

# 利安隆 (300596)

证券研究报告

2019年10月27日

## 产能释放、凯亚化工并表，推动业绩持续高增长

**事件：**利安隆发布 2019 年三季报，前三季度实现营业收入 14.34 亿元，同比增长 26.92%；实现营业利润 2.56 亿元，同比增长 40.87%；归属于上市公司股东的净利润 2.19 亿元，同比增长 47.85%。按 2.05 亿股的总股本计，实现每股收益 1.07 元，每股经营现金流为-0.09 元。其中第三季度实现营业收入 5.69 亿元，同比增长 36.41%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.93 亿元，同比增长 50.97%；单季度 EPS 0.46 元。

### 产能持续释放、凯亚化工并表，推动前三季度业绩维持高增长

公司前三季度营收和利润维持快速增长，我们分析：(1) 2018 年年底，公司“715 装置”、“725 装置”相关扩产项目陆续建成，伴随产能稳步释放，公司抗氧化剂/光稳定剂销售规模进一步扩大；(2) 公司 2019 年 6 月完成对凯亚化工收购过户手续，7 月开始纳入合并报表范围对三季度业绩增加有较大贡献。

### 内生外延双驱动，稳步推进产能布局

公司上市后通过内生和外延的方式加速扩张，目前形成天津汉沽、宁夏中卫、常山科润、凯亚化工、广东珠海五大生产基地，产品实现 GAO、SAO、UVA 和 HALS 产品的全方位覆盖。

目前中卫基地 726 和 716 装置完成了设备安装，正进行试生产前准备；常山基地 7000 吨项目一期正试生产，这些项目产能陆续释放有望驱动公司业绩环比继续提升。此外，珠海基地“年产 12.5 万吨高分子材料抗老化助剂项目一期工程”目前正进行桩基础工程施工，预计在 2020 年初将有部分产能建成投产；凯亚化工部分光稳定剂终端产品生产线已经于今年上半年建成投产，预计 2020 年初还有部分光稳定剂终端产能将进行试生产。

### 行业空间广阔，公司具备持续成长潜力

全球抗老化助剂（主要是抗氧化剂、光稳定剂、热稳定剂等）市场容量近 200 亿美元，近年来全球抗老化助剂的需求增速在 5%-10% 之间，而国内抗老化剂的需求增速在 10% 以上，行业具备较大空间及需求稳定增长为公司产品持续放量提供了发展机遇。

公司核心管理团队稳定，通过长期积累创新构建一流技术团队，且全球化工 50 强中超过 60% 是公司客户，未来公司有望通过供应层级的提升，进一步提高市场份额。另一方面，U-pack 产品是未来发展趋势，公司有望逐渐拉近与国外竞争对手的差距，并进一步拉开与国内竞争对手差距。

**盈利预测及投资建议：**预计公司 2019-2021 年归母净利润为 2.9/4.1/5.3 亿元，现价对应 2019-2021 年 PE 为 25/18/14 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能建设进度不达预期风险，下游客户拓展不达预期风险，下游高分子材料需求低迷风险，产品价格大幅下滑的风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,142.41	1,487.75	2,091.92	2,811.70	3,543.67
增长率(%)	41.33	30.23	40.61	34.41	26.03
EBITDA(百万元)	239.83	352.49	404.97	569.27	727.53
净利润(百万元)	130.50	193.07	291.12	413.02	533.48
增长率(%)	44.08	47.95	50.78	41.87	29.17
EPS(元/股)	0.64	0.94	1.42	2.01	2.60
市盈率(P/E)	55.41	37.45	24.84	17.51	13.55
市净率(P/B)	8.07	6.75	5.38	4.26	3.36
市销率(P/S)	6.33	4.86	3.46	2.57	2.04
EV/EBITDA	13.92	15.86	18.52	12.60	9.99

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.01 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	205.01
流通 A 股股本(百万股)	122.48
A 股总市值(百万元)	7,587.44
流通 A 股市值(百万元)	4,532.97
每股净资产(元)	9.11
资产负债率(%)	40.33
一年内最高/最低(元)	41.00/23.79

### 作者

<b>李辉</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
<b>唐婕</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《利安隆-半年报点评:业绩增长强劲,看好后续持续成长潜力》 2019-08-26
- 《利安隆-首次覆盖报告:打造全球知名高分子材料抗老化方案及产品供应商》 2019-07-15

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	253.95	393.27	167.35	224.94	283.49
应收票据及应收账款	229.19	288.26	504.03	536.04	774.79
预付账款	15.51	14.04	29.68	27.38	43.52
存货	282.32	443.98	541.43	661.86	848.73
其他	121.81	33.04	62.50	85.60	70.01
<b>流动资产合计</b>	<b>902.78</b>	<b>1,172.60</b>	<b>1,304.99</b>	<b>1,535.80</b>	<b>2,020.54</b>
长期股权投资	2.40	0.77	0.77	0.77	0.77
固定资产	342.20	443.74	603.99	761.23	911.95
在建工程	40.46	173.39	186.70	193.35	196.67
无形资产	123.84	142.09	139.19	136.29	133.39
其他	79.07	84.80	74.29	75.24	76.13
<b>非流动资产合计</b>	<b>587.98</b>	<b>844.79</b>	<b>1,004.94</b>	<b>1,166.88</b>	<b>1,318.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,490.76</b>	<b>2,017.39</b>	<b>2,309.93</b>	<b>2,702.68</b>	<b>3,339.46</b>
短期借款	206.07	364.35	349.97	14.55	130.86
应付票据及应付账款	193.20	308.29	345.35	539.03	579.81
其他	91.84	160.62	118.50	235.20	226.45
<b>流动负债合计</b>	<b>491.11</b>	<b>833.26</b>	<b>813.82</b>	<b>788.78</b>	<b>937.12</b>
长期借款	62.80	70.28	100.00	150.00	156.12
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.60	14.68	16.48	15.59	15.58
<b>非流动负债合计</b>	<b>78.41</b>	<b>84.96</b>	<b>116.48</b>	<b>165.59</b>	<b>171.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>569.52</b>	<b>918.22</b>	<b>930.31</b>	<b>954.37</b>	<b>1,108.82</b>
少数股东权益	25.07	27.98	35.44	52.65	80.73
股本	180.00	180.00	205.01	205.01	205.01
资本公积	340.20	340.20	340.20	340.20	340.20
留存收益	717.25	890.70	1,139.17	1,490.65	1,944.90
其他	(341.28)	(339.71)	(340.20)	(340.20)	(340.20)
<b>股东权益合计</b>	<b>921.24</b>	<b>1,099.17</b>	<b>1,379.62</b>	<b>1,748.32</b>	<b>2,230.64</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,490.76</b>	<b>2,017.39</b>	<b>2,309.93</b>	<b>2,702.68</b>	<b>3,339.46</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	128.32	196.07	291.12	413.02	533.48
折旧摊销	29.12	50.32	29.35	39.01	48.85
财务费用	4.32	15.69	20.60	17.78	12.57
投资损失	(1.27)	(5.36)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(265.35)	(132.17)	(351.05)	135.29	(395.04)
其它	136.25	(89.55)	7.46	17.21	28.08
<b>经营活动现金流</b>	<b>31.40</b>	<b>35.00</b>	<b>(7.52)</b>	<b>617.31</b>	<b>222.94</b>
资本支出	275.57	299.71	198.19	200.90	200.01
长期投资	(10.26)	(1.63)	0.00	0.00	0.00
其他	(537.35)	(353.83)	(393.19)	(395.90)	(395.01)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(272.04)</b>	<b>(55.75)</b>	<b>(195.00)</b>	<b>(195.00)</b>	<b>(195.00)</b>
债权融资	268.87	434.63	449.97	164.55	286.98
股权融资	260.55	(13.37)	3.92	(17.78)	(12.57)
其他	(165.20)	(299.54)	(477.28)	(511.50)	(243.79)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>364.23</b>	<b>121.72</b>	<b>(23.40)</b>	<b>(364.73)</b>	<b>30.62</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>123.58</b>	<b>100.98</b>	<b>(225.91)</b>	<b>57.58</b>	<b>58.56</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,142.41</b>	<b>1,487.75</b>	<b>2,091.92</b>	<b>2,811.70</b>	<b>3,543.67</b>
营业成本	787.13	1,024.69	1,418.99	1,883.40	2,364.39
营业税金及附加	8.53	7.60	14.90	18.46	22.20
营业费用	79.97	89.26	115.06	154.64	194.90
管理费用	39.39	59.33	83.68	112.47	141.75
研发费用	53.04	67.13	83.68	112.47	141.75
财务费用	13.21	14.94	20.60	17.78	12.57
资产减值损失	17.54	7.44	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.27	5.36	5.00	5.00	5.00
其他	(10.51)	(18.51)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>152.84</b>	<b>230.52</b>	<b>355.03</b>	<b>512.48</b>	<b>666.11</b>
营业外收入	3.00	0.19	2.51	1.90	1.53
营业外支出	11.96	6.47	6.26	8.23	6.98
<b>利润总额</b>	<b>143.87</b>	<b>224.24</b>	<b>351.28</b>	<b>506.15</b>	<b>660.66</b>
所得税	15.55	28.18	52.69	75.92	99.10
<b>净利润</b>	<b>128.32</b>	<b>196.07</b>	<b>298.59</b>	<b>430.23</b>	<b>561.56</b>
少数股东损益	(2.18)	2.99	7.46	17.21	28.08
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>130.50</b>	<b>193.07</b>	<b>291.12</b>	<b>413.02</b>	<b>533.48</b>
每股收益(元)	0.64	0.94	1.42	2.01	2.60

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	41.33%	30.23%	40.61%	34.41%	26.03%
营业利润	50.71%	50.83%	54.01%	44.35%	29.98%
归属于母公司净利润	44.08%	47.95%	50.78%	41.87%	29.17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.10%	31.12%	32.17%	33.02%	33.28%
净利率	11.42%	12.98%	13.92%	14.69%	15.05%
ROE	14.56%	18.02%	21.66%	24.36%	24.81%
ROIC	30.84%	24.29%	29.50%	27.92%	35.19%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.20%	45.52%	40.27%	35.31%	33.20%
净负债率	1.62%	3.76%	20.49%	-3.45%	0.16%
流动比率	1.84	1.41	1.60	1.95	2.16
速动比率	1.26	0.87	0.94	1.11	1.25
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.22	5.75	5.28	5.41	5.41
存货周转率	4.76	4.10	4.25	4.67	4.69
总资产周转率	0.95	0.85	0.97	1.12	1.17
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.64	0.94	1.42	2.01	2.60
每股经营现金流	0.15	0.17	-0.04	3.01	1.09
每股净资产	4.37	5.23	6.56	8.27	10.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	55.41	37.45	24.84	17.51	13.55
市净率	8.07	6.75	5.38	4.26	3.36
EV/EBITDA	13.92	15.86	18.52	12.60	9.99
EV/EBIT	15.81	18.34	19.97	13.53	10.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com