

雅本化学 (300261)

经营拐点隐现，平台价值凸显

买入 (首次)

2020年09月17日

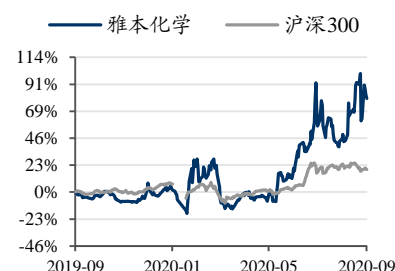
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,664	2,339	3,073	3,749
同比 (%)	-7.8%	40.5%	31.4%	22.0%
归母净利润 (百万元)	82	231	310	408
同比 (%)	-49.2%	182.9%	34.2%	31.7%
每股收益 (元/股)	0.08	0.24	0.32	0.42
P/E (倍)	92.98	32.87	24.49	18.59

证券分析师 柴沁虎
 执业证号: S0600517110006
 021-60199793
 chaihq@dwzq.com.cn
 证券分析师 陈元君
 执业证号: S0600520020001
 021-60199793
 chenyj@dwzq.com.cn

投资要点

- 技术驱动是公司的特质。**公司的产品根据下游应用领域划分，可以分为农药及农药中间体和医药及医药中间体两大类。不过，公司的内在逻辑是围绕技术与客户展开的。所以从技术平台的角度理解公司可能更加合宜。经过多年的发展，目前公司在不对称合成、微通道连续化反应、酶催化、安全环保等技术具有明显优势。相关技术的交叉融合是公司的未来核心看点。
- 公司的农化业务包括 CDMO 业务和自主产品。**由于经济低迷，需求疲软，全球农化巨头进行深度整合。同时，国内供给侧改革的深入和环保综合整治的推进使得国内 CDMO 生态体系发生剧变。从跨国公司的角度看，倾向于选择技术实力强、具备工艺持续改进能力、质量管理体系完备的龙头企业进行合作，同时，对供应链的稳定有着较强要求。
- 医药业务进入加速阶段。**公司医药中间体业务大约可以分为三个板块。首先是传统的医药中间体业务，其次是特色原料药业务，最后是 CDMO 业务。公司的医药板块发展一直低于预期，首先，公司的生产基地主要在江苏，最近几年持续经受各种整顿。其次，朴颐化学的先进技术与传统业务进行整合需要时间。随着上虞基地的落地，上述障碍都有望一一克服。
- 看好公司现有平台技术的融合。**公司 15 年底收购朴颐化学，朴颐化学的酶催化和微通道连续生产技术属于典型的平台技术，和公司的传统的不对称合成、催化氢化反应、含氮杂环技术可以进行深度融合，进一步提升相关业务的核心竞争力。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020~2022 年营收分别为 23.39 亿元、30.73 亿元和 37.49 亿元，归母净利润分别为 2.31 亿元、3.10 亿元和 4.08 亿元，EPS 分别为 0.24 元、0.32 元和 0.42 元，当前股价对应 PE 分别为 33X、24X 和 19X。考虑到公司农药业务具备全球竞争力，医药业务也在加快协同发展，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**上虞基地投产进度不及预期；常态化环保督察对公司开工率可能存在影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.88
一年最低/最高价	3.34/9.52
市净率(倍)	3.73
流通 A 股市值(百万元)	7346.97

基础数据

每股净资产(元)	2.11
资产负债率(%)	42.12
总股本(百万股)	963.31
流通 A 股(百万股)	932.36

相关研究

内容目录

1. 公司主要为跨国公司定制各种精细化工产品	4
1.1. 持股较为分散	4
1.2. 技术路线平台化，产品路线系列化	5
1.2.1. 如东和滨海是公司的农药生产基地	5
1.2.2. 太仓、马耳他和上虞是公司的医药生产基地	6
1.2.3. 朴颐化学和颐辉生物是公司重要的研发基地	6
1.3. 财务报表分析	7
2. 农药及农药中间体业务景气向好	8
2.1. 中国的 CDMO 业务迎来发展契机	8
2.1.1. CMO 业务本质上是国际分工的产物	8
2.1.2. 全球农化行业整合给 CDMO 业务提出新要求	9
2.2. 公司在跨国公司有较强的竞争力	9
2.2.1. BPP 是公司的特色 CDMO 产品	9
2.2.2. 专利过期不会导致 BPP 的需求出现不确定	10
2.2.3. 草地贪夜蛾会带动康宽的需求进一步提升	10
2.2.4. 公司还储备了其他农药 CDMO 业务	11
2.3. 环保壁垒提升凸显公司的技术优势	11
2.4. 自主品牌产品也有较大的市场空间	11
3. 医药中间体业务加速发展	12
3.1. 依托技术融合，已有中间体的优势进一步巩固	12
3.2. 外部环境向好	13
3.3. 朴颐化学和雅本化学的协同在“十四五”值得期待	13
3.4. ACL 的医用大麻业务前景看好	14
4. 盈利预测与估值	14
4.1. 基本假设	14
4.2. 盈利预测与评级	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1: 公司股权结构示意图	4
图 2: 公司营收构成 (百万元)	8
图 3: 公司主要产品的毛利率 (%)	8
图 4: 非专利药物的比重稳步增加	12
表 1: 如东基地的产品规划	5
表 2: 滨海基地的产品规划	6
表 3: FMC 是全球农化公司整合的最大赢家	9
表 4: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	15
表 5: 可比公司估值表 (参考 2020 年 9 月 17 日收盘价)	15

1. 公司主要为跨国公司定制各种精细化工产品

雅本化学（300261），总部位于江苏太仓。

公司前身为成立于2006年1月的雅本化学（苏州）有限公司，2010年1月变更为股份公司，2011年9月在深交所创业板上市。

公司业务主要为跨国公司定制各种精细化工产品，具体包括医药及医药中间体和农药及农药中间体的研发、生产和销售。

在农药及农药中间体领域，公司和FMC、拜耳、科迪华等龙头企业建立了战略合作关系，在新农药产品研发期即进行介入并联合研发，待后续产品推出时实现生产及销售绑定。

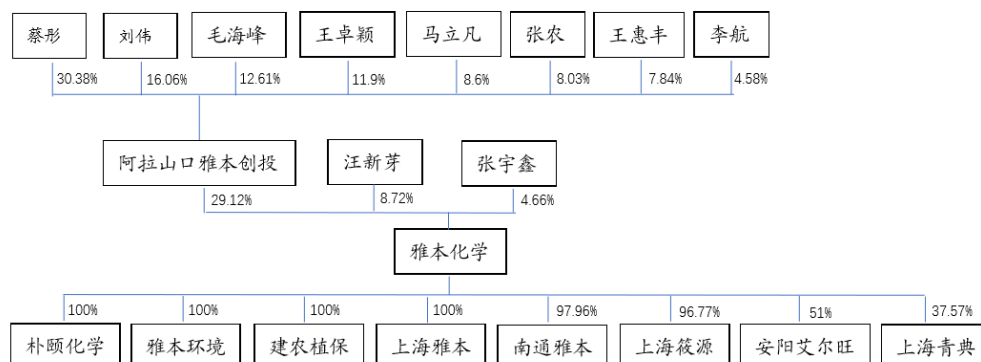
在医药中间体领域，公司和罗氏制药、艾伯维、诺华制药、梯瓦公司、日本第一三共制药、UCB、柏林化学股份公司（Menarini Group）等国际医药龙头企业建立起合作关系。

1.1. 持股较为分散

阿拉山口市雅本创业投资有限公司控股持有雅本化学29.12%的股份，是公司的第一大股东。

公司的实际控制人是由蔡彤、毛海峰、王卓颖、马立凡及汪新芽组成的一致行动人。其中，蔡彤、毛海峰、王卓颖及马立凡持有阿拉山口市雅本创业投资有限公司63.49%的股份，同时，蔡彤直接持有上市公司2.53%的股份，汪新芽直接持有上市公司8.72%的股份。

图 1: 公司股权结构示意图



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 2019 年底，公司共有研发人员 357 人，研发人员数量占比 30.2%。2019 年年度研发支出 1.07 亿元，研发投入占营业收入为 6.42%。

1.2. 技术路线平台化，产品路线系列化

公司的产品根据下游应用领域划分，主要分为农药及农药中间体和医药及医药中间体两大类。

公司是技术驱动型公司，公司的内在逻辑是围绕技术与客户展开的。经过多年的发展，目前公司在不对称合成、催化氢化反应、微通道连续化反应、糖化学合成以及酶催化、安全环保等技术具有明显优势。

经过多年的发展，目前公司初步形成了南通、滨海、太仓和马耳他四大基地，并且正在筹建上虞基地，此外，公司还有辽宁阜新和湖北襄阳两个战略协同基地。

研发层面，公司目前建设有张江研发中心、松江朴颐医药研发中心和湖州颐辉生物酶催化研发中心。

1.2.1. 如东和滨海是公司的农药生产基地

公司的农药产品生产基地主要在如东和滨海，其中如东基地主要为 CDMO 业务，滨海基地侧重自主品牌的一些原药和制剂产品。

综合考虑原材料组织，人员配置以及环境容量等因素，中国发展农药业务有较强的比较优势，目前面临的风险是江苏省在整个十三五期间一直在进行化工园区综合整治，基地运营、项目报批都存在一定不确定性。

如东基地南通雅本化学有限公司分两期实施，一期主要是 3 条生产线（设计产能均为 1000 吨/年），其中包括 BPP 中间体生产线 2 条，以及医药中间体 ABAH 生产线、多功能生产线等。2017 年 12 月，公司通过非公开发行股票募集资金在如东基地投建“南通基地新增生产线项目”。

表 1: 如东基地的产品规划

产品	规格, 吨	用途
溴代吡唑酸 (BPP)	2000	氟虫苯甲酰胺高级中间体
三氟吡唑胺	1,000	杀菌剂 SDHI 专用中间体
二氟吡唑酸	1,000	杀菌剂 SDHI 专用中间体
氟氯腈	1,000	杀菌剂 SDHI 专用中间体
二甲茚酮	600	三嗪类除草剂中间体

数据来源：南通雅本验收监测报告，公司公告，东吴证券研究所整理

滨海基地江苏建农植保有限公司位于江苏滨海经开区，占地 107 亩。2014 年公司首次完成对建农植保的收购，经过多次增资与股权收购后完成全资控股。建农植保的业务分为农药中间体、原药和制剂业务三大类，现有 2 个农药制剂车间和 5 个农药及中间体

合成车间。建农植保共拥有三唑酮、异噁草松、灭草松、烯唑醇等 19 种农药登记证。2017 年 12 月，公司通过非公开发行股票募集资金在滨海基地投建“滨海基地新增生产线项目”。

表 2: 滨海基地的产品规划

产品	规格, 吨	用途
三唑类原药 (粉唑醇、戊唑醇、硅氟唑)	1,000	杀菌剂
脲菌酯原药	100	甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂
虱螨脲原药	500	苯甲酰脲类杀虫剂
双苯恶唑酸	200	安全剂, 配合农药制剂使用的辅助用剂
5-氯戊酰氯	500	用途广泛, 可用于合成农药、医药及其他精细有机合成中间体, 在农药领域可用于合成唑啉草酯
1,1,7-三氯-1-庚烯-3-酮	500	用途广泛, 可用于合成农药、医药及其他精细有机合成中间体, 在农药领域可用于合成唑啉草酯
杀螺胺	100	有机杀软体动物剂
胺碘酮	100	肿瘤靶向药帕唑帕尼关键中间体

数据来源: 建农植保验收监测报告, 东吴证券研究所

1.2.2. 太仓、马耳他和上虞是公司的医药生产基地

太仓基地位于太仓港港口开发区, 占地面积 56 亩左右。太仓基地是公司最早、最成熟的生产基地, 目前主要作为医药高端定制和中试孵化基地存在。

2017 年 5 月, 公司公告, 斥资 2445.8 万欧元收购意大利蒂法马梵思的全资子公司 AMINO Chemicals Limited 100% 的股权。ACL 公司是拥有 FDA 认证的国际领先的 API 制造和 CMO 服务供应商, 拥有近二十年首仿药 (First-to-File) 申请经验, 拥有 28 个美国 FDA 的 DMF 和欧洲 CEP。ACL 公司目前拥有 23 种目录产品, 拥有 20 种 CMO 产品, 生产规模可从公斤级到吨级, 核心客户包括欧洲和美国一流的医药企业。

收购 ACL 不仅可以增加公司的特色原料药品种, 而且可以依托 ACL 的经验, 帮助公司更好更快通过欧美规范市场认证。综合考虑法律法规、质量认证, 品管体系等因素, 医药及医药中间体业务可能要国内、国际两头兼顾。国内在工艺放大环节优势明显, 海外在原药研发等领域有比较优势。从这一点看, 收购 ACL 对于统筹国内、国际两个市场具有重要的战略意义。

2019 年 10 月, 公司公告计划投资 12.5 亿元, 在上虞杭州湾经开区投资建设酶制剂及绿色研究院项目、年产 500 吨左乙拉西坦等原料药等项目。其中, 酶制剂及绿色研究院项目预计投资 4.5 亿元, 建设期为 2 年, 预计 2021 年投产; 年产 500 吨左乙拉西坦等原料药项目预计投资 8 亿元, 建设期为 3 年, 预计 2022 年投产。

1.2.3. 朴颐化学和颐辉生物是公司重要的研发基地

研发层面, 公司目前建设有张江、松江和湖州三大研发中心。其中松江医药中间体研发中心和湖州生物催化研发中心系公司 2016 年 3 月收购朴颐化学后承接的朴颐化学

的研发基地。

朴颐化学成立于 2008 年 3 月,是国内最早从事生物酶催化产业化应用的公司之一,公司的核心团队源自中科院上海生科院。目前公司在上海松江工业区建有化学合成和分析检测实验室,在浙江湖州市建有工业生物催化实验室。

朴颐化学主要从事医药中间体的研发,主要包括心血管类、抗菌类、抗感染类、抗肿瘤类及其他类等五类产品。旗下控股子公司湖州颐辉专注于生物酶领域,具有自主生物酶开发与生产能力,拥有仲醇脱氢酶(NADH 再生、NADPH 再生)、羧基还原酶、葡萄糖脱氢酶等 40 余种生物酶等生产技术。被雅本化学收购前,朴颐化学只进行产品的研发及小试,中试和最终生产均由外包厂商完成。收购后,由于江苏省一直在进行化工园区的综合整治,协同效应不能得到充分发挥。随着上虞基地的推进,未来朴颐化学和雅本的业务协同性会大大增强。

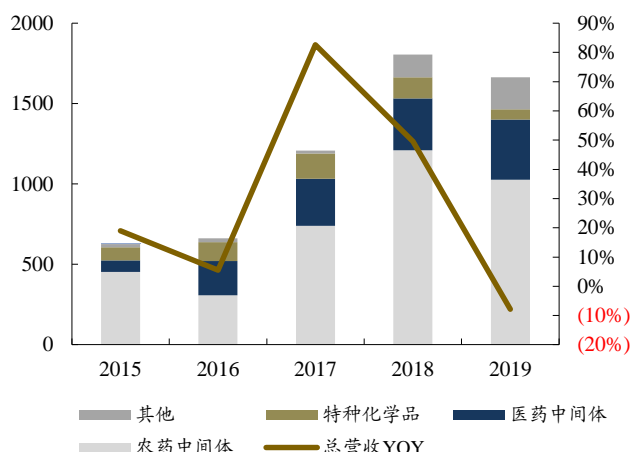
1.3. 财务报表分析

公司自上市以来,营收一直平稳增长,2010-2018 年公司的主营收入的平均增速高达 35%,其中农药及中间体和医药中间体贡献公司主要营业收入,合计占比达到 80%以上。

农药中间体在公司的主营收入占比最高,2019 年农药中间体占主营收入的 61.6%。近年来,由于江苏省开展沿海化工园区的综合整治,相关业务的成长性受到干扰。随着江苏省化工园区的综合整治进入收官阶段,预计未来发展平稳。

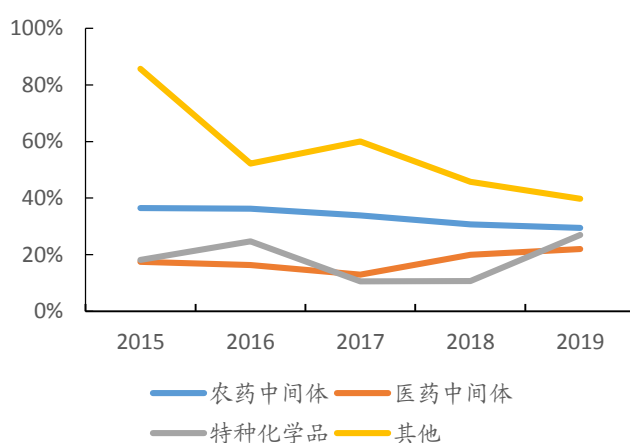
医药中间体业务是公司另一项主营业务,2019 年的营收约占主营收入的 22.56%。公司的医药中间体业务主要集中在抗病毒类、心血管类、抗菌类、抗感染类、糖尿病药方面的医药中间体。公司的医药中间体业务和农药中间体业务技术角度有一些共通性。但是,一方面,公司选择的医药中间体品种部分规模有限,部分存在专利过期、价格下降的困扰。另一方面,公司的生产基地全部集中在江苏,江苏省持续多年的化工园区综合整治使得公司的医药中间体业务发展受到干扰。

图 2: 公司营收构成 (百万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 3: 公司主要产品的毛利率 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 农药及农药中间体业务景气向好

公司的农药业务可以大致分成 CDMO 业务和自主产品两个品类

公司依托 CDMO 业务起家。CDMO 业务要求公司和下游客户在产品的研发、放大、登记、商业化等各个阶段都要进行快速响应，费时费力。但是，CDMO 业务的优势在于产品一旦定型，生命周期较长。公司的双酰胺类产品、SDHI 类杀菌剂产品中间体较有特色，下游客户方面，公司和 FMC、拜耳、科迪华等龙头企业建立了战略合作关系。

公司本身属于技术驱动公司，相关技术多为平台型技术，除了满足跨国公司的 CDMO 业务需求外，也可以开发一些自主产品。2014 年公司收购建农植保后逐步向一些自主产品进行延伸，开发的虱螨脲、氟啶脲等产品较有特色。

2.1. 中国的 CDMO 业务迎来发展契机

2.1.1. CMO 业务本质上是国际分工的产物

所谓定制生产，指客户根据自身业务需求，将生产链条中的一个或多个产品通过合同形式委托公司生产，公司按客户指定的特定产品标准进行生产后，将生产产品销售给委托客户。定制生产又可以细分为 CMO 业务和 CDMO 业务。对于 CMO 业务，公司基本不参与产品研发，仅在产品上市后进行生产及工艺优化；对于 CDMO 业务，公司可在新产品研发期即进行介入并联合研发，待后续产品推出时实现销售绑定。

成立之初，公司的业务主要为 CMO 业务，随着公司研发能力增强以及与客户合作程度的加深，公司的业务逐步由 CMO 模式升级为 CDMO 模式。

CMO/CDMO 是国际分工的产物，农化巨头专注于研发和市场营销，工业化生产则转移给发展中国家的企业，一般而言，外包定制可以降低成本约 15%。中国和印度是承接发达国家产能转移的主要目的地，农药产业由于配套中间体较多，吨位较大，中国具

有较强的比较优势。

据 Business Insight 的统计数据,2017 年国内农药领域 CMO 市场规模为 50 亿美元,2011 年至 2017 年复合增长率高达 18.6%,未来仍将快速增长。

2.1.2. 全球农化行业整合给 CDMO 业务提出新要求

全球经济持续低迷,农产品价格低位盘整,导致农药行业的需求相对羸弱,企业竞争加剧,农药行业景气下行会带动农化巨头的整合,同时加速国际巨头的中间体外包。

中国和印度是全球 CMO/CDMO 业务的目的地,相比于印度,中国在人力资源、产业配套和工艺优化方面有显著优势。

表 3: FMC 是全球农化公司整合的最大赢家

整合对象	对价	备注
拜耳+孟山都	18 年 6 月交割,交易金额 625 亿美元	拜耳剥离部分非选择性除草剂业务(包含草铵膦),包括 Liberty Link 产品在内的部分种子业务,数字农业平台等对价 76 亿美元剥离给巴斯夫。
中国化工+先正达	17 年 6 月交割,对价 430 亿美元	安道麦和先正达一起剥离欧洲经济区部分作物保护产品,对价 4.9 亿美元给 Newfarm
陶氏+杜邦	17 年 8 月交割	杜邦剥离全球咀嚼式害虫杀虫剂产品,全球谷物阔叶除草剂业务,很大一部分全球作物保护研发能力,对价 12 亿美元给 FMC。 FMC 剥离磺酰胺类和双氟磺草胺草剂,对价 0.9 亿美元给 Newfarm

数据来源:农药资讯网,东吴证券研究所

另一方面,2015 年开始,中国政府持续推进供给侧改革和环境综合治理,这对跨国公司选择合作伙伴提出新标准,对国内的 CMO/CDMO 提出新要求。

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。

从跨国公司的角度看,倾向于选择技术实力强、具备工艺持续改进能力、质量管理体系完备的龙头企业进行合作,同时,对供应链的稳定有着较强要求。

公司是国内为数不多的在酶催化和微通道连续流方面有较丰富经验的企业,在农药中间体,尤其是手性农药中间体的绿色生产、清洁生产方面优势明显。

2.2. 公司在跨国公司有较强的竞争力

2.2.1. BPP 是公司的特色 CDMO 产品

CMO 业务的性质决定了竞争压力不大,客户粘性较强。比如康宽的关键中间体 BPP,雅本化学已经涉足相关业务 10 余年了。

康宽是杜邦于 2008 年推出的重磅杀虫剂，具有高效广谱、渗透性强、持效期久、环境友好等优点，一经上市迅速打开市场，目前是全球第一大杀虫剂品种，在全球 100 多个国家销售，2018 年销售额为 15.92 亿美元。

BPP 是康宽的高级中间体之一，公司自康宽上市之初就开始为杜邦提供 BPP 定制服务，目前有 BPP 产能 2000 吨，是全球最大 BPP 生产商。2017 年，杜邦将包括康宽在内的部分杀虫剂产品出售给 FMC。

2018 年 11 月，雅本和 FMC 签订了《产品长期定制生产服务协议》。合同分为三期，三年一期，第一期合同金额约为人民币 35 亿元以上。展望未来，BPP 仍有较大的业务空间。首先，目前全球杀虫剂中很多品种在各国都被不同程度禁用，例如新烟碱类杀虫剂，其释放出来的空间对于康宽将是潜在市场空间。其次，杜邦于 12 年推出的溴氰虫酰胺，也以 BPP 为高级中间体。目前溴氰虫酰胺仍处市场开发期，年销售额在 1 亿美元左右，杜邦预计其峰值销售额将突破 5 亿美元。最后，草地贪夜蛾的爆发为康宽带来市场契机。目前草地贪夜蛾已经在云贵地区爆发，氯虫苯甲酰胺和溴氰虫酰胺是治理草地贪夜蛾的最主要防治手段，无论是单剂，还是复配产品，康宽都是最重要的组分。

2.2.2. 专利过期不会导致 BPP 的需求出现不确定

市场可能会纠结康宽专利过期在即的问题，不过这主要是认知上存在误区。

CDMO 业务的形成本质上是一个全球产业分工的问题。跨国农化巨头专注于研发及销售，开发新的有效成分，加大品牌维护和渠道布局。同时，通过定制化生产模式将中间体及原药生产环节向生产成本更低的国家和地区转移。经过行业整合，目前农药终端 80% 的渠道都掌握在前五大跨国农化公司手中，渠道优势能够帮助原研企业在专利过期后仍可以保持市场较强的市场掌控力。

和医药不同，农药产品的毛利率相对较低，生产工艺也在持续进行优化。专利过期后，价格平稳下行，但是市场容量稳步扩大。原研企业会依托工艺优化和规模优势带来的成本优势，抢占更大的市场份额，也可以通过复配等方式延长产品的生命周期。

在当前专利断崖背景下，下游的单一客户的订单或有冲击，但是中间体定制企业凭借多年的合作，在生产流程和工艺优化上积累的经验，有望进行延伸业务范围，从原先的中间体生产，延伸到原药的生产。

2.2.3. 草地贪夜蛾会带动康宽的需求进一步提升

草地贪夜蛾国内已经影响到云南，和蝗虫不同，草地贪夜蛾主要影响种植业较发达的地区，对已经发生的和未来的防治预警都会全面喷洒农药。

草地贪夜蛾最主要防治手段是氯虫苯甲酰胺和溴氰虫酰胺。

农业部有一个推荐名单，单方和复配。单方成本低一些，一旦有抗性，就必须复配。

制剂主推就是康宽、茚虫威、菊酯、虱螨脲、虫螨腈等。复配的就比较多，大部分复配就是康宽。公司拥有虱螨脲产能 500 吨，主要中间体自我配套，有部分库存。

草地贪夜蛾目前部分地区可能已经产生抗药性，可以复配来解决。康宽作为百搭的活性物质，便于与其他农药复配，抗药性的产生推动农药复配，利好康宽。

氯虫苯甲酰胺虽然比较贵，由于虫害在经济发达地区，且确实有效。富美实已经完全接受了杜邦的康宽业务，预计用量会急剧增加。

除了康宽外，公司还有茚虫威、氯虫苯甲酰胺和氟虱脲也可以防治飞蛾。

2.2.4. 公司还储备了其他农药 CDMO 业务

现有产品中，双酰胺类产品是公司最大的 CDMO 产品，公司也在 SDHI 类杀菌剂、甲氧基丙烯酸甲酯类，三唑类产品进行了战略布局，并有一定的产品储备。

科迪华（杜邦）是公司的核心战略合作伙伴，公司目前正在为科迪华进行若干产品的研发，比如用于果蔬类的新型杀菌剂和杀线虫新产品。公司和拜耳也在进行一些双酰胺类产品的研发。

2.3. 环保壁垒提升凸显公司的技术优势

农药生产的化学合成、废物处理等环节都有显著的负外部性。

2015 年新《环保法》的出台对化工企业的清洁生产、环保处理提出更加严格的要求。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。

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。朴颐化学在微通道连续流技术开发方面积累了丰富的经验，这是农药/医药中间体清洁生产的核心平台技术。

手性农药存在较大的改进空间。手性农药是农药中较大的一个业务分支，化学消旋是传统的手性农药合成工艺之一。朴颐化学的酶催化工艺是降低手性农药生产成本，减少污染物排放的核心平台型技术。

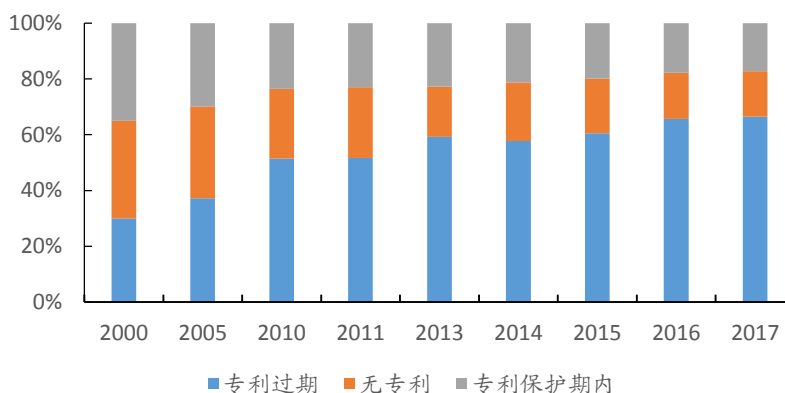
2.4. 自主品牌产品也有较大的市场空间

近年来，专利农药的创制难度不断加大，开发成本迅速增长。根据 Phillips McDougall 数据，目前 1 个农药新成分从开发到进入市场平均历时 11 年，需要筛选 16 万个化合物，耗资 2.86 亿美元，创制成本比 15 年前提高 50% 以上，新有效成分上市数量明显减少。

同时，专利农药到期高峰期来临。据《Agrow's New Generics 2018》统计，2013-2017 年共有 31 个农药产品专利保护期到期，2012 年这 31 种农药的市场规模约 50 亿美元，占 2012 年农药市场总规模的十分之一，而 2018-2023 年还将有 30 个农药专利到期。据

Kleffmann 公司统计，2014 年专利农药在全球市场所占份额为 22%，在 2020 年之前，全球专利农药占比每年将减少 1%-2%。

图 4: 非专利药物的比重稳步增加



数据来源: Phillips McDougall, UPL, 东吴证券研究所

公司 2012 年收购建农植保，主要目的是为了取得农药定点证 AML，尝试做一些自主产品，基本都是具有雅本特色的产品，在技术积累后进行开发、登记、推广，例如虱螨脲、氟酰胺等产品。

3. 医药中间体业务加速发展

公司医药中间体业务大约可以分为三个板块。首先，传统的医药中间体业务，雅本化学（主要是太仓基地）和朴颐化学是运营主体。其次是特色原料药业务，ACL 是项目运营主体。最后时候 CDMO 业务，随着上虞基地的投产，这是未来最重要的业务增长点。

公司在医药中间体领域和罗氏制药、雅培制药、艾伯维、梯瓦公司、日本第一三共制药、UCB、柏林化学股份公司（Menarini Group）等国际医药龙头企业建立起合作关系。

3.1. 依托技术融合，已有中间体的优势进一步巩固

上市之初，雅本化学的医药中间体业务主要为抗肿瘤、神经中枢类医药中间体，朴颐化学则在抗病毒药物中间体的研发积累了丰富的经验。

公司的医药中间体产业的发展思路比较清晰。

首先，坚持产品系列化。比如，继成功开发左乙拉西坦关键中间体后，公司投入力量从事布瓦西坦的产品研发。同时，还储备了普拉克索、帕利哌酮等神经中枢类药物。实际上，除了神经中枢类药物，公司在抗病毒药物领域，也有 7-8 款产品。

其次，依托技术整合，不断降低装置成本，提升装置规模，提升产品的市占率。左

乙拉西坦中间体,公司是全球重要的供应商之一,也是原研企业UCB该产品的供应商。但是,公司还是利用微通道技术和酶催化技术优化现有工艺,以进一步降低其生产成本,减少三废排放,竞争优势进一步扩大。

再次,针对已有的产品,不断开发其新用途。含氮杂环药物BAZI是公司的特色产品,但是因为其传统的下游应用维罗非尼受众有限,有一定的耐药性,产品一直未能上规模。公司注意到含氮杂环中间体是抗肿瘤药物的关键中间体,先后和艾伯维,第一三共等企业进行业务合作,依托含氮杂环技术,开辟新的产品线。

3.2. 外部环境向好

从外部环境来看,4+7、带量采购政策出台后,对原料药和中间体的要求会越来越高。除非是first in class(一类新药),Me too、Me better这类的仿制药都面临集采、4+7的压力,对雅本化学来说是一个弯道超车的机会。

市场目前基本形成共识,综合考虑质量体系、法规认证、人员储备等等问题,医药的开发可能在海外更加合宜。2017年5月,公司公告,斥资2446万欧元收购意大利蒂法马梵思的全资子公司AMINO Chemicals Limited 100%的股权。ACL是一家拥有近二十年首仿药(First-to-File)申请经验的拥有FDA认证的国际领先的API制造和CMO服务供应商,拥有28个美国FDA的DMF和欧洲CEP。收购ACL后,由于资源整合的问题,ACL的业绩释放略低于预期。不过,ACL和雅本化学的医药业务已经形成了较好的协同,已经和Sandoz、Moels等有品种合作。

3.3. 朴颐化学和雅本化学的协同在“十四五”值得期待

公司2016年3月收购朴颐化学,但是随后江苏省开展了持续至今的全省化工园区综合整治工作,已有基地的运行、新项目的审批都遇到了极大干扰,直接的表现就是朴颐化学和雅本化学的业务融合慢于预期。

2019年10月,公司公告计划投资12.5亿元,在上虞杭州湾经开区投资建设酶制剂及绿色研究院项目、年产500吨左乙拉西坦等原料药项目等项目。其中,酶制剂及绿色研究院项目预计投资4.5亿元,建设期为2年,预计2021年投产;年产500吨左乙拉西坦等原料药项目预计投资8亿元,建设期为3年,预计2022年投产。

“十三五”期间,朴颐化学的很多产品只进行研发及小试,中试和最终生产均由外包厂商完成,或者直接出让相关技术,然后进行产品分成。随着上虞基地的产能释放,我们预计公司的酶催化业务将会获得较大的发展空间。

酶催化具有比较好的立体选择性,反应条件比较温和,无有毒有害溶剂,是国际公认的绿色化工技术。不仅如此,酶催化具有高度的立体选择性,是手性药物取得突破的关键技术,不但可以解决手性药物的生产问题,还可以降低其生产成本。

同时,酶催化技术具有较高的门槛。酶的开发涉及到基因,蛋白质工程,发酵,酶

的筛选、固定化，酶催化工艺的开发，前期需要大量的投入。

公司是国内最早从事生物酶催化产业化应用的公司之一，公司的核心团队源自中科院上海生科院，公司曾于 2015 年获得上海市科技进步一等奖在酶催化技术方面有非常多的技术和产品储备，比如辅酶类（ β -烟酰胺单核苷酸等）和非天然氨基酸类（L-氨基丁酸等），后续表现值得期待。

3.4. ACL 的医用大麻业务前景看好

公司收购 ACL 的初衷是希望增加公司的特色原料药品种，同时，依托 ACL 的经验，帮助公司更好更快通过欧美规范市场认证。

不过，ACL 有很多神经中枢类药物，比如普拉克索、帕利哌酮的生产经验，在管制类药物的生产商经验丰富。欧盟放开医药级 CBD 的市场，但是没有放开 CBD 的生产，2018 年 1 月，马耳他政府通过《药用大麻生产法案》，允许医用大麻产品生产合法化。

19 年 12 月，ACL 使用自有资金与 Greenstar Global Inc. 在马耳他合资新设立 A²W Pharma Limited。A²W 投资总额为 600 万欧元，其中 ACL 投资 300 万欧元，占注册资本的 50%。

Wundr 是一家总部位于伦敦的具有管制品资质的医药公司，其全资子公司 IUVO Therapeutics GmbH 是拥有德国完全授权的 GDP、GMP 药品批发商，使其能够在整个欧盟范围内分销售医用大麻产品。

A²W 将在马耳他马尔萨工业区设立新的大麻提取、加工工厂，确保按照 GMP 准则生产用于医药级的高质量 CBD 产品，研发大麻素类物质作为药物活性成分的潜在用途及治疗各种病症的新颖和创新的药物制剂。A²W 工厂建设期约为 12 个月，建成达产后，预计第一年可实现净利润 1250 万欧元，第二年可实现净利润 2,500 万欧元，公司产品的目标市场包括欧洲及全球市场。

目前 CBD 在临床的使用正在迅速增长，尤其是在抗癫痫，抗肿瘤，抗炎，抗精神病等方面的有益作用越来越受到人们的关注。根据 Arcview 市场研究公司和 BDS Analytics 的报告：2018 年度，全球合法大麻市场价值为 120 亿美元，年增长率为 30%；预计到 2027 年全球合法大麻的市场预计将达到 570 亿美元，其中娱乐大麻占比 67%，医用大麻将占 33%。

4. 盈利预测与估值

4.1. 基本假设

已有项目假设 2020 年下半年开始正常开工，价格和毛利率假设维持现状，新增项目假设如下：

- 1) 合肥第二基地的产能 21 年底投产。

- 2) 南通基地现有康宽 2000 吨产能，计划扩产 10%，假设 20 年底完工；
- 3) 上虞基地酶制剂及绿色研究院项目预计 2021 年投产；
- 4) 上虞基地年产 500 吨左乙拉西坦等原料药项目预计 2022 年投产。

表 4: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)

		2019	2020E	2021E	2022E
农药中间体	营业收入	1026.00	1588.96	2111.49	2463.00
	毛利	302.05	492.58	663.01	788.16
医药中间体	营业收入	375.00	487.00	699.00	1023.00
	毛利	82.73	112.01	160.77	255.75
特种化学品	营业收入	63.00	63.00	63.00	63.00
	毛利	17.00	17.00	17.00	17.00
其他	营业收入	200.00	200.00	200.00	200.00
	毛利	79.92	79.92	79.92	79.92

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

4.2. 盈利预测与评级

我们预计公司 2020~2022 年营收分别为 23.39 亿元、30.73 亿元和 37.49 亿元，归母净利润分别为 2.31 亿元、3.10 亿元和 4.08 亿元，EPS 分别为 0.24 元、0.32 元和 0.42 元，当前股价对应 PE 分别为 33X、24X 和 19X。考虑到公司农药业务具备全球竞争力，医药业务也在加快协同发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表 (参考 2020 年 9 月 17 日收盘价)

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
雅本化学	75.91	7.88	0.08	0.24	0.32	92.98	32.87	24.49	3.75
云天化	74.26	5.19	0.11	0.13	0.30	48.78	38.47	17.52	1.67
云图控股	72.63	7.19	0.21	0.32	0.41	34.24	22.21	17.67	2.23
兴发集团	107.88	10.46	0.29	0.35	0.44	36.07	29.59	23.75	1.32

数据来源: Wind (除雅本化学外为 Wind 一致预期), 东吴证券研究所

5. 风险提示

上虞基地投产进度存在不及预期的风险。上虞基地的项目对公司未来业绩增量有重要影响，投产进度不及预期有可能在一定程度上影响公司短期内的业绩。

常态化环保督察对公司生产可能有一定的影响。医药、农药中间体的生产属于重污染行业，常态化的环保督察可能影响公司的开工率。

雅本化学三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,557	1,786	2,055	2,530	营业收入	1,664	2,339	3,073	3,749
现金	370	296	394	589	减:营业成本	1,183	1,637	2,153	2,608
应收账款	649	714	786	864	营业税金及附加	11	15	19	24
存货	319	543	590	783	营业费用	26	41	52	64
其他流动资产	219	232	286	294	管理费用	235	319	412	476
非流动资产	2,022	2,123	2,230	2,310	财务费用	39	16	17	22
长期股权投资	2	4	6	8	资产减值损失	-11	0	0	0
固定资产	1,037	1,121	1,204	1,262	加:投资净收益	2	2	2	3
在建工程	140	140	143	143	其他收益	7	13	11	12
无形资产	181	197	217	240	营业利润	171	327	436	572
其他非流动资产	663	661	660	657	加:营业外净收支	-58	-7	-7	-7
资产总计	3,579	3,909	4,285	4,840	利润总额	113	320	429	565
流动负债	1,366	1,417	1,415	1,467	减:所得税费用	8	24	32	42
短期借款	776	776	776	776	少数股东损益	23	65	87	115
应付账款	471	471	471	471	归属母公司净利润	82	231	310	408
其他流动负债	119	170	167	220	EBIT	153	359	467	599
非流动负债	135	128	119	108	EBITDA	277	457	581	728
长期借款	61	54	45	34					
其他非流动负债	74	74	74	74	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,501	1,545	1,534	1,575	每股收益(元)	0.08	0.24	0.32	0.42
少数股东权益	106	171	258	373	每股净资产(元)	2.05	2.28	2.59	3.00
					发行在外股份(百万股)	963	963	963	963
归属母公司股东权益	1,972	2,193	2,493	2,892	ROIC(%)	6.5%	13.5%	16.4%	19.6%
负债和股东权益	3,579	3,909	4,285	4,840	ROE(%)	5.0%	12.5%	14.4%	16.0%
					毛利率(%)	28.9%	30.0%	30.0%	30.4%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	6.3%	12.7%	12.9%	14.0%
经营活动现金流	94	162	349	442	资产负债率(%)	42.0%	39.5%	35.8%	32.5%
投资活动现金流	-84	-197	-217	-205	收入增长率(%)	-7.8%	40.5%	31.4%	22.0%
筹资活动现金流	-96	-40	-34	-42	净利润增长率(%)	-49.2%	182.9%	34.2%	31.7%
现金净增加额	-87	-74	98	195	P/E	92.98	32.87	24.49	18.59
折旧和摊销	124	98	114	129	P/B	3.85	3.46	3.04	2.63
资本开支	103	99	105	78	EV/EBITDA	29.42	18.11	14.21	11.22
营运资本变动	-172	-245	-175	-228					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>