

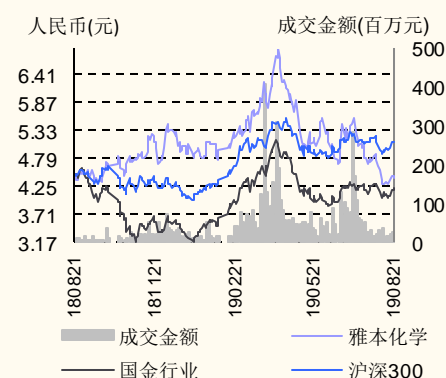
雅本化学 (300261.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.41 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)	4,248.19
年内股价最高最低 (元)	4.87/4.29
沪深 300 指数	3781.76



相关报告

- 1.《事故停产影响二季度生产，后期调整生产节奏最大限度追赶业绩-【...】》，2019.7.12
- 2.《如东基地恢复生产，积极调整生产节奏减弱停产影响-【国金化工】...》，2019.6.28
- 3.《公司积淀深厚，多维布局夯实发展基础-【国金化工】雅本化学点评...》，2019.4.28
- 4.《高端定制中间体龙头，具有持续发展潜力-【国金化工】雅本化学公...》，2019.4.22
- 5.《园区安全治理影响可控，公司仍将保持高速增长-【国金化工】雅本化...》，2019.4.10

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

下半年调整节奏挽损失，长期发展动力充足

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	0.097	0.219	0.242
每股净资产 (元)	2.98	2.06	2.11	2.27	2.45
每股经营性现金流 (元)	0.44	0.32	0.49	0.23	0.42
市盈率 (倍)	77.15	30.83	45.47	20.14	18.22
净利润增长率 (%)	351.52%	119.52%	-41.84%	125.79%	10.53%
净资产收益率 (%)	3.83%	8.09%	4.60%	9.65%	9.88%
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

- 8月21日，公司发布半年报，2019年上半年营收6.91亿元，同比下降23%，归母净利润683万元，同比下降91%；公司南通、滨海新建项目受政策监管影响，投产时间预期延长一年。

分析

- 两基地意外停产影响公司上半年业绩，如东基地复产调整节奏有望最大限度弥补损失：公司半年报业绩处于预告范围内，位于区间中游，二季度营收2.04亿元，同比下降49.5%，归母净利润-0.42亿元，其中包含约4000万元停工损失。2018年公司约一半净利润来自如东基地，此番如东基地停产4个月，减少公司盈利约3000万元，叠加滨海园区停产影响，二季度扣非后公司基本盈亏平衡。公司积极调整生产节奏，将下半年约2个月的检修时间提前，如东基地6月末已复产，经检修后产线有望保持长期高开工运行，预期对全年生产影响有望缩减至两个月以内，而考虑到下游订单提升以及原材料价格小幅下降，公司下半年有望最大程度降低停产带来的影响。
- 医药、环保子公司双重发力，有望带动公司业绩回升：上半年公司生物酶营业收入1482万元，同比增长104%，净利润844万元，同比增长140%，公司生物酶业务快速发展，未来有望在杭州湾上虞经济开发区建设研发及生产基地，带动公司盈利快速提升，此外公司下半年管道内研发新品将陆续放量生产，带动公司医药业务持续扩展。同时公司艾尔旺子公司专业从事有机废弃物处理，上半年实现净利润1087万元，受益于我国环保要求提升，艾尔旺的技术和设备应用市场有望大幅扩展，带动公司业绩增长。
- 南通、滨海基地新建项目有望提供长期发展空间：2017年公司募投资金在南通、滨海基地扩充产能，受到政策影响，项目达产预期推迟一年，但公司大规模新建产线所在地如东园区，排名位于中国化工园区前列，园区定位高端，环保等基础设施良好，有望降低未来生产中断风险。新建产线未来投产有望为公司提供充足产能，打破产能瓶颈。而公司同富美实、拜耳、柯迪华等企业合作日益深入，订单不断提升，未来有望带动业绩快速提升。

投资建议

- 两个基地意外停产影响公司正常生产，滨海园区尚未复产，保守预测2019-2021年EPS分别为0.10/0.22/0.24元，目前股价对应PE分别为45/20/18倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 全球中间体外包趋势低于预期；江苏省环保整治大幅度影响公司生产及新建项目；公司滨海园区复产时间推迟风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	662	1,208	1,806	1,539	2,456	3,028	货币资金	102	928	595	532	869	1,086
增长率		82.6%	49.5%	-14.8%	59.6%	23.3%	应收账款	323	433	544	424	743	916
主营业务成本	-474	-890	-1,291	-1,114	-1,743	-2,175	存货	282	294	304	244	382	477
%销售收入	71.7%	73.7%	71.5%	72.4%	71.0%	71.8%	其他流动资产	67	49	186	173	202	225
毛利	187	318	515	425	713	853	流动资产	774	1,703	1,629	1,373	2,197	2,704
%销售收入	28.3%	26.3%	28.5%	27.6%	29.0%	28.2%	%总资产	40.8%	53.5%	44.8%	37.6%	47.1%	51.2%
营业税金及附加	-6	-10	-10	-6	-9	-11	长期投资	0	0	210	210	210	210
%销售收入	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	885	1,018	1,148	1,263	1,438	1,514
营业费用	-12	-20	-37	-25	-42	-51	%总资产	46.7%	32.0%	31.6%	34.6%	30.8%	28.7%
%销售收入	1.8%	1.6%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	无形资产	195	278	571	678	697	725
管理费用	-139	-171	-247	-200	-344	-424	非流动资产	1,122	1,481	2,005	2,276	2,471	2,574
%销售收入	21.0%	14.2%	13.7%	13.0%	14.0%	14.0%	%总资产	59.2%	46.5%	55.2%	62.4%	52.9%	48.8%
息税前利润 (EBIT)	31	118	221	193	319	367	资产总计	1,895	3,184	3,634	3,650	4,667	5,278
%销售收入	4.7%	9.7%	12.2%	12.6%	13.0%	12.1%	短期借款	432	587	823	854	1,440	1,682
财务费用	-2	-34	-11	-51	-68	-90	应付款项	363	482	481	435	681	850
%销售收入	0.3%	2.8%	0.6%	3.3%	2.8%	3.0%	其他流动负债	11	15	32	36	47	51
资产减值损失	-13	-8	-13	0	0	0	流动负债	806	1,084	1,337	1,324	2,168	2,582
公允价值变动收益	0	0	-4	0	0	0	长期贷款	30	109	140	140	140	140
投资收益	-1	0	6	0	0	0	其他长期负债	8	38	79	44	44	44
%税前利润	n.a	0.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	844	1,232	1,556	1,508	2,353	2,766
营业利润	16	78	223	142	251	277	普通股股东权益	1,011	1,911	1,987	2,032	2,185	2,360
营业利润率	2.4%	6.4%	12.3%	9.3%	10.2%	9.2%	少数股东权益	41	42	92	110	130	152
营业外收支	3	0	-17	-20	3	3	负债股东权益合计	1,895	3,184	3,634	3,650	4,667	5,278
税前利润	18	78	206	122	254	280	比率分析						
利润率	2.8%	6.4%	11.4%	8.0%	10.3%	9.3%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	2	-3	-21	-11	-23	-25	每股指标						
所得税率	-8.9%	4.2%	10.3%	9.0%	9.0%	9.0%	每股收益	0.030	0.114	0.167	0.097	0.219	0.242
净利润	20	74	184	111	231	255	每股净资产	1.883	2.975	2.062	2.109	2.268	2.450
少数股东损益	4	1	24	18	20	22	每股经营现金净流	0.039	0.444	0.320	0.493	0.229	0.419
归属于母公司的净利润	16	73	161	93	211	233	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.050	0.060	0.060
净利率	2.4%	6.1%	8.9%	6.1%	8.6%	7.7%	回报率						
							净资产收益率	1.60%	3.83%	8.09%	4.60%	9.65%	9.88%
							总资产收益率	0.85%	2.30%	4.42%	2.56%	4.52%	4.42%
							投入资本收益率	2.21%	4.20%	6.43%	5.54%	7.37%	7.63%
							增长率						
							主营业务收入增长率	5.49%	82.57%	49.50%	-14.78%	59.61%	23.28%
							EBIT增长率	-65.17%	280.68%	87.93%	-12.46%	64.94%	15.06%
							净利润增长率	-73.53%	351.52%	119.52%	-41.84%	125.79%	10.53%
							总资产增长率	20.06%	68.00%	14.14%	0.42%	27.88%	13.09%
							资产管理能力						
							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	61.0	95.0	95.0	95.0
							固定资产周转天数	447.8	277.7	206.9	241.0	169.6	138.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	34.22%	-11.87%	17.71%	21.56%	30.74%	29.28%
							EBIT利息保障倍数	14.1	3.5	19.2	3.8	4.7	4.1
							资产负债率	44.51%	38.68%	42.82%	41.32%	50.41%	52.41%

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	1	5	5	12
增持	0	0	2	2	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.29	1.29	1.38

来源：朝阳永续

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。

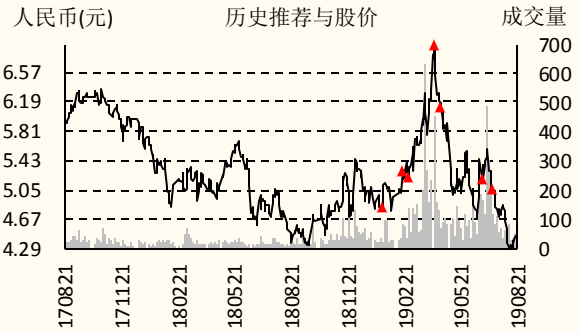
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-01-17	买入	4.90	N/A
2	2019-02-18	买入	5.06	N/A
3	2019-02-28	买入	5.40	N/A
4	2019-04-10	买入	6.81	N/A
5	2019-04-22	买入	6.24	N/A
6	2019-04-28	买入	5.94	N/A
7	2019-06-28	买入	5.38	N/A
8	2019-07-12	买入	5.02	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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