



2018-12-23

公司点评报告

买入/维持

利安隆 (300596)

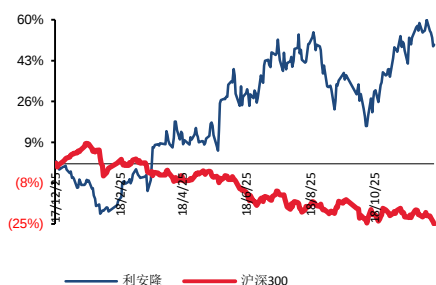
目标价: 33.5

昨收盘: 28.43

材料 材料 II

拟收购凯亚化工，完善产业链，巩固抗老化剂龙头地位

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	180/122
总市值/流通(百万元)	5,117/3,482
12 个月最高/最低(元)	30.41/15.08

相关研究报告:

利安隆 (300596) 《【太平洋化工】利安隆 2018Q3 业绩预增点评:受益产能扩张,业绩高增长,成长逻辑持续兑现》--2018/10/09

利安隆 (300596) 《【太平洋化工】利安隆 2018 中报点评:抗老化剂龙头,业绩增约 50%,成长逻辑兑现》--2018/08/23

利安隆 (300596) 《【太平洋化工】利安隆深度报告:抗老化剂龙头,细分行业小而美,未来保持高增长》--2018/06/13

证券分析师:柳强

电话:010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师:杨伟

事件: 公司拟以发行股份方式购买凯亚化工 100% 股权, 交易作价 6 亿元, 发行股份 2484.472 万股, 发行价格 24.15 元/股。

主要观点:

1. 拟发行股份购买凯亚化工 100% 股权

凯亚化工: 专业从事高分子材料抗老化助剂产品研发、生产及销售, 主要产品为受阻胺类光稳定剂 (HALS) 及其中间体, 兼有部分阻聚剂及癸二胺产品。

历史盈利水平: 凯亚化工 2017 年归母净利润为 3967.58 万元, 2018 年 1-8 月份归母净利润为 3281.48 万元。

评估基准日: 2018 年 8 月 31 日。

评估值: 60,165.60 万元, 增值 48,200.71 万元, 增值率 402.85%。

交易对价: 交易作价 6 亿元, 拟以董事会决议公告日前 120 个交易日股票交易均价的 90%, 即 24.15 元/股, 发行股份 24,844,720 股作为交易对价。

业绩承诺: 若交易在 2019 年实施完毕, 2019 年、2020 年、2021 年扣非后归属母公司净利润不低于 0.5、0.6、0.7 亿元。若交易时间顺延, 则盈利承诺顺延, 金额按照《资产评估报告》中确定的盈利预测数。2022-2023 年, 评估报告中净利润分别为 0.785 亿元、0.844 亿元。

估值水平: 若以业绩承诺期平均利润为基础, PE 为 10 倍, 以评估基准日净资产 1.2 亿为基础, PB 为 5.01 倍。

锁定期: 韩厚义 (25%) 和韩伯睿 (30%) 为 36 个月; 王志奎 (25%) 和梁玉生 (20%) 为 12 个月, 完成业绩承诺后次年可分别转让 20%、30%、50%。

2. 完善产业链, 巩固抗老化剂细分领域龙头地位

通过本次收购, 公司 (1) **完善产业链, 巩固行业地位。** 光稳定剂终端产品中, 紫外线吸收剂 (UVA) 和受阻胺类光稳定剂 (HALS) 最为常见, 公司目前主要为 UVA 产品。而凯亚化工为 HALS 产品 (占其营收 70% 以上), 是业内为数不多的已形成从“起始原料-关键中间体-终端产品”完整产业链条的厂家, 收购后公司直接获得 HALS 先进产能 (2017 年产量 7900 吨), 同时获得改善加工性能的阻聚剂产能 (2017 年产量 1074 吨)。(2) **增强盈利能力。** 2017 年和 2018 年 1-8 月份, 备

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

考基本每股收益分别从 0.74 元、0.74 元增长至 0.84 元、0.81 元。(3) 资源共享，优势互补，增加抗风险能力。

3. 高分子抗氧化剂应用广泛，市场广阔

据统计，“十二五”及 2016、2017 年间，我国塑料制品、橡胶、涂料、化纤产量年均复合增长率分别为 5.43%、8.80%、11.20%、6.55%，而高分子抗氧化剂应用广泛，市场广阔，且拥有一定品牌、技术及环保壁垒。公司技术领先，在北部天津、西部宁夏、东部浙江和南部珠海均拥有产业基地，拥有优质的全球客户资源和全球化的营销网络，且处于扩张期。预计公司 2018 年底扩产至 4.79 万吨，同比+47.84%。

4. 盈利预测及评级

若不考虑本次收购影响，我们预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 1.90 亿元、2.45 亿元和 3.27 亿元，对应 EPS 1.06 元、1.36 元和 1.82 元，PE 26.9X、20.9X 和 15.6X。若假设本次收购 2019 年完成，预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 2.95 亿元、3.87 亿元，对应 EPS 1.44 元、1.89 元，PE 19.7X、15X。考虑到公司为高分子抗氧化剂细分领域龙头，业绩高增长，维持“买入”评级。

风险提示：减持、产品价格大幅波动、扩建项目不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,142	1,447	1,902	2,476
(+/-%)	41.3%	26.6%	31.5%	30.2%
净利润(百万元)	131	190	245	327
(+/-%)	44.1%	45.9%	28.7%	33.6%
摊薄每股收益(元)	0.73	1.06	1.36	1.82
市盈率(PE)	39.2	26.9	20.9	15.6

资料来源：Wind，太平洋证券；暂未考虑本次收购

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	254	298	357	445	营业收入	1,142	1,447	1,902	2,476
应收票据	32	32	32	32	营业成本	787	981	1,303	1,697
应收账款	197	250	329	428	营业税金及附加	9	11	14	18
预付账款	16	19	11	14	销售费用	80	101	133	173
存货	282	352	467	608	管理费用	92	116	152	198
其他流动资产	122	122	122	122	财务费用	13	12	13	13
流动资产合计	903	1,072	1,317	1,649	资产减值损失	18	8	8	8
其他长期投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	投资收益	1	1	1	1
固定资产	342	422	491	550	营业利润	153	219	279	370
在建工程	40	40	40	40	营业外收入	3	3	3	3
无形资产	124	124	124	124	营业外支出	12	12	12	12
其他非流动资产	79	79	79	79	利润总额	144	210	270	361
非流动资产合计	588	667	736	796	所得税	16	23	29	39
资产合计	1,491	1,740	2,054	2,445	净利润	128	187	241	322
短期借款	206	230	230	230	少数股东损益	-2	-3	-4	-5
应付票据	70	70	70	70	归属母公司净利润	131	190	245	327
应付账款	123	154	204	266	NOPLAT	155	212	267	348
预收款项	3	4	5	7	EPS (摊薄)	0.73	1.06	1.36	1.82
其他应付款	64	50	65	65					
一年内到期的非流动	0	0	0	0					
其他流动负债	24	24	24	24	主要财务比率				
流动负债合计	491	532	599	662	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	63	63	63	63	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	41.3%	26.6%	31.5%	30.2%
其他非流动负债	10	31	37	43	EBIT增长率	63.6%	36.5%	25.8%	30.3%
非流动负债合计	73	94	100	106	归母公司净利润增长率	44.1%	45.9%	28.7%	33.6%
负债合计	564	626	698	768	获利能力				
归属母公司所有者权益	896	1,087	1,332	1,659	毛利率	31.1%	32.2%	31.5%	31.5%
少数股东权益	25	22	18	12	净利率	11.2%	12.9%	12.7%	13.0%
所有者权益合计	921	1,108	1,350	1,671	ROE	14.6%	17.5%	18.4%	19.7%
负债和股东权益	1,485	1,734	2,048	2,439	ROIC	13.7%	15.5%	16.5%	17.9%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	38.0%	36.1%	34.1%	31.5%
单位:百万元					债务权益比	30.3%	29.2%	24.4%	20.1%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	流动比率	183.8%	201.6%	220.0%	249.1%
经营活动现金流	5	135	190	219	速动比率	126.3%	135.5%	142.0%	157.2%
现金收益	188	261	326	416	营运能力				
存货影响	-84	-69	-116	-141	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
经营性应收影响	-45	-64	-78	-111	应收账款周转天数	62	62	62	62
经营性应付影响	54	17	67	63	应付账款周转天数	56	56	56	56
其他影响	-108	-9	-9	-9	存货周转天数	129	129	129	129
投资活动现金流	-287	-124	-124	-124	每股指标 (元)				
资本支出	-256	-125	-125	-125	每股收益	0.73	1.06	1.36	1.82
股权投资	12	1	1	1	每股经营现金流	0.03	0.75	1.06	1.21
其他长期资产变化	-42	0	0	0	每股净资产	4.98	6.04	7.40	9.22
融资活动现金流	385	33	-7	-7	估值比率				
借款增加	113	24	0	0	P/E	39.2	26.9	20.9	15.6
财务费用	-13	-12	-13	-13	P/B	5.7	4.7	3.8	3.1
股东融资	288	0	0	0	EV/EBITDA	26.5	19.0	15.2	11.9
其他长期负债变化	-4	21	6	6					

资料来源: WIND, 太平洋证券; 暂未考虑本次收购

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。