

强烈推荐-A (维持)

雅本化学 300261.SZ

目标估值: 7.2 元
当前股价: 4.95 元
2019 年 06 月 21 日

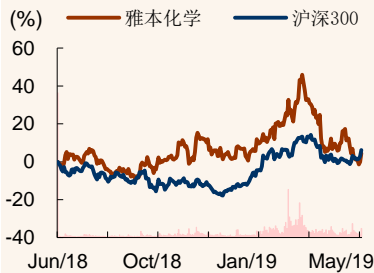
控股餐厨垃圾处置隐形龙头，受益垃圾分类后端处置市场开启

基础数据

上证综指	2987
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)	46
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投
主要股东持股比例	31.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	1	4
相对表现	-8	-24	-1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《雅本化学 (300261) — 农药中间体大幅回暖，海外收购意义深远》2017-08-23
- 2、《雅本化学 (300261) — 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

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

近期，我们对雅本化学旗下艾尔旺公司进行了调研。艾尔旺是专业从事餐厨垃圾等各类有机废弃物无害化处理和资源化利用的国家级高新技术企业。公司已形成具有自主知识产权的艾尔旺“AAe 厌氧消化处理技术”及系列技术产品及生产装备，其技术及装备在处理餐厨垃圾、市政污泥等有机固废上具备良好效果。目前，艾尔旺在全国已有数十个大型工程项目应用，其中餐厨垃圾处理项目已实施产能约占全国 17%，是仅次于维尔利的餐厨垃圾处理细分行业龙头企业。未来，垃圾分类势在必行，分类后餐厨垃圾及厨余垃圾后端处置设施产能严重不足，未来处理能力较目前较大幅提升，艾尔旺在订单及业绩增长上弹性都将增大，给与“强烈推荐-A”评级。

调研纪要:

一、雅本化学 2018 年 1 月完成安阳艾尔旺 51% 股权收购，艾尔旺成为雅本化学控股子公司。

2017 年 12 月 25 日，雅本化学与安阳艾尔旺新能源环境有限公司原股东共同签署了《增资以及股权转让协议》，公司拟以自有资金向艾尔旺增资人民币 1500 万元；同时公司拟以自有资金人民币 2.22 亿元受让王志奎、马双华、孙晓英、李星文、曲颂华、安阳兴合环境技术服务中心（有限合伙）所持有的艾尔旺增资后 47.7742% 的股权。王志奎、马双华、孙晓英、李星文、曲颂华、安阳兴合环境技术服务中心（有限合伙）承诺艾尔旺 2017 年实现工程技术业务净利润不低于 2600 万元（不包含项目运营类业务净利润约 900 万元）。

2018 年 1 月 5 日，雅本化学成功受让安阳艾尔旺新能源 51% 股权，作价 2.37 亿。收购完成后，艾尔旺成为雅本化学公司控股子公司。

二、艾尔旺是专业从事餐厨垃圾等各类有机废弃物无害化处理和资源化利用的国家级高新技术企业。公司已形成具有自主知识产权的艾尔旺“AAe 厌氧消化处理技术”及系列技术产品及生产装备，其技术及装备在处理餐厨垃圾、市政污泥等有机固废上具备良好效果。

艾尔旺是专业从事餐厨垃圾、市政污泥、畜禽粪污、城市有机生物垃圾等各类有机废弃物无害化处理和资源化利用的国家级高新技术企业。在借鉴国际先进技术、装备的基础上，针对我国国情和垃圾结构组成复杂、多变等特点，经过多年不断的技术、装备、产品的研发创新，已形成了具有自主知识产权艾尔旺“AAe 厌氧消化处理技术”及系列装备产品。彻底解决了国外技术、装备应用在处理国内垃圾“水土不服”的问题。

艾尔旺厌氧消化技术及装备被国家发改委、科技部、环保部、工信部四部委列入第一批《国家鼓励的循环经济技术、工艺和设备名录》。

其技术具有建造速度快、运行费用低、自动化程度高、长期高效稳定运行、寿命长、无需停产维护等优势特点，与高温消毒制饲料、复合微生物高温好氧堆肥等工艺方法相比，在“无害化、减与量化、资源化”原则下，最符合我国餐厨垃圾处理的需要和国情。

其他工艺相比，“预处理+厌氧消化”技术项目应用较多、可靠性较高；符合国家产业政策和方向，产品为沼气，可发电，也可制天然气外售；产品能平稳销售，可保证餐厨废弃物的长期持续性处理；国内外成功应用案例较多；适合规模化连续化生产；二次环境污染较小；易于控制；选址比较容易。而且“预处理+厌氧消化”技术体现了节能环保、循环经济等多种理念，能够实现环境、社会和经济效益的协调统一，对环境和经济的可持续发展都具有重要的意义。

表 1：餐厨废弃物处理主要工艺对比一览表

技术名称	预处理+厌氧消化	高温消毒制饲料	复合微生物高温好氧堆肥
优点	具有高的有机负荷承担能力；能回收生物质能源；不存在同源性的问题；产品（甲烷）销路较好。	机械化程度高，资源化程度高；占地较小。	占地面积小；处理时间短，无需繁杂分拣；资源利用率高；产品有市场销路较好，产品质量较高，产品附加值较高。
缺点	工程投资较大；工艺较复杂。	难于从根本上避免蛋白同源性问题。	一次性投资略高，单台设备处理能力低，更重要的是设备耗能大，而且该技术减量化效果差。

数据来源：公司资料，招商证券

三、艾尔旺在全国已有数十个大型工程项目应用，其中餐厨垃圾处理项目已实施产能约占全国 17%，是仅次于维尔利的餐厨垃圾处理细分行业龙头企业。

目前，采用艾尔旺“AAe 高浓度厌氧消化技术”及核心产品装备已建造的几十个大型工程项目遍布全国各地。其中包括：唐山 240 吨/天餐厨垃圾处理项目、太原 300 吨/天餐厨垃圾处理项目、武汉 200 吨/天餐厨垃圾处理项目、哈尔滨 300 吨/天餐厨垃圾处理项目、东莞市 300 吨/天餐厨垃圾处理项目、浙江长兴 150 吨/天餐厨垃圾处理项目、丽水 100 吨/天餐厨垃圾处理项目、平顶山 220 吨/天污泥处理项目、滑县 60 吨/天污泥处理项目、天津津南 800 吨/天污泥处理项目、保定 300 吨/天污泥处理项目、衡水 150 吨/天污泥处理项目、湖北现代乳业大型生物天然气与有机肥循环经济综合利用项目（每天 800 吨奶牛粪便+70 吨秸秆）等项目，均已成功稳定运行，同时取得了良好的经济效益、社会效益和环境效益。

截至目前，艾尔旺公司建造的餐厨垃圾厌氧消化处理项目合计规模约 3000 吨/日，占全国餐厨垃圾处理市场份额约 17%。2018 年，艾尔旺收入约 1.2 亿元，利润 0.4 亿元，已是仅次于维尔利的餐厨垃圾处理细分行业龙头企业。

四、垃圾分类势在必行，分类后餐厨垃圾及厨余垃圾后端处置设施产能严重不足，远期处理能力较目前须有大幅提升。

6月11日，住建部、发改委、生态环境部等九部门联合印发《住房和城乡建设部等部门关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，提出自2019年起在全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作；到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。

而上海，在2019年1月31日，上海市十五届人大二次会议表决通过《上海市生活垃圾管理条例》，并将于7月1日正式开始实施，标志着上海将于7月1日进入垃圾分类“强制时代”。未来，全国的垃圾分类推进将势在必行。

垃圾分类实施后，我国的干、湿垃圾（包括餐厨垃圾、厨余垃圾）将从源头到收运均分开。由于干、湿垃圾的成分差异较大，其处理路线也完全不同。我国过往的垃圾处理终端设施以焚烧、填埋为主，2011年开始我国开始推进餐厨垃圾处理，2011-2015年，国家发改委、财政部、住建部等先后公示了5批、累计100个餐厨垃圾处理试点城市（区），覆盖了32个省级行政区；在最新的《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》中指出，“到‘十三五’末，力争新增餐厨垃圾处理能力3.44万吨/日，但是，根据我国前瞻性产业研究院的整理，我国餐厨垃圾2017年产生量为9972万吨，相当于27.3万吨/日，可见我国餐厨垃圾处理率还极低。

居民的干湿分类后，我国厨余垃圾的空间和处理需求开启。首先，我们对我国生活垃圾产生量进行估算，方法一：根据中国报告网发布的《2018年中国环卫服务行业展望》报告，我国城市人均垃圾日产生量约为1-1.2kg，考虑到县城及以下人均垃圾产生水平相对城市居民更低，可假设全国人均垃圾产生量为1kg/d，并以13亿人口基数测算，则可估算我国年垃圾产生量为4.68亿吨。方法二：根据我国《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到2020年，我国城镇生活垃圾焚烧设施将达59.1万吨/天，占比为54%，可以估算我国城镇生活垃圾年产生量约4亿吨。

根据前瞻研究院发布的《中国生活垃圾处理行业发展前景与投资预测分析报告》，我国生活垃圾中厨余垃圾的占比为40-60%，若保守假设我国生活垃圾产生量为4亿吨/年，同时假设厨余垃圾占生活垃圾比重为50%，则我国厨余垃圾产生量为54.8万吨/天。假设厨余垃圾处理吨投资为40万元，则我国厨余垃圾处理的空间可达2192亿元，较目前已实施的餐厨垃圾处理项目规模，有约20倍的提升空间。当然，也要意识到随着规模化程度的提升，单位投资成本会持续下降。

表2：厨余垃圾处理空间测算

生活垃圾产生量（万吨/天）	109.6
厨余垃圾占比	50%
厨余垃圾量（万吨/天）	54.8
厨余垃圾吨投资（万元）	40
厨余垃圾处理空间（亿元）	2191.8

数据来源：统计局，招商证券

附1：餐饮垃圾和厨余垃圾处理是两个不同物料来源的市场，餐饮垃圾来自于饭店和酒店，处理过去几年已有初步开展，但前几年仍缓慢，厨余（湿）垃圾来自于居民，是目前新生力量。

五、雅本化学传统化工业务稳步发展，垃圾分类实施后，艾尔旺业绩增长将具备更大弹性，给与“强烈推荐-A”评级。

雅本化学公司本体是一家国内领先的医药和农药精细化学品定制生产商。2018年，雅本化学总体收入18亿，同比增长约49%，利润1.6亿元，同比增长约120%增速，未来，艾尔旺作为餐厨垃圾处理龙头，在垃圾分类实施后，未来广阔空间，对公司总体订单和业绩弹性也都将显著增大，公司长期发展向好，我们预测2019~2021年EPS分别为0.25/0.31/0.40，目前股价对应PE分别为22.1/17.8/13.6倍，给与“强烈推荐-A”评级。

风险提示：政策变化的风险下降风险；化工业务安全生产的风险；化工业务停产的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1703	1629	1451	1771	2226
现金	928	595	197	250	300
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	7	9	10	13
应收款项	389	505	614	745	944
其它应收款	39	32	40	49	62
存货	294	304	359	435	550
其他	49	186	232	281	356
非流动资产	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
资产总计	3184	3634	3533	3922	4439
流动负债	1084	1337	1444	1565	1729
短期借款	553	793	835	841	830
应付账款	253	178	216	262	331
预收账款	3	26	32	39	49
其他	275	339	361	424	519
长期负债	148	219	219	219	219
长期借款	109	140	140	140	140
其他	38	79	79	79	79
负债合计	1232	1556	1664	1785	1948
股本	642	963	963	963	963
资本公积金	1003	675	675	675	675
留存收益	265	348	104	328	625
少数股东权益	42	92	127	171	228
归属于母公司所有者权益	1911	1987	1742	1967	2264
负债及权益合计	3184	3635	3533	3922	4439

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	285	308	307	357	390
净利润	73	161	237	295	386
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)	(130)	(159)	(242)
其它	(7)	16	43	52	69
投资活动现金流	(492)	(741)	(204)	(204)	(204)
资本支出	(172)	(311)	(205)	(205)	(205)
其他投资	(321)	(429)	1	1	1
筹资活动现金流	1009	(81)	(501)	(99)	(136)
借款变动	463	223	12	6	(11)
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)	(71)	(89)
其他	(34)	24	(31)	(34)	(36)
现金净增加额	801	(514)	(399)	53	50

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1208	1806	2280	2767	3508
营业成本	890	1291	1566	1895	2395
营业税金及附加	10	10	13	15	19
营业费用	20	37	47	57	72
管理费用	171	247	312	378	480
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
营业利润	78	223	312	388	506
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	17	3	3	3
利润总额	77	206	309	385	503
所得税	3	21	37	46	60
净利润	74	184	273	339	443
少数股东损益	1	24	35	44	57
归属于母公司净利润	73	161	237	295	386
EPS (元)	0.11	0.17	0.25	0.31	0.40

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	83%	49%	26%	21%	27%
营业利润	397%	188%	40%	24%	30%
净利润	350%	120%	48%	24%	31%
获利能力					
毛利率	26.3%	28.5%	31.3%	31.5%	31.7%
净利率	6.0%	8.9%	10.4%	10.7%	11.0%
ROE	3.8%	8.1%	13.6%	15.0%	17.0%
ROIC	4.0%	6.8%	10.6%	11.9%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	38.7%	42.8%	47.1%	45.5%	43.9%
净负债比率	21.9%	26.5%	27.6%	25.0%	21.9%
流动比率	1.6	1.2	1.0	1.1	1.3
速动比率	1.3	1.0	0.8	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	3.1	4.3	4.7	4.8	4.9
应收帐款周转率	3.5	4.0	4.1	4.1	4.2
应付帐款周转率	3.8	6.0	7.9	7.9	8.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.11	0.17	0.25	0.31	0.40
每股经营现金	0.44	0.32	0.32	0.37	0.40
每股净资产	2.97	2.06	1.81	2.04	2.35
每股股利	0.50	0.50	0.07	0.09	0.12
估值比率					
PE	43.6	29.7	22.1	17.8	13.6
PB	1.7	2.4	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	4.8	2.8	2.0	1.7	1.4

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

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。