

强烈推荐-A (维持)

雅本化学 300261.SZ

目标估值: 7.2 元  
 当前股价: 5.02 元  
 2019 年 07 月 11 日

中报预告微盈利, 复产及垃圾分类带来下半年高速增长

基础数据

上证综指	2918
总股本 (万股)	96331
已上市流通股 (万股)	92858
总市值 (亿元)	48
流通市值 (亿元)	47
每股净资产 (MRQ)	2.1
ROE (TTM)	8.5
资产负债率	40.4%
主要股东	阿拉山口市雅本创业
主要股东持股比例	31.12%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《雅本化学 (300261) 一控股餐厨垃圾处置隐形龙头, 受益垃圾分类后端处置市场开启》2019-06-21
- 2、《雅本化学 (300261) 一农药中间体大幅回暖, 海外收购意义深远》2017-08-23
- 3、《雅本化学 (300261) 一农药中间体回暖, 海外并购助飞业绩成长》2017-07-24

朱纯阳

010-57601855  
 zhucy3@cmschina.com.cn  
 S1090515060001

周铮

010-57601786  
 zhouzheng3@cmschina.com.cn  
 S1090515120001

研究助理

宋盈盈  
 songyingying@cmschina.com.cn

事件:

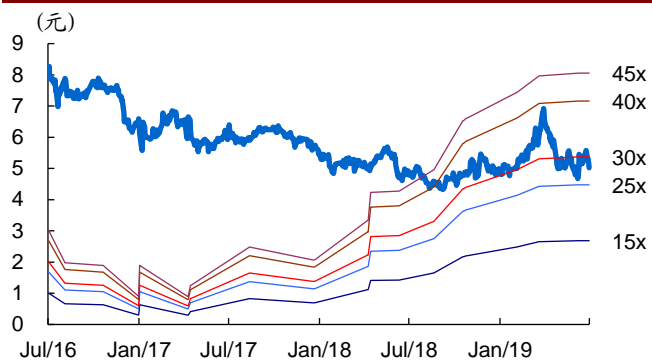
7 月 11 日, 公司发布半年度业绩预告公告, 2019 年上半年公司预计实现归属股东净利润 0-1500 万元, 同比下降 80.38%-100%, 其中非经常性损益-3000 万元, 即: 实现归属扣除非经常性损益的净利润为 3000-4500 万元, 同比下降 41.15%-60.76%。(公司 2018 年扣非归母净利润同比增长 75%, 2019 年 1 季度增长 32%)

点评:

- 子公司停产对二季度业绩影响较大, 6 月末已复产, 下半年业绩将持续发力。2019 年 2 月 26 日, 公司子公司南通雅本化学有限公司废水处理区域发生安全事故, 子公司的两个外包项目承包商在工厂废水处理区域施工作业时因涉嫌违规操作引发安全事故。出于配合调查的需要, 2019 年 4 月 10 日, 公司发布停产公告, 宣布南通雅本暂时停产, 实际停产起始时间为 3 月 18 日。6 月 27 日, 公司发布复产公告, 子公司南通雅本已恢复生产。停产期间, 公司将原定下半年的年度检修时间提前, 进行设备检修和维护, 通过合理调配产能, 最大限度地减轻了停产对公司业绩的影响。南通雅本主要从事农医药中间体生产与销售, 2018 年营业收入 10.13 亿元, 占公司总收入 56%, 停产对二季度业绩影响较大, 导致中报微利。复产后公司生产效率有望进一步提高, 下半年业绩有望恢复高速增长。
- 控股餐厨垃圾隐形龙头, 垃圾分类市场启动将带来新的业绩增长点。公司控股 51% 的艾尔旺主要从事有机固废处置, 主要涵盖: 餐厨垃圾、市政污泥、厨余垃圾、畜禽粪污、工农业有机废弃物等各类有机固废无害化、资源化处置, 并拥有以 AAe 厌氧消化制气为核心的多项技术, 获得专利约 40 项, 是餐厨垃圾处理行业的隐形龙头。根据调研数据, 我国已建成餐厨垃圾处理项目约 120 个, 项目平均规模约为 100-200 吨/日处理能力, 因此现有餐厨垃圾处理市场总规模约为 20000 吨/日。截至目前, 艾尔旺公司建造的餐厨垃圾厌氧消化处理项目规模合计约为 3533 吨/日 (按照综合垃圾处理类项目中餐厨部分占比为 50%测算), 占全国餐厨垃圾处理市场份额约为 17%。2018 年, 艾尔旺营业收入 12,651.78 万元, 净利润 4230 万元, 已是仅次于维尔利的餐厨垃圾处理细分行业龙头企业。垃圾分类全国渗透势在必行, 餐厨垃圾处置作为终端重要环节, 市场需求大幅提高, 为公司带来了新的业绩弹性。
- 雅本化学农医药化工品业务发展稳健, 子公司南通雅本已恢复生产。控股子公司艾尔旺作为餐厨垃圾处理龙头, 在垃圾分类实施后, 餐厨垃圾市场打开, 其订单和业绩将具备更大弹性。公司长期发展向好, 我们预测 2019-2021 年 EPS 分别为 0.18/0.30/0.39, 目前股价对应 PE 分别为 27.9/16.8/12.9 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 垃圾分类推进不及预期风险; 化工业务安全生产的风险; 原材料价格波动风险;

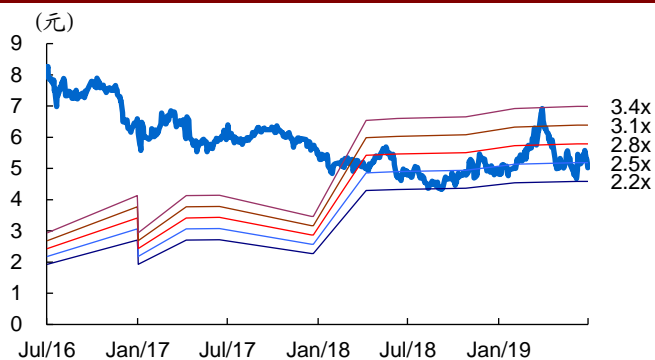
XIE

图 1: 雅本化学历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 雅本化学历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1703	1629	1344	2012	2529
现金	928	595	185	287	345
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	7	8	12	15
应收款项	389	505	560	836	1061
其它应收款	39	32	37	55	70
存货	294	304	340	503	635
其他	49	186	214	318	403
<b>非流动资产</b>	1481	2005	2082	2151	2213
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	919	1023	1121	1208	1287
无形资产	61	190	171	154	138
其他	501	792	790	789	787
<b>资产总计</b>	<b>3184</b>	<b>3634</b>	<b>3426</b>	<b>4162</b>	<b>4742</b>
<b>流动负债</b>	1084	1337	1411	1870	2103
短期借款	553	793	831	1043	1075
应付账款	253	178	205	302	382
预收账款	3	26	30	45	56
其他	275	339	346	480	590
<b>长期负债</b>	148	219	219	219	219
长期借款	109	140	140	140	140
其他	38	79	79	79	79
<b>负债合计</b>	<b>1232</b>	<b>1556</b>	<b>1631</b>	<b>2089</b>	<b>2322</b>
股本	642	963	963	963	963
资本公积金	1003	675	675	675	675
留存收益	265	348	40	275	566
少数股东权益	42	92	117	160	216
归属于母公司所有者权益	1911	1987	1678	1914	2204
<b>负债及权益合计</b>	<b>3184</b>	<b>3635</b>	<b>3426</b>	<b>4163</b>	<b>4742</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	285	308	299	180	352
净利润	73	161	173	288	376
折旧摊销	93	115	127	134	142
财务费用	25	26	31	34	36
投资收益	0	(6)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	101	(4)	(61)	(334)	(270)
其它	(7)	16	30	59	69
<b>投资活动现金流</b>	(492)	(741)	(204)	(204)	(204)
资本支出	(172)	(311)	(205)	(205)	(205)
其他投资	(321)	(429)	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	1009	(81)	(505)	126	(90)
借款变动	463	223	8	212	32
普通股增加	105	321	0	0	0
资本公积增加	742	(328)	0	0	0
股利分配	(268)	(321)	(482)	(52)	(86)
其他	(34)	24	(31)	(34)	(36)
<b>现金净增加额</b>	<b>801</b>	<b>(514)</b>	<b>(410)</b>	<b>102</b>	<b>57</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1208	1806	2080	3107	3939
营业成本	890	1291	1483	2190	2769
营业税金及附加	10	10	12	17	22
营业费用	20	37	43	64	81
管理费用	171	247	285	425	539
财务费用	34	11	31	34	36
资产减值损失	8	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	(4)	(4)	(4)	(4)
投资收益	2	31	5	5	5
<b>营业利润</b>	78	223	228	378	494
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	17	3	3	3
<b>利润总额</b>	77	206	225	375	491
所得税	3	21	27	45	59
<b>净利润</b>	74	184	199	330	432
少数股东损益	1	24	26	43	56
<b>归属于母公司净利润</b>	73	161	173	288	376
<b>EPS (元)</b>	0.11	0.17	0.18	0.30	0.39

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	83%	49%	15%	49%	27%
营业利润	397%	188%	2%	66%	31%
净利润	350%	120%	8%	66%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.3%	28.5%	28.7%	29.5%	29.7%
净利率	6.0%	8.9%	8.3%	9.3%	9.6%
ROE	3.8%	8.1%	10.3%	15.0%	17.1%
ROIC	4.0%	6.8%	8.2%	11.1%	12.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.7%	42.8%	47.6%	50.2%	49.0%
净负债比率	21.9%	26.5%	28.3%	28.4%	25.6%
流动比率	1.6	1.2	1.0	1.1	1.2
速动比率	1.3	1.0	0.7	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	3.1	4.3	4.6	5.2	4.9
应收帐款周转率	3.5	4.0	3.9	4.4	4.2
应付帐款周转率	3.8	6.0	7.7	8.6	8.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.11	0.17	0.18	0.30	0.39
每股经营现金	0.44	0.32	0.31	0.19	0.37
每股净资产	2.97	2.06	1.74	1.99	2.29
每股股利	0.50	0.50	0.05	0.09	0.12
<b>估值比率</b>					
PE	44.2	30.1	27.9	16.8	12.9
PB	1.7	2.4	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	3.9	2.3	2.0	1.4	1.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱纯阳：**中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

**张晨：**清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

**谢笑妍：**美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

**陈东飞：**美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**宋盈盈：**清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**团队荣誉：**《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。