

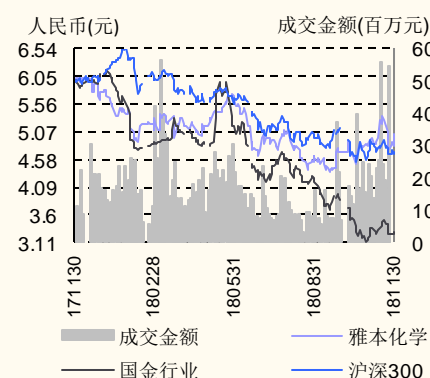
## 雅本化学 (300261.SZ) 买入 (上调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.04 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	760.67
总市值 (百万元)	4,855.08
年内股价最高最低 (元)	6.04/4.37
沪深 300 指数	3172.69



## 相关报告

1. 《公司迎来收获期, ROE 持续上升-雅本化学 2018 年三季度报点评》, 2018.10.20
2. 《各项业务全面推进, 三季度继续维持高速增长-《2018-09-0...》, 2018.9.9
3. 《单季度业绩历史新高, 再次确认公司经营拐点-雅本化学公司点评》, 2018.4.25
4. 《经营拐点显现, 未来成长可期-【国金化工】雅本化学年报点评: 经...》, 2018.4.22
5. 《行业复苏叠加产业转移 公司成长进入快车道-雅本化学公司研究》, 2018.2.18

黄梓灿 联系人  
huangzican@gjzq.com.cn

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

## 与富美实的合作进一步深入, 奠定中间体定制生产行业地位

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.030	0.114	0.170	0.281	0.385
每股净资产 (元)	1.88	2.98	3.16	3.50	3.99
每股经营性现金流 (元)	0.04	0.44	0.41	0.49	0.82
市盈率 (倍)	320.43	77.15	28.65	17.31	12.63
净利润增长率 (%)	-73.53%	351.52%	123.32%	65.51%	37.05%
净资产收益率 (%)	1.60%	3.83%	8.05%	12.03%	14.47%
总股本 (百万股)	536.97	642.21	963.31	963.31	963.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 2018 年 11 月 30 日, 雅本化学发布公告, 公司与全球第五大农化公司富美实签订产品长期定制生产服务协议。协议分为三期, 三年一期, 第一期协议金额约为人民币 35 亿, 协议时间为 2019 年至 2021。协议期内, 公司为富美实提供其专利产品高级中间体的生产定制, 双方共同致力于工厂的产能扩大, 工艺改进和技术革新。

## 事件分析

- 与农化巨头合作进一步深入, 奠定公司在中间体定制生产领域的地位: 公司营收主要来源是中间体定制生产, 客户的开拓和深入合作直接决定公司的业绩。此次签订协议的客户富美实, 2017 年 11 月通过对原杜邦农化大部分资产 (包括康宽) 的收购, 目前已成为全球第五大农化公司。整合后的一年里, 富美实在技术研发和品牌影响力都表现出强劲的增长势头。雅本化学与富美实的合作不断深入, 充分奠定了公司在中间体定制生产领域的地位。
- 农药中间体业务放量, 业绩有望保持高速增长: 此次与富美实的合作协议第一期金额约为 35 亿元, 均摊每年对应 11.67 亿元的营业收入。公司农药中间体定制业务的历史毛利率稳定在 33% 左右, 预计此次合作将为公司带来 2 亿/年的净利润贡献, 公司未来三年业绩仍将保持高速增长。
- 多项业务共同助推公司发展, 新产品未来可期: 2017 年公司通过收购原料药公司 ACL 和环保公司艾尔旺 51% 的股权, 切入了原料药和环保领域, 实现了多项业务共同助推公司发展。公司未来管道内新产品线丰富, 与 FMC、拜耳合作的新产品也将陆续上市, 有望进一步增厚公司业绩。

## 盈利与投资建议

- 公司在中间体定制生产领域继续加大布局, 与 FMC、拜耳等国际巨头的合作不断深入, 迎来了业绩的收获期。经过前几年的铺垫迎来收获期, 未来仍有部分储备产品, 我们认为公司作为国内定制中间体龙头企业未来几年将呈现快速增长态势, 预测 2018~2020 年 EPS 分别为 0.17、0.28、0.39 元。目前股价对应 PE 分别为 28.7/17.3/12.6 倍, 上调“买入”评级。

## 风险提示

- 协议落地执行不达预期; 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; 国内环保管控力度低于预期。

**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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>627</b>	<b>662</b>	<b>1,208</b>	<b>1,710</b>	<b>2,320</b>	<b>2,800</b>	货币资金	82	102	928	500	200	199
增长率		5.5%	82.6%	41.6%	35.7%	20.7%	应收账款	254	323	433	519	704	850
<b>主营业务成本</b>	<b>-416</b>	<b>-474</b>	<b>-890</b>	<b>-1,210</b>	<b>-1,625</b>	<b>-1,955</b>	存货	198	282	294	398	534	643
%销售收入	66.3%	71.7%	73.7%	70.7%	70.0%	69.8%	其他流动资产	54	67	49	44	59	70
<b>毛利</b>	<b>212</b>	<b>187</b>	<b>318</b>	<b>501</b>	<b>695</b>	<b>845</b>	流动资产	588	774	1,703	1,461	1,498	1,762
%销售收入	33.7%	28.3%	26.3%	29.3%	30.0%	30.2%	%总资产	37.3%	40.8%	53.5%	44.2%	42.2%	45.3%
营业税金及附加	-2	-6	-10	-9	-12	-14	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.4%	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	883	885	1,018	1,031	1,234	1,302
营业费用	-9	-12	-20	-26	-35	-42	%总资产	55.9%	46.7%	32.0%	31.2%	34.7%	33.4%
%销售收入	1.4%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	65	195	278	797	804	810
管理费用	-112	-139	-171	-239	-302	-336	非流动资产	991	1,122	1,481	1,846	2,055	2,131
%销售收入	17.8%	21.0%	14.2%	14.0%	13.0%	12.0%	%总资产	62.7%	59.2%	46.5%	55.8%	57.8%	54.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>89</b>	<b>31</b>	<b>118</b>	<b>227</b>	<b>347</b>	<b>453</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,579</b>	<b>1,895</b>	<b>3,184</b>	<b>3,307</b>	<b>3,552</b>	<b>3,893</b>
%销售收入	14.1%	4.7%	9.7%	13.3%	15.0%	16.2%	短期借款	403	432	587	447	238	0
财务费用	-10	-2	-34	-31	-28	-16	应付款项	294	363	482	664	892	1,072
%销售收入	1.7%	0.3%	2.8%	1.8%	1.2%	0.6%	其他流动负债	9	11	15	15	20	102
资产减值损失	-6	-13	-8	-5	-2	-1	流动负债	705	806	1,084	1,125	1,149	1,174
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	0	长期贷款	110	30	109	109	109	110
投资收益	1	-1	0	0	0	0	其他长期负债	7	8	38	0	0	0
%税前利润	1.4%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>823</b>	<b>844</b>	<b>1,232</b>	<b>1,234</b>	<b>1,258</b>	<b>1,285</b>
<b>营业利润</b>	<b>71</b>	<b>16</b>	<b>78</b>	<b>192</b>	<b>318</b>	<b>435</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>721</b>	<b>1,011</b>	<b>1,911</b>	<b>2,029</b>	<b>2,248</b>	<b>2,561</b>
营业利润率	11.3%	2.4%	6.4%	11.2%	13.7%	15.5%	少数股东权益	35	41	42	44	46	48
营业外收支	1	3	0	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,579</b>	<b>1,895</b>	<b>3,184</b>	<b>3,307</b>	<b>3,552</b>	<b>3,893</b>
<b>税前利润</b>	<b>72</b>	<b>18</b>	<b>78</b>	<b>195</b>	<b>321</b>	<b>438</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	11.5%	2.8%	6.4%	11.4%	13.8%	15.7%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-9	2	-3	-29	-48	-66	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.1%	-8.9%	4.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.156	0.030	0.114	0.170	0.281	0.385
<b>净利润</b>	<b>63</b>	<b>20</b>	<b>74</b>	<b>165</b>	<b>272</b>	<b>373</b>	每股净资产	1.837	1.883	2.975	3.160	3.501	3.988
少数股东损益	1	4	1	2	2	2	每股经营现金净流	0.175	0.037	0.441	0.409	0.490	0.816
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>61</b>	<b>16</b>	<b>73</b>	<b>163</b>	<b>270</b>	<b>371</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.070	0.080	0.090
净利率	9.8%	2.4%	6.1%	9.6%	11.7%	13.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	8.50%	1.60%	3.83%	8.05%	12.03%	14.47%
							总资产收益率	3.88%	0.85%	2.30%	4.94%	7.61%	9.52%
							投入资本收益率	6.04%	2.21%	4.20%	7.34%	11.17%	14.16%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	19.21%	5.49%	82.57%	41.58%	35.67%	20.69%
							EBIT增长率	24.27%	-65.17%	280.68%	92.97%	52.93%	30.55%
							净利润增长率	21.20%	-73.53%	351.52%	123.32%	65.51%	37.05%
							总资产增长率	20.31%	20.06%	68.00%	3.87%	7.40%	9.61%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	113.7	145.3	103.2	100.0	100.0	100.0
							存货周转天数	153.8	184.7	118.1	120.0	120.0	120.0
							应付账款周转天数	160.1	159.3	96.6	102.0	102.0	102.0
							固定资产周转天数	459.3	447.8	277.7	196.8	173.9	151.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	57.05%	34.22%	-11.87%	2.71%	6.40%	-3.39%
							EBIT利息保障倍数	8.5	14.1	3.5	7.4	12.5	27.8
							资产负债率	52.11%	44.51%	38.68%	37.32%	35.42%	32.99%

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	0	2	3	5
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	1.00	1.00	1.00

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	2018-03-18	增持	7.97	11.00~12.00
2	2018-04-22	增持	7.67	N/A
3	2018-04-25	增持	7.71	N/A
4	2018-09-09	增持	4.53	N/A
5	2018-10-29	增持	4.86	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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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