

2020年04月28日

公司研究

评级：买入（维持）

## 业绩符合预期，盈利拐点已到

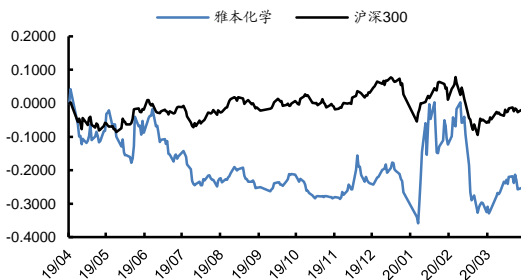
### ——雅本化学（300261）2019年年报及2020年1

### 季报点评

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：卢昊 S0350118050025  
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
雅本化学	6.3	1.7	-27.9
沪深300	3.0	-4.5	-1.7

#### 市场数据

数据项	2020-04-27
当前价格（元）	4.19
52周价格区间（元）	3.34 - 6.06
总市值（百万）	4036.27
流通市值（百万）	3906.58
总股本（万股）	96330.95
流通股（万股）	93235.71
日均成交额（百万）	75.70
近一月换手（%）	43.83

#### 相关报告

《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：

4月27日，雅本化学发布2019年年报及2020年1季报：

2019年，公司实现营业收入16.64亿元，同比-7.82%，实现归母净利润0.82亿元，同比-49.17%，扣非后净利润1.15亿元，同比-27.13%。2020年1季度，公司实现营业收入4.7亿元，同比-3.45%，实现归母净利润0.57亿元，同比+16.53%，扣非后归母净利润0.62亿元，同比+23.62%。

#### 投资要点：

- **南通工厂恢复生产，业绩低点已过，2020年大概率否极泰来。**公司受321事件影响，2019年南通和滨海子公司停产，业绩出现下滑。截止2020年1季度，公司的南通工厂已经完全恢复生产，即便在疫情期间，生产也正常有序，有利保障BPP等海外大订单的执行。滨海子公司建农虽然依然未复工，但公司最糟糕的时候已经过去，2020年业绩大概率是业绩拐点之年。
- **疫情对需求影响有限，与国际巨头长期合作，订单有保障。**公司主营农药和医药中间体，需求端受全球疫情影响较小。农药中间体领域，公司与富美实、拜耳、科迪华等农化巨头合作，医药中间体领域，公司不断拓展新客户，陆续与罗氏制药、诺华制药、第一三共制药、梯瓦制药、帝斯曼、赢创、柏林化学股份公司等国际医药企业合作。2018年11月，公司与全球第五大农化巨头签订长期定制BPP生产服务协议。本合同分为三期（3年一期），第一期时间为2019年1月1日至2021年12月31日，每一期完成阶段性成果和达成双方认可的目标后将自动续展下一期。第一期合同金额约为人民币35亿元以上。
- **多个领域布局投资，盈利增长点众多。**公司南通投资4个亿新增生产线，预计2020年7月投产；滨海基地投资8000万，预计2020年5月投产，太仓基地技改投资8000万；2019年10月公司公告，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,我们认为 2020 年是工业的业绩拐点,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 17.36、11.33 和 9.78 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) 盐城子公司复产不及预期; 3) 生产中的安全环保风险; 4) 客户订单需求不及预期; 5) 建设项目进度不及预期; 6) 高额投资下的现金流风险。

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：	4.19	投资评级：	买入	日期：	2020/4/27	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
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%	<b>估值</b>				
销售净利率	5%	11%	13%	13%	P/E	49.44	17.36	11.33	9.78
<b>成长能力</b>					P/B	2.05	1.85	1.64	1.44
收入增长率	-8%	28%	26%	19%	P/S	2.43	1.90	1.50	1.27
利润增长率	-49%	185%	53%	16%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
总资产周转率	0.47	0.55	0.63	0.63	<b>营业收入</b>	<b>1664</b>	<b>2125</b>	<b>2683</b>	<b>3182</b>
应收账款周转率	2.56	2.56	2.56	2.56	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
<b>偿债能力</b>					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	1.25	1.34	1.56	财务费用	39	29	29	45
速动比	0.91	0.96	1.02	1.20	其他费用/(-收入)	21	0	0	0
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>营业利润</b>	<b>171</b>	<b>253</b>	<b>396</b>	<b>458</b>
现金及现金等价物	370	341	307	549	营业外净收支	(58)	0	0	0
应收款项	649	829	1047	1241	<b>利润总额</b>	<b>113</b>	<b>253</b>	<b>396</b>	<b>458</b>
存货净额	319	418	515	615	所得税费用	8	20	40	46
其他流动资产	219	261	311	355	<b>净利润</b>	<b>105</b>	<b>233</b>	<b>356</b>	<b>413</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>1557</b>	<b>1778</b>	<b>2108</b>	<b>2690</b>	少数股东损益	23	0	0	0
固定资产	1040	1053	1066	1177	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>82</b>	<b>233</b>	<b>356</b>	<b>413</b>
在建工程	0	100	200	300	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
无形资产及其他	181	191	182	173	<b>经营活动现金流</b>	<b>94</b>	<b>70</b>	<b>249</b>	<b>334</b>
长期股权投资	2	20	20	20	净利润	105	233	356	413
<b>资产总计</b>	<b>3579</b>	<b>3842</b>	<b>4277</b>	<b>5060</b>	少数股东权益	23	0	0	0
短期借款	776	776	776	776	折旧摊销	120	105	107	107
应付款项	471	491	604	722	公允价值变动	9	0	0	0
预收帐款	12	16	20	24	营运资金变动	(163)	(267)	(214)	(186)
其他流动负债	107	137	169	202	<b>投资活动现金流</b>	<b>(84)</b>	<b>(137)</b>	<b>(219)</b>	<b>(318)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1366</b>	<b>1420</b>	<b>1570</b>	<b>1723</b>	资本支出	75	(218)	(219)	(318)
长期借款及应付债券	61	61	61	361	长期投资	(2)	(18)	0	0
其他长期负债	74	74	74	74	其他	(157)	99	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>435</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(96)</b>	<b>(23)</b>	<b>(71)</b>	<b>217</b>
<b>负债合计</b>	<b>1501</b>	<b>1555</b>	<b>1705</b>	<b>2158</b>	债务融资	(96)	0	0	300
股本	963	963	963	963	权益融资	0	0	0	0
股东权益	2078	2287	2572	2902	其它	0	(23)	(71)	(83)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3579</b>	<b>3842</b>	<b>4277</b>	<b>5060</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(86)</b>	<b>(90)</b>	<b>(42)</b>	<b>233</b>

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

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，2年化工行业研究经验

## 【分析师承诺】

代鹏举，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。