

利安隆 (300596)

证券研究报告
2019年07月15日

打造全球知名高分子材料抗老化方案及产品供应商

国内领先的抗老化助剂细分龙头

利安隆是国内领先的高分子材料抗老化助剂产品和技术供应商，公司品牌在全球高分子材料行业享有一定的美誉度。公司主要产品为抗氧化剂、光稳定剂和为客户提供一站式解决材料抗老化问题的 U-pack 产品。公司现有 5 大生产基地，客户囊括了 BASF、DSM、杜邦、朗盛和 PPG 等众多全球知名高分子材料制造企业。公司内生增长强劲，2011-2018 年营收从 2.6 亿元增长至 14.9 亿元，复合增速为 28.2%；归母净利润从 0.20 亿元增长至 1.93 亿元，复合增速 38.5%。

产能布局+品种完善，内生外延加速扩张

公司志存高远，上市后从产能布局及品种完善两方面着手，通过内生和外延的方式加速扩张，生产基地由上市时的 2 个拓展至 5 个。中卫项目打造西部重要基地，控股常山科润强化 UVA 竞争优势，收购凯亚化工补上 HALS 短板，珠海大项目解决 GAO 产能凭借。目前公司基地覆盖西北、华北、华东和华南，产品将实现 GAO、SAO、UVA 和 HALS 产品的全方位覆盖，产能持续释放有望驱动公司 3 年以上高增长。

行业机遇+竞争优势，实现做大做强

我们认为公司具备持续成长的潜质：(1) 抗氧化剂和光稳定剂市场 100 亿美元以上的市场容量，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，因此行业大空间及需求的持续增长为公司产品持续放量提供了发展机遇。(2) 公司具备多方面的竞争优势，包括稳定的管理团队、领先的技术积累创新、优质的大客户资源和完善的全球销售服务网络等。(3) 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。

员工持股彰显长远发展信心

公司第一期员工持股计划受让达晨创恒股权投资企业、达晨创泰股权投资企业、达晨创瑞股权投资企业合计持有的利安隆 1260 万股股权，每股均价 18.11 元，合计转让价款为 228,186,000 元，占公司总股本的 7%，锁定期 12 个月。本次员工持股计划彰显了管理层及员工对公司发展的信心，也有助于公司调动和激发员工积极性，促进公司长远发展。

盈利预测及投资建议：我们预计公司 2019-2021 年归属于母公司股东的净利润为 2.52/3.25/4.14 亿元（不考虑凯亚化工后续并表），现价对应 2019 年 PE 21.9 倍，由于公司强劲的内生增长性，我们给予公司目标价 38.50 元（可比公司 2019 年 PE 均值为 27.5 倍），首次覆盖，给予“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	1,931.20	2,469.42	3,222.57
增长率(%)	41.33	30.23	29.81	27.87	30.50
EBITDA(百万元)	239.83	352.49	361.98	461.76	586.11
净利润(百万元)	130.50	193.07	252.03	324.77	414.17
增长率(%)	44.08	47.95	30.53	28.87	27.53
EPS(元/股)	0.73	1.07	1.40	1.80	2.30
市盈率(P/E)	42.36	28.63	21.93	17.02	13.35
市净率(P/B)	6.17	5.16	4.30	3.54	2.89
市销率(P/S)	4.84	3.72	2.86	2.24	1.72
EV/EBITDA	13.92	15.86	15.97	12.00	9.79

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（首次评级）
当前价格	30.71 元
目标价格	38.50 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	180.00
流通 A 股股本(百万股)	122.48
A 股总市值(百万元)	5,527.80
流通 A 股市值(百万元)	3,761.34
每股净资产(元)	6.24
资产负债率(%)	45.80
一年内最高/最低(元)	41.00/21.48

作者

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 国内领先的抗老化助剂细分龙头	4
1.1. 必不可少的抗老化助剂	5
1.2. 公司内生增长强劲	6
2. 产能布局+品种完善，内生外延加速扩张	7
2.1. 打造西部抗老化剂重要基地	7
2.2. 控股常山科润强化 UVA 优势	8
2.3. 收购凯亚化工补上 HALS 短板	8
2.4. 珠海大项目解决 GAO 产能瓶颈	9
3. 行业机遇+竞争优势，实现做大做强	9
3.1. 下游大空间支持抗老化剂持续成长	9
3.2. 公司具备多方位竞争优势	11
3.2.1. 稳定的管理团队	11
3.2.2. 领先的技术积累创新	11
3.2.3. 优质的大客户资源	12
3.2.4. 完善的全球销售服务网络	13
3.3. U-pack 是未来的发展趋势	14
4. 员工持股彰显长远发展信心	15
5. 盈利预测及投资建议	15
6. 风险提示	16

图表目录

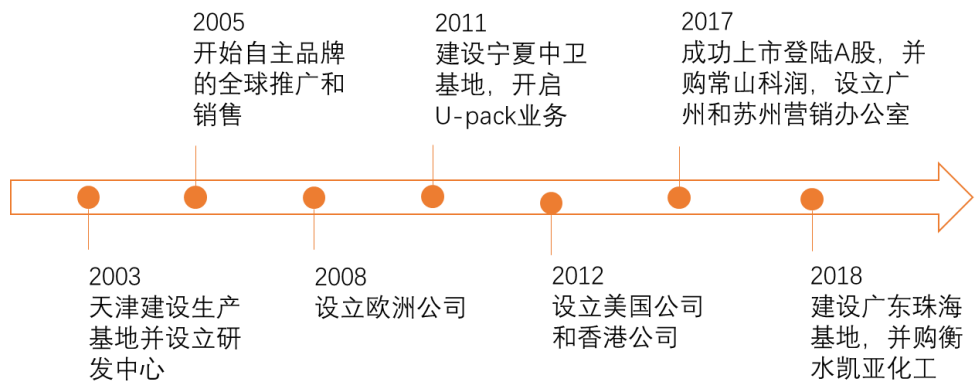
图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：利安隆主要产品布局	5
图 4：公司营收持续高增长	6
图 5：公司归母净利润高增长	6
图 6：公司销量高增长	6
图 7：公司营收和毛利的分布情况（2018）	6
图 8：公司历年产品毛利率情况	7
图 9：凯亚化工营收及净利润快速增长	8
图 10：凯亚化工掌握从 TAA 至中间体及终端产品的核心技术	8
图 11：抗老化剂下游应用领域	10
图 12：中国历年塑料（初级形态）产量	10
图 13：中国合成橡胶历年产量	10
图 14：中国化学纤维历年产量	10
图 15：中国涂料历年产量	10

图 16: 公司研发人员逐年增长	11
图 17: 公司研发费用逐年提升	11
图 18: 公司在全球建立了大客户群	12
图 19: 优质的大客户资源	12
图 20: 完善的全球销售服务网络	13
图 21: U-pack 产品是未来发展趋势	14
表 1: 抗老化剂主要产品分类介绍	5
表 2: 公司内生+外延加速扩张	7
表 3: 凯亚化工的竞争优势	8
表 4: 我国高分子产量在全球举足轻重 (涂料 2016 年数据, 其余 2107 年数据)	11
表 5: 公司业务拆分 (不考凯亚化工业绩贡献)	15
表 6: 可比公司估值比较	16

1. 国内领先的抗老化助剂细分龙头

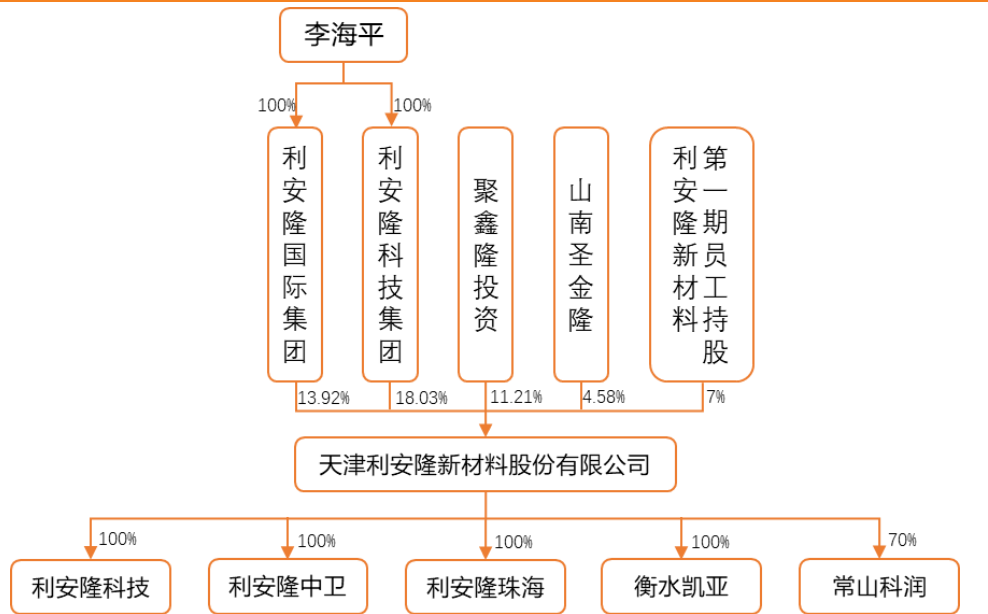
抗老化助剂细分龙头：利安隆于 2003 年在天津经济技术开发区注册成立，经过多年积累和发展，公司已经成为国内领先的高分子材料抗老化助剂产品和技术供应商，公司品牌在全球高分子材料行业享有一定的美誉度。利安隆主要产品为抗氧化剂、光稳定剂和为客户提供一站式解决材料抗老化问题的 U-pack 产品。公司产品覆盖通用型抗氧化剂（GAO）、专用型抗氧化剂（SAO）、紫外线吸收剂（UVA）、受阻胺类光稳定剂（HALS）和复配定制（U-pack）五大系列，近百个品种，广泛应用于塑料、涂料、橡胶、化学纤维、胶黏剂等所有种类的高分子材料。经过多年布局，公司现有 5 大生产基地：天津汉沽基地、宁夏中卫基地、浙江常山基地、广东珠海基地、河北衡水基地。公司现有基地布局基本覆盖了华北、华东和华南这些国内高分子材料生产、加工重要区域。目前公司客户囊括了巴斯夫、艾仕得、朗盛、科思创、汉高、DSM、PPG、杜邦、LG 化学、三星集团、三菱工程塑料、富士集团、旭化成、中石化、中石油、金发科技、万华化学等众多全球知名高分子材料制造企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

股权结构稳定：公司实际控制人是李海平先生，其通过利安隆国际集团和利安隆科技集团合计持有上市公司 31.95%股权，公司的核心管理层和骨干员工通过聚鑫隆投资和山南圣金隆两个持股平台分别持有上市公司 11.21%股权和 4.58%股权。此外 2018 年公司管理层及员工又通过员工持股计划持有上市 7%。公司实际控制人和管理层持股集中，且持股比例较高，股权结构稳定。

1.1. 必不可少的抗老化助剂

高分子抗老化助剂作为高分子材料化学助剂的重要品类，其总销售额约占高分子材料化学助剂的 1/4 以上。抗老化助剂是指能够改善高分子材料的原有性能，并可赋予高分子材料抗热氧化、抗光氧化功能等抗老化功能的化学助剂，主要包括抗氧化剂、光稳定剂两大类。抗老化助剂是高分子材料重要的添加剂和组成成分，用量较少，但对高分子材料性能影响很大，其添加品种、添加配比、添加顺序、添加方式、添加环境将直接影响高分子材料特性，被誉为不可或缺的“材料味精”。

按照抗氧化机制分类，抗氧化剂可分为主抗氧剂和辅助抗氧剂。按抗氧化剂产品在下游市场的应用分类，抗氧化剂可以分为专用型抗氧化剂（SAO）和通用型抗氧化剂（GAO）。光稳定剂因自身结构和品种的不同而有不同的功能，通常按作用机理可以分为：紫外线吸收剂（UVA）、受阻胺类光稳定剂（HALS）、光屏蔽剂和光猝灭剂，其中 UVA 和 HALS 是最重要的两大类。

表 1：抗老化剂主要产品分类介绍

名称	功能介绍	产品分类	作用机理
抗氧化剂	可延缓或抑制材料在聚合、储存、运输、加工、使用过程中受大气中氧或臭氧作用而降解的过程，从而阻止材料老化并延长使用寿命的化学物质。	主抗氧剂	能够消除自由基，终止链式反应，主要分为受阻酚类抗氧化剂和芳香胺类
		辅抗氧化剂	能够分解氢过氧化物，主要分为亚磷酸酯类和一些含硫的有机化合物
光稳定剂	能够抑制或减弱光对高分子材料降解作用，提高高分子材料耐光性的化学物质，其通常与抗氧化剂协同使用以抑制高分子材料的光氧化降解。	紫外线吸收剂	吸收照射于材料表面的紫外线，并将能量转变为无害的热、荧光的方式释放，防止高分子材料变色、强度刚度韧性下降、延长材料使用寿命。
		受阻胺类光稳定剂	通过以空间受阻结构环胺为官能团的哌啶化合物，能够捕获高分子材料中氧化生成的活性自由基，通过将自由基、单线态氧等活性物质失活而起到光稳定作用

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：利安隆主要产品布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 公司内生增长强劲

凭借在技术、产品配套、品质、客户服务及营销等方面的竞争优势，并依托下游高分子材料的发展，公司抗氧化剂及光稳定剂业务持续高增长，产能瓶颈成为限制公司更快成长的主要矛盾。2011-2018年，公司营收从2.6亿元增长至14.9亿元，复合增速为28.2%；归母净利润从0.20亿元增长至1.93亿元，复合增速38.5%。公司7年持续高质量的增长极为难得，更为可贵的是公司2017年上市后通过产能扩张及外延并购，有望继续加速成长。

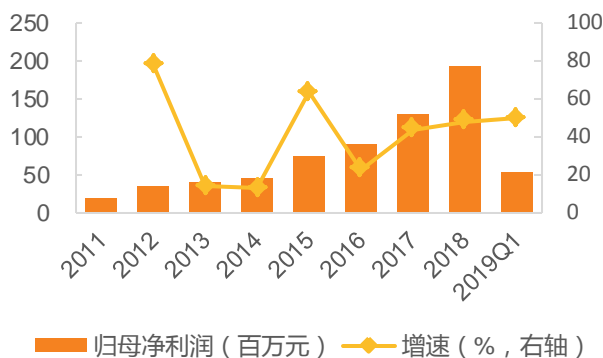
目前抗氧化剂和光稳定剂是公司营收和毛利的主要来源，光稳定剂虽然营收仍小于抗氧化剂，但其盈利能力更强，因此毛利贡献已经超过抗氧化剂，目前U-pack产品体量仍然较小。2011年以来，公司产品综合毛利率除了2014年略有下降外，其余年份同比都有提升。如果分产品来看，光稳定剂的毛利率提升显著，从2011年的12.25%提升至2018年的37.39%，特别是2017和2018年提升较大；抗氧化剂毛利率整体相对较为稳定，但在2018年出现了明显的下滑。出现上述现象的原因是下游需求持续增长，而抗氧化剂产品的产能扩张较慢，此外国内环保严查更影响了部分产能，使得行业供需结构持续优化，特别是光稳定剂更是供不应求。公司近年也是优先扩产光稳定剂，因此在产能扩充下产品结构优化，外协粗品采购减少，从而使得毛利率提升显著。而公司抗氧化剂由于产能扩张较慢，外协粗品采购比例提升，导致2018年毛利率下滑。

图 4：公司营收持续高增长



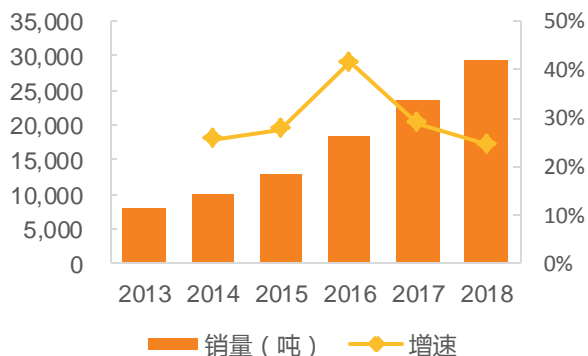
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司归母净利润高增长



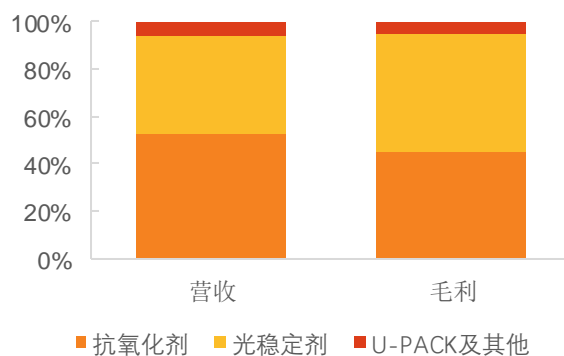
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司销量高增长



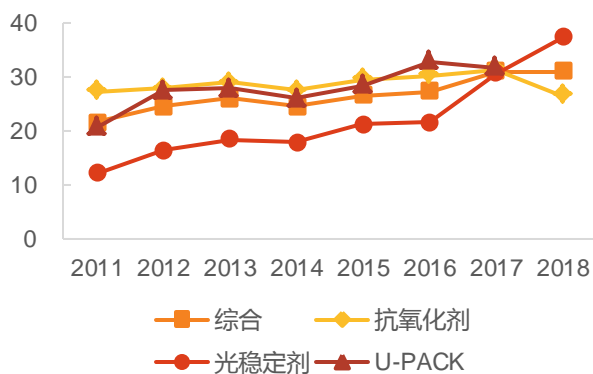
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司营收和毛利的分布情况（2018）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司历年产品毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 产能布局+品种完善，内生外延加速扩张

公司 2017 年刚上市时产能仅 2 万吨左右，生产基地也仅有天津汉沽和宁夏中两个，当时宁夏中卫以光稳定剂为主，体量也相对还小。与全球领先的竞争对手德国巴斯夫、韩国松原、美国 SI 集团和日本 ADEKA 等有较大差距，但公司志存高远，将打造全球知名的高分子材料抗老化方案及产品供应商作为愿景。上市之后公司从产能布局及品种完善两方面着手，通过内生和外延的方式进行加速扩张。一方面不断完善自己的基地布局，实现全国市场覆盖，大幅提升自己的产能储备；另一方面实现产品的全方位覆盖，利安隆在 SAO 和 UVA 方面竞争力较强，但在 GAO 和 HALS 产品种类和产能方面都有局限，珠海项目和收购凯亚化工将这两个短板补齐。

表 2：公司内生+外延加速扩张

基地	收购及扩产项目	目的
宁夏中卫	6000 吨紫外线吸收剂二期	打造西部重要基地
	6.8 万吨高分子材料功能助剂及配套原料项目	
浙江常山	收购常山科润 70% 股权	强化 UVA 优势
	7000 吨紫外线吸收剂项目	
广东珠海	12.5 万吨高分子材料抗老化助剂项目一期	补强 GAO 短板
河北衡水	收购凯亚化工 100% 股权	补强 HALS 短板

资料来源：公司公告，环评公告，天风证券研究所

2.1. 打造西部抗老化剂重要基地

宁夏中卫 6000 吨紫外线吸收剂项目二期是公司募投项目之一，计划投资 6390 万元，项目达产后新增年销售收入约 2 亿元，新增年净利润约 2100 万元。此外，2018 年 10 月 24 日利安隆与中卫市政府签订投资协议书，计划投资 8.1 亿元，在中卫建设年产 6.8 万吨高分子材料功能助剂及配套原料项目。项目将新建抗氧化剂和紫外线吸收剂生产线 17 条，达产后可实现销售收入 27 亿元，利税 3 亿元。宁夏中卫基地位于西部地区，此前没有抗氧化剂生产企业，而西部地区又有大量的煤制烯烃及相关生产装置，公司可以利用西部的地域优势和能源优势，为当地及周边客户提供更为便捷的服务。

2.2. 控股常山科润强化 UVA 优势

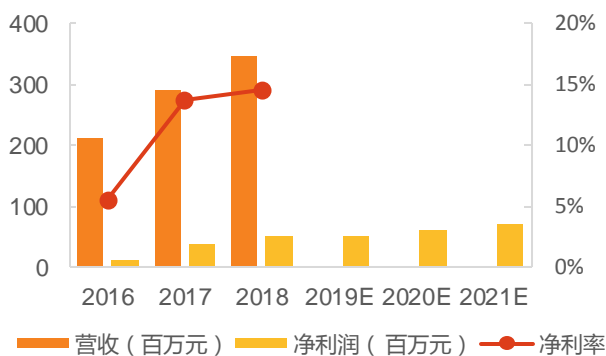
2017 年 9 月利安隆以 2152.5 万元受让常山科润新材料原股东所持有的 35.875% 的股权，同时增资 6825 万元，最终控股常山科润新材料，持股比例为 70%。常山科润计划在省常山县生态工业园区建设“高分子材料抗老化助剂项目”。项目一期规划 7000 吨 UVA，总投资 5.05 亿元人民币，对常山科润原有生产装置进行升级改造并新建三套高分子材料抗老化助剂装置。目前项目进展较快，常山基地有 2 条新线准备投用，进一步扩充 UVA 产能。苯并三氮唑紫外线吸收剂本就是利安隆光稳定剂的主要产品之一，而常山科润也一直致力于苯并三氮唑类紫外线吸收剂的研发、生产及销售，已凭借产品优良的品质在行业内拥有较好的声誉，因此利安隆控股常山科润并扩产可谓是在 UVA 方面强强联合，有望进一步巩固在业内的竞争优势。此外，2017 年常山还设立了院士工作站，并于 2018 年设立博士后工作站，从而加强该基地的技术研发创新能力。

2.3. 收购凯亚化工补上 HALS 短板

利安隆以发行股份收购凯亚化工原有股东 100% 股权，凯亚化工作价 6.0 亿元，股份定价为 23.99 元/股，发行股份数约为 2501 万股。凯亚化工承诺 2019-2021 年扣非后的业绩不低于 5000 万、6000 万和 7000 万，凯亚化工原股东承担业绩补偿责任。

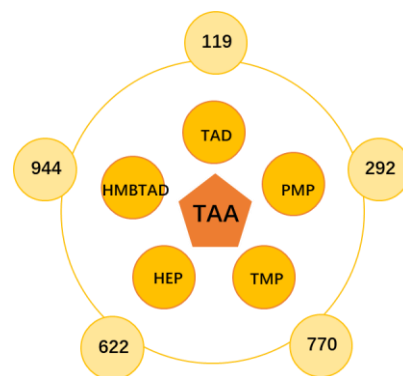
在购凯亚化工之前，利安隆收已经覆盖抗氧化剂和紫外线吸收剂主要品种，但在受阻胺光稳定剂（HALS）自产品种和产能都有限，凯亚化工在 HALS 上游中间体的技术、合成工艺方面具备较强竞争优势。因此收购完成后，凯亚化工的产品能够有效补强利安隆在 HALS 方面的短板，使得利安隆在抗老化助剂产品方面实现全方位覆盖。另一方面可以整合公司研发资源，通过拓展 HALS 下游产品线实现更多的 U-pack 产品创新，形成良好的协同效应，实现 1+1 大于 2。

图 9：凯亚化工营收及净利润快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所（2019-2021 年为承诺业绩）

图 10：凯亚化工掌握从 TAA 至中间体及终端产品的核心技术



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：凯亚化工的竞争优势

竞争优势	具体内容
领先的生产工艺	在 HALS 母核 TAA、重要中间体 TMP 等产品的生产中采用了“连续加氢”、“连续合成”、“多塔连续精馏分离”等先进生产技术。生产过程中的工艺稳定程度、原材料单耗、产成品杂质残余物含量及单位产品排污量等方面领先国内同行业，具有较好的成本控制能力和与国际龙头厂商媲美的产品品质。
完整的产业链布局	拥有 HALS 起始原料 TAA 规模化生产能力，还具有丰富的中间体产品线，产品涵盖 TMP、TAD、PMP、DMS 等多个 HALS 类光稳定剂的重要中间体，目前还向下延伸到了下游 770、292 等终端产品。行业内为数不多的具备从“起始原料——关键中间体——终端产品”完整产业链条的厂家，成

	本控制有效。
优秀的管理团队	拥有一支专业构成互补、凝聚力强的创业管理团队和技术队伍，核心管理成员有着近三十年的大化工、药化学和精细化工复合生产管理经验，以及丰富的行业资源，对化工行业市场发展前景有着独到的见解与判断。
先进的环保设施	高度重视安全环保工作，连续多年无环保、安全等方面的违法违规记录，2018 年被衡水市环保部门列为“环保标杆企业”。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 珠海大项目解决 GAO 产能瓶颈

2017 年 8 月 23 日利安隆与珠海经济技术开发区签署投资协议书，计划投资 20 亿元建设重要的 GAO 基地，从而解决公司在 GAO 方面的品种和产能瓶颈。2018 年 3 月 9 日，对利安隆珠海年产 12.5 万吨高分子材料抗氧化助剂项目一期工程予以备案。根据项目一期工程的环评公告，总投资 12.66 亿元，固定投资 9.04 亿元，达产后有望实现营收 14.77 亿元，净利润 1.9 亿元，经济效益可观。项目已经取得部分建设工程规划许可证和桩基施工许可，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。

珠海项目所处的南方地区，此前也没有抗氧化剂生产企业，而南方沿海地区有大量的以液化轻烃为原材料的塑料生产装置正在新建（浙石化、中海油惠州炼化等），再加上马来西亚、新加坡等南亚地区也有大量烯烃类项目正在扩产，所以未来下游的需求增长旺盛。GAO 产品下游主要用于烯烃产品，由于烯烃体量庞大，因此 GAO 需求量相比 SAO 要大得多，也是抗氧化剂最大的品类。因此对于公司来讲，珠海项目是公司产品全方位覆盖，做大做强极为重要的一步。

公司上市后动作不断，内生外延加速扩张，生产基地从 2 个拓展至 5 个，中卫项目打造西部重要基地，控股常山科润强化 UVA 竞争优势，珠海项目和收购凯亚化工 GAO 和 HALS 品种及产能。从公司一系列发展，我们可以看到公司的雄心壮志，正为打造全球知名的高分子材料抗氧化方案及产品供应商全速前进。

3. 行业机遇+竞争优势，实现做大做强

公司上市以来业绩表现优异，一系列资本运作和扩产项目实施也表明公司做大做强的雄心壮志，但如何有效消化扩张的产能才是后续成功的关键。公司凭什么能够实现加速成长，本节中我们将从行业的发展空间，公司竞争优势和 U-pack 发展机遇来阐述公司具备持续成长的潜质。

3.1. 下游大空间支持抗氧化剂持续成长

抗氧化剂和光稳定剂下游应用广泛，理论上来说所有与空气、光照接触的高分子材料都需要添加来对抗材料的老化问题，因此抗氧化剂和光稳定剂依赖于高分子材料的发展。根据 Eurostat 等数据，塑料、橡胶、涂料、化纤等五大高分子材料 2017 年全球合计产量接近 5 亿吨，体量非常庞大。助剂作为高分子材料加工生产必备的添加剂市场容量也很大，根据 Markets and Markets 等咨询公司判断高分子材料助剂市场容量超过 700 亿，而其中抗氧化剂（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，我们保守预计抗氧化剂和光稳定剂市场在 100 亿美元以上。

我国高分子材料产量位居全球前列，在产量最大塑料方面，根据 PlasticsEurope 数据，2017 年全球产量 3.48 亿吨，中国产量占全球 29.4%，达到 1.02 亿吨；化学纤维方面，我国占比更高，2017 达到 73.5%，这要归功于我国在涤纶纤维方面的全球竞争优势；涂料方面，2016 年全球产量 6550 万吨，国内约 1900 万吨，占比达到 28.5%。近些年，塑料、涂料等产品产能向中国和亚太地区集中的趋势明显。根据卓创资讯数据，国内烯烃行业（至 2023 年新增约 2695 万吨）、涤纶行业（到 2019 年底新增约 300 万吨）、工程塑料（未来三年新增

约 200 万吨) 均处于扩张期, 合成橡胶、涂料等也有稳定增长。伴随抗老化助剂对高分子材料渗透率的不断提升, 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, 因此行业大空间及需求的持续增长为公司产销量的持续增长提供了发展机遇。

图 11: 抗老化剂下游应用领域



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 12: 中国历年塑料(初级形态)产量



资料来源: Wind, 国家统计局, 天风证券研究所

图 13: 中国合成橡胶历年产量



资料来源: Wind, 国家统计局, 天风证券研究所

图 14: 中国化学纤维历年产量



资料来源: Wind, 国家统计局, 天风证券研究所

图 15: 中国涂料历年产量



资料来源: Wind, 国家统计局, 天风证券研究所

表 4：我国高分子产量在全球举足轻重（涂料 2016 年数据，其余 2107 年数据）

品种	全球产量（百万吨）	中国产量	中国占全球比重
塑料	348	102	29.4%
合成橡胶	15.05	5.79	38.4%
化学纤维	66.94	49.20	73.5%
涂料	65.50	19.00	28.5%

资料来源：PlasticsEurope，IRSG，中国涂界网，前瞻产业研究院，国家统计局天风证券研究所

3.2. 公司具备多方位竞争优势

3.2.1. 稳定的管理团队

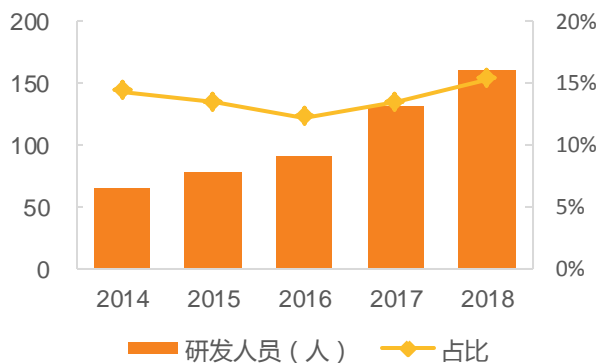
公司拥有一支非常稳定的管理团队，核心管理团队成员持续稳定，长期专注于高分子材料抗老化技术的研发和市场营销，具有深厚的行业背景和技术产业化经验。其中，核心团队李海平、孙春光、毕作鹏、孙艾田、叶强等人是我国较早从事化工技术创新和产业化的专业团队之一，对高分子材料的抗老化技术具备长期的行业应用经验和深度的行业理解，均拥有 20 年以上的抗老化技术研发、应用和客户服务经验。

公司已构建稳定的管理梯队，第二代年轻管理团队已经基本接手公司日常经营管理工作和研发工作，其中大部分成员已经在公司工作 10 年以上，在公司团结、坚持、勤勉、快乐的企业精神熏陶下，形成了勇于创新、勇于担当的工作作风，并始终以企业经营目标实现为己任，是公司未来可持续发展非常重要的支撑力量。

3.2.2. 领先的技术积累创新

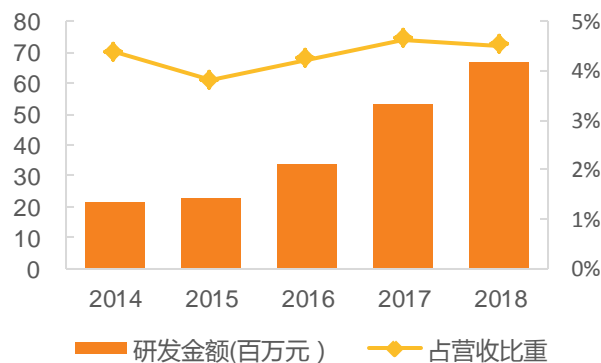
公司是高分子材料抗老化技术的领先者，始终坚持创新驱动发展的理念。公司设有利安隆研究院和博士后科研工作站、院士工作站，同时公司还与天津大学、浙江大学等相关高校、科研院所建立了良好的技术合作关系。通过长期的技术研发投入，已积累了大量核心技术，并构建了业内一流的技术研发团队。截止 2018 年底，公司共拥有 56 项授权专利，其中 40 项授权发明专利，16 项授权实用新型专利，另有 4 项专利授权通知书目前正处于办理登记手续阶段。此外，公司 31 项发明专利申请和 4 项实用新型专利申请处于审查过程中。2018 年底公司拥有研发人员 161 人，约占员工总数的 15.32%，建立了包括 7 名博士、27 名硕士在内的高学历研发团队。

图 16：公司研发人员逐年增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：公司研发费用逐年提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司以全面掌握抗氧化剂和光稳定剂等抗老化助剂产品的核心技术为基础,不断往 U-pack 技术领域和高分子材料其他助剂领域进行技术拓展,形成了符合行业特征的技术研发体系。这不仅使公司在抗老化技术领域取得了多项重大技术突破,还使公司能够针对下游行业需求和应用不断开发出一些前瞻、高效、成熟的新技术。未来,公司将进一步从组织结构上强化公司创新驱动发展的经营模式,优化科研激励机制,并加大创新研发人才的引进,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。

3.2.3. 优质的大客户资源

通过二十多年的积累和发展,公司客户遍及全球,几乎涵盖所有高分子材料及各个应用领域全球著名的高分子材料公司。全球化工 50 强中有 34 家是公司客户;全球涂料 10 强中有 8 家是公司客户;2011 年由巴斯夫、拜耳、赢创工业集团、汉高、朗盛和苏威六家跨国公司发起的 TFS 组织目前已经增加至 23 家,其中已经有 15 家是公司客户。公司优质的大客户群,是公司持续快速成长的基石。

图 18: 公司在全球建立了大客户群



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 19: 优质的大客户资源



资料来源:公司官网,天风证券研究所

对下游的客户来讲，抗老化剂产品通常有主供应商和辅助供应商，目前公司在下游客户中以辅助供应商的角色为主，这与公司之前的产能有限，在 GAO 和 HALS 方面短板不无关系。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。公司现有抗氧化剂和光稳定剂的产品系列已覆盖两大类别的主要品种，同时还在不断发展新产品、完善产品的系列化程度，并不断与客户的核心需求相结合，对竞争对手形成产品配套竞争壁垒。借助公司已拥有的大客户群，公司一方面可以凭借优质的产品、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大型客体系内的其他关联企业的订单；另一方面可以凭借系列化产品形成的集成供应能力，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。公司预计在前 50 大客户中，公司提供的产品占其采购比例平均不足 20%。我们认为随着公司品种实现全方位覆盖，产能大幅提升，部分客户有望从辅助供应商逐渐切换到主供应商，从而大幅提升公司在单个客户中的占比，从而驱动公司未来业绩持续增长。

3.2.4. 完善的全球销售服务网络

公司总部位于天津，通过设立于欧洲（德国杜塞尔多夫）、美国（纽约）、香港、日本的四家子公司，和设立于华南（广州）、华东（苏州）、华北（天津）的三个办事处，以及在日本、韩国、美国、德国、意大利、西班牙、英国、土耳其、俄罗斯、南亚等地设立的旨在覆盖本土中小客户的品牌分销商，共同构建覆盖全球客户的服务网络。

此外公司还在在欧洲的安特卫普、美国的俄亥俄州、新加坡、泰国、日本，以及广州、上海、宁夏等地区设立物流仓库，旨在打造覆盖全球主要客户群的 72 小时快速配送，为各地客户提供方便快捷的本土化服务。为了降低成本，同时实现“72 小时供应、快速反应和本土服务”的服务承诺，公司将供应商、生产基地、仓库和分销商等进行统一协调管理，供应链管理根据客户的订单情况，协调制定每月度的采购、生产、物流等计划，努力寻求服务与成本之间的平衡，最终实现供应链绩效最大化，提升公司的竞争力。我们认为在实现品质稳定和供应稳定的前提下，公司“72 小时供应、快速反应和本土服务”相比德国巴斯夫、韩国松原、美国 SI 集团等海外竞争对手具备明显的服务优势。

图 20：完善的全球销售服务网络



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. U-pack 是未来的发展趋势

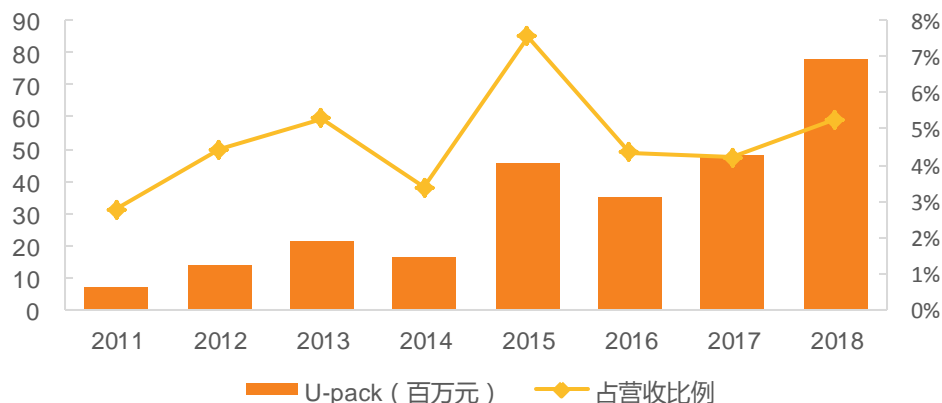
U-pack 产品是公司利用其技术团队在 高分子材料化学助剂的研发、制造、应用方面积累的丰富技术和经验，以及和下游客户的密切合作关系，研发出针对一站式解决客户实际材料应用需求的个性化配方产品。随着高分子材料种类的不断增多，用途、应用环境的日趋复杂，尤其是新型特种工程塑料、特种涂料、特种化纤的不断出现和发展，高分子材料制造商自行完成多种化学助剂添加在成分的匹配、品种的采购、生产过程中助剂的添加变得日趋复杂，管理成本和技术难度不断上升，因此一站式个性化 U-pack 服务能力是抗老化助剂企业未来的发展方向。

公司通过 U-pack 产品提供给客户更多的技术附加价值：

- (1) 集多种化学助剂为一体，采用单一通道即可完成全部添加工序，减少多种材料的复杂处理步骤，帮助客户简单完成复杂的添加过程，减少客户管理成本和人为差错成本；
- (2) U-pack 产品依据不同化学助剂的协同性，以及和目标高分子材料的协配性科学地系统设计，并在预组合过程中保持同质性、高度精确性和预分散一致性，使其在目标材料的加工和使用过程中保持良好的效能；
- (3) 为客户营造更清洁、更健康、更安全的工作环境；
- (4) U-pack 产品凭借始终如一的计量精度、质量一致性和灵活的配方成分，减少客户的质量控制成本，并可以实现适度降低添加比例而减少客户的采购成本。

公司通过 U-pack 产品不仅整合了自身技术资源，简化客户作业流程，还进一步深化与客户的合作关系，带来更好的客户满意度与忠诚度，形成一种区隔性的竞争优势，对竞争对手形成客户壁垒。目前公司 U-pack 产品已经供应中石油、中石化、朗盛等高分子材料行业巨头。在 U-pack 产品的竞争力方面，巴斯夫处于领先地位，而公司随着公司完善 GAO 和 HALS 产品结构，预计会有更多创新性 U-pack 产品服务客户，逐渐拉近与国外竞争对手的差距。从国内的竞争对手来看，小企业多，大企业少；“单一产品型”企业多，“系列产品型”企业少；“成本效益型”企业多，“技术效益型”企业少，国内竞争对手在涉足 U-pack 产品时面临着产品种类不足，应用技术积累不够等诸多问题，因此处于明显的劣势。U-pack 产品的发展趋势将使得利安隆能够进一步拉开与国内竞争对手的差距，而利安隆的加速发展有望成功跻身第一梯队。

图 21：U-pack 产品是未来发展趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 员工持股彰显长远发展信心

2018年5月31日公司第一期员工持股计划通过协议转让的方式受让深圳市达晨创恒股权投资企业、深圳市达晨创泰股权投资企业、深圳市达晨创瑞股权投资企业合计持有的利安隆1260万股，每股均价18.11元，合计转让价款为228,186,000元，占公司总股本的7%，锁定期12个月。本次员工持股计划彰显了管理层及员工对公司发展的信心，也有助于公司调动和激发员工积极性，促进公司长远发展。

5. 盈利预测及投资建议

由于凯亚化工还没有最终完成发行股份收购资产，因此盈利预测不考虑后续凯亚化工的业绩贡献。抗氧化剂方面，中卫基地、珠海基地12.5万项目一期产能持续释放；光稳定剂方面，中卫基地6000吨二期逐步释放产能，常山基地7000吨逐渐投产贡献业绩；U-pack随着不断推出新的应用领域产品，因此公司各板块业务有望齐头并进，均保持持续高增长。我们预计公司2019-2021年归属于母公司股东的净利润为2.52/3.25/4.14亿元，现价对应PE分别为21.9/17.0/13.4倍，由于公司强劲的内生成长性，我们给予公司目标价38.5元（可对比公司2019年PE均值为27.5倍），首次覆盖，给予“买入评级”。

表 5：公司业务拆分（不考凯亚化工业绩贡献）

分类	2018	2019E	2020E	2021E
抗氧化剂				
收入（百万元）	785	982	1227	850
增速	21%	25%	25%	6%
毛利率	27%	29%	28%	18%
毛利（百万元）	209	280	344	149
成本（百万元）	577	702	884	701
光稳定剂				
收入（百万元）	615	830	1079	1402
增速	39%	35%	30%	30%
毛利率	38%	36%	36%	36%
毛利（百万元）	236	299	388	505
成本（百万元）	379	531	690	898
U-pack				
收入（百万元）	78	109	153	215
增速	62%	40%	40%	40%
毛利率	30%	30%	30%	30%
毛利（百万元）	23	33	46	64
成本（百万元）	55	77	107	150
其他				
收入（百万元）	9	10	10	10
增速		7%	0%	0%
毛利率	-57%	5%	5%	5%
毛利（百万元）	-5	1	1	1
成本（百万元）	15	10	10	10
总计				
收入（百万元）	1488	1931	2469	3223
增速	30%	30%	28%	30%

毛利率	31.1%	31.7%	31.5%	31.0%
毛利（百万元）	463	612	779	1001
成本（百万元）	1025	1319	1691	2222

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：可比公司估值比较

股票代码	简称	总股本 (亿股)	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB ^{LF}
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E
300637.SZ	扬帆新材	2.35	14.28	34	0.58	0.72	0.98	24.6	19.8	14.6	2.4
603650.SH	彤程新材	5.86	20.66	121	0.70	0.85	1.11	29.5	24.3	18.6	5.5
300429.SZ	强力新材	5.15	13.75	71	0.29	0.39	0.49	48.2	35.3	28.1	2.3
300285.SZ	国瓷材料	9.63	17.99	173	0.56	0.59	0.72	32.1	30.5	25.0	3.5
	行业均值							33.6	27.5	21.6	3.41
300596.SZ	利安隆	1.80	30.71	55	1.07	1.40	1.80	28.7	21.9	17.1	4.9

资料来源：Wind，天风证券研究所（除道利安隆外其余公司盈利预测采用 Wind 一致预期，PB 用 2019Q1 披露的每股净资产数据计算）

6. 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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	253.95	393.27	154.50	197.55	257.81	营业收入	1,142.41	1,487.75	1,931.20	2,469.42	3,222.57
应收票据及应收账款	229.19	288.26	443.16	470.30	721.75	营业成本	787.13	1,024.69	1,319.28	1,690.91	2,222.01
预付账款	15.51	14.04	26.61	24.62	42.01	营业税金及附加	8.53	7.60	13.75	16.21	20.19
存货	282.32	443.98	472.18	608.12	811.50	营业费用	79.97	89.26	111.04	141.99	185.30
其他	121.81	33.04	59.93	82.84	67.63	管理费用	39.39	59.33	77.25	98.78	128.90
流动资产合计	902.78	1,172.60	1,156.37	1,383.43	1,900.70	研发费用	53.04	67.13	77.25	98.78	128.90
长期股权投资	2.40	0.77	0.77	0.77	0.77	财务费用	13.21	14.94	24.78	18.41	18.90
固定资产	342.20	443.74	603.99	761.23	911.95	资产减值损失	17.54	7.44	5.00	5.00	5.00
在建工程	40.46	173.39	186.70	193.35	196.67	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	123.84	142.09	139.19	136.29	133.39	投资净收益	1.27	5.36	5.00	5.00	5.00
其他	79.07	84.80	74.29	75.24	76.13	其他	(10.51)	(18.51)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
非流动资产合计	587.98	844.79	1,004.94	1,166.88	1,318.92	营业利润	152.84	230.52	307.85	404.34	518.36
资产总计	1,490.76	2,017.39	2,161.30	2,550.31	3,219.62	营业外收入	3.00	0.19	2.51	1.90	1.53
短期借款	206.07	364.35	321.95	60.50	264.72	营业外支出	11.96	6.47	6.26	8.23	6.98
应付票据及应付账款	193.20	308.29	299.42	494.58	556.89	利润总额	143.87	224.24	304.10	398.01	512.91
其他	91.84	160.62	103.22	219.49	216.86	所得税	15.55	28.18	45.62	59.70	76.94
流动负债合计	491.11	833.26	724.58	774.56	1,038.47	净利润	128.32	196.07	258.49	338.31	435.97
长期借款	62.80	70.28	100.00	150.00	180.95	少数股东损益	(2.18)	2.99	6.46	13.53	21.80
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	130.50	193.07	252.03	324.77	414.17
其他	15.60	14.68	16.48	15.59	15.58	每股收益(元)	0.73	1.07	1.40	1.80	2.30
非流动负债合计	78.41	84.96	116.48	165.59	196.53						
负债合计	569.52	918.22	841.06	940.15	1,235.00	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	25.07	27.98	34.44	47.97	69.77	成长能力					
股本	180.00	180.00	180.00	180.00	180.00	营业收入	41.33%	30.23%	29.81%	27.87%	30.50%
资本公积	340.20	340.20	340.20	340.20	340.20	营业利润	50.71%	50.83%	33.54%	31.34%	28.20%
留存收益	717.25	890.70	1,105.80	1,382.19	1,734.84	归属于母公司净利润	44.08%	47.95%	30.53%	28.87%	27.53%
其他	(341.28)	(339.71)	(340.20)	(340.20)	(340.20)	获利能力					
股东权益合计	921.24	1,099.17	1,320.24	1,610.16	1,984.61	毛利率	31.10%	31.12%	31.69%	31.53%	31.05%
负债和股东权益总	1,490.76	2,017.39	2,161.30	2,550.31	3,219.62	净利率	11.42%	12.98%	13.05%	13.15%	12.85%
						ROE	14.56%	18.02%	19.60%	20.79%	21.63%
						ROIC	30.84%	24.29%	26.12%	23.33%	29.00%
						偿债能力					
						资产负债率	38.20%	45.52%	38.91%	36.86%	38.36%
						净负债率	1.62%	3.76%	20.26%	0.80%	9.47%
						流动比率	1.84	1.41	1.60	1.79	1.83
						速动比率	1.26	0.87	0.94	1.00	1.05
						营运能力					
						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	4.22	4.57	4.54
						总资产周转率	0.95	0.85	0.92	1.05	1.12
						每股指标(元)					
						每股收益	0.73	1.07	1.40	1.80	2.30
						每股经营现金流	0.17	0.19	0.17	2.87	0.56
						每股净资产	4.98	5.95	7.14	8.68	10.64
						估值比率					
						市盈率	42.36	28.63	21.93	17.02	13.35
						市净率	6.17	5.16	4.30	3.54	2.89
						EV/EBITDA	13.92	15.86	15.97	12.00	9.79
						EV/EBIT	15.81	18.34	17.38	13.10	10.68

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	128.32	196.07	252.03	324.77	414.17
折旧摊销	29.12	50.32	29.35	39.01	48.85
财务费用	4.32	15.69	24.78	18.41	18.90
投资损失	(1.27)	(5.36)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(265.35)	(132.17)	(276.51)	125.57	(398.23)
其它	136.25	(89.55)	6.46	13.53	21.80
经营活动现金流	31.40	35.00	31.11	516.31	100.50
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)
投资活动现金流	(272.04)	(55.75)	(195.00)	(195.00)	(195.00)
债权融资	268.87	434.63	421.95	210.50	445.67
股权融资	260.55	(13.37)	(25.27)	(18.41)	(18.90)
其他	(165.20)	(299.54)	(471.56)	(470.33)	(272.02)
筹资活动现金流	364.23	121.72	(74.88)	(278.25)	154.76
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	123.58	100.98	(238.77)	43.06	60.25

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