品发展前景良好	5
下游需求走出疲弱期，后期需求将保持强劲.....	6
国内农药原药生产集中度增加，行业竞争格局更加优化.....	8
内生外延并重，医药中间体突飞猛进	8
深化“井”型战略、五大平台体系，彰显长期发展雄心.....	10
深化“井”型战略模式以及“3+3”布局	10
广泛拓展产品领域，新兴业务蓄势待发	12
定制模式为行业主流，利于精细化工企业持续成长.....	13
产业分工催生定制模式，成为行业主流	14
大市场发展前景广阔，高壁垒确保盈利空间.....	14
风险分析	16
盈利预测	17



图目录

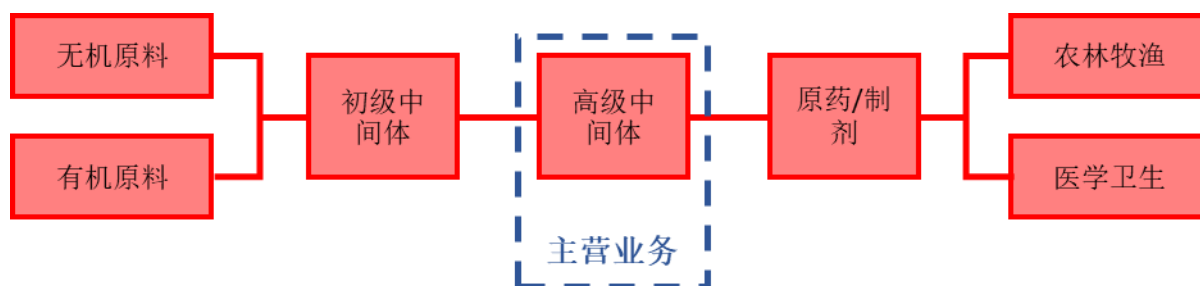
图 1: 雅本化学主营业务及产业链	1
图 2: 雅本化学股权结构图	1
图 3: 公司主要客户占比	2
图 4: 公司近年来营收情况	3
图 5: 公司近年来净利情况	3
图 6: 公司产品营收占比变化情况	3
图 7: 公司产品毛利占比变化情况	3
图 8: 公司 2016 年营收构成	4
图 9: 公司 2016 年毛利构成	4
图 10: 公司近年来费用变化情况	4
图 11: 公司近年来期间费用率	4
图 12: 公司近年来销售毛利率及净利率	4
图 13: 公司近年来产品毛利率变化情况	4
图 14: 公司农药中间体主要的下游客户	5
图 15: 杜邦公司近年营收变化	6
图 16: 杜邦主要市场收入占比变化	6
图 17: 美元兑雷亚尔汇率	7
图 18: 巴西 GDP 当季同比	7
图 19: 农药分类	7
图 20: 除草剂出口累计值和累计同比增速	7
图 21: 杀虫剂出口累计值和累计同比增速	8
图 22: 杀菌剂出口累计值和累计同比增速	8
图 23: 国内农药企业销售收入占比情况	8
图 24: 全国医药中间体行情	9
图 25: 公司医药中间体营业收入及增长率	9
图 26: 公司医药中间体毛利及毛利率变化	9
图 27: 公司医药中间体主要客户	10
图 28: 雅本化学“井”型公司战略图	11
图 29: 雅本化学五大平台体系	11
图 30: 全球医药行业产业分工催生 CMO、CRO 企业	14
图 31: 定制生产企业综合能力竞争	15

精耕十余年，外延并购助力公司勇攀高峰

主营高端中间体，深入全球 500 强供应链

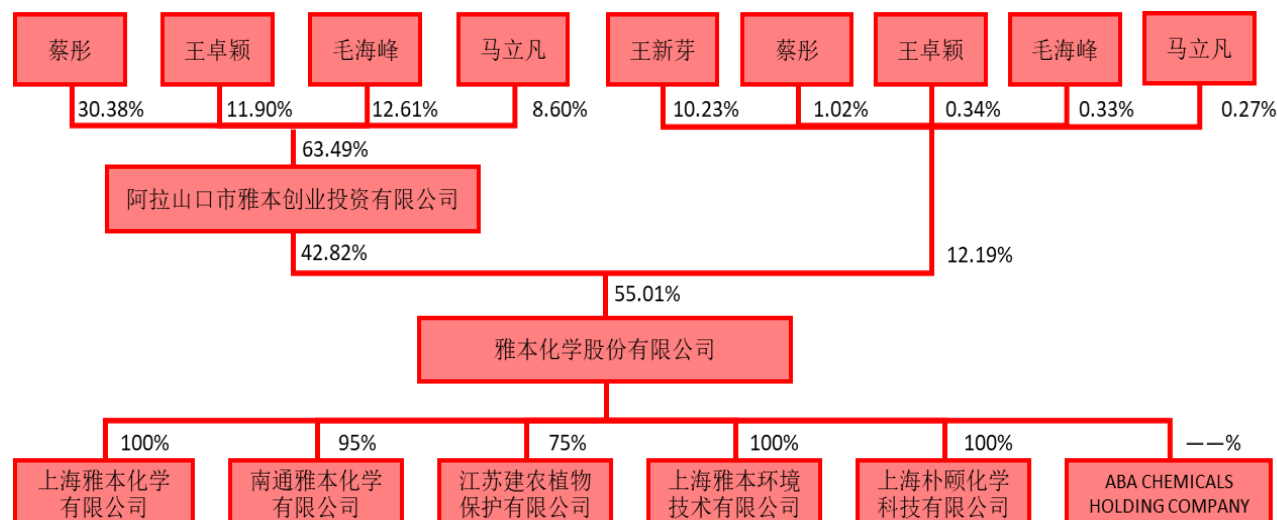
雅本化学前身雅本化学(苏州)有限公司于 2006 年 1 月成立，2010 年雅本有限整体变更为股份有限公司，并于 2011 年在深圳证券交易所创业板上市。公司主营产品为农药中间体（包括杀虫剂中间体、除草剂中间体）和医药中间体（包括抗肿瘤药中间体和抗癫痫药中间体等）两大类，其上游是基础化工行业，下游则主要为杜邦、拜耳、富美实等著名跨国化学公司提供定制产品。公司通过十余年深耕，积累了丰富的精细化工品生产经验，上市以来，凭借技术优势进入杜邦公司、拜耳公司、罗氏制药、诺华制药、梯瓦制药等众多国际知名化学品公司的供应商体系，并建立起了深层次的合作关系。

图1：雅本化学主营业务及产业链



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

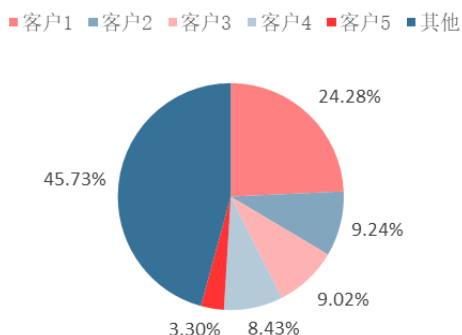
图2：雅本化学股权结构图



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

公司主营业务为高端中间体定制，主要客户均为全球知名的化学品公司如杜邦公司、拜耳公司、富美实公司、住友制药、罗氏制药、诺华制药等，同时公司不断丰富客户结构、拓展产品线，公司前五大客户销售额占年度销售额总比例持续下降，当前占比下降到 54.27%；公司深入全球 500 强客户产业链，客户粘性极高，并且订单较为稳定。另一方面，公司产品特点较为突出，其产品多为下游企业独家产品的中间体，市场占有率高，竞争力强，其中杀虫剂中间体和除草剂中间体主要向杜邦公司提供，抗肿瘤药中间体主要向罗氏公司提供，抗癫痫药中间体主要向梯瓦公司提供。定制生产的业务模式为公司的快速和长远发展奠定了坚实的需求基础，也标志着公司已经逐渐深入世界一流农药、医药公司产业链中并成为关键的一部分，其高技术水平、高质量的产品获得了行业主流企业的广泛认可。

图3：公司主要客户占比



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

外延并购助力公司勇攀高峰，双线并举触手可及

公司上市以来，外延并购不断：2015 年公司收购上海朴颐化学公司，通过此次并购公司进一步弥补医药产品短板，产业链延伸至生物酶领域，公司医药生物领域布局到医药中间体、生物酶、基因药物以及原料药等领域，这一并购带动公司医药中间体业务收入占比已经由 2015 年的 11% 迅速增长到 2016 年的 32%。

2017 年公司正式收购 ACL 公司，ACL 公司主要提供原料药(API)生产和原料药定制(CMO)服务，收购 ACL 有助于加速公司在研的高端医药中间体和特色原料药产品的产业化推进，增强针对专利期内新药的原料药提供产业链解决方案的能力，提高医药定制领域的市场竞争力，并使雅本化学跻身全球制药领域的优质原料药合作伙伴之列；能够通过协同作用，带动国内基地转型升级，并吸引更多国际大型药企客户将生产转移至国内基地。

ACL 债务少、现金流充裕、资本扩张能力强，有利于公司在并购完成后进一步海外扩张，同时此次欧洲并购的成功给公司增强了信心，同时也将为公司未来并购海外优质资产提供便利条件。近几年公司通过不断的外延并购，医药中间体板块迅猛发展，未来有望在外延并购的道路上继续拓展，在可预见的几年内医药中间体与农药中间体业务有望双线并举，双引擎推动公司业绩快速增长。

表1：公司上市以来并购情况

时间	收购标的	意义
2012年	江苏建农植物保护有限公司	本次收购为公司增加了第二个生产基地，引进了农药AI定制高端服务业务
2015年	上海朴颐化学科技有限公司	引进医药中间体业务、生物酶发酵业务
2017年	ACL公司	增加公司原料药品种，引入FDA和First-to-File；帮助公司进入国际高端制药市场

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

行业低迷暂时拖累业绩，医药中间体突飞猛进

2016 年度公司实现营业收入 6.62 亿元，同比增长 5.49%，实现归母净利润 0.16 亿元，同比减少 73.53%，公司的主要产品为农药中间体与医药中间体，根据客户需求采取定制生产的模式，因此业绩受终端客户订单影响较大。2016 年公司净利润的下降主要是由于海外农化巨头去库存导致农药中间体订单量有所下降，农药中间体的营业收入为 3.07 亿元，同比减少 32.17%，毛利率为 36.23%，同比减少 0.30%，而医药中间体与特种化学品得益于公司不断的研发投入，销量稳步上升，医药中间体实现营业收入为 2.13 亿元，同比增加 202.42%，毛利率为 16.40%，同比减少 1.06%，特种化学品的营业收入为 1.18 亿元，同比增加 44.96%，毛利率为 24.77%，同比增加 6.58%。相应的，医药中间体业务营收占比则在 2016 年上升 21 个百分点，达到 32.25%，毛利占比达到 18.67%。

图4：公司近年来营收情况

单位：万元 图5：公司近年来净利情况

单位：万元

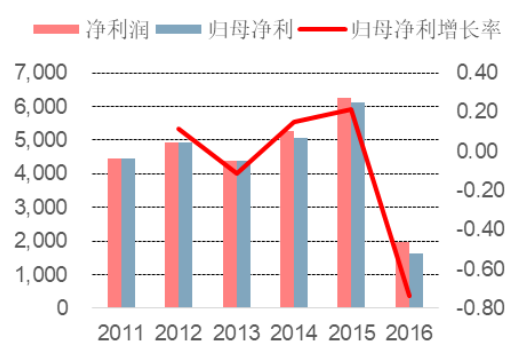
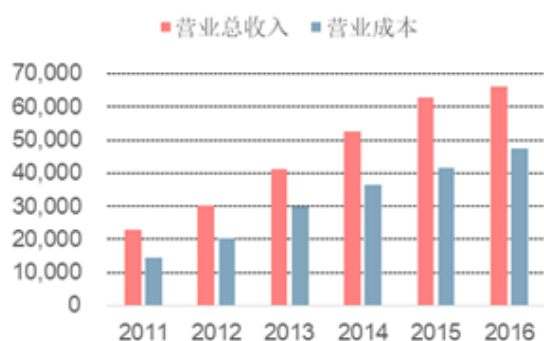
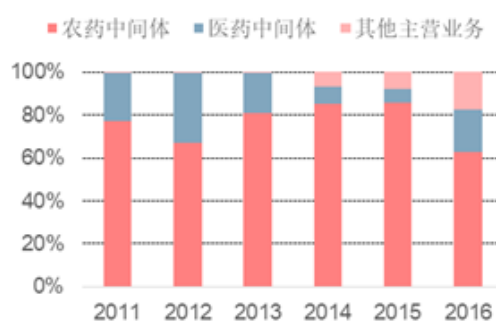
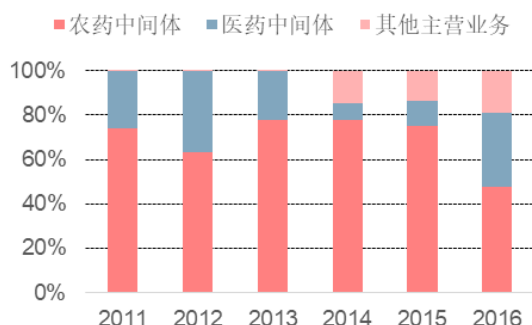


图6：公司产品营收占比变化情况

单位：% 图7：公司产品毛利占比变化情况

单位：%



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

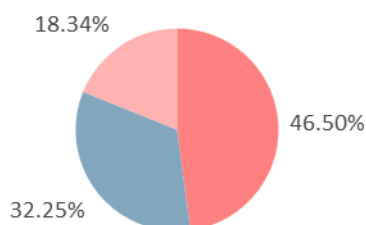
图8：公司 2016 年营收构成

单位：%

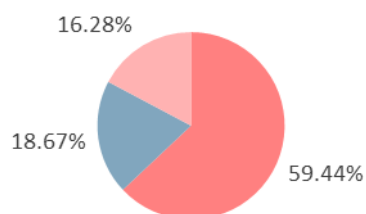
图9：公司 2016 年毛利构成

单位：%

■ 农药中间体 ■ 医药中间体 ■ 其他主营业务



■ 农药中间体 ■ 医药中间体 ■ 其他主营业务



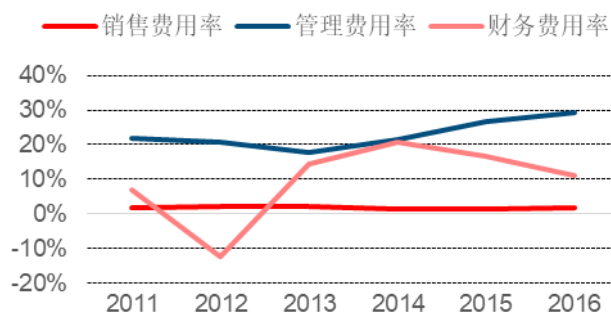
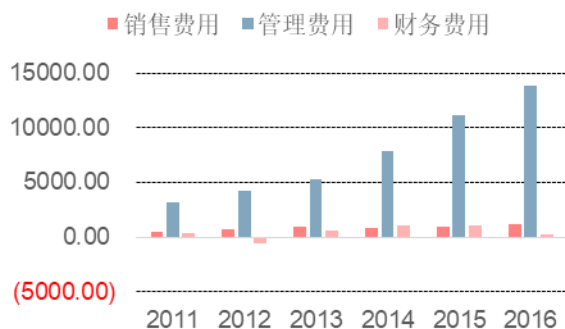
资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图10：公司近年来费用变化情况

单位：万元

图11：公司近年来期间费用率

单位：%



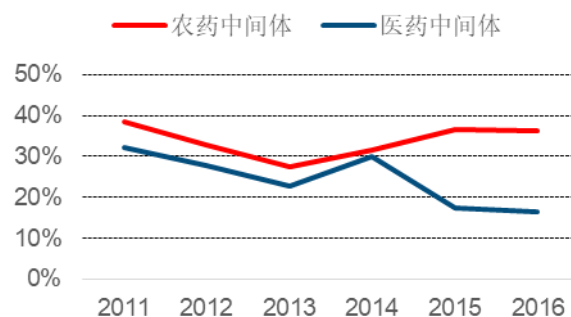
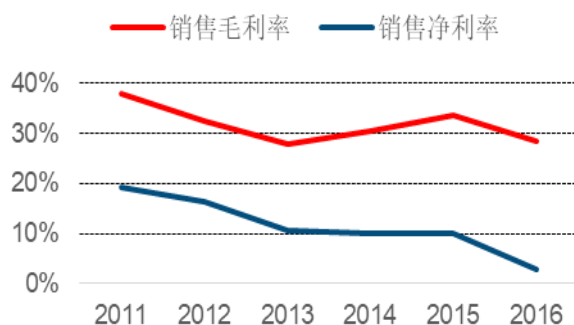
资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图12：公司近年来销售毛利率及净利率

单位：%

图13：公司近年来产品毛利率变化情况

单位：%



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

农药中间体多款新品释放，未来增长空间可观

优势产品地位稳定，新产品发展前景良好

目前公司最主要的业务来自于杜邦公司著名专利农药氯虫苯甲酰胺（Rynaxypyr）的定制中间体业务，而氯虫苯甲酰胺类农药产品是杜邦全球第一畅销产品，旗下主要复配产品为康宽，杜邦“康宽”具有非常好的渗透性，又有优异的内吸性，施用到作物上后，可以很快被作物吸收，并通过作物的木质部在作物体内自下往上传导至作物的各个部位及组织，全面保护作物。由于有优异的内吸性，杀虫活性又极高，“康宽”的药效期很长，现已在世界上 100 多个国家销售，几乎覆盖了所有主要市场，其中大豆和果蔬是康宽的重要作物市场，同时该产品在棉花和水稻上也斩获了较大的市场份额。

氯虫苯甲酰胺 2007 年上市，2008 年即实现销售额 5000 万美元，2014 年全球销售额高达 12 亿美元，2008-2014 年销售额复合年增长率为 11%，目前已取代噻虫嗪成为全球第一大杀虫剂，且是目前全球十大杀虫剂中唯一一个尚在专利保护期中的产品（2021 年到期），在全球 110 多个国家获得上市许可。此外，氯虫苯甲酰胺还可用作种子处理剂，拥有在非作物市场增长的潜能，如用于专用害虫防治和消费产品等，其中用于草坪和高尔夫球场的氯虫苯甲酰胺产品 Acelepryn 正成为该市场的领军品种。此外杜邦还发现，氯虫苯甲酰胺还有其他用途，这有可能将进一步大幅提升该产品的销售额。目前市场普遍看好氯虫苯甲酰胺，认为随着行业情形好转及其在非作物市场增长潜能的进一步开发，该产品依然会保持较高市场增速，预计 2020 年氯虫苯甲酰胺销售额将突破 15 亿美元。公司现有氯虫苯甲酰胺类农药中间体（康宽中间体）产品产能为 2000 吨，比 2014 年增长近 3 倍。目前公司拟新增该产品中间体产能 500 吨，增产后将为公司带来 25% 以上的业绩增长，预计产值将达到 7 亿人民币。

除主营产品氯虫苯甲酰胺类产品预计将不断增收外，杜邦另有两款新上市明星产品，目前雅本化学已经开始为以上两种新产品提供中间体，营收贡献均在千万级以上。

除杜邦外，公司和拜耳公司也合作多年并拥有丰富的产品线，在杀虫剂、杀菌剂、除草剂三大类农药品类中均有 2-3 种主打产品，对公司新一年的订单需求状况将有一定的拉动作用；另一个公司主要客户 FMC，公司也为其几个产品提供高端定制中间体业务，预计后期对公司需求提振较为可观。

图14：公司农药中间体主要的下游客户



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

下游需求走出疲弱期，后期需求将保持强劲

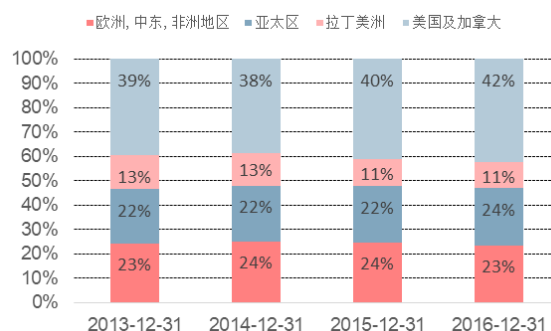
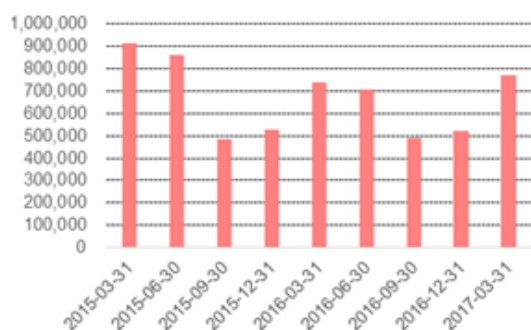
公司的主要产品为农药中间体，受下游企业销售业绩影响较大。公司农药中间体主要为两大类：除草剂中间体和杀虫剂中间体，主要客户均为美国杜邦公司，2016 年业绩占公司营业收入的 24.28%。而 2016 年拉丁美洲尤其是巴西农业行情低迷，农产品利润下降，同时厄尔尼诺现象导致了巴西的干旱，巴西也遭受经济低迷、借贷成本高的压力，其分销商农药库存也仍处于高位，这些因素导致拉丁美洲市场作物保护销售额下跌至 130 亿美金，同比下跌 7%。而巴西是拉丁美洲的最大农业国，其农药需求一半均来自于进口，巴西市场需求的下降导致各大国际农产品公司下游销售业绩均出现下滑，截止 2016 年年底，杜邦公司营业收入较年初下降 26.20%，拉丁美洲地区营业收入由 2013 年的 13% 萎缩至 2016 年的 11%，而公司的另一大主要客户拜耳公司主营业务也出现下滑，进一步拖累公司 2016 年销售业绩。

图15：杜邦公司近年营收变化

单位：万元，USD

图16：杜邦主要市场收入占比变化

单位：%



资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

虽然巴西近两年农产品需求量持续降低，但从多个因素来看，巴西农化市场的转机已现。首先，巴西雷亚尔从 2016 年 3 月以来持续升值，且势头有望延续，进口农化产品价格已在巴西国内已达到高位，未来售价有望下降进一步提振需求；第二，据巴西地理统计局(IBGE)发布的最新报告称，2017 年巴西粮食产量预计达 2.101 亿吨，比 2016 年增产 14.2%，这是该局今年第二次调高 2017 年粮食产量预期，粮食产量的历史新高也将势必带来农药产品需求的快速增长；第三，2016 年以来，巴西农化产品每月进口额已经从 15 亿美元的地位逐渐回升至 20 亿美元左右，农药进口开始回暖并存在较大的上升空间；第四，杜邦 2016 年销售业绩下滑受杜邦和陶氏合并的整合期影响较大，而目前两公司的整合期已经接近结束，未来在农药产品研发和销售的节奏均会逐渐加快，对雅本化学的中间体需求也会逐渐提升；第四，全球农药市场规模稳定增长，发展中国家成预期增长的关键地区，虽然 2016 年全球农用农药销售额为 499.85 亿元，同比下滑 2.5%，但降幅较 2015 年的-8.5%大幅收窄，2016 年下半年特别是四季度，全球前十大农药企业中，除杜邦和富美实以外，其他 8 家公司的收入同比变化已出现降幅收窄或由负转正，全球农药市场在经历 2015 年和 2016 年的持续萧条后，目前已开始触底回暖，行业已初现曙光。预测显示，2019 年全球农药销量将达到 320 万吨，2014-2020 年间年均复合增长率将达到 6.1%，全球农药市场驱动因素包括耕地面积的缩减、人口增加以及作物增产需求增加，此外发展中国家如南美地区（特别是巴西、阿根廷）及亚洲地区农药市场将会呈现较快增长，巴西也必将经历一个农药进口额的新上升通道。

此外，巴西的登记审批流程方面也传来利好，根据巴西农药管理部门之间签署的合作协议，巴西农药登记审批时间将下降 1-3 年，将大大有利于加快新品上市节奏。

图17：美元兑雷亚尔汇率



图18：巴西 GDP 当季同比



资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

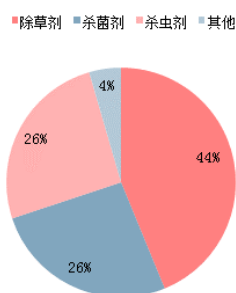
除了国外市场下游需求回暖之外，我国国内下游市场需求同样发展良好。2011 至 2014 年我国农药原药销售收入年增长率约为 17%，利润年均递增 23.9%，2016 年 1-12 月止累计中国化学农药原药产量 377.8 万吨，同比增长 0.7%。同时，中国农药出口量出现明显增长，2016 年出口量同比增长 19%，2017 年前 2 月出口量同比增长 29%，其中 2017 年 1-2 除草剂出口累计同比增速 31.64%，杀虫剂出口累计同比增速 26.49%，杀菌剂出口累计同比增速 14.65%。在农业政策支持、产业升级和生产扩张的共同驱动下，我国农药市场将保持增长的趋势，对农药中间体的需求将保持强劲。

图19：农药分类

单位：%

图20：除草剂出口累计值和累计同比增速

单位：千吨



资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

图21: 杀虫剂出口累计值和累计同比增速

单位: 千吨

图22: 杀菌剂出口累计值和累计同比增速

单位: 千吨



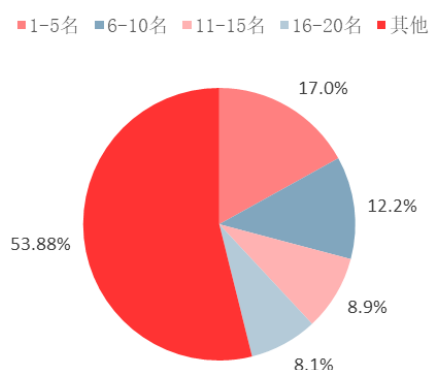
资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

国内农药原药生产集中度增加，行业竞争格局更加优化

截止 2016 年，国内农药行业销售额超过 10 亿元的企业达 39 家，前十强的销售额总和达到 319.92 亿元，占全国销售额的 29.2%，据全国根据《农药行业“十三五”规划》，预计 2015-2020 年，农药原药生产将进一步集中，到 2020 年我国农药企业数量将减少 30%，国内排名前 20 为的农药企业集团销售额达到全国总销售额的 70% 以上，进入化工集中区的农药原药企业达到全国农药原药企业总数的 80% 以上。雅本化学作为国内具有丰富定制农药中间体经验，且正在快速布局原药领域的行业龙头，必将借乘农药产业升级的东风，充分享受发展红利，超额收益可期。

图23: 国内农药企业销售收入占比情况

单位: %



资料来源: 百川资讯 中信建投证券研究发展部

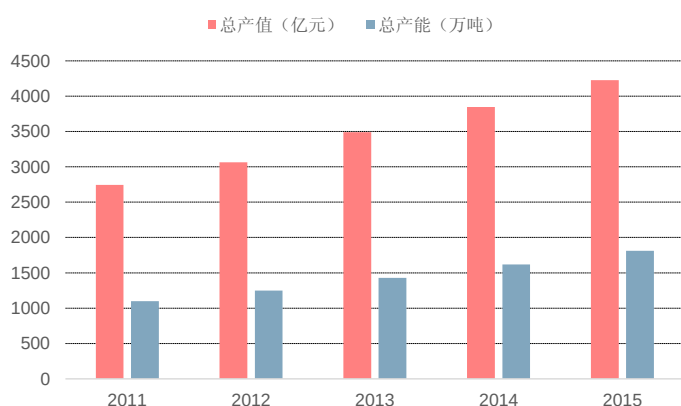
内生外延并重，医药中间体突飞猛进

医药中间体为公司的两项主营业务之一，属于精细化工行业，近年来呈现爆发式增长，“十二五”期间产值达到 1.6 万亿元，比 2008 年增长一倍以上，精细化工自给率达到 80% 以上。由于医药制剂产业的合成高度依

赖高质量医药中间体，产量和质量的要求导致该行业具有一定的技术壁垒，且我国中间体原料产量大、成本低，因此我国在国际上具有很高的国际竞争力。随着我国化学工业水平的不断提升，医药中间体产业将拥有更广阔的发展前景，预计 2020 年前后医药中间体市场总需求量有望突破 2000 万吨。

图24：全国医药中间体行情

单位：万吨



资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

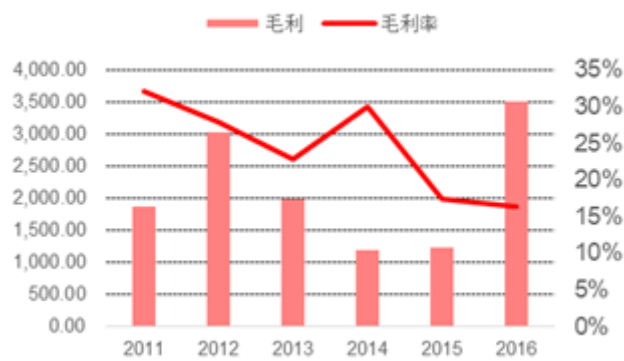
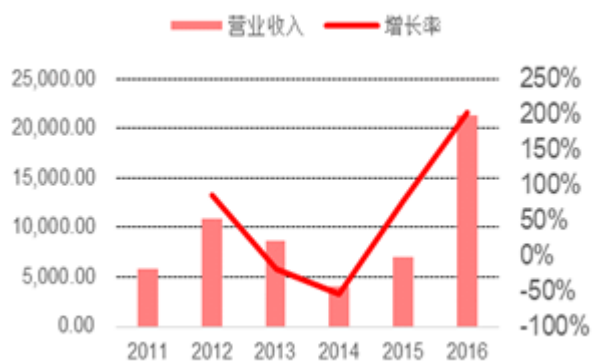
医药中间体业务已经成为公司未来发展的重点，公司坚持内生外延并重的发展策略：一方面，公司经过几年的研发积累，前期投入已经逐渐释放，另一方面，公司 2015 年收购朴颐化学，医药中间体营收占比在 2016 年上升 21 个百分点达到 32.25%，毛利占比达到 18.67%。截止 2016 年底，公司的医药中间体业务逐步完成市场转化，形成稳定品种并达到规模化生产水平，全年营业收入 21,338.10 万元，较上年同期增长超 2 倍，并取得较好的订单储备，为后续收入增长奠定了基础。

图25：公司医药中间体营业收入及增长率

单位：万元，%

图26：公司医药中间体毛利及毛利率变化

单位：万元，%



资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

公司主要的医药中间体产品为罗氏公司定制抗肿瘤药物中间体和为梯瓦公司定制抗癫痫药物中间体（主要拥有医药中间体产能 1000 吨左右，其中抗癫痫药物中间体 ABAH 约为 600 吨，其他药物 400 吨），但近年来，随着公司生产技术及产能的不断更新，目前已将业务扩展至心血管类中间体、抗菌类中间体等其他药物中间体定制业务，医药中间体发展势头良好。公司 2015 年通过并购朴颐化学进一步弥补医药产品短板，产业链延伸至

生物酶领域, 2017 年公司收购 ACL 公司, ACL 公司主要提供原料药(API)生产和原料药定制 (CMO) 服务, 收购 ACL 增加了公司原料药品种, 有助于公司进入国际高端制药市场, 截止到现在公司医药生物领域已经布局医药中间体、生物酶、基因药物以及原料药等。

图27: 公司医药中间体主要客户



资料来源: 公司公告、中信建投证券研究发展部

在医药中间体领域, 公司持续不断拓展新客户, 陆续与罗氏制药、诺华制药、第一三共制药、梯瓦制药、帝斯曼、赢创、柏林化学股份公司 (Menarini Group) 等国际医药龙头企业建立合作关系, 2016 年 8 月, 公司与 Ionis 等合作生产的 Nusinersen 因临床试验效果良好提前终止三期临床试验, 有望成为全球第一个 RNA 药物; 9 月, 公司抗癫痫药物左乙拉西坦获得了进军国际高端市场的通行证——CEP 认证证书, 意味着该原料药的质量完全符合欧洲药典标准要求, 可以进入欧盟市场进行销售, 将有利于公司开拓欧洲市场。

公司无论是在内生增长还是外延协同方面, 持续发力, 预计未来几年公司医药中间体业务将逐步的与农药中间体并驾齐驱, 成为公司业绩增长的另一大支柱。

表2: 公司目前医药及中间体研发新业务

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
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中间体
R-(+)-1-苯氧羰基-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

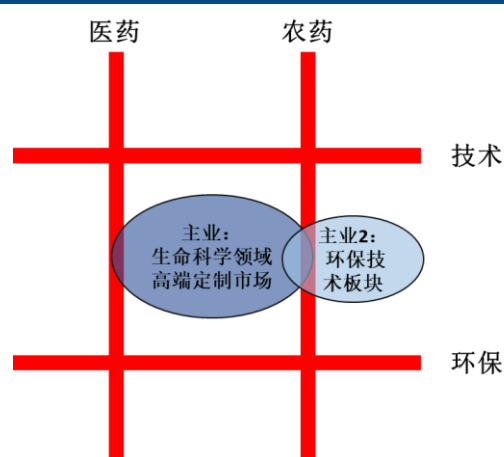
资料来源: 公司公告、中信建投证券研究发展部

深化“井”型战略、五大平台体系, 彰显长期发展雄心

深化“井”型战略模式以及“3+3”布局

公司目前正在推进以医药、农药领域为主导，以技术、环保为推动力，立足生命科学领域高端定制市场并开拓环保技术板块的“井”字形布局以及以三大研发中心、三大生产基地为依托的“3+3”战略，即以上海研发中心、朴颐化学、湖州颐辉构成的主要从事公司产品研发、工艺研究、分析检测和技术服务的三大研发中心，以及以太仓基地、南通基地、盐城基地构成的三大定制生产基地。为了贯彻“井”字形发展战略部署，公司 2016 年度申请非公开发行股票募集资金 8.67 亿元投向南通基地新增生产线项目、滨海基地新增生产线项目、太仓基地生产线技改项目、上海研发中心建设项目等。募投项目实施后，有利于进一步提高研发水平，优化工程技术和环保处理工艺，提升高度生产自动化水平和主业的经济效益，提高分离、回收利用比率，增强市场竞争力，并推进公司的可持续长期发展战略。

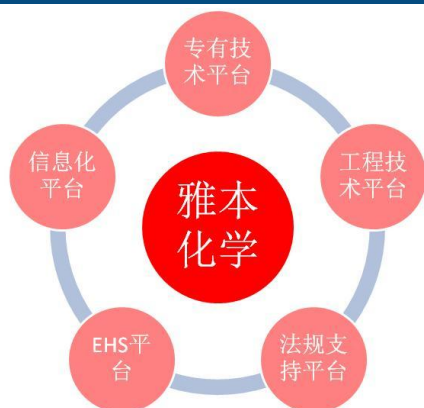
图28：雅本化学“井”型公司战略图



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

公司同时建立完善的平台体系，五大平台包括信息化平台、工程技术平台、EHS 平台、专有技术平台和法规支持平台，专有技术平台有助于高端定制，重大项目产业化；工程技术平台可以积累技术验证和商业化生产的成功经验；法规凭条则有助于公司开展生产许可证申请，新物质登记等；EHS 平台则不遗余力地重视环境治理；信息化平台则有利于加强和完善 ERP 系统，提高整体管控水平。

图29：雅本化学五大平台体系



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

广泛拓展产品领域，新兴业务蓄势待发

为进一步发挥公司技术优势，开拓市场空间，以摆脱受下游企业影响严重的桎梏，公司逐步扩大研发投入，向原药、生物酶领域、基因药物、环保领域布局。

原药领域，公司目前已获得左乙拉西坦、孟鲁司特钠、甲磺酸达比加群酯、磺达肝癸钠的药品生产许可，2014 年公司收购的江苏建农植物保护有限公司于 2015 年第四季度改造完成，目前可生产三唑酮、异噁草松、灭草松等 19 种农药及原药。目前公司拟在公司原药生产基地——滨海基地新建原药产能 1700 吨，其他精细化学品产能 1300 吨，预计新增营业收入 5000 万元以上（估算值）。

表3：公司目前产能情况

单位：吨

	类型	品种	设计产能	总计
当前产能	农药类	BPP（氯虫苯甲酰胺中间体）	2000	4000
		其他（除草剂、杀菌剂等）	1000	
	医药类	ABAH（抗癫痫药物中间体）	600	400
		其他医药中间体	400	
		溴代吡唑酸（氯虫苯甲酰胺）	500	
预计新增产能	农药类	三氟吡唑胺（SDHI中间体）	1000	1000
		二氟吡唑胺（SDHI中间体）	1000	
	其他	氟氯腈（SDHI中间体）	1000	7100
		生产三唑类原药、肟菌酯、虱螨脲	1700	
		感光材料 二甲茚酮	600	
	其他	精细化学品	1300	11100
		总计		

资料来源：中信建投证券研究发展部

生物酶领域，公司在湖州建有生物酶研发中心，该中心拥有一批生物酶技术研发和利用方面的资深专家，有国内领先的生物酶实验室，在酶基因克隆、表达、改造、发酵、分离提取、酶反应以及固定化工作上积累了丰富的技术研发和产业化经验。同时，2015 年，公司收购了上海朴颐化学科技有限公司，该公司生物酶业务发展迅速，使其 2015 年归属于母公司净利润超额完成 441 万元，比例达 38.19%。

基因药物领域，目前公司正在与国际知名生物医药企业 Biogen、Ionis Pharmaceuticals 合作开发治疗婴儿肌肉紊乱的反义药物 Nusinersen，提供用于 DNA、RNA 合成的化学中间体。由于该药物在中期分析中显示药效显著，于 8 月 2 日宣布提前终止三期临床试验，正式迈入上市步伐。消息发布后，Biogen（百健）股价应声大涨 4.1%，Ionis 股价暴涨 30% 以上。预计该药物峰值销售峰值将达到 10-20 亿美元，有望成为首个重磅 RNA 药物，从而开启基因药物治疗疾病的新纪元。作为该药物重要的中间体提供商，基因药物领域势必将成为公司业绩增长的新引擎，为公司今后带来可观的商业利润。预计 2016 年公司基因药物领域将获得至少 1500 万的营业收入，今后几年该领域利润增长率将超过 100%。其他下游产品 ISIS-FXlr（抗凝血药）准备进入临床三期，预计年销售额为 40 亿美元；ARC-520（抗病毒药，主要治疗慢性乙肝）临床三期已经开始，预测年销售将达到 30-50 亿美元。

环保领域，由于中间体化学生产与环保息息相关，化学合成、废物处理过程将涉及环境问题。随着 2015 年新《环保法》的出台，目前国家环保政策越发收紧，对化工企业的环保技术提出了更高的要求，农药行业“十三五规划”中也将“加大环保投入，开发推广先进适用的清洁生产工艺和三废处理技术，减少污染物排放量”作为重要内容。高毒、高残留的农药产品将逐步淘汰，技术提升、行业整合将成为行业的发展趋势。近年以来已相继关闭、停产了大量环境要求不达标的落后产能，并对部分生产厂家进行迁址。如 2015 年 3 月，根据湖南省农药工业协会介绍，衡阳莱德、株洲邦化等五家农药生产企业相继停产，停产率达到全省企业的 33%。大规模停产的现象也在江苏、山东等农药大省存在，农药行业的整合程度可见一斑。另外，根据工信部文件，出于环保考量，政府今年共对 13 家农药生产厂家进行迁址。

表4：近年来农药行业重要环保政策

时间	政策文件	内容
2013 年 4 月	《农药工业大气污染物排放标准》	对农药生产中向大气排放的颗粒物、挥发性有机物、恶臭气体、有毒气体等污染物提出限量要求。
2013 年 5 月	《关于开展草甘膦（双甘膦）生产企业环保核查工作的通知》	开展草甘膦（双甘膦）生产企业环保核查工作，2014年6月公布了首批4家符合环保核查要求的生产企业，2015年底完成第二、第三批企业的环保核查。
2014 年 3 月	《农药乳油中有害溶剂限量》	要求逐步限制使用二甲苯、甲苯、苯、甲醇和N，N-二甲基甲酰胺5中有害溶剂，力争3年内上述5种限量溶剂的使用量减少90%以上。
2014 年 8 月	《食品中农药最大残留限量》	规定了387种农药在284种（类）食品中3650项限量指标。
2015 年 1 月	新《中华人民共和国环境保护法》	企业环境信息公开，对违法企业按日连续处罚，并采取查封、扣押或限产、停产措施。
2016 年 5 月	《农药工业“十三五”发展规划》	到2020年，特殊污染物处理技术进一步提高和完善，“三废”排放量减少50%，农药产品收率提高5%，副产物资源化利用率高50%，农药废弃物处置率达到50%。
2017 年 3 月	《京津冀及周边地区2017 年大气污染防治工作方案》	加强京津冀大气污染通道治理力度，包括以化工等行业为重点的“小散乱污”企业取缔工作，医药、农药等行业的排污许可证核发，以及部分医药、农药企业应在采暖季停产。

资料来源：中信建投证券研究发展部

而雅本化学在环保技术领域处于行业领先，在环保约束逐渐收紧的背景下，公司已于 2015 年完成了对太仓基地、南通基地部分生产线的环保安全升级，使用密闭性、稳定性和可靠性更佳的新型设备取代原有旧设备。同时，公司在太仓基地设立了污泥减量化工程技术中心，依托十年生产积累的环保技术，公司目前使用自有资金人民币 5000 万元设立了上海雅本环境技术有限公司，依托多年积累的技术优势，涉足工业三废末端处理、土壤修复及污泥减量处理等相关业务。环保业务有望成为公司快速发展的新引擎，推动国内环保技术的发展，实现经济效益同时也实现社会效益。

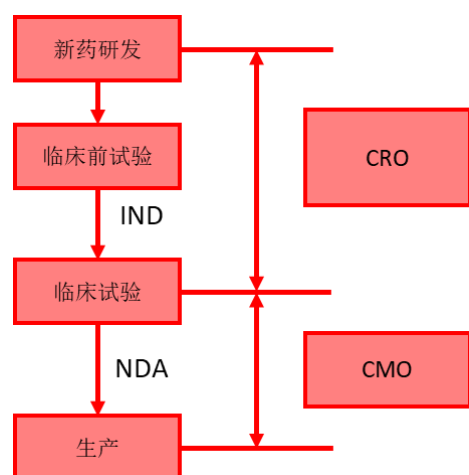
定制模式为行业主流，利于精细化工企业持续成长

产业分工催生定制模式，成为行业主流

进入 20 世纪 80 年代，国际医药、农药行业巨头企业在加强核心业务的同时，为了节省成本、提高营运效率并且分散风险，不断地将非核心业务（部分产品研发、生产等）外包给更有效率、更具有成本优势的企业，从而催生了一批 CMO(Contract Manufacture Organization, 合同制造外包)和 CRO（Contract Research Organization, 合同研发外包）企业，而 CMO 和 CRO 企业为跨国农化公司提供产品的模式就是定制生产模式。

目前全球农药、医药中间体行业的生产模式按其中间体产品的层级和最终产品的类别不同可分为定制生产模式和自产自销模式，其中初级中间体基本采取自产自销模式，部分高级中间体（尤其是专利药的高级中间体）则采取定制生产模式。

图30：全球医药行业产业分工催生 CMO、CRO 企业



资料来源：中信建投证券研究发展部

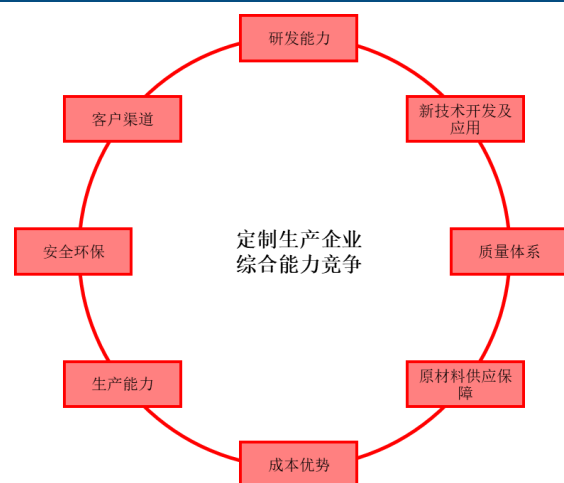
相关研究表明，在质量无明显差异且促销费用保持一致的前提下，第二个上市的新药，如果落后于首个上市的新药 2 年的话，其顶峰销售水平也只能达到 34% 的份额，所以，全球首发优势对大型药企至关重要。新药研发是一个复杂的、长期的活动，CRO 企业则可以接受药企的委托，执行新药临床研究中的部分工作，协助客户节省大量成本，而 CMO 企业则拥有现成的灵活生产能力，能为药企节省投资建设生产线的时间，同时 CMO 企业掌握的生产工艺和配方设计也大大提高了生产效率，能够迅速生产外包方的产品，使药企能够迅速回笼资金，投资新的研发项目，因而被跨国农化公司巨头所青睐。

大市场发展前景广阔，高壁垒确保盈利空间

根据相关数据，全球 CRO 行业的市场规模在 2010 年就达到了 232 亿美元，2015 年市场规模约为 383 亿美元，年均增速基本保持在 10% 左右，预计 2017 年，全球 CRO 市场规模将达 430.9 亿美元，其中临床试验 CRO 市场规模将达约 351.5 亿美元；另一方面，2016 年全球 CMO 市场则达到 563 亿美元，预计 2017 年将达到 628 亿美元，CAGR 达到 11.95%，未来仍将保持较为稳定的增长。

虽然定制生产模式借助跨国农化公司巨头的优势在全球市场发展迅速，但正是这种与下游企业之间紧密的关系，决定了定制生产模式具有较高的进入壁垒，主要分为四种：1) 客户壁垒：定制生产公司与农化企业所达成的合作具有稳定性和长期性，从而才能节省确认合作关系所需要的时间和成本，因此新进企业在与客户达成合作关系的过程中就面临较高的壁垒；2) 技术壁垒：不具有独立研发能力和生产质量控制技术的企业只能提供简单的加工装配，始终无法真正融入全球产业链中，而雅本在高端医药化学技术研发方面的投入处于国内领先水准，并且已经逐渐进入利润释放阶段；3) 产品壁垒：只有市场容量大、高成长性和高利润率的下流产品才能进入跨国农化巨头公司的采购范围，因此对于产品发展趋势的正确把握和发展战略对于定制生产企业至关重要；4) 绿色壁垒：农化行业环保要求处于不断提升的趋势，为适应环保审查而要采取的环保措施和相应的高投入都对行业的新进入者产生了一定的进入障碍。高壁垒映射出跨国公司选择供应商过程的慎重性，也正是由于其在质量控制、商业保密和环保标准等方面的考虑，进一步保证了定制生产企业较高的盈利水平。

图31：定制生产企业综合能力竞争



资料来源：中信建投证券研究发展部

目前大型定制生产企业仍然主要分布于欧美等发达国家，中国作为精细化工大国，相比之下聚焦于精细化工中间体的定制生产类的竞争者则不多，从事中间体定制生产的企业规模也较小，业务规模有限。在行业进入壁垒高、发展过程长、竞争格局较好的国内市场，雅本化学自 2003 年就与杜邦开始接触，2006 年确立定制生产业务关系，2010 年即成为杜邦战略供应商，加上与拜耳公司、罗氏制药、诺华制药等其他国际农化巨头企业建立的长期合作关系，雅本作为国内定制生产领域的龙头企业客户优势较为明显，未来发展前景明朗。



风险分析

南美宏观经济不确定性导致海外订单不及预期，ACL 合并协同效应不及预期，以及医药中间体增长不及预期。



盈利预测

预计公司 2017-2018 年 EPS 分别 0.15、0.29 元，对应 PE 为 60X、32X，维持增持评级：全球农药市场复苏，主要农药市场巴西农药审批时间将缩短 70%。医药中间体市场规模 2020 年前后有望突破 2000 万吨。得益于农药中间体的业务回升、医药中间体突飞猛进，长期盈利可期。

预测和比率

	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入（百万）	661.55	824.82	955.25	985.09
营业收入增长率	5.49%	24.68%	15.81%	3.12%
EBITDA（百万）	99.40	88.49	195.56	256.72
EBITDA 增长率	-22.97%	-10.97%	120.98%	31.28%
净利润（百万）	16.21	80.74	154.15	191.26
净利润增长率	-73.53%	398.22%	90.93%	24.07%
ROE	1.60%	7.39%	12.37%	13.31%
EPS（元）	0.030	0.150	0.287	0.356
P/E	298.68	60.39	31.63	25.49
P/B	4.82	4.47	3.91	3.39
EV/EBITDA	52.67	64.83	29.84	22.51



分析师介绍

罗婷：北京科技大学材料加工专业硕士，基础化工行业分析师；2 年化工行业研究经验，专注于从行业供需格局和公司成长性等角度发现和挖掘投资机会。2012 年新财富基础化工入围。

研究助理李永磊：天津大学应用化学硕士，基础化工行业分析师，7 年化工行业工作经验。

研究助理郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业分析师，2 年石油行业工作经验。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622