

强烈推荐-A (维持)

利安隆 300596.SZ

目标估值: 42.75-45 元

当前股价: 33.35 元

2019 年 10 月 14 日

Q3业绩继续超预期, 凯亚并入竞争力大幅提升

基础数据

上证综指	3008
总股本(万股)	20501
已上市流通股(万股)	12248
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	41
每股净资产(MRQ)	5.7
ROE(TTM)	19.9
资产负债率	48.6%
主要股东	天津利安隆科技集团
主要股东持股比例	18.03%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《利安隆(300596)——二季度业绩超出预期, 成长天花板较高》2019-08-26
- 2、《利安隆(300596)——未来全球行业领导者, 以创新推动持续发展》2019-03-29
- 3、《利安隆(300596)——成长性继续验证, 全球抗老化巨头指日可待》2019-02-24

段一帆

duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

周铮

010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

钟浩

zhonghao1@cmschina.com.cn
S1090518040001

公司发布 2019 年前三季度业绩预告, 实现归母净利润 2.15 亿元-2.22 亿元, 同比增长 45%-50%; 其中 2019 年三季度单季实现归母净利润 8922.11 万元-9662.64 万元, 同比增长 44.16%-56.12%。

- **市占率不断提升, 业绩超出预期。**公司业绩继续大幅增长, 根据业绩说明, 三季度业绩基本都为经常性损益。剔除凯亚并表部分, 我们预计本部 Q3 单季度扣非净利润同比增长 35% 左右, 环比增长 10% 左右。
公司业绩的持续增长, 主要受益于两方面: 一是对内通过管理变革和制度创新, 不断提升运营效率; 对外充分利用公司在营销网络、产品配套、客户资源、品牌影响力等方面的优势, 坚持“注焦全球大客户”和“客户+”的经营战略, 不仅使公司在涂料、改性塑料等传统强项业务领域继续保持稳定增长, 还开拓了一些新的业务领域。二是公司于 19 年 6 月完成了对凯亚收购的过户手续, 19 年三季度凯亚完全并表。
- **四季度多个基地有新产能投放, 全年业绩有望继续超预期, 20 年业绩成长有保障。**公司中卫基地的 726 装置和 716 装置在三季度完成了设备安装, 目前已完成试生产前的准备, 四季度将投料进行试生产; 常山基地的“7000 吨/年高分子材料抗老化助剂项目一期”在三季度已开始试生产, 将在四季度正式贡献产能; 凯亚今年上半年有部分光稳定剂终端产品建成投产, 四季度产能有望进一步释放。展望 20 年, 凯亚继续会有光稳定剂终端产能投出, 珠海的抗老化剂项目预计会有部分产能在 20 年年底建成。19 年四季度和 20 年产能的投放, 为公司 19 年和 20 年业绩的快速增长打下了坚实基础。
- **整合凯亚成为全球第二家抗老化领域各产品配套齐全的公司, 竞争力大幅提升, 成长天花板较高。**在抗老化领域, 产品的系列化完整程度和配套能力是大型高分子材料制造商选择供应商的重要影响因素之一, 在完成凯亚的并入后, 公司成为继巴斯夫后第二家抗老化剂各领域产品都实现配套的公司, 同时还在不断发展新产品、完善产品的系列化程度, 对竞争对手形成配套竞争壁垒。
公司始终坚持创新驱动发展的理念, 不断往 U-pack 领域和其他助剂领域进行拓展; 不断提升公司在新结构物开发、新工艺创新、应用技术能力等方面的技术研发实力。公司设立之初就定位高端大客户, 经过十多年的苦心经营, 目前已经拥有一大批全球知名的高分子材料客户群。公司一方面可以凭借优势的产品、稳定的供应和良好的服务, 逐步提高在客户采购中所占的份额, 并通过现有高端客户的推荐取得其他关联企业的订单; 另一方面可以通过向现有客户实施渐进式拓展, 逐步增加向客户供应的产品种类, 从而获得新的业务机会。综合来看, 公司成长天花板还很高。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1142	1488	2074	2726	3525
同比增长	41%	30%	39.41%	31.42%	29.31%
营业利润(百万元)	153	230	380	556	684
同比增长	51%	51%	65.05%	46.17%	23.09%
净利润(百万元)	131	193	322	462	570
同比增长	44%	48%	66.98%	43.53%	23.32%
每股收益(元)	0.73	1.07	1.57	2.25	2.78
PE	46.0	31.1	21.2	14.8	12.0
PB	6.7	5.6	5.1	4.0	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。**按凯亚化工 19 年 7 月 1 日开始并表测算收入和利润，我们预计公司 19-21 年实现收入 20.74 亿、27.26 亿和 35.25 亿，实现归母净利润 3.22 亿（备考 3.72 亿）、4.62 亿和 5.70 亿，EPS 分别为 1.57 元、2.25 元和 2.78 元，PE 分别为 21 倍（备考 18 倍）、15 倍和 12 倍。对应于 20 年业绩，我们给予 19-20 倍目标估值，对应目标价为 42.75-45 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ **风险提示：产能投放不及预期的风险；宏观经济影响下游需求的风险。**

图 1：利安隆历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：利安隆历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《利安隆（300596）一二季度业绩超出预期，成长天花板较高》2019-8-27
- 2、《利安隆（300596）一未来全球行业领导者，以创新推动持续发展》2019-03-29
- 3、《利安隆（300596）一成长性继续验证，全球抗老化巨头指日可待》2019-02-24
- 4、《利安隆（300596）一业绩大幅增长，逐步成为全球抗老化巨头》2019-01-30
- 5、《利安隆（300596）一拟并购凯亚完善产品布局，竞争力跨越式增长》2018-12-24
- 6、《利安隆（300596）一业绩继续大超预期，成长初期后劲十足》2018-10-29
- 7、《利安隆（300596）一业绩持续大幅增长，长期成长逐步验证》2018-10-09
- 8、《利安隆（300596）一业绩大幅超出预期，未来成长空间广阔》2018-08-24
- 9、《利安隆深度报告—抗老化剂隐形冠军，连续高成长全球新巨头》2018-06-12
- 10、《利安隆（300596）一抗老化剂大有可为，龙头企业优势明显》2018-06-28
- 11、《利安隆（300596）一员工持股计划签订股份转让协议，长期成长确定》2018-06-01
- 12、《利安隆（300596）一发布首期员工持股计划，看好公司长期成长》2018-03-26

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	903	1173	1204	1555	2046
现金	254	393	169	237	317
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	32	19	26	34	44
应收款项	197	270	350	460	595
其它应收款	8	17	23	30	39
存货	282	444	593	739	979
其他	130	30	42	54	70
非流动资产	588	845	932	1015	1094
长期股权投资	2	1	1	1	1
固定资产	342	444	536	619	692
无形资产	124	142	138	139	145
其他	120	258	257	257	256
资产总计	1491	2017	2136	2570	3140
流动负债	491	833	688	739	857
短期借款	206	364	107	54	0
应付账款	123	140	190	237	314
预收账款	3	2	3	4	5
其他	159	327	388	444	538
长期负债	77	85	85	85	85
长期借款	63	70	70	70	70
其他	15	15	15	15	15
负债合计	569	918	773	824	942
股本	180	180	205	205	205
资本公积金	340	340	340	340	340
留存收益	377	550	783	1148	1579
少数股东权益	25	28	34	52	73
归属于母公司所有者权益	897	1071	1328	1693	2125
负债及权益合计	1491	2017	2136	2570	3140

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	31	35	282	436	493
净利润	131	193	322	462	570
折旧摊销	29	50	66	76	85
财务费用	4	16	28	62	59
投资收益	(1)	(5)	0	(5)	(6)
营运资金变动	(122)	(222)	(152)	(190)	(254)
其它	(9)	3	19	31	38
投资活动现金流	(272)	(56)	(157)	(157)	(161)
资本支出	(158)	(160)	(157)	(162)	(167)
其他投资	(114)	104	0	5	6
筹资活动现金流	364	122	(350)	(212)	(252)
借款变动	154	227	(257)	(53)	(54)
普通股增加	90	0	25	0	0
资本公积增加	185	0	0	0	0
股利分配	(45)	(90)	(90)	(97)	(139)
其他	(20)	(15)	(28)	(62)	(59)
现金净增加额	124	101	(224)	68	80

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1142	1488	2074	2726	3525
营业成本	787	1025	1394	1736	2302
营业税金及附加	9	8	4	5	7
营业费用	80	89	108	142	182
管理费用	92	126	151	218	282
财务费用	13	15	28	62	59
资产减值损失	18	7	9	12	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	13	0	5	6
营业利润	153	230	380	556	684
营业外收入	3	0	2	1	1
营业外支出	12	6	3	4	4
利润总额	144	224	379	553	681
所得税	16	28	51	73	90
净利润	128	196	329	480	591
少数股东损益	(2)	3	6	17	21
归属于母公司净利润	131	193	322	462	570
EPS (元)	0.73	1.07	1.57	2.25	2.78

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	41%	30%	39.41%	31.42%	29.31%
营业利润	51%	51%	65.05%	46.17%	23.09%
净利润	44%	48%	66.98%	43.53%	23.32%
获利能力					
毛利率	31.1%	31.1%	32.79%	36.30%	34.70%
净利率	11.4%	13.0%	15.53%	16.96%	16.17%
ROE	14.5%	18.0%	24.25%	27.30%	26.83%
ROIC	12.3%	13.9%	22.96%	28.62%	28.40%
偿债能力					
资产负债率	38.1%	45.5%	36.21%	32.07%	30.00%
净负债比率	18.0%	21.5%	8.31%	4.84%	2.24%
流动比率	1.8	1.4	1.7	2.1	2.4
速动比率	1.3	0.9	0.9	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	1.0	1.1	1.1
存货周转率	3.3	2.8	2.7	2.6	2.7
应收帐款周转率	6.2	6.4	6.7	6.7	6.7
应付帐款周转率	6.5	7.8	8.5	8.1	8.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.73	1.07	1.57	2.25	2.78
每股经营现金	0.17	0.19	1.38	2.13	2.40
每股净资产	4.98	5.95	6.48	8.26	10.36
每股股利	0.50	0.50	0.47	0.68	0.83
估值比率					
PE	46.0	31.1	21.2	14.8	12.0
PB	6.7	5.6	5.1	4.0	3.2
EV/EBITDA	38.3	25.6	15.7	10.7	9.0

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。

周锋：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018年2月加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

钟浩：招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018年3月加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券。

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
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。