

利安隆 股票代码：300596.SZ

国内抗老化助剂龙头，有望抓住产业转移的历史机遇

事项：

我们近期赴公司就经营近况进行了交流

主要观点

1. 公司是国内抗老化助剂龙头，经销网络遍布全球。

公司是国内高分子材料抗老化助剂龙头企业，主要产品抗氧化剂和光稳定剂被用作塑料、涂料、橡胶、粘合剂等高分子材料的助剂，同时推出了抗老化助剂一站式解决方案服务 U-PACK。公司在欧洲、美国、香港等地均设立了子公司，经销网络遍布全球，近年发展重心逐步转向国内国外两手抓，出口占比从 13 年的 58.3% 下降至 16 年的 46.8%，主要客户有金发科技、巴斯夫、朗盛、ADK、PPG、福斯特等，前五大客户销售占比 30%。

2. 主要产品销量快速增长，产能瓶颈可被突破，U-PACK 是未来发展重点。

公司产品销量快速增长，13-15 年抗氧化剂销量和光稳定剂复合增速分别为 20%、35%。由于产能不足，销售量中逾 1/3 为外采，未来随着新增产能投产，瓶颈可被突破。（1）**抗氧化剂（收入占比约 2/3）**：公司实际产能 7200 吨，产品竞争力提升，已成功切入海外高端客户供应链。13 年全球抗氧化剂产量约 40 万吨，其中我国产量约 10 万吨。巴斯夫等海外公司在市场中占据主导地位；（2）**光稳定剂（收入占比约 1/3）**：公司实际产能 2400 吨，需求旺盛推动产品价格连年上涨。13 年全球光稳定剂产量 5.5 万吨，我国销量 0.8 万吨，随行业快速增长，我国产量 15 年达到 2.35 万吨，消费量 1 万吨，竞争格局类似抗氧化剂，海外巨头占主导；（3）**U-PACK**：业务处于起步阶段，可增强客户粘性及盈利稳定性，公司已开发客户包括中石油、中石化、朗盛等，未来将广纳海外人才重点发展。

3. 产业向中国转移，预计国内抗老化助剂行业增速高于 4%-6%，公司有望抓住历史发展机遇。

我国高分子材料产能快速增长，使我国成为全球高分子助剂需求增长重心，随着我国制造业生产技术的提高和高分子材料技术水平的改进，为助剂产业加快发展打好了基础。近年抗老化助剂的主要下游领域塑料、涂料、橡胶、胶黏剂增速 4%-6%，但因为抗老化助剂使用范围的拓宽，以及抗老化助剂添加比例高的产品增速快于行业平均增速，我们认为国内抗老化助剂行业增速将高于 4%-6%。公司作为行业龙头，有望抓住历史发展机遇。

4. 投资建议：

我们预计公司 17-19 年收入分别为 10.9、13.6、16.4 亿元，净利润分别为 1.2、1.6、2.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.34、1.78，目前股价对应 PE 分别为 34X、26X、19X，首次覆盖，推荐评级。

5. 风险提示：

产能扩张速度低于预期。

目标价：- RMB

当前股价：34.49RMB

投资评级 推荐

评级变动 首次评级

证券分析师



证券分析师：曹令

执业编号：S0360513040001
电话：010-66500885
邮箱：caoling@hcyjs.com



联系人：陈凯茜

电话：010-63214656
邮箱：chenkaixi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	12,000
流通 A 股/B 股(万股)	3,000/-
资产负债率(%)	29.9
每股净资产(元)	6.8
市盈率(倍)	43.1
市净率(倍)	8.2
12 个月内最高/最低价	49.97/13.55

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

目 录

一、国内抗老化助剂龙头，经销网络遍布全球.....	4
二、主要产品销量快速增长，产能瓶颈突破可期，U-PACK 是未来发展重点.....	5
（一）抗氧化剂：产品线齐全	6
（二）光稳定剂：行业需求增长较快	9
（三）推出一站式解决方案 U-PACK，是公司未来的发展重点	11
三、产业向中国转移趋势明显，预计中国抗老化剂行业增速快于 4%-6%，	12
四、盈利预测.....	14

图表目录

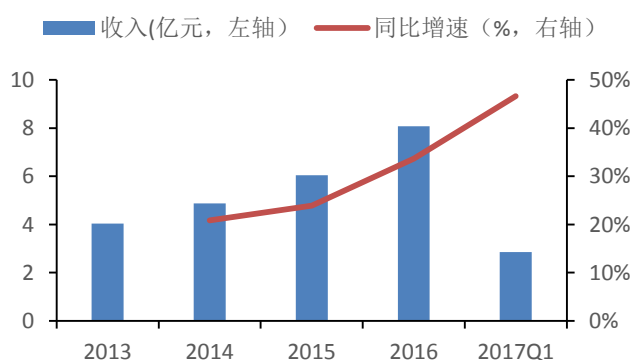
图表 1	17 年 Q1 收入增速 47%.....	4
图表 2	17 年 Q1 净利润增速稍有跌落至 22%.....	4
图表 3	16 年公司收入细分情况.....	4
图表 4	16 年公司毛利润细分情况.....	4
图表 5	公司两大控股股东均由自然人李海平控制.....	5
图表 6	公司已拥有全球化营销网络.....	5
图表 7	出口占比从 13 年 58.3%下降至 16 年 46.8%.....	5
图表 8	公司现有产能和在建产能.....	6
图表 9	抗氧化剂 THANOX 1010 工艺链.....	6
图表 10	16 年抗氧化剂收入增速飙升.....	7
图表 11	随着原油价格下跌抗氧化剂毛利率回升.....	7
图表 12	16H1 近 40%抗氧化剂需外采.....	7
图表 13	抗氧化剂销售均价随原料价格下滑.....	7
图表 14	国内抗氧化剂成规模的企业还有营口风光和临沂三丰.....	7
图表 15	抗氧化剂产品列表.....	7
图表 16	光稳定剂 UV-326 工艺链.....	9
图表 17	16 年光稳定剂收入增速放缓.....	9
图表 18	随着原油价格下跌光稳定剂毛利率回升.....	9
图表 19	16H1 逾 40%的光稳定剂需要外采.....	10
图表 20	供需光稳定剂销售均价稳步增长.....	10
图表 21	国内主要竞争对手.....	10
图表 22	光稳定剂产品列表.....	10
图表 23	16 年 U-PACK 产品收入下滑.....	12
图表 24	U-PACK 业务客户.....	12
图表 25	U-PACK 产品特色及优势.....	12
图表 26	我国塑料制品产量有望保持 4%的复合增速.....	13
图表 27	我国合成橡胶产量有望保持 4%的复合增速.....	13
图表 28	我国化纤产量有望保持 3.6%的复合增速.....	13
图表 29	我国涂料产量有望保持 5%的复合增速.....	13
图表 30	我国胶黏剂产量有望保持 8%的复合增速.....	13
图表 31	润滑油行业增速约 6%，抗老化剂使用刚起步.....	13

一、国内抗老化助剂龙头，经销网络遍布全球

公司是国内从事高分子材料抗老化助剂的研发、生产、销售和服務的龙头企业。主要产品包括抗氧化剂和光稳定剂两大类，被应用作塑料、涂料、橡胶、粘合剂等高分子材料的助剂，此外，公司还为客户提供一站式解决抗老化问题的 U-PACK 个性化产品。现有的主要客户有金发科技、巴斯夫、朗盛、ADK、PPG、福斯特等，前五大客户销售占比约 30%。

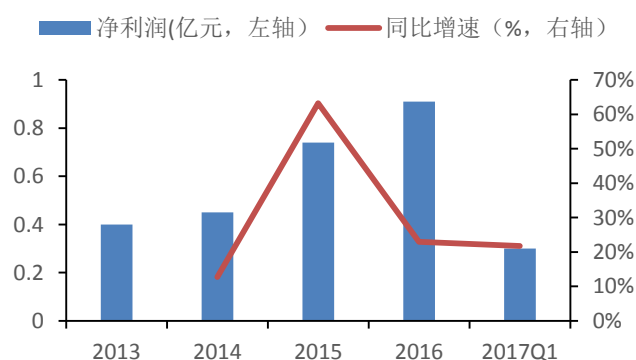
17 年 Q1 公司收入 2.8 亿元，增速 46.6%，净利润 3049 万元，增速 21.7%。客户订单增加推动了一季度业绩大幅增长，研发投入以及 Reach(欧盟化学品监管体系)认证费用增加是造成净利润增速低于公司收入增长的主要原因。16 年公司收入 8 亿元，增速 34%，净利润 0.9 亿元，增速 23%，其中抗氧化剂贡献了收入和毛利润的 61.3%和 68%，光稳定剂贡献了收入和毛利润的 34%和 26.8%，U-PACK 贡献了收入的 4.34%。

图表 1 17 年 Q1 收入增速 47%



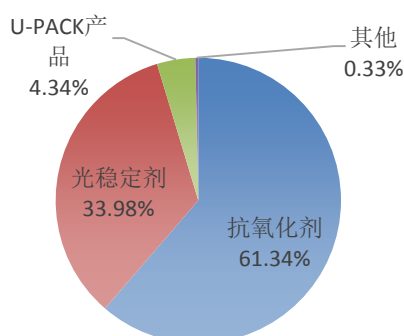
资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 17 年 Q1 净利润增速稍有跌落至 22%



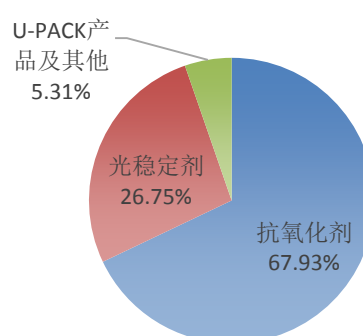
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 16 年公司收入细分情况



资料来源：公司公告，华创证券

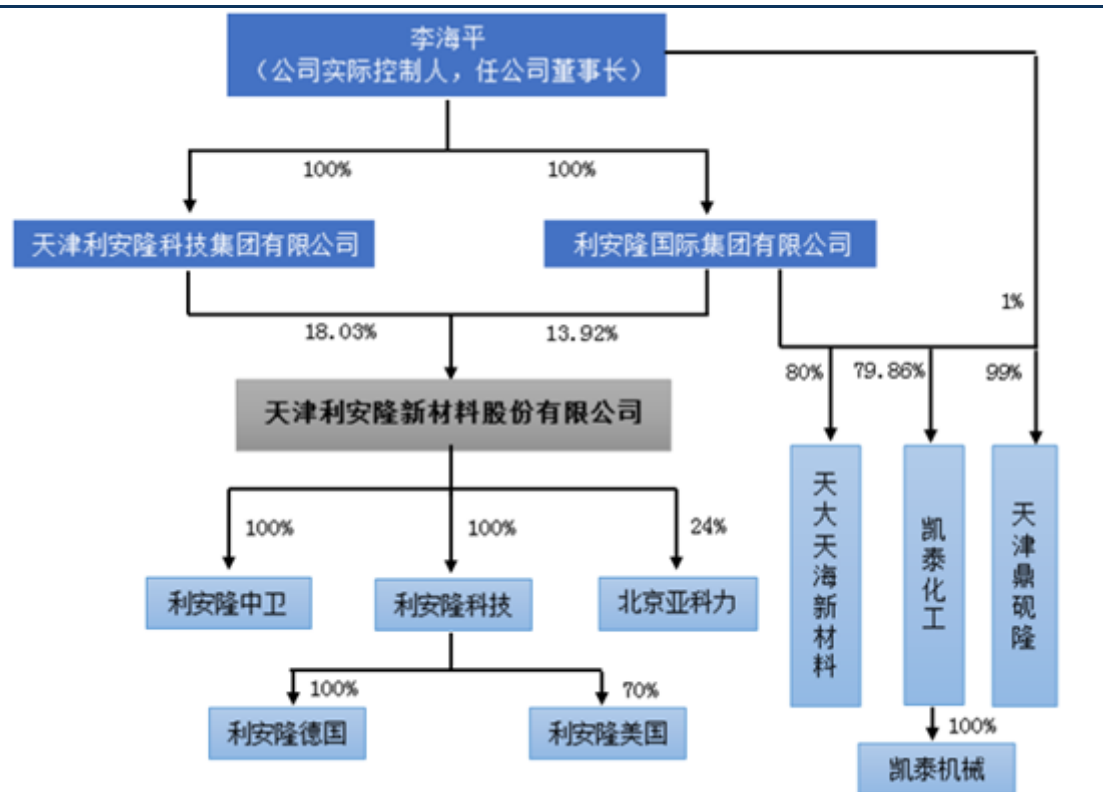
图表 4 16 年公司毛利润细分情况



资料来源：公司公告，华创证券

董事长李海平为公司的控股股东与实际控制人，合计持有公司 31.92%的股权。公司总部在天津利安隆，下设子公司利安隆中卫从事生产，利安隆科技从事商贸，同时在欧洲、美国、香港均设立了子公司进行销售。公司通过建设全球营销渠道，提供客户属地化服务和快速物流配送等措施，已建成基于覆盖全球高分子重点客户和欧美日韩重点区域并不断扩展的全球销售网络。近年公司将发展重心由国外转向国内国外两手抓，出口占比从 13 年的 58.3%下降至 16 年的 46.8%。

图表 5 公司两大控股股东均由自然人李海平控制



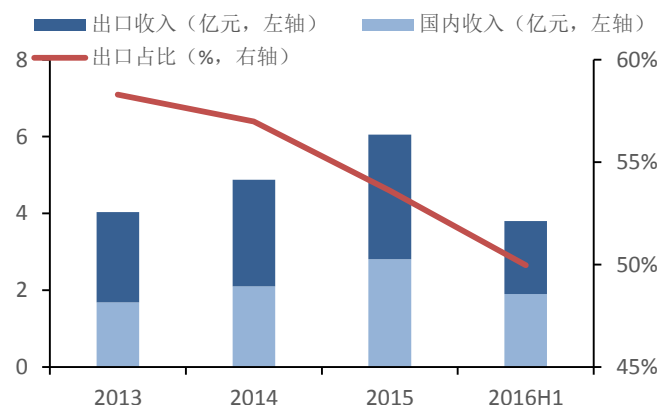
资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 公司已拥有全球化营销网络



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 7 出口占比从 13 年 58.3% 下降至 16 年 46.8%



资料来源：公司公告，华创证券

二、主要产品销量快速增长，产能瓶颈突破可期，U-PACK 是未来发展重点

公司产品销量快速增长，13-15 年抗氧化剂销量复合增速 20%，光稳定剂复合增速 35%，由于产能不足，整体销售量中近 1/3 为外采，未来随着新增产能投产，瓶颈可被突破。由于检修、不同产品转换以及试生产等原因，公司实际产能通常只有设计产能的 80%，现有实际产能 7200 吨抗氧化剂、2400 吨光稳定剂和 5000 吨 U-PACK，在建实际产能 9000 吨抗氧化剂、2400 吨光稳定剂，分布在天津和宁夏中卫两个生产基地。

图表 8 公司现有产能和在建产能

产品	现有产能（吨）		在建产能（吨）	
	设计产能	实际产能	设计产能	实际产能
抗氧化剂	8200	6560		
	800	640		
			11500	9000
合计	9000	7200		
光稳定剂	3000	2400		
			3000	2400
合计	3000	2400		
U-PACK 产品		5000		
				5000

资料来源：公司公告，华创证券整理

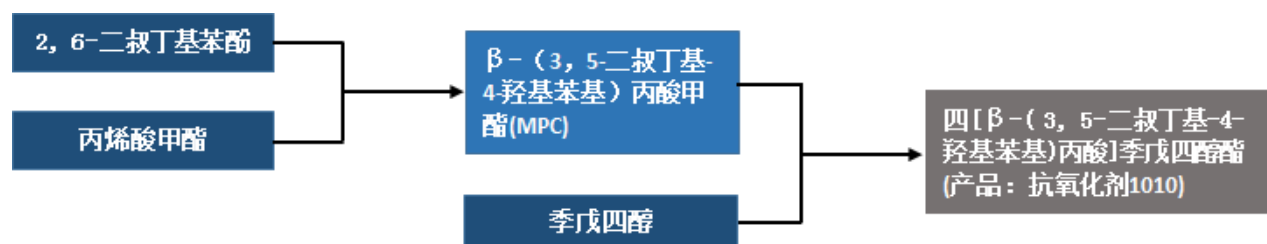
（一）抗氧化剂：产品线齐全

抗氧化剂有助于材料延缓或抑制材料受大气中氧或臭氧作用降解过程，从而阻止材料老化并延长材料使用寿命。抗氧化剂按作用机理可分为主抗氧化剂和辅助抗氧化剂两大类：（1）**主抗氧化剂**主要是能消除自由基的芳香胺、受阻酚等化合物及其衍生物；（2）**辅助抗氧化剂**主要是能分解过氧化氢的含硫或者含磷化合物。受阻酚类是其中最主要的抗氧化剂，全球占比超过 50%，在我国占比更高。公司现有设计产能 9000 吨，实际产能 7200 吨，产品包括通用型抗氧化剂（GAO）和专用型抗氧化剂（SAO）两大类，略侧重于 SAO，产品线齐全，涵盖了受阻酚类、亚磷酸酯类和含硫类化合物等品种，下游主要有聚烯烃、工程塑料、合成橡胶、胶黏剂、PVC 等，产能不足导致需外采近 40%。

2013 年全球抗氧化剂总产量和消费量约 40 万吨，我国产量和消费量约 10 万吨。由于我国相关行业起步较晚，目前仍是巴斯夫、韩国松原、ADK 等海外公司在市场中占据主导地位。公司作为国内行业龙头，产品竞争力逐步提升，已成功切入众多海外高端客户供应链，订单量不断增长。国内成规模的企业主要有营口风光和临沂三丰，分别有抗氧化剂产能 1.6 万吨和 2.2 万吨，两家企业优势均主要在通用型产品，与利安隆的产品结构形成差异竞争。

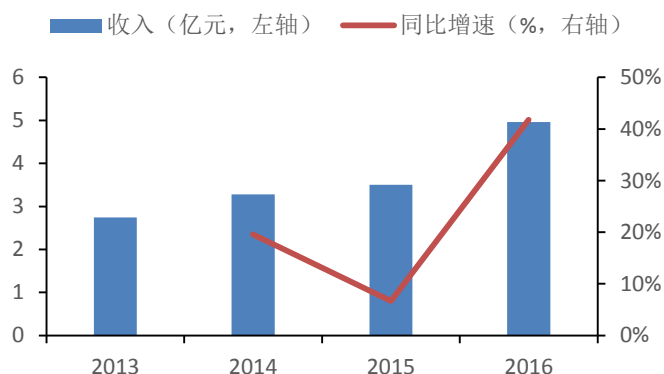
抗氧化剂毛利率随原油价格下跌而提升。公司制造成本 80%都是直接材料，丙烯酸甲酯、2,6-二叔丁基苯酚等化工材料作为公司最主要的原材料，价格走势与原油价格走势关联度高。，公司产品价格变化相对平稳的情况下，14-16 年相关产品（含外采业务）毛利率随油价下跌从 27.5%提升至 30.4%。

图表 9 抗氧化剂 THANOX 1010 工艺链



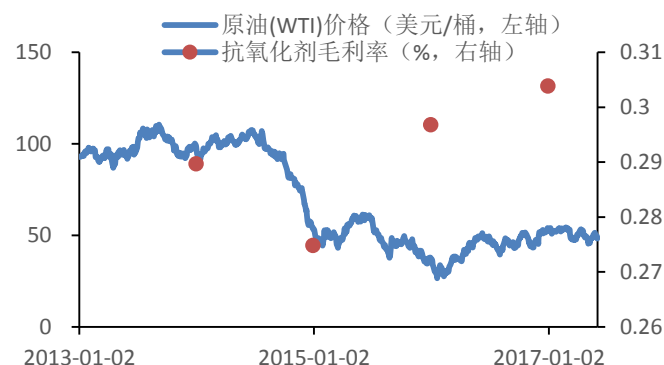
资料来源：华创证券整理

图表 10 16 年抗氧化剂收入增速飙升



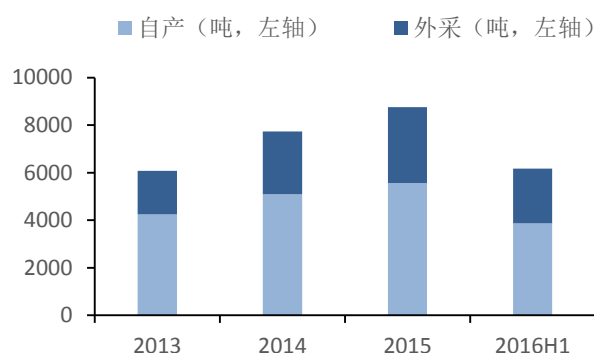
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 11 随着原油价格下跌抗氧化剂毛利率回升



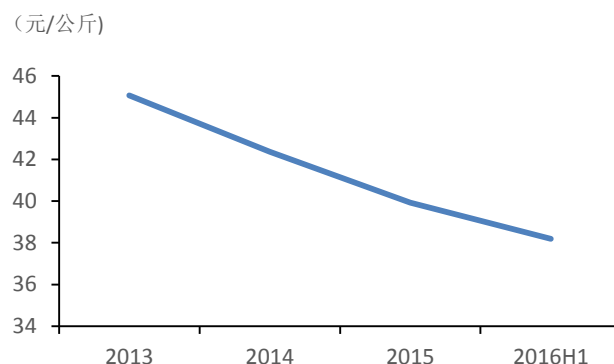
资料来源: WIND, 公司公告, 华创证券

图表 12 16H1 近 40%抗氧化剂需外采



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 13 抗氧化剂销售均价随原料价格下滑



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 14 国内抗氧化剂成规模的企业还有营口风光和临沂三丰

公司名称	主要产品	公司情况
北京极易化工有限公司	抗氧化剂 1010, 1076, 168, 626, 3114 等	拥有年产 8,000 余吨抗氧化剂生产能力, 2002 年在北京房山建厂。
营口市风光化学有限公司	抗氧化剂 1035, 1098, 4426, 300 等	成立于 1995 年, 主要生产受阻酚类抗氧化剂、亚磷酸酯类抗氧化剂, 装置生产能力 16,000 吨/年。
山东省临沂市三丰化工有限公司	抗氧化剂 1010, 1076, 1135, 1098 等	成立于 1977 年, 现有两个厂区, 产品覆盖烷基酚、受阻酚类抗氧化剂、亚磷酸酯类抗氧化剂, 拥有抗氧化剂 22,000 吨/年的生产能力。

资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 15 抗氧化剂产品列表

产品名称	应用范围
通用型抗氧化剂 (GAO)	
THANOX 1010 四[β-(3,5-二叔丁基-4-羟基苯基)丙酸]季戊四醇酯	聚烯烃, 工程塑料, 合成橡胶, 胶黏剂, PVC, ABS, PS, PMMA
THANOX 1076	聚烯烃, 工程塑料, 合成橡胶, 胶黏剂, PVC, ABS, PS,

β -(3,5-二叔丁基-4-羟基苯基)丙酸十八碳醇酯	PMMA
THANOX 168 亚磷酸三(2,4-二叔丁基苯)酯	聚烯烃, 工程塑料, 合成橡胶, 胶黏剂, PVC, ABS, PS, PMMA
THANOX 626 双(2,4-二叔丁基苯基)季戊四醇二亚磷酸酯	聚烯烃, 工程塑料, 合成橡胶, 胶黏剂, PVC, ABS, PS, PMMA
THANOX DSTP 硫代二丙酸双十八醇酯	聚烯烃, 工程塑料, 胶黏剂, ABS, PS
THANOX DLTP 硫代二丙酸双十二醇酯	聚烯烃, 工程塑料, 胶黏剂, ABS, PS
专用型抗氧化剂 (SAO)	
THANOX MD-1024 双(3,5-二叔丁基-4-羟基苯丙酰)肼	PP, XLPE
THANOX MD-697 2,2'-草酰胺基-双[乙基-3-(3,5-二叔丁基-4-羟基苯基)]丙酸酯	PP, XLPE
THANOX 1098 N,N'-六亚甲基双(3,5-二叔丁基-4-羟基苯丙酰胺)	PA, POM, 聚酯纤维, PU, 胶黏剂, 合成橡胶
THANOX 3114 1,3,5-三(3,5-二叔丁基-4-羟基苯基)-1,3,5-三嗪-2,4,6-(1H,3H,5H)三酮	PP, 聚酯纤维, PVC, PU, 合成橡胶, 胶黏剂
THANOX 4125 季戊四醇四(3-月桂基硫代丙酸酯)	PP, PC, PA, 胶黏剂, PC/ABS, 聚酯纤维
THANOX 245 二缩三乙二醇双[3-(3-叔丁基-5-甲基-4-羟基苯基)丙酸酯]	POM, PU, ABS/PS/MBS, PVC, 聚酯纤维
THANOX 1520 4,6-二(辛硫甲基)邻甲酚	BR, SBR, NBR, IR, SBS/SIS, 胶黏剂
THANOX 1726 4,6-二(十二烷基硫甲基)邻甲酚	HMA, SBA, WBA
THANOX 1035 2,2'-亚硫基乙二醇双[3-(3,5-二叔丁基-4-羟基苯基)丙酸酯]	XLPE, LDPE, PP, HIPS, 合成橡胶
THANOX 1135/1135R 3,5-二叔丁基-4-羟基苯丙酸辛酯	多元醇, 润滑油, 合成橡胶
THANOX 5057 N-苯基苯胺与 2,4,4-三甲基戊烯的反应产物	多元醇, 润滑油, 合成橡胶
THANOX 330 1,3,5-三甲基-2,4,6-三(3,5-二叔丁基-4-羟基苯基)苯	PP, PE, 合成橡胶, 工程塑料, PU, 胶黏剂
THANOX 1790 1,3,5-三(4-叔丁基-3-羟基-2,6-二甲基苯基)-1,3,5-三嗪-2,4,6-(1H,3H,5H)-三酮	PU, 聚烯烃, PS, 聚酯纤维, PA
THANOX PEP-36 双(2,6-二叔丁基-4-甲基苯基)季戊四醇二磷酸酯	聚烯烃, 工程塑料

资料来源: 公司资料, 华创证券

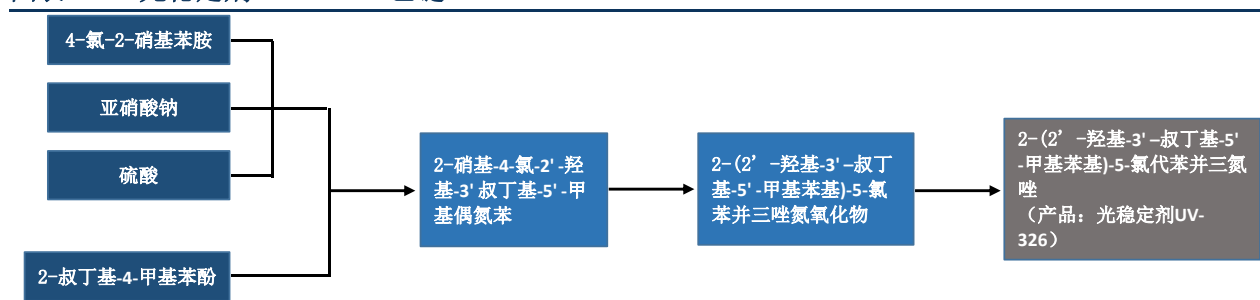
(二) 光稳定剂：行业需求增长较快

光稳定剂能够抑制或减弱光对高分子材料的降解作用，提高材料的耐光性，通常与抗氧化剂协同作用于高分子材料上，缓解材料的光氧化降解过程。光稳定剂按作用机理可分为四大类：(1) **自由基捕获剂**，主要是受阻胺稳定剂(HALS)；(2) **紫外线吸收剂(UVA)**，其中苯并三唑类安全性好、性价比高，消费量最大；(3) **猝灭剂**，主要是二价镍螯合物和取代酚或硫代二酚；(4) **光屏蔽剂**，主要有炭黑、氧化锌、氧化钛等。目前 **HALS 是全球最主要的光稳定剂**，占比超过 **50%**。公司现有设计产能 **3000 吨**，实际产能 **2400 吨**，产品包括紫外线吸收剂(UVA)和受阻胺(HALS)两大类，略侧重 **UVA**，下游主要有聚酯纤维、涂料、工程塑料、PVC、聚烯烃等，产能不足导致需外采逾 **40%**。

2013 年全球光稳定剂的总产量和消费量 **5.5 万吨**，美国、西欧、中国、日本是主要消费国，销量分别占全球的 **20%、25%、15%和 8%**，2015 年我国光稳定剂产能 **2.95 万吨**，产量 **2.35 万吨**，表观消费量 **1 万吨**。与抗氧化剂类似，巴斯夫等海外巨头在行业中占主导地位，国内的主要竞争对手有宿迁联盛、北京天罡等。

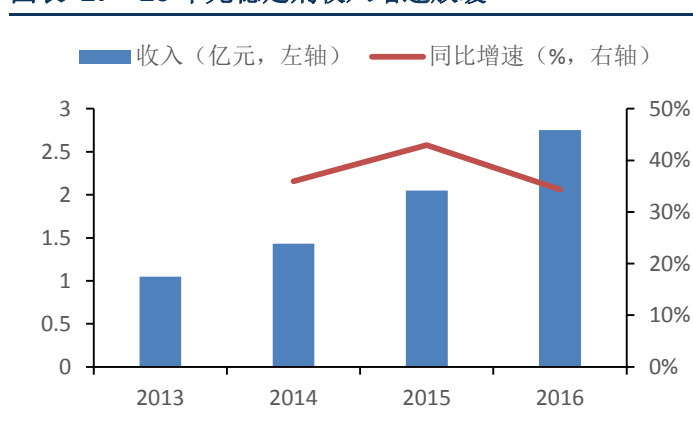
光稳定剂需求增长较快，产品价格逐年提升。与抗氧化剂类似，主要生产原料与石油价格挂钩，毛利率随石油价格逐步上升，公司该业务（含外采业务）毛利率从 14 年的 **17%** 增长至 16 年 **21.6%**。

图表 16 光稳定剂 UV-326 工艺链



资料来源：华创证券整理

图表 17 16 年光稳定剂收入增速放缓

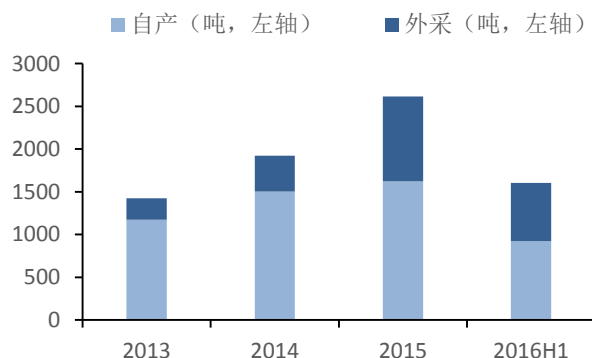


资料来源：公司公告，华创证券

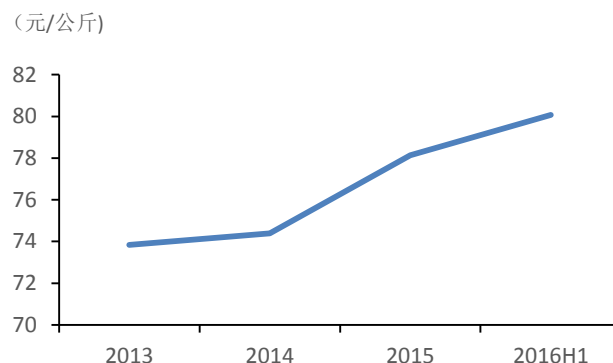
图表 18 随着原油价格下跌光稳定剂毛利率回升



资料来源：WIND，公司公告，华创证券

图表 19 16H1 逾 40%的光稳定剂需要外采


资料来源：公司公告，华创证券

图表 20 供需光稳定剂销售均价稳步增长


资料来源：公司公告，华创证券

图表 21 国内主要竞争对手

公司名称	主要产品	公司情况
杭州帝盛进出口有限公司	UV-P, UV-326, UV-327, UV770 等	成立于 1995 年, 下辖 3 家生产工厂: 杭州欣阳三友精细化工有限公司、启东金美化学有限公司、盐城帝盛化工有限公司, 总产能达到 8,000 吨/年, 是国内光稳定剂主要制造商之一。
威海金威化学工业有限责任公司	UV-234, UV-326, UV-327 等	成立于 1994 年, 是以生产石化助剂、精细化工品为主的化工企业。苯并三氮唑类紫外线吸收剂是该公司的主导产品, 年综合生产能力 5,000 吨, 并拥有 1,000 吨抗氧化剂生产能力。
北京天罡助剂有限责任公司	UV-531, UV-P, UV-326 等	前身为成立于 1991 年的“北京市朝阳区花山助剂厂”, 现有员工 400 多人, 拥有两个生产基地, 设计光稳定剂年产能 10,000 吨。
宿迁联盛化学有限公司	UV-P, UV-234, UV-320 等	成立于 2007 年, 公司一期总投资 1.2 亿元, 已建成投产, 二期工程投资 3 亿元, 已经开始投入建设。

资料来源：招股说明书，华创证券

图表 22 光稳定剂产品列表

产品名称	应用范围
紫外线吸收剂	
THASORB UV-326 2-(2'-羟基-3'-叔丁基-5'-甲基苯基)-5-氯代苯并三氮唑	聚烯烃, 聚酯纤维, PVB, 胶黏剂, PVC
THASORB UV-327 2-(2'-羟基-3',5'-二叔丁基苯基)-5-氯代苯并三氮唑	PMMA, 聚酯纤维, PVC, PVB, 聚烯烃
THASORB UV-328 2-(2'-羟基-3',5'-二戊基苯基) 苯并三氮唑	涂料, PU, 胶黏剂, POM, PVB, 聚烯烃, 合成橡胶, PVC
THASORB UV-329 2-(2'-羟基-5'-特辛基)苯基苯并三氮唑	PC, PVB, POM, PMMA, PC/ABS
THASORB UV-360 2,2'-亚甲基双(4-叔辛基-6-苯并三唑苯酚)	PC, PPE, PA, POM

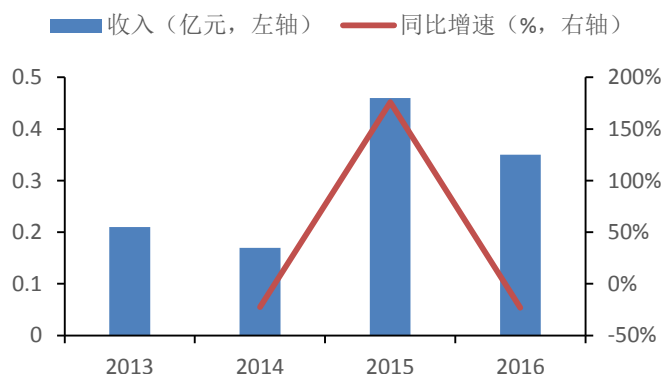
THASORB UV-P 2-(2'-羟基-5'-甲基苯基)苯并三氮唑	PVC, ABS, PU, 工程塑料
THASORB UV-234 2-(2'-羟基-3',5'-二枯基苯基)苯并三氮唑	聚酯纤维, PC, POM, PA, PU, PS, PMMA, 涂料
THASORB UV-1130 3-苯并三氮唑-5-叔丁基-4-羟基苯基丙酸酯与 PEG-300 反应产物	工业涂料, 汽车涂料
THASORB UV 384-2 3-苯并三氮唑-5-叔丁基-4-羟基苯基丙酸酯与 C7-C9 醇反应产物丙二醇甲醚醋酸酯	工业涂料, 汽车涂料
THASORB UV-928 2-(2'-羟基-3'-枯基-5'-叔辛基苯基)苯并三氮唑	汽车涂料, 粉末涂料, 卷材涂料
THASORB UV-1577 2-(4,6-二苯基-1,3,5-三嗪-2-基)-5-己基氧基-苯酚	PC, PC/ABS, PC/PBT, PPE/IPS, PPE/PA
THASORB UV-1164 2-[4,6-双(2,4-二甲基苯基)-1,3,5-三嗪-2-基]-5-(辛氧基)苯酚	PE, PP, PA, ASA, PETG, PMMA, PC, 聚酯纤维
THASORB UV-531 2-羟基-4-正辛氧基二苯甲酮	LLDPE, EVA, HDPE, PVC, 合成橡胶
受阻胺类光稳定剂	
THASORB UV-292 双(1,2,2,6,6-五甲基-4-哌啶基)癸二酸酯 单(1,2,2,6,6-五甲基-4-哌啶基)癸二酸酯	工业涂料, 汽车涂料
THASORB UV-622 聚丁二酸(4-羟基-2,2,6,6-四甲基-1-哌啶乙醇)酯	聚烯烃, POM, PA, PU
THASORB UV-770 双(2,2,6,6-四甲基-4-哌啶基)癸二酸酯	聚烯烃, EPDM, ABS/SAN/ASA, PU, PA, POM
THASORB UV-944 聚-{[6-[(1,1,3,3-四甲基丁基)-亚氨基]-1,3,5-三嗪-2,4-二基] [2-(2,2,6,6-四甲基哌啶基)-氨基]-亚己基-[4-(2,2,6,6-四甲基哌啶基)-亚氨基]}	聚烯烃, PU, PA, POM

资料来源：公司资料，华创证券

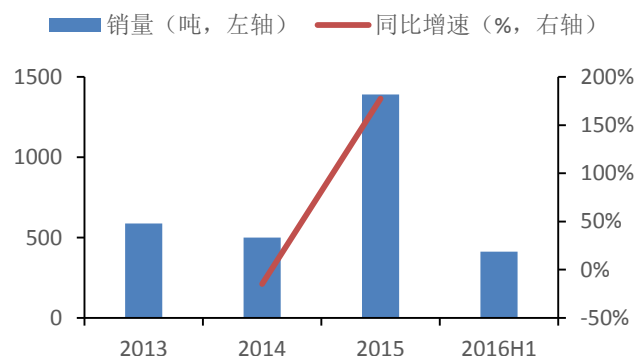
（三）推出一站式解决方案 U-PACK，是公司未来的发展重点

U-PACK 是公司研发出针对一站式解决客户实际材料应用需求的个性化配方产品，是公司未来的发展重点。高分子材料的加工过程中，助剂添加成本、顺序、时间、质量、工艺环境等均需要精确的计量，不同的材料规格、加工工艺、终端应用等会增加企业的设计成本。但由于其下游多样化的应用需求，使得高分子材料企业不得不不断试验筛选出合适的助剂配方及工艺，增加了相应的研发成本，其有采购一体化助剂服务的需求与动力。公司推出的一站式解决方案 **U-PACK** 可以实现便捷添加，个性化解解决、充分发挥协同性，并能保障安全生产。**U-PACK** 服务有望增强盈利稳定性和客户黏性，公司将广纳海外人才，重点发展相关业务。

目前公司 **U-PACK** 业务已有客户包括中石油、中石化、朗盛等高分子材料行业巨头，发展前景广阔，16 年由于客户流失导致 **U-PACK** 产品收入有所下滑。

图表 23 16 年 U-PACK 产品收入下滑


资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 U-PACK 业务客户


资料来源：公司公告，华创证券

图表 25 U-PACK 产品特色及优势

序号	产品特色及优势	具体介绍
1	便捷的一站式添加	公司将多种化学物质组合而成的多成分复配物集成于一个整体之内，免去客户配方混合、处理和复杂添加的工艺过程，采用单一通道即可完成工序，降低客户生产成本，实现客户生产中化学助剂添加的一站式解决，同时也简化了客户计量次数，减少了计量差错的概率及由此所带来的成本增加。
2	个性化的问题解决	U-PACK 产品将多种化学助剂集成于无尘颗粒、乳化制剂等单一配方中，具有良好的灵活性，为客户量体裁衣，满足其对高分子材料的特殊性能和工艺需求，减少客户的研发成本和资源占用。
3	充分发挥协配性和协同效应	公司将何种化学助剂予以组合，充分发挥各个组份的协同效应并在组合中保持组份的同质性、高度精确性和预分散一致性，大幅度改善与材料体系混合分散的均匀性，有助于提高产品性能。
4	保障安全生产	优化客户生产辅料的供应和贮备，有利于生产和质量管理。U-PACK 的颗粒产品形态可避免传统添加过程中扬尘，减少污染和安全风险。U-PACK 产品减少了额外的载体材料和存储管理，从而保证质量一致性。

资料来源：公司公告，华创证券整理

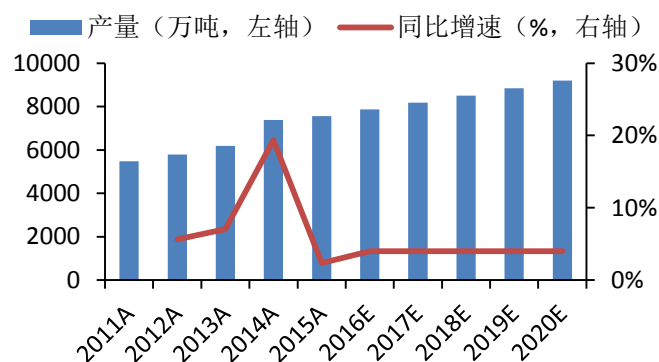
三、产业向中国转移趋势明显，预计中国抗老化剂行业增速快于 4%-6%，

我国高分子材料产能快速增长，使我国成为全球高分子助剂需求增长重心。前些年海外巨头巴斯夫、帝斯曼等海外巨头纷纷将高分子产能向中国转移或扩张即是最好说明。而我国生产技术水平的提高和基础设施的改善为助剂产业转移打好了基础。由于高分子材料化学助剂产业技术密集型和资金的特点，过去产能主要集中在欧美、日韩、台湾等地，但随着中国等发展家技术水平和基础设施条件的改善，化学助剂产业呈现从发达国家向发展中国家尤其是中国转移的态势。我国高分子材料化学助剂已形成了以环渤海为中心的产业集群，长三角地区也有一定规模的产业密集区。

正如本文开始所介绍，抗老化剂主要被用作高分子材料助剂，下游十分分散，主要包括塑料、涂料、橡胶、胶黏剂四大领域，笼统地来看，我国相关领域行业增速均在 4%-6%。我们认为，中国抗老化剂的行业增速快于 4%-6%，原因有二：（1）抗老化剂的使用范围在不断拓宽，逐步渗透进润滑油等新领域；（2）原有领域内产品有升级需求，使得抗老化剂添加比例高的产品增速快于行业平均增速。以塑料为例，我国作为塑料生产大国，整体的产品档次和质量还比较低，需要抗老化剂提高塑料制品的档次和质量，以对抗老化剂需求较大的改性塑料为例，国内需求量从 10 年的 530 万吨增长到 15 年的 1040 万吨，年复合增长率为 14.43%。

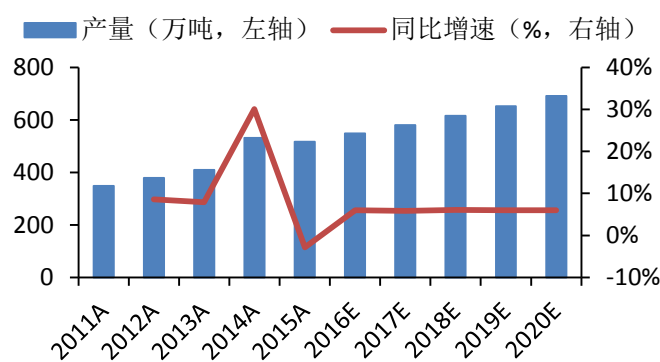
抗氧化剂的添加比例普遍在 0.1%-0.5%，光稳定剂的添加比例普遍在 0.1%-1%，涂料中的光稳定剂添加比例可以达到 1%-3%。

图表 26 我国塑料制品产量有望保持 4%的复合增速



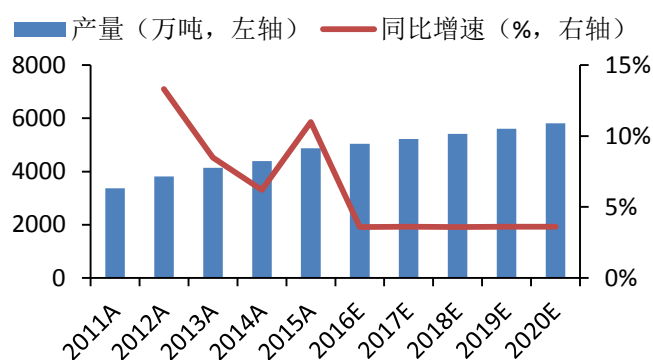
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 27 我国合成橡胶产量有望保持 4%的复合增速



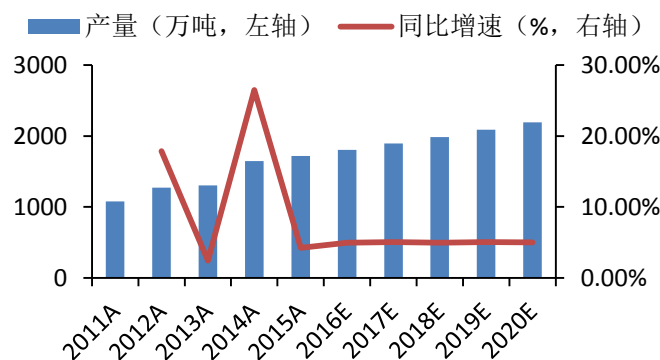
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 28 我国化纤产量有望保持 3.6%的复合增速



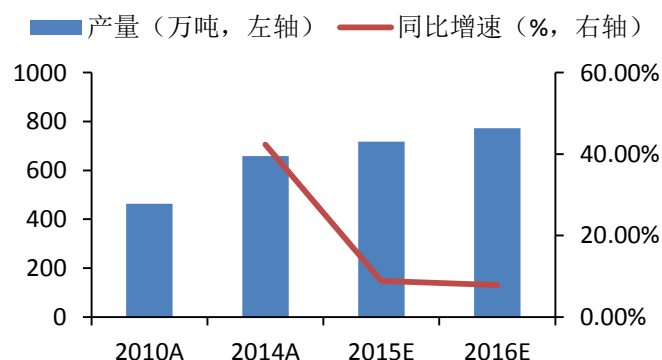
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 29 我国涂料产量有望保持 5%的复合增速



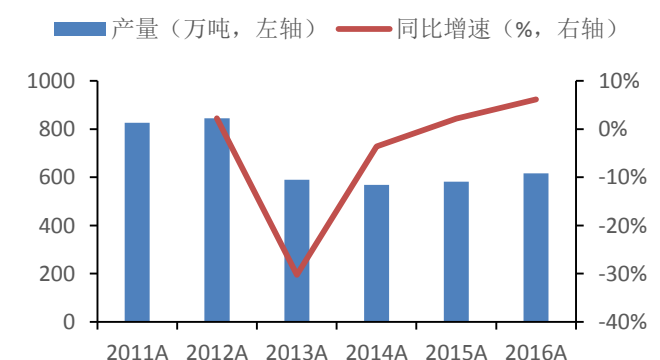
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 30 我国胶黏剂产量有望保持 8%的复合增速



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 31 润滑油行业增速约 6%，抗氧化剂使用刚起步



资料来源：中国产业信息网，华创证券

四、盈利预测

我们预计公司 17-19 年收入分别为 10.9、13.6、16.4 亿元，净利润分别为 1.2、1.6、2.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.34、1.78，目前股价对应 PE 分别为 34X、26X、19X，首次覆盖，推荐评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	143	199	295	443
应收票据	35	35	35	35
应收账款	173	234	292	351
预付账款	9	12	15	18
存货	198	267	334	398
其他流动资产	15	15	15	15
流动资产合计	574	763	987	1,261
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	219	196	176	158
在建工程	46	46	46	46
无形资产	15	15	15	15
其他非流动资产	37	37	37	37
非流动资产合计	329	306	286	268
资产合计	903	1,069	1,273	1,529
短期借款	156	156	156	156
应付票据	48	48	48	48
应付账款	120	161	202	240
预收款项	9	13	16	19
其他应付款	30	30	30	30
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	17	17	17	17
流动负债合计	379	424	468	510
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	13	13	13	13
非流动负债合计	13	13	13	13
负债合计	393	438	481	523
归属母公司所有者权益	505	626	786	999
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	505	626	786	1,000
负债和股东权益	897	1,063	1,268	1,523

现金流量表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	64	61	91	126
现金收益	116	149	176	210
存货影响	-45	-69	-67	-64
经营性应收影响	-93	-64	-62	-61
经营性应付影响	83	45	44	42
其他影响	4	0	0	0
投资活动现金流	-105	0	0	-1
资本支出	-73	0	0	-1
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-32	0	0	0
融资活动现金流	82	-5	5	22
借款增加	81	0	0	0
财务费用	2	-5	5	22
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	-1	0	0	0

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	808	1,091	1,364	1,637
营业成本	587	791	989	1,179
营业税金及附加	7	10	12	14
销售费用	57	74	93	111
管理费用	51	71	89	106
财务费用	-2	5	-5	-22
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0
营业利润	101	141	187	248
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	105	141	187	248
所得税	15	20	26	35
净利润	91	121	161	213
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	91	121	161	213
NOPLAT	92	125	156	195
EPS(摊薄) (元)	0.75	1.01	1.34	1.78

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	33.7%	35.0%	25.0%	20.0%
EBIT 增长率	25.5%	36.4%	25.0%	24.5%
归母净利润增长率	22.9%	33.6%	32.7%	32.8%
获利能力				
毛利率	27.4%	27.5%	27.5%	28.0%
净利率	11.2%	11.1%	11.8%	13.0%
ROE	18.0%	19.3%	20.4%	21.3%
ROIC	14.7%	16.8%	17.3%	17.4%
偿债能力				
资产负债率	43.8%	41.2%	38.0%	34.3%
债务权益比	33.5%	27.0%	21.5%	16.9%
流动比率	151.3%	179.8%	211.1%	247.4%
速动比率	99.1%	116.8%	139.7%	169.3%
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1
应收帐款周转天数	77	77	77	77
应付帐款周转天数	73	73	73	73
存货周转天数	122	122	122	122
每股指标(元)				
每股收益	0.75	1.01	1.34	1.78
每股经营现金流	0.54	0.51	0.76	1.05
每股净资产	4.20	5.21	6.55	8.33
估值比率				
P/E	43	34	26	19
P/B	8	6	5	4
EV/EBITDA	31	24	20	17

资料来源：公司报表、华创证券

化工组分析师介绍

华创证券组长、首席分析师：曹令

工学硕士。2011 年加入华创证券研究所。2013 年、2016 年新财富最佳分析师第四名，2016 年金牛最佳分析师第三名。

华创证券高级分析师：柳强

清华大学工学硕士。曾任职于中国寰球工程公司。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：刘和勇

复旦大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：陈凯茜

上海财经大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：冯自力

中国科学院管理科学与工程硕士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
	王小婷	销售助理	010-63214683	wangxiaoting@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-63214683	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500