

定制生产模式打开公司成长空间

—雅本化学调研报告

民生精品---调研报告/化工行业

2011 年 11 月 15 日

一、事件概述

我们与 11 月 14 日对雅本化学进行了调研。公司产品可划分为两大系列四大类，即农药中间体系列（含杀虫剂中间体和除草剂中间体）和医药中间体系列（含抗肿瘤药中间体和抗癫痫药中间体）。公司主要为全球知名化学及制药公司定制生产。

二、分析与判断

➤ 雅本化学打开与杜邦公司的合作空间

公司主要为杜邦公司专利杀虫剂产品“氯虫苯甲酰胺(康宽)”定制生产原料 CHP 和 BPP（产业链：CHP-BPP-康宽）。康宽 2008 年全球同步上市，2009-2011 年全球销售额分别是 2 亿美元、4 亿美元和 5 亿美元（预测值），未来全球需求处于成长期。随着其在全球的热销，杜邦已计划产能增加一倍。公司将匹配客户需求，募投扩建 200 吨产能（现有 150 吨）。建成后将形成 1.7 亿元营收和约 0.4 亿元的净利润，增厚 EPS0.44 元。目前康宽还有长达十年的专利期保护，雅本化学募投项目对收入和利润都有保障。

杜邦对生命科学的重视程度日益增加，雅本化学作为其战略合作伙伴，会伴随杜邦公司生命科学的业务发展而快速发展。

➤ 募投医药中间体项目打开公司未来成长空间

公司募投项目预计在 2012 年 10 月建成试车，期望在 2013 年全部达产。

抗肿瘤药、心血管药、抗病毒药和神经中枢药目前全球销售额排名靠前且发展最快，是公司未来医药中间体的发展重点。目前公司的 5-溴-7-氯杂吡啶和 5-氯-7-氯杂吡啶产品独家向罗氏供货，主要用于生产抗黑色素瘤的药物（2011 年 8 月获批上市，专利 2025 年到期），该产品处于市场销售额爆发前期。2011 年公司供货近 3 吨，2012 年预计有 5 吨，产值 2500 万元，净利 600 多万元，预计是公司今后发展的重要动力。其他产品多处于研发小试、临床一期和二期阶段，是公司未来的利润增长源泉。

➤ 公司市场开拓能力极强，定制生产之路越走越宽

公司准确把握下游产业的发展趋势，在研发方向及业务拓展方面瞄准市场容量大、高成长性、高利润率的下游产品。目前公司在积极开拓辉瑞、默沙东、礼来、勃林格殷格翰及住友化学等跨国巨头成为未来的客户。同时加大与杜邦和梯瓦公司的合作力度。

三、盈利预测与投资建议

我们估算公司 2011-2013 年全面摊薄 EPS 为 0.48 元、0.72 元和 1.01 元，相应动态市盈率分别为 54.32、36.37 和 25.84 倍，我们给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

近期公司产能难以释放。募投项目进度延后。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	184	241	341	480
增长率（%）	12.62%	30.82%	41.51%	40.84%
归属母公司股东净利润（百万元）	40	44	65	92
增长率（%）	53.45%	9.82%	49.36%	40.75%
每股收益（元）	0.44	0.48	0.72	1.01
PE	59.66	54.32	36.37	25.84
PB	16.01	13.36	9.77	7.09

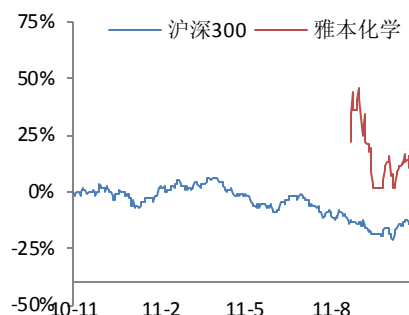
谨慎推荐

首次评级

交易数据 (2011-11-15)

收盘价（元）	26.09
近 12 个月最高/最低（元）	32.88/21.07
总股本（百万股）	90.70
流通股本（百万股）	18.20
流通股比例%	20.07%
总市值（亿元）	23.66
流通市值（亿元）	4.75

该股与沪深 300 一年走势比较



分析师

分析师：刘威

执业证书编号：S0100511090003

联系人：方巍

电话：(8610) 8512 7532

手机：13911168334

Email: fangwei@mszq.com

相关研究

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	184	241	341	480
减：营业成本	112	153	208	289
营业税金及附加	1	2	2	2
销售费用	3	5	7	10
管理费用	19	27	38	53
财务费用	5	6	13	22
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	45	49	74	105
加：营业外收支净额	1	1	1	1
三、利润总额	46	51	76	106
减：所得税费用	6	7	11	15
四、净利润	40	44	65	92
归属于母公司的利润	40	44	65	92
五、基本每股收益（元）	0.44	0.48	0.72	1.01
主要财务指标				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	37.32	42.20	28.66	19.86
成长能力：				
营业收入同比	12.62%	30.82%	41.51%	40.84%
营业利润同比	30.9%	10.6%	50.6%	41.4%
净利润同比	53.45%	9.82%	49.36%	40.8%
营运能力：				
应收账款周转率	4.74	4.44	4.59	4.58
存货周转率	5.20	3.95	3.87	4.59
总资产周转率	1.06	0.92	0.75	0.69
盈利能力与收益质量：				
毛利率	39.4%	36.7%	39.0%	39.9%
净利率	21.5%	18.1%	19.1%	19.1%
总资产净利率 ROA	22.8%	16.6%	14.4%	13.2%
净资产收益率 ROE	43.6%	30.3%	31.0%	31.8%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.28	1.20	0.75	0.71
资产负债率	42.0%	54.2%	62.1%	62.0%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标：				
每股收益	0.44	0.48	0.72	1.01
每股经营现金流量	0.37	0.04	0.67	0.93
每股净资产	1.63	1.95	2.67	3.68

资料来源：公司公告、民生证券研究所

资产负债表				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3	36	51	72
应收票据	1	2	3	5
应收账款	47	62	87	123
预付账款	8	32	27	34
其他应收款	2	1	4	6
存货	40	82	94	116
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	102	216	267	355
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	73	69	94	241
在建工程	5	40	205	210
无形资产	9	8	7	6
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	89	117	306	457
资产总计	191	333	573	812
短期借款	54	124	285	408
应付票据	0	0	0	0
应付账款	21	51	62	87
预收账款	0	0	1	1
其他应付款	1	4	4	4
应交税费	4	1	3	3
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	80	180	355	503
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	80	180	356	503
股本	68	91	91	91
资本公积	4	4	4	4
留存收益	39	82	147	239
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	111	177	242	334
负债和股东权益合计	191	357	598	837
现金流量表				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	25	3	61	85
投资活动现金流量	(29)	(35)	(195)	(165)
筹资活动现金流量	6	64	149	101
现金及等价物净增加	2	33	15	21

分析师与行业专家简介

刘威，化工行业高级分析师，2年券商化工行业研究经验和2年基金化工行业分析经验，善于跟踪化工产品价格、价差及行业动态，及时把握投资机会，成功推荐过沧州明珠，沧州大化等黑马。2011年上半年成功把握住氯碱的一轮行情。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。