

2020年08月25日

公司研究

评级：买入（维持）

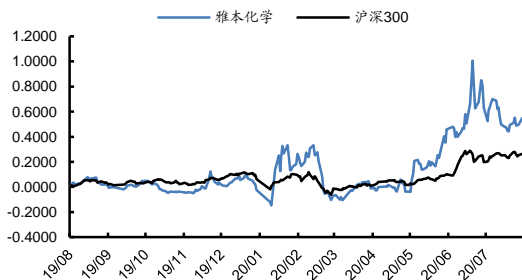
研究所

证券分析师：卢昊 S0350520050003
luh@ghzq.com.cn
021-60338172
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn
021-61981318
联系人：袁帅 S0350120060022
021-60338116 yuans@ghzq.com.cn

江苏基地复产业绩高增长，关注 NMN 等新产品布局

——雅本化学（300261）2020年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
雅本化学	-4.9	61.1	51.0
沪深 300	5.6	24.2	24.5

市场数据 2020-08-24

当前价格（元）	6.53
52 周价格区间（元）	3.34 - 8.46
总市值（百万）	6290.41
流通市值（百万）	6088.29
总股本（万股）	96330.95
流通股（万股）	93235.71
日均成交额（百万）	164.84
近一月换手（%）	89.03

相关报告

《雅本化学（300261）2019 年年报及 2020 年 1 季报点评：业绩符合预期，盈利拐点已到》——2020-04-28

《雅本化学（300261）事件点评：海外子公司介入工业大麻（CBD）医用市场，产业价值链视角下战略价值凸显》——2019-12-22

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

8 月 24 日，雅本化学发布 2020 年中报：上半年实现营业收入 9.26 亿元，同比+33.99%，实现归母净利润 9060.0 万元，同比+1225.25%，扣非净利润 1.09 亿元，同比+162.84%；其中 2 季度实现营收 4.6 亿元，同比+123.21%，实现归母净利润 3392.2 万元，同比+181.14%，扣非净利润 4748.7 万元，同比+656.85%。

分产品看，农药中间体实现营收 7.36 亿元，同比+68.91%，毛利率 28.98%，同比增加 0.38 个 pct；医药中间体 1.43 亿元，同比+0.33%，毛利率 20.34%，同比减少 2.05 个 pct。

投资要点：

- **南通、滨海子公司先后复产，业绩有望持续修复。**上半年公司南通工厂生产正常有序，2 季度因安全整改停产 1 个多月，提前完成 3 季度检修工作。滨海基地于 8 月 19 日获得地方政府复产批准，年产 200 吨多效唑原药、5000 吨氯代特戊酰氯项目及相关配套设施逐步恢复生产。公司 2019 年开始布局江苏以外生产基地，目前已初见成效。自 3 月中下旬复工以来，湖北襄阳基地和辽宁阜新基地新产品生产线也已开工建设。此外，马耳他基地克服欧洲疫情影响，经营正常，CBD 生产线也在推进中。预计随着子公司复产和新基地项目推进，下半年会延续良好的业绩表现。
- **布局生物医药板块，大力发展 NMN 产品。**NMN 全称为 β -烟酰胺单核苷酸，是人体中合成 NAD⁺（辅酶 I）的前体，由于 NAD⁺在细胞中是几百种重要代谢酶的辅酶，并作为信号分子参与许多重要细胞过程，与能量代谢、糖酵解、DNA 复制等活动都息息相关，而 NMN 可以提高体内 NAD⁺水平，被认为是一种具有抗衰老功能的保健品。与其他产品相比，NMN 产品提升 NAD⁺具有无毒副作用、转化高效等优点。

在经济增长和人口老龄化背景下，市场空间广阔。当前 NMN 市场主要被日本新兴和公司、美国 Herbalmax 公司和中国香港基因港公司三家企业垄断。公司依托较强的生物酶技术，大力推进 NMN 产业化，

目前已完成小试规模和中试规模生产工艺开发和验证,未来将在上虞基地实现规模化生产。公司在美国新设控股子公司 ABINOPHARM,INC., 主要负责公司 CDMO 业务、生物医药类和膳食添加剂产品在全球市场布局。

- **股票回购, 彰显管理层对未来发展信心。** 报告期内公司集中竞价回购公司股份 862.4 万股, 占公司总股本的比例 0.90%, 成交金额 3497.6 万元。公司股份回购拟用于实施员工持股计划或股权激励计划, 完善公司长效激励机制, 提高团队凝聚力和竞争力, 推动公司长期稳定的发展。
- **多领域布局投资, 盈利增长点众多。** 公司南通投资 4 个亿新增生产线, 预计 2021 年 7 月投产; 滨海基地投资 8000 万, 预计 2021 年 5 月投产, 太仓基地技改投资 8000 万; 2019 年 10 月公司发布公告, 拟投资 12.5 亿元在浙江上虞建设酶制、绿色研究院项目、年产 500 吨左乙拉西坦等原料药项目。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。2019 年 12 月, 计划在欧洲成立合资子公司, 介入大麻二酚(CBD)等管制药品行业。
- **盈利预测和投资评级: 维持买入评级。** 公司为众多国际农化和医药公司做定制加工, 技术优势显著, 子公司复产后盈利有较高保障, 随着 2020 年公司业绩逐步改善, 预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.24、0.37 和 0.43 元/股, 对应市盈率分别为 27.05、17.66 和 15.25 倍。**维持“买入”评级。**
- **风险提示:** 1) 疫情影响 CBD 产能投放不及预期; 2) 生产中的安全环保风险; 3) 客户订单需求不及预期; 4) 建设项目进度不及预期。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1664	2125	2683	3182
增长率(%)	-7.8%	27.7%	26.2%	18.6%
归母净利润(百万元)	82	233	356	413
增长率(%)	-49%	185%	53%	16%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.24	0.37	0.43
ROE(%)	3.93%	10.17%	13.85%	14.22%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：雅本化学盈利预测表

证券代码：	300261		股票价格：	6.53	投资评级：	买入	日期：	2020/8/24	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	4%	10%	14%	14%	EPS	0.08	0.24	0.37	0.43
毛利率	29%	28%	29%	29%	BVPS	2.05	2.26	2.56	2.90
期间费率	12%	10%	10%	10%	估值				
销售净利率	5%	11%	13%	13%	P/E	77.05	27.05	17.66	15.25
成长能力					P/B	3.19	2.88	2.55	2.25
收入增长率	-8%	28%	26%	19%	P/S	3.78	2.96	2.34	1.98
利润增长率	-49%	185%	53%	16%					
营运能力					利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.47	0.55	0.63	0.63	营业收入	1664	2125	2683	3182
应收账款周转率	2.46	2.46	2.46	2.46	营业成本	1183	1540	1896	2265
存货周转率	3.71	3.71	3.71	3.71	营业税金及附加	11	13	16	19
偿债能力					销售费用	26	30	35	38
资产负债率	42%	40%	40%	43%	管理费用	128	149	188	223
流动比	1.14	1.18	1.28	1.50	财务费用	39	29	29	45
速动比	0.91	0.89	0.95	1.14	其他费用/(-收入)	21	0	0	0
资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	171	253	396	458
现金及现金等价物	370	238	204	446	营业外净收支	(58)	0	0	0
应收款项	676	863	1090	1292	利润总额	113	253	396	458
存货净额	319	418	515	615	所得税费用	8	20	40	46
其他流动资产	193	227	267	304	净利润	105	233	356	413
流动资产合计	1557	1675	2006	2587	少数股东损益	23	0	0	0
固定资产	1040	1053	1066	1177	归属于母公司净利润	82	233	356	413
在建工程	103	203	303	403					
无形资产及其他	181	191	182	173	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
长期股权投资	2	20	20	20	经营活动现金流	94	70	249	334
资产总计	3579	3842	4277	5060	净利润	105	233	356	413
短期借款	776	776	776	776	少数股东权益	23	0	0	0
应付款项	471	491	604	722	折旧摊销	120	105	107	107
预收帐款	12	16	20	24	公允价值变动	9	0	0	0
其他流动负债	107	137	169	202	营运资金变动	(163)	(267)	(214)	(186)
流动负债合计	1366	1420	1570	1723	投资活动现金流	(84)	(239)	(219)	(318)
长期借款及应付债券	61	61	61	361	资本支出	(28)	(218)	(219)	(318)
其他长期负债	74	74	74	74	长期投资	(2)	(18)	0	0
长期负债合计	135	135	135	435	其他	(55)	(3)	0	0
负债合计	1501	1555	1705	2158	筹资活动现金流	(96)	(23)	(71)	217
股本	963	963	963	963	债务融资	(96)	0	0	300
股东权益	2078	2287	2572	2902	权益融资	0	0	0	0
负债和股东权益总计	3579	3842	4277	5060	其它	0	(23)	(71)	(83)
					现金净增加额	(86)	(192)	(42)	233

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工新材料组介绍】

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，3年化工行业研究经验，化工新材料组组长，覆盖基础化工和新材料板块。

代鹏举，上海交通大学硕士，12年证券行业从业经历，目前负责化工行业研究。

袁帅，Texas A&M 大学化工博士，哥伦比亚大学化工硕士，在 ACS applied materials & interfaces 等期刊发表论文十余篇，担任过多个 SCI 收录期刊审稿人，2020年加入国海证券。

【分析师承诺】

代鹏举、卢昊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。