

雅本化学(300261)

研究员: 熊杰 执业证书编号: S0570510120035

☎ 025-83290889 ✉ jet_x@sohu.com

 <http://t.zhangle.com/4079>

高端农药、医药中间体定制生产商

发行基本资料

化学制品 II

发行股数(万)	2270
发行后总股本(万)	9070
发行方式	网上+网下
发行日期	2011-08.26
保荐机构	东方证券

发行前财务数据

每股收益(元)	0.58
每股净资产(元)	1.94
总资产(百万元)	190.98
资产负债率(%)	37.8%
净资产收益率(%)	16.1%
每股经营性现金流(元)	0.37

投资要点:

公司合理价格区间(元): 20.52-23.87

◆ 雅本化学主要从事农药和医药中间体的研发、生产和销售, 主要产品分为两大系列四大类, 即农药中间体系列包括杀虫剂和除草剂中间体, 医药中间体系列包括抗肿瘤药和抗癫痫药中间体。

◆ 定制生产是公司的主要特色。雅本化学 2010 年销售收入中定制生产产品占 81%, 毛利贡献更是达到 86%, 这体现出公司的定制生产毛利率反而高出自产自销毛利水平的特色。目前公司的主要客户是杜邦和梯瓦, 其中杜邦公司的销售收入占公司销售收入的 70% 以上。但与定制生产的高毛利相伴的是公司存在一定的客户依赖风险。

◆ 公司此次拟募集 2.16 亿元用于年产 217 吨农药和医药中间体项目, 其中 200 吨/年的 BPP 是与杜邦定制生产的高级农药中间体, 项目达产后公司 BPP 产能将达到 350 吨/年; 通过募投的医药中间体项目, 公司加强与现有国际医药公司如罗氏、梯瓦的合作关系的同时, 积极拓展新客户领域。

◆ 根据预测, 雅本化学 2011-2013 年摊薄 EPS 分别为 0.54、0.83、1.01 元。随着公司产能扩张加速, 业绩将进入快速成长期, 我们选取联化科技、永太科技、九九久等可比上市公司进行比较, 2011-2012 年平均动态市盈率为 38 倍和 25 倍, 我们认为给予雅本化学 2012 年 25 倍动态市盈率较为合理, 公司上市后合理价值区间为 20.52-23.87 元。

主要经营指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿)	1.84	2.07	3.27	4.73
收入增长率(%)	12.62	12.51	57.54	44.97
净利润(百万)	39.67	48.71	74.79	91.78
净利润增长率(%)	53.45	22.80	53.55	22.71
EPS(元)(摊薄后)	0.44	0.54	0.82	1.01

公司简介

雅本化学主要从事农药和医药中间体的研发、生产和销售，按照下游应用领域划分，公司主要产品分为两大系列四大类，即农药中间体系列包括杀虫剂和除草剂中间体，医药中间体系列包括抗肿瘤药和抗癫痫药中间体。公司拥有行业内领先的研发平台，主要产品在技术和成本上处于国内领先水平，目前公司已成为杜邦、罗氏、梯瓦等国际农药、医药巨头的重要合作伙伴。2010 年收入和毛利结构中，公司农药中间体业务占比都约为 75%。

股本结构

公司控股股东为雅本投资，持有公司股份 4752 万股，占本次发行前总股本的 69.88%，本次公开发行后雅本投资的持股比例达到总股本的 52.39%。蔡彤、王惠丰、毛海峰、王卓颖、马立凡、汪新芽六位作为一致行动人是公司的实际控制人，合计通过其控制的公司间接持有 4631 万股公司股份，本次发行后占总股本的 51.06%。发行后公司总股本为 9070 万股，流通 A 股 2270 万股，占总股本的 25%。

图表 1：公司发行前后股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例（%）
雅本投资	4752.17	69.88%	4752.17	52.39%
大盈投资	1027.83	15.12%	1027.83	11.33%
张宇鑫	680.00	10.00%	680.00	7.50%
鲲鹏投资	340.00	5.00%	340.00	3.75%
社会公众股	0.00	0.00%	2270.00	25.03%
合计	6800.00	100.00%	9070.00	100.00%

资料来源：招股说明书

行业与公司分析

在九十年代以来的全球精细化工业发展大潮中，农药和医药中间体成为主要热点，全球精细化学品市场份额已经超过 5000 亿美元，而农药和医药中间体分别占前两位，合计占比已经达到 30% 以上。随着全球化分工的日趋深入，发达国家医药及农业公司越来越注重于加强其核心竞争力——产品研发和市场开拓，而加快把中间体和原药合成转移到成本较低的发展中国家。这些发展中国家特别是中国，相对于发达国家具有显著的成本优势。与此同时，我国对于化工中间体行业的发展重视度在不断提高，持续加大对中间体行业的技术进步和创新投入，对关键医药、农药中间体生产技术的引进吸收和自主开发实施扶持政策。国家产业政策的大力支持，将为医药、农药中间体行业的发展提供强大的助力。

正是由于国际农药、医药中间体产业链的分工不断细化，大型跨国公司一般会在全球范围内择少数供应商，而这些供应商的产品也属于相对高端的中间体产品。经过多年发展，我国已经形成较为完善的医药和农药中间体产业集群，主要分布于山东、江苏、浙江和上海地区，形成了一批具有一定研发和制造能力的高级中间体厂商，广泛参与到全球产业链的竞争之中，在部分中间体产品中具有较强的竞争实力。该些

企业作为公司现有产品以及未来新产品的潜在竞争对手，随着未来中间体产业发展持续深入，行业逐渐向优势厂商集中，他们中将有可能会产生公司的竞争对手。目前，国内医药、农药中间体行业中，实力较强的企业有联化科技、江苏九九久、天马精化、江苏华瑞和江苏海翔化工。

公司主要产品分为农药中间体和医药中间体两大类。2010 年公司的农药中间体和医药中间体产量分别为 412 吨和 91 吨，产能利用率分别在 90%和 70%左右，农药中间体产能已经略显不足，年产 200 吨 BPP 的募投项目有助于缓解产能不足的状况。而为了应对罗氏抗肿瘤药的大量生产，争取罗氏的业务订单，公司未雨绸缪，提前扩充相应中间体产能，将进一步优化公司的产品结构。

定制生产是公司的主要特色。定制生产是近些年由于国际分工而产生的一种新的合作模式，即跨国公司通过合同形式将生产链中的一个或多个产品委托给更具比较优势的企业去生产，接受委托厂家按客户产品标准进行生产，最终把产品销售给委托客户。雅本化学 2010 年销售收入中定制生产产品占 81%，毛利贡献更是达到 86%，这体现出公司的定制生产毛利率反而高出自产自销毛利水平的特色。目前公司的主要客户是杜邦和梯瓦，其中杜邦公司的销售收入占公司销售收入的 70%以上，与定制生产的高毛利相伴的是公司存在一定的客户依赖风险。

募投项目分析

公司此次拟募集 2.16 亿元用于年产 217 吨农药和医药中间体项目，其中 200 吨/年的 BPP 是与杜邦定制生产的高级农药中间体，项目达产后公司 BPP 产能将达到 350 吨/年；通过募投的医药中间体项目，公司加强与现有国际医药公司如罗氏、梯瓦的合作关系的同时，积极拓展新客户领域。

图表 2：公司发行前后股权结构

序号	项目	建设期	项目总投资/万元
1	年产 200 吨 BPP 及 17 吨医药中间体建设项目	12 个月	21598.61
2	其他与主营业务相关的营运资金		
合计			21598.61

资料来源：招股说明书

盈利预测与估值

假设条件：

- 1、公司募投项目 2011 年内完成 70%，2012 年全部建成。根据公司分四年达产的规划，2011 年-2013 年产能利用率分别为 30%、50%和 80%；
- 2、公司未来三年保持高新技术企业 15%的税率。

根据预测，雅本化学 2011-2013 年摊薄 EPS 分别为 0.54、0.83、1.01 元。随着公司产能扩张加速，业绩将进入快速成长期，我们选取联化科技、永太科技、九九久等可比上市公司进行比较，2011-2012 年平均动态市盈率为 38 倍和 25 倍，我们认为给予雅本化学 2012 年 25 倍动态市盈率较为合理，公司上市后合理价值区间为 20.52-23.87 元。

图表 3: 公司盈利预测表

单位: 万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	18425.74	20731.01	32659.63	47346.67
营业成本	11159.60	13294.80	21088.33	31627.58
营业税金及附加	87.05	49.88	91.22	141.38
营业费用	345.91	391.97	620.29	896.16
管理费用	1876.47	1511.36	2533.82	3790.85
财务费用	488.36	-250.16	-603.21	48.75
资产减值损失	-2.86	67.43	65.39	54.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4471.21	5665.73	8863.80	10787.27
营业外收入	126.54	84.39	93.57	96.01
营业外支出	0.20	3.52	3.17	2.79
利润总额	4597.56	5746.61	8954.20	10880.49
所得税	630.86	875.55	1470.03	1694.55
净利润	3966.70	4871.06	7484.17	9185.94
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	3966.70	4871.06	7484.17	9185.94
EBITDA	4959.57	6035.10	9514.75	12907.50
EPS (元)	0.58	0.54	0.83	1.01
EPS (元, 摊薄)	0.44	0.54	0.83	1.01

资料来源: 华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。