

高分子化学助剂龙头扬帆起航，争做全球同行业领跑者

——利安隆 (300596.SZ) 投资价值分析报告

公司深度

◆公司上市扬帆起航，业绩飞速增长成绩斐然

利安隆是国内高分子材料抗老化助剂龙头企业，随着公司产能逐步释放、研发实力的不断提升和“注焦全球大客户”战略的稳步推进，2018年第一季度公司营业收入和归母净利润快速增长，分别较上年同期增长13.6%、16.41%。

公司5月通过协议转让的方式受让公司7%的股权作为第一次员工持股计划，员工持股出资上限为2.5亿元，含管理层在内的全体员工认购不超过1.1亿元，其中管理层认购比例约占45.7%。员工持股充分显示了公司对未来发展的信心，有助于激发员工的积极性，促进公司业绩迈上新台阶。

◆产能爬坡加速进行，成本转嫁下游、盈利稳中向上

公司于2017年并购浙江常山科润并扩产同时投资建设珠海基地，预计2018年产能增长1.55万吨，增长47.83%。由于公司产品对下游产品质量影响较大，成本转嫁能力较强，随着光稳定剂行业供需一直良好，公司产品价格一直上扬，盈利能力稳中向上。

◆全球营销72h响应，客户优质并不断拓展新客户

通过建立全球营销网络，公司已实现72小时覆盖全球主要客户群的服务。目前，公司已与德国巴斯夫、美国杜邦、韩国LG化学、日本旭化成以及中石化、中石油等全球知名高分子材料制造企业形成了良好的合作关系，并在原有大客户的基础上不断拓展新客户。

◆行业景气助力公司发展，利安隆争做全球同行业领跑者

随着新兴市场崛起，涂料、塑料、橡胶等下游高分子行业空前发展，对抗老化助剂的需求不断提升。在景气的行业环境下，公司坚持创新理念，不断提升技术水平，通过提升企业竞争力，争做全球行业领跑者。

◆盈利预测及投资建议

考虑18年高分子材料产业规模，公司业绩有望进一步提升，我们预测公司2018-2020年的净利润分别为1.93/2.31/3.02亿元，折合EPS为1.07/1.29/1.68元/股。我们给予公司18年28倍PE，对应目标价30.12元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险提示

原材料采购成本波动，出口政策变动风险，应收账款金额不断增加，公司快速扩张使管理面临挑战等。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	808	1,142	1,484	1,899	2,246
营业收入增长率	33.66%	41.33%	29.94%	27.94%	18.25%
净利润(百万元)	91	131	193	231	302
净利润增长率	22.93%	44.08%	48.23%	19.65%	30.69%
EPS(元)	0.50	0.73	1.07	1.29	1.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.95%	14.56%	18.08%	18.19%	19.64%
P/E	43	30	23	19	15
P/B	8.8	4.9	4.1	3.5	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年7月4日

买入(首次)

当前价/目标价：24.59/30.12元

目标期限：6个月

分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-22167262
qiuxf@ebscn.com

赵乃迪 (执业证书编号：S0930517050005)
010-56513000
zhaond@ebscn.com

市场数据

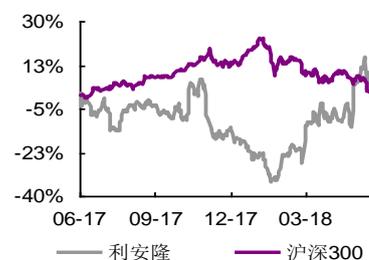
总股本(亿股)：1.80

总市值(亿元)：44.26

一年最低/最高(元)：14.80/27.04

近3月换手率：113.25%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	13.05	33.18	21.13
绝对	2.26	20.27	13.26

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1、项目进度符合预期。公司及控制子公司利安隆（中卫）新材料有限公司、浙江常山科润新材料有限公司、利安隆（珠海）新材料有限公司的投资项目如期完成并投产。新建研发中心项目于 2018 年底完工并交付使用。

2、产能增加促进营收增长。随着 2018 年 1.55 万吨产能投产和 2019 年后 12.5 万吨产能逐渐释放，相比 2017 年公司产能增长空间达 434%，未来有望实现营业收入的外生和外延增长 40-50 亿元。公司毛利率水平自 2014 年起稳步攀升，2017 年达到 31.1% 的水平。随着各项设施项目的落成投产，公司业绩将继续走高并趋于平稳，我们假设公司未来毛利率在 31% 左右，营收在经历两年 30% 左右的快速增长后，2020 年后的营收增长率将保持在 15%。

3、公司高分子材料抗老化化学助剂产品和服务业务稳定发展，公司的产销率较为稳定，整体保持在 90% 左右。

4、公司费用率和所得税率保持稳定。

我们区别于市场的观点

1、公司是国内高分子材料抗老化剂首家上市公司，处于行业龙头地位，抗老化剂市场的不断扩大将为公司提供更大的发展空间。

2、由于公司背靠天大，突出的产学研优势可以为公司长期的成长性提供保障。

3、综合考虑公司的核心竞争力优势和行业龙头地位，估值时，我们在行业平均 PE 水平上给予一定的溢价。

股价上涨的催化因素

1、公司拓展新的大客户

2、公司新项目投产

3、公司业绩超预期

估值和目标价格

基于公司项目进展顺利，考虑 18 年高分子材料产业规模，公司业绩有望进一步提升，我们预测公司 2018-2020 年的净利润分别为 193/231/302 百万元，对应 EPS 分别为 1.07 元、1.29 元和 1.68 元。根据相对估值法和绝对估值法，我们认为公司的合理价格为 30.12 元，对应 2018 年 PE 为 28 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、 上市公司扬帆起航，业绩加速增长.....	5
1.1、 全球领先高分子材料抗老化助剂产品供应商.....	5
1.2、 专注抗氧化剂和光稳定剂，U-PACK 是未来重点发展方向.....	5
1.3、 业绩加速增长，未来发展前景预期良好.....	6
2、 高分子材料化学助剂运用广泛，我国化学助剂行业高速发展	11
2.1、 高分子材料化学助剂运用广泛，市场前景良好.....	11
2.2、 我国高分子材料化学助剂发展与国外差距不断缩小.....	12
2.3、 高分子材料市场不断扩大，化学助剂需求提升.....	14
3、 四大优势铸造投资价值，利安隆争做全球行业领跑者	17
3.1、 依托高校产学研一体化，技术研发创新优势领先	17
3.2、 抗老化助剂全系列产品配套能力强，形成竞争壁垒，铸造品牌优势	18
3.3、 营销网络覆盖全球，客户资源稳定并不断拓展	18
3.4、 凭借技术优势，向 U-PACK 个性化供应商方向转化.....	19
4、 盈利预测与投资建议	21
4.1、 关键假设及盈利预测	21
4.2、 相对估值	21
4.3、 绝对估值	22
5、 风险分析.....	24

图表目录

图 1：公司主营业务在行业构成中的位置.....	5
图 2：公司营业收入加速增长（亿元）.....	6
图 3：公司净利润加速增长（亿元）.....	6
图 4：公司收入分产品构成.....	7
图 5：公司毛利分产品构成.....	7
图 6：公司经营利润率较为稳定.....	7
图 7：公司投资回报率稳步增长.....	7
图 8：公司抗氧化剂毛利率基本稳定，光稳定剂毛利率上扬（单位：%）.....	7
图 9：公司光稳定剂、U-pack 售价逐步上扬，抗氧化剂跌幅不明显（单位：元）.....	7
图 10：公司主要原材料苯酚的价格走势（单位：元）.....	9
图 11：抗氧化剂、光稳定剂对于有机高分子材料抗老化必不可少.....	11
图 12：我国和日本高分子材料国际专利申请量大幅上升.....	15
图 13：我国塑料制品产量增速放缓（万吨）.....	16
图 14：我国合成橡胶产量增速回升（万吨）.....	16
图 15：公司研发投入逐年增长.....	17
图 16：公司客户遍布全球，客户群体尤其是大型跨国公司不断增加.....	19
图 17：国内收入占比逐年提升，超过 50%.....	19
图 18：公司前五大客户销售收入不断增加.....	19
图 19：公司 U-PACK 产品收入及增速.....	20
表 1：公司未来两年产能投放情况.....	8
表 2：公司第一期员工持股名单及份额分配情况.....	10
表 3：我国主要高分子材料抗老化助剂企业产能情况.....	13
表 4：全球抗氧化剂行业主要生产企业.....	14
表 5：公司核心技术产品对业绩贡献超过 99%.....	17
表 6：公司及全球主要生产企业产品种类.....	18

1、上市公司扬帆起航，业绩加速增长

1.1、全球领先高分子材料抗老化助剂产品供应商

天津利安隆新材料股份有限公司前身为利安隆（天津）化工有限公司，于2003年成立，2013年变更为股份公司。2017年1月19日，公司首次公开发行股票并在深圳证券交易所上市，它也是中国同行业第一家A股上市公司。

利安隆是全球领先的高分子材料抗老化助剂产品和技术供应商，主要产品有抗氧化剂、光稳定剂和整体解决方案复配产品 U-PACK。公司现有控股子公司4家、控股孙公司3家、共4个生产基地。公司于2003年在天津滨海新区汉沽建设生产基地，目前天津汉沽基地，生产抗氧化剂、光稳定剂及 U-pack 产品。公司于2011年建设宁夏中卫基地，生产抗氧化剂、光稳定剂。公司于2017年并购浙江常山科润并扩充产能，浙江常山基地生产光稳定剂，同年开始投资广东珠海基地建设，预计2019年年内投产。

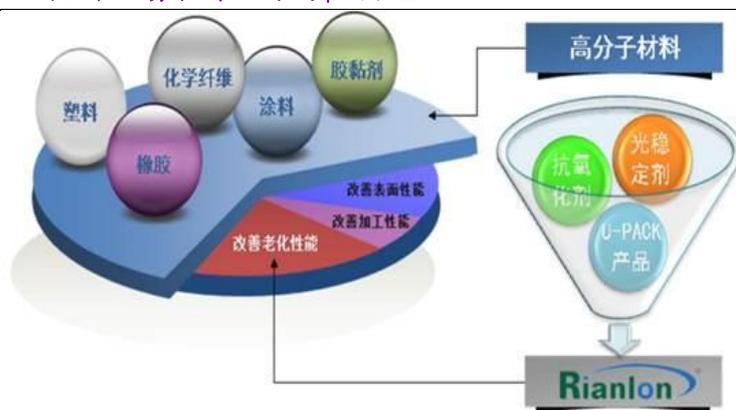
公司全球网络布局完整，2005年，开始自主品牌的全球推广和销售，2008年设立欧洲公司，2012年设立美国公司和利安隆香港公司，2017年在广州和苏州设立营销办公室，2018年设立橡胶事业部和聚烯烃事业部，并设立日本公司。通过不断完善的全球营销网络和物流网络，实现72小时覆盖全球主要客户群的服务承诺，为各地客户提供方便快捷的本土化服务。

1.2、专注抗氧化剂和光稳定剂，U-PACK 是未来重点发展方向

公司产品为抗氧化剂和光稳定剂，以及为客户提供一站式解决材料抗老化问题的 U-PACK 产品，合计产能 3.24 万吨。其中抗氧化剂、光稳定剂是目前公司的主要产品，U-PACK 是公司业务未来的重点发展方向。

由于高分子材料化学助剂种类的繁杂和应用的复杂性，使得没有一家化学助剂企业能够生产、研发和管理所有类别的化学助剂，化学助剂企业大多专注于基于某一类高分子材料或实现某一功能领域的化学助剂进行经营。目前，公司主营业务为改善老化性能的抗氧化剂、光稳定剂等抗老化助剂的研发、生产和销售，在行业构成中的位置如下图所示：

图 1：公司主营业务在行业构成中的位置



资料来源：招股说明书、光大证券研究所

抗氧化剂是指在高分子材料材料体系中仅少量存在时，即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，根据作用方式的不同可分为主抗氧化剂和辅助抗氧化剂两类。抗氧化剂是各类高分子材料制造过程中最为常用的化学助剂之一。

光稳定剂是一种能够抑制或是减弱光对高分子材料降解作用，并且提高高分子材料耐光性的化学物质，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。光稳定剂主要包括：紫外线吸收剂、自由基捕获剂（主要为受阻胺类光稳定剂（HALS））、光屏蔽剂。其中紫外线吸收剂作为光稳定剂的重要品种，它的优点在于能够有效地吸收紫外线，并具有良好的热稳定性和光稳定性。紫外线吸收剂已成为光稳定剂主要发展方向之一，具有较高的技术含量。

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。公司现有的 U-PACK 产品可以实现一站式便捷添加、个性化问题解决、充分发挥协配性和协同效应，保障客户应用效果以及保障安全生产，优化客户生产辅料的供应和贮备，有利于生产和质量管理。

1.3、业绩加速增长，未来发展前景预期良好

随着公司产能逐步释放、研发实力的不断提升，“注焦全球大客户”战略的稳步推进，公司营业收入加速增长，2018 年第一季度实现营业收入 3.23 亿元，较上年同期增长 13.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.35 亿元，较上年同期增长 16.41%。

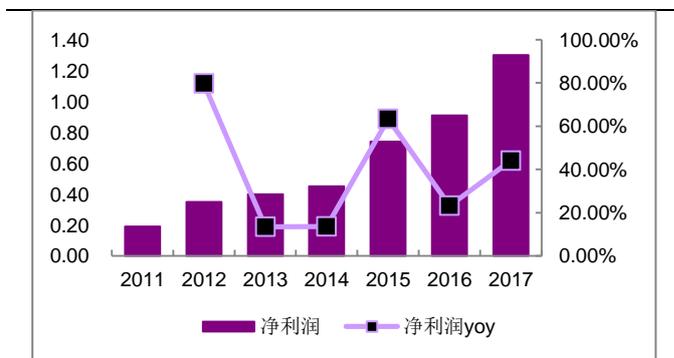
业绩实现加速增长的主要原因是：（1）受益于公司品牌影响力持续增强，以及涂料、工程塑料、氨纶等下游高分子材料行业的需求持续增加，公司一季度销量保持稳定增长；（2）受益于公司部分投资项目的陆续建成投产，以及公司运营效率的稳定提升，公司整体产能保持稳中有升的态势。

图 2：公司营业收入加速增长（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

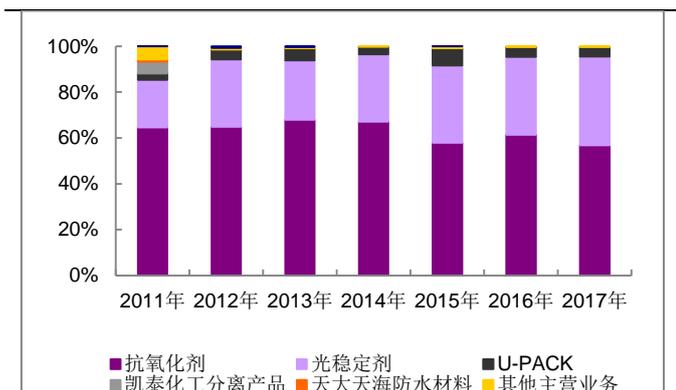
图 3：公司净利润持续增长（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

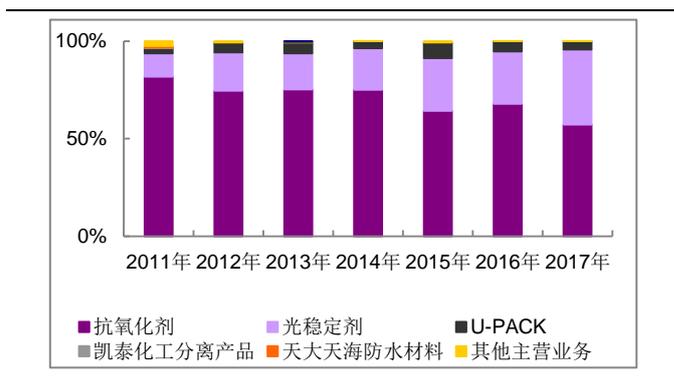
公司的营业收入主要来自于抗氧化剂和光稳定剂，2017 年全年，抗氧化剂收入占比略有下降，光稳定剂毛利占比不断上升。

图 4：公司收入分产品构成



资料来源：Wind，光大证券研究所

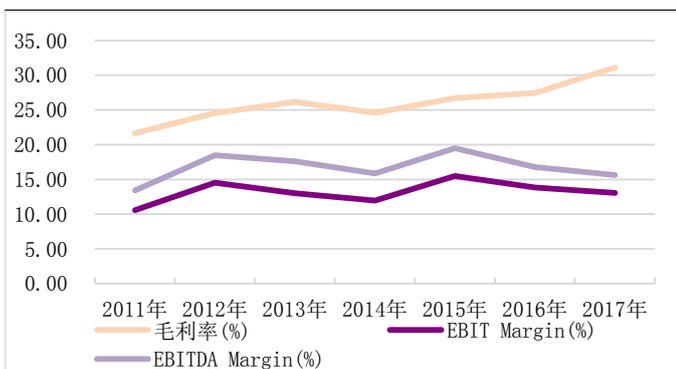
图 5：公司毛利分产品构成



资料来源：Wind，光大证券研究所

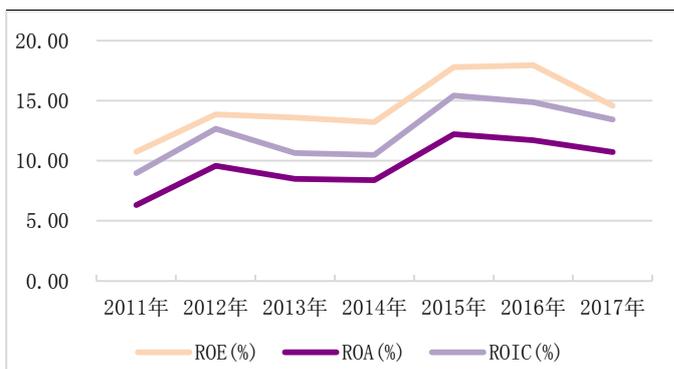
公司毛利率稳步增长，在 2018 年一季度达到 29.8%，EBIT Margin 和 EBITDA Margin 较为稳定，分别在 13%和 17%上下波动。投资回报率稳步增长，2018 年第一季度，ROA、ROE 和 ROIC 分别为 2.36%、3.81%、2.76%。

图 6：公司经营利润率较为稳定



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：公司投资回报率稳步增长

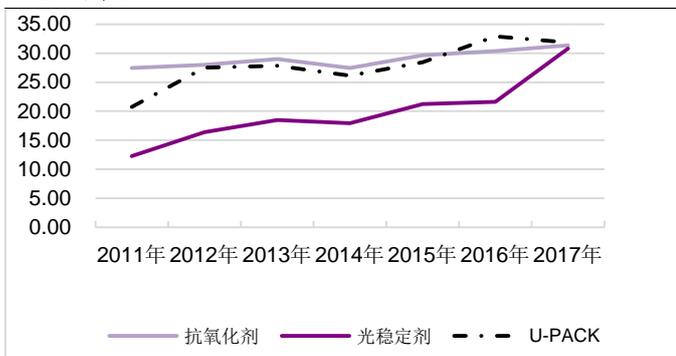


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3.1、产能爬坡叠加成本转嫁下游，公司毛利率逐渐上扬

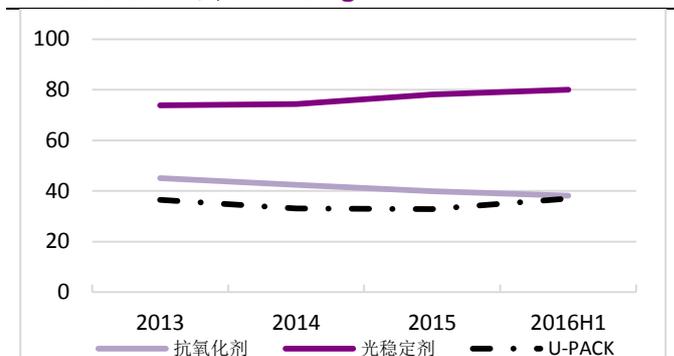
2014 年油价暴跌以来，各化工产品价格下跌，但抗氧化剂毛利率保持基本稳定，U-PACK 产品毛利率逐步上扬。而光稳定剂产品的售价和毛利率均上扬，反应了公司良好的成本转嫁能力。

图 8：公司抗氧化剂毛利率基本稳定，光稳定剂毛利率上扬 (单位: %)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：公司光稳定剂、U-pack 售价逐步上扬，抗氧化剂跌幅不明显 (单位: 元/kg)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司各产品毛利率稳步向上的原因主要有以下三点：（1）公司产能爬坡加速，2017 年内生产能增长 9000 万吨，外延并购常山科润，产能由 1.12 万吨增加至 3.24 万吨，产能增长高达 189%，2018 年预计产能增长 1.55 万吨，产能增速预计高达 47.83%。产能扩张后，公司销售部分型号制剂的外购减少，自产率增加，毛利率提升；（2）公司产品在下游企业的成本构成中所占比重较小，但对下游客户的生产 and 产品质量影响较大，成本转嫁能力较强；（3）环保趋严行业开工率下降。

➤ 公司 2018 年产能增速高达 47.83%，产销率稳定在 90%以上

2017 年以前，公司依靠外购方式进行通用型抗氧化剂、受阻胺类光稳定剂的销售，为此后的新建产能储备了客户群。2017 年，随着公司“年产 6000 吨紫外线吸收剂项目（二期工程）”中的“714 装置”、“723 装置”建成投产以及“031 线技术改造”、“721 设备改造”等技改项目快速完成，公司的产能得到了一定的扩充，部分型号制剂的外购减少，自产率增加。

近年来，公司通过提升供应能力和优化产品结构等有效途径保障产能的稳定。截至 2017 年底，公司拥有抗氧化剂和光稳定剂实际产能约为 3.24 万吨，随着子公司利安隆中卫自有资金建设项目、募投项目之一的年产 6000 吨紫外线吸收剂项目（二期工程，即 3000 吨）及常山 7000 吨项目（一期）的逐步建成投产，预计 2018 年公司将新增产能 1.55 万吨左右，产能达到 4.79 万吨左右，增速高达 47.83%。

目前，公司珠海项目基地正在规划中，总体规划产能 12.5 万吨（包含中间体），其中一期项目规划产能 6.5 万吨，包括若干条生产线，预计 2019 年年底投产 1-2 条生产线，随着后续公司产能逐步释放，至 2020 年，公司将具备全球最完整的抗老化助剂产品配套能力，并具备针对全球客户端的市场供应保障能力，使公司的产能与其成为全球知名的高分子材料抗老化方案及产品供应商的定位相匹配。此外，公司的产销率较为稳定，整体保持在 90%左右，部分年度还出现超过 100%的情况。

表 1：公司未来两年产能投放情况

时间	生产基地	产品种类	项目名称	设计产能
2018	利安隆中卫	抗氧化剂	年产 11500 吨抗氧化剂生产装置项目	1 万吨
		光稳定剂	年产 6000 吨紫外线吸收剂项目（二期工程）、	1500 吨
	常山科润	光稳定剂	年产 7000 吨项目高分子材料抗老化助剂项目（一期）	4000 吨
2019	利安隆珠海	抗氧化剂 (含中间体)	年产 12.5 万吨高分子抗老化助剂项（一期 6500 吨）	1~2 条生产线

资料来源：公司年报

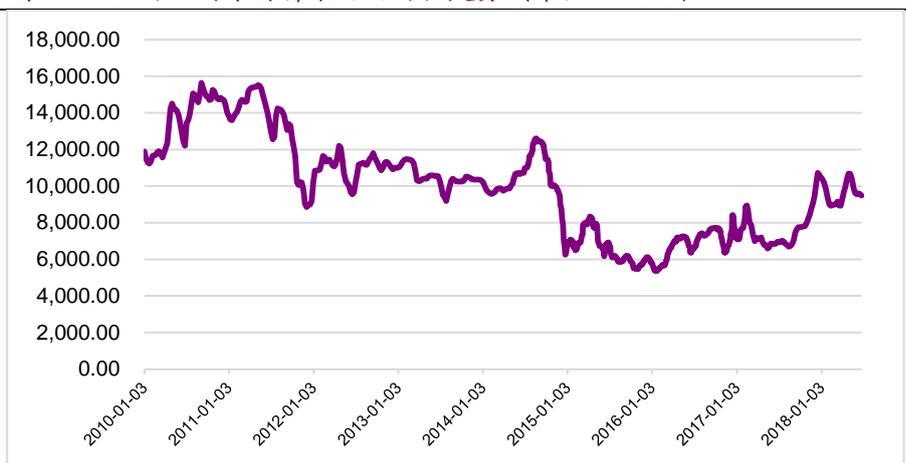
➤ 公司成本转嫁能力强

由于高分子材料化学助剂具有应用比例小，在下游企业的成本构成中所占比重较小，但对下游客户的生产 and 产品质量影响较大的特点，世界 500 强、全球化工 50 强等大型高分子材料企业出于供应商体系管理成本、产品质量

稳定、供应稳定等因素考虑，对高分子材料化学助剂价格容忍度较高，为化学助剂企业的成本转移提供条件。

公司生产使用的主要原材料为苯酚，约占原材料总体的 80%。2014 年底油价暴跌时苯酚价格暴跌 50%，而公司 2015 年光稳定剂售价不降反升，抗氧化剂和 U-PACK 产品价格也只有微弱下跌，由此可以反映其良好的成本转嫁能力。

图 10：公司主要原材料苯酚的价格走势（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯

➤ 环保趋严行业开工率下降

虽然目前我国已经形成较为齐全的高分子化学助剂产品系列，但普遍存在装备水平低下，三废处理技术欠缺的问题，三废处理长期困扰我国化学助剂行业的发展。近几年，随着环保趋严，政府对化工企业三废排放要求的提高，一些不达标企业只能停止生产或者减少产量，导致行业产能利用率偏低，产品价格略有上升，龙头企业受益，产品毛利率水平随之上升。

1.3.2、1.1 亿员工持股完成股权受让，未来发展信心十足

5 月 30 日，公司签署与达晨创恒、达晨创泰、达晨创瑞三家公司的《股权转让协议》，约定员工持股计划以协议转让的方式，受让达晨创恒、达晨创泰、达晨创瑞合计持有的 1260 万股，占公司当前总股本 7.00%，转让均价 18.11 元/股，合计 2.28 亿元。

根据公司第一期员工持股计划，本次员工持股出资金额上限为 2.5 亿元，锁定期 12 个月。其中优先级份额不超过 2.1 亿元，由银行认购；劣后级份额不超过 1.1 亿元，由公司董事、高管、技术骨干等员工认购，其中高管认购比例占员工认购份额约 45.7%。2018 年 6 月 19 日，公司第一期员工持股计划购买完成。员工持股充分显示了公司对未来发展的信心，有助于激发员工的积极性，促进公司业绩迈上新台阶。

表 2：公司第一期员工持股名单及份额分配情况

序号	持有人	职务	最高认购份额(份)	占本计划总份额的比例 (%)
1	李海平	董事长	3165	12.66
2	孙春光	董事、总经理	3143	12.57
3	毕作鹏	董事、副总经理	1558	6.23
4	孙艾田	董事、副总经理	633	2.53
5	谢金桃	董事、财务总监	633	2.53
6	毕红艳	董事	633	2.53
7	范小鹏	监事	633	2.53
8	丁欢	监事	633	2.53
9	汤翠祥	副总经理	175	0.70
10	张春平	副总经理、董事会秘书	218	0.87
小计			11,424	45.70
其他员工（预计不超过220人）			13,576	54.30
合计			25,000	100.00

资料来源：公司公告

2、高分子材料化学助剂运用广泛，我国化学助剂行业高速发展

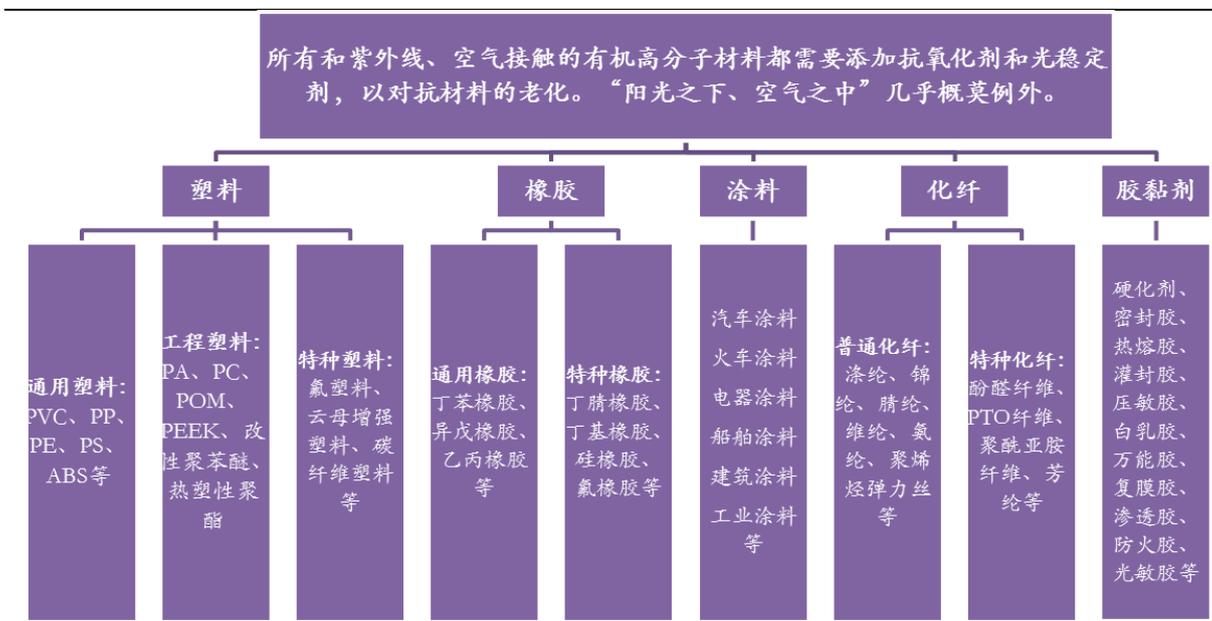
2.1、高分子材料化学助剂运用广泛，市场前景良好

高分子材料化学助剂是指为改善塑料、橡胶等高分子材料加工性能、改进物理机械性能、增强功能或赋予高分子材料某种特有的应用性能而加入目标材料高分子体系中的各种辅助物质，通常又称化学添加剂、聚合物添加剂（助剂）、高分子材料添加剂（助剂）等。其中，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被称为抗老化助剂，主要为抗氧化剂、光稳定剂两大类。

高分子材料包括丝、麻等天然高分子材料和合成高分子材料，随着现代材料科技的发展，高分子材料通常指合成高分子材料。合成高分子材料可划分为塑料、橡胶、涂料、化学纤维、胶黏剂五大基础类材料，以及其他高分子基复合材料。高分子材料已与金属材料、无机非金属材料等一起成为科学技术、经济建设中的基础材料，是现代工业体系建立和运行的重要基础。高分子材料所能实现的各种特殊性能，直接决定了工业体系所能实现的技术复杂度和最终工业产品的质量性能。而化学助剂直接决定了高分子材料所能实现各种特殊性能的范围和程度，是高分子材料性能表达的关键性成分。

抗老化助剂应用广泛，所有和紫外线、空气接触的有机高分子材料都需要添加抗氧化剂和光稳定剂，以对抗材料的老化。“阳光之下、空气之中”几乎概莫例外。

图 11：抗氧化剂、光稳定剂对于有机高分子材料抗老化必不可少



资料来源：公司公告、光大证券研究所

2.2、我国高分子材料化学助剂发展与国外差距不断缩小

助剂工业如同合成材料工业一样，是比较新的化工行业。从有机增塑剂在橡胶工业中大量采用的 20 世纪 20 年代初期算起，到现在只有 80 多年的历史。我国的助剂生产在解放初期才开始，最初只生产少数几种橡胶防老剂和促进剂，后来又陆续有服务于聚氯乙烯的增塑剂和热稳定剂投入生产。

从行业竞争格局看，整体而言，国内高分子材料抗老化助剂企业起步较晚，行业集中度较低，单个企业规模较小，和国际同行业相比存在一定差距，市场占有率相对较低。而国际同行业公司凭借历史的积淀，凭借原料、规模、技术优势以及与国际大型高分子材料制造商长期的合作关系，在全球市场份额上占据优势。

近些年，随着以中国为代表的新兴市场崛起，以利安隆为代表的国内部分高分子材料抗老化技术企业，经过多年来不断的研发投入、技术积累及全球市场开拓，正在逐步缩小与国际同行业公司的差距，并已在国际市场中具有较强的竞争力和某些局部领域的竞争话语权。

2.2.1、国外化学助剂逐渐低毒高效，齐聚物进入助剂领域

自 20 世纪 70 年代以来，国外助剂生产和研究有了进一步的发展，其主要动向如下：

- 大吨位的品种趋于大型化和集中生产，这种趋势在增塑剂和橡胶助剂方面比较明显；
- 品种构成发生重大变化，自 20 世纪 70 年代以来，国外助剂生产的品种结构有明显的变化，低毒和高效能的品种所占的比重逐渐增大；
- 阻燃剂和填充剂迅速发展；
- 一些含有功能性基团的齐聚物开始进入助剂的领域。齐聚物可以既含有功能性基团，又含有反应性基团，能够通过多种途径对聚合物进行改性。通过合理的技术，既可以起到增塑剂和增薪剂的作用也能够起到交联剂的作用，且作用比较持久。

2.2.2、我国化学助剂行业发展势头迅猛

我国抗氧化剂工业的开发始于 20 世纪 50 年代初期，始于对防老化剂甲、丁等蔡胺类抗氧化剂的生产应用，随后，抗氧化剂 BHT 等较简单受阻酚生产技术的开发为塑料抗氧化剂的发展奠定了基础。从 20 世纪 70 年代开始，随着大量乙烯装置的建设投产，抗氧化剂工业也开始步入快速发展的时期。不但产销量逐年递增，而且抗氧化剂的消费结构也发生了很大的变化，高分子量受阻酚、高性能耐水解亚磷酸酯、多功能金属离子钝化剂及复配型品种不断被开发出来，并得到应用。

特别是从辅助抗氧化剂品种看，由于亚磷酸酯作为高辅助抗氧化剂的优异性能，市场需求快速增长，备受国内关注，因此国内许多科研机构加快研究进程，致力于提高其加工稳定性，同时改善其耐水解稳定性。近年来，我国又成功开发出 3 种季戊四醇双亚磷酸酯结构的新品种，同时，具有高耐水解稳定性、高耐热抗氧化活性的双酚亚磷酸酯开发已经起步。这些都预示着我国辅助抗氧化剂品种多元的时代即将来临。

2.2.3、实力差距不断缩小，利安隆步入全球领先行列

由于我国高分子材料化学助剂行业起步晚，行业的整体发展水平与国际水平还存有差距，表现为：单一企业经营规模较小、新结构物产品匮乏、化学助剂应用技术服务能力较差、行业集约化程度不够、产品未形成集约化规模经营、高端产品少、许多产品品种未形成系列化等。

但最近十年，中国化学助剂行业呈现快速发展的态势，专业化、规模化、技术型企业不断出现和发展，部分企业已经在全球具有很好的知名度。尤其在抗老化化学助剂领域，中国企业凭借后发优势，在抗老化领域已经形成和国际企业同台竞争的态势。同时中国化学助剂行业的多年分散发展，为国内优秀企业的产业并购、市场先期培育、技术积累创造了良好资源。

表 3：我国主要高分子材料抗老化助剂企业产能情况

公司名称	主营产品	产能情况	备注
利安隆	抗氧化剂、光稳定剂、U-pack	抗氧化剂和光稳定剂实际产能约为 32,400 吨	预计 2018 年公司将新增产能 15,500 吨左右，产能达到 47,900 吨左右。
松原百孚（唐山）	抗氧化剂	抗氧化剂年产能 8,000 吨	
北京天罡	光稳定剂	综合年产能 16,000 吨	河北基地设计光稳定剂年产能 10,000 吨；北京基地综合产能 6000 吨
北京极易	抗氧化剂、烷基酚等中间体	抗氧化剂产能 25,000 吨 烷基酚等中间体产能 48000 吨	
衡水凯亚	光稳定剂	综合年产能 20,000 吨	
临沂三丰	抗氧化剂、烷基酚等中间体	抗氧化剂产能 30,000 吨 烷基酚等中间体产能 26,000 吨	
宿迁联盛	光稳定剂	光稳定剂产能 12,000 吨	
振兴化工	光稳定剂及其中间体	综合年产能 16,000 吨	南通、宿迁两个生产基地
营口风光	抗氧化剂、光稳定剂	综合年产能 16,000 吨	
威海金威	光稳定剂、阻燃剂	综合年产能 10,000 吨	
江苏富比亚	光稳定剂	综合年产能 27,000 吨	含滨海锦翔在内
杭州帝盛	光稳定剂	综合年产能 8,000 吨	
金海雅宝	抗氧化剂、烷基酚等中间体	抗氧化剂产能 18,000 吨 烷基酚等中间体产能 15,000 吨 其他复合稳定剂产能 4000 吨	由宁波、上海两家公司关联组成

资料来源：各公司官网、光大证券研究所

目前，利安隆在高分子材料抗老化领域已具备与国际同行业竞争的能力，行业影响力正在全球范围内逐渐扩张，不断进入欧美日韩等传统市场并在全球范围内占据市场份额。公司以其产品高性价比、市场反应速度快、技术服务和库存的本土化优势，不断缩短与国际同行业公司不同细分产品领域的差距。同时，公司在化学助剂行业主要竞争对手巴斯夫正在逐步退出市场，这给公司带来了极大的机遇。

表 4：全球抗氧化剂行业主要生产企业

地区	2016年该地区抗氧化剂消费量(万吨)	主要生产企业	抗氧化剂产量(万吨)	企业化学助剂收入(亿元)	备注
欧洲	17.4	巴斯夫		323.46	2015年功能化学品业务销售41.21亿欧元
韩国	3.2	松原	8.5	35.2	2015年销售规模为5.56亿美元
日本	5.41	ADEKA		67.85	2014年机能化学品销售额为1137亿日元
		住友化学			
		城北化学		2.32	2014年销售额为39亿日元
北美	21.23	雅宝化工		101.95	2015年高性能化学品业务销售规模为16.10亿美元
		科聚亚		25.14	科聚亚出售的业务部门2012年销售净收入为3.87亿美元
中国台湾	1.6	永光化学		3	2016年特种化学品收入3亿元。
中国大陆	30.89	三丰化工	1.6		
		力生化工	1.3		
		利安隆	0.9	8.08	2017年收入11.42亿元。
印度	4.3				
其它地区	5.79				
合计	89.82				

资料来源：《世界抗氧化剂行业现状与发展》，杨建高、蔡宏国、王英；光大证券研究所

2.3、高分子材料市场不断扩大，化学助剂需求提升

由于中国在高分子材料领域的高速发展，我国已经成为全球高分子材料化学助剂需求的增长重心，未来发展潜力巨大。

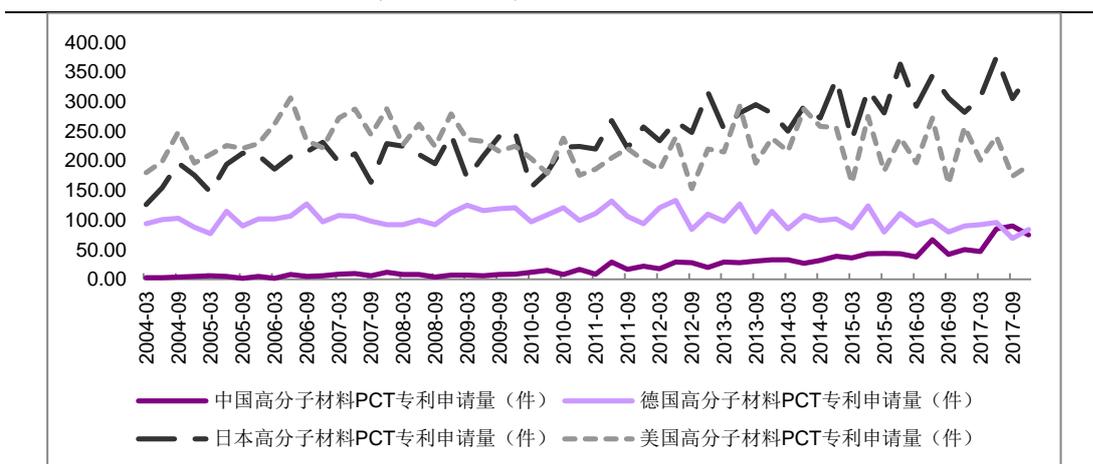
以合成橡胶为例，根据国家统计局数据，2013年至2015年期间，我国合成橡胶年产量复合增长率为12.39%，远高于国际同期0.91%的增长水平。良好的市场前景促使巴斯夫、DSM等国际高分子材料巨头纷纷将高分子材料产能向中国扩张或转移，进一步促进对高分子材料化学助剂的需求增长。中国高分子材料化学助剂行业处于加速发展阶段。

3.3.1、新化学物质不断出现，高分子材料研究加速

化学工业水平的不断进步，使得新的高分子化学物质不断被快速创造和发现。2013年12月，美国化学文摘社(CAS)宣布旗下最大的已知化学物质信息数据库收录第7,500万种化学物质，距离其收录第7,000万种化学物质仅过去不到一年，距离其收录第5,000万种化学物质仅过去4年。新化学物质的不断出现大大加速高分子新材料的制备以及新应用领域的拓展，对高分子材料的需求进一步加大。

我国高分子材料国际专利申请量大幅增长，从2004年一季度的3件/季增长到2016年四季度的50件/季。美国、德国的高分子材料国际专利申请量较为平稳，呈现周期性波动，日本高分子材料国际专利申请量大幅上升。

图 12：我国和日本高分子材料国际专利申请量大幅上升



资料来源：wind

3.3.2、国际高分子材料需求广阔，带动化学助剂发展

由于抗氧化剂、光稳定剂等化学助剂和高分子材料呈现高度正相关，随着“以塑代木”、“以塑代钢”的国际材料工业发展的大趋势，国内外高分子材料庞大的产量规模以及快速的增长空间，带来高分子材料化学助剂的大规模需求。

- 国际橡胶研究组织（IRSG）预测至 2024 年，全球合成橡胶需求量可达到 1870 万吨。
- 从事市场咨询的英国公司 Tecnon Orbichem 在 2014 年 APEC 会议发布的《Global Fibres Overview》报告预测至 2025 年，全球纺织纤维的需求量以年均 3.7% 的速度增长，而非织造行业的化学纤维需求增长速度远高于纺织行业的纤维需求增长。
- 根据美国专业产业研究机构 The Freedonia Group 预测，全球涂料需求量未来几年年均增长 3.7%，将在 2020 年达到 5470 万吨，1,930 亿美元；全球胶粘剂及密封剂的需求量预计年增长速度将达到 4.5%，在 2019 年需求量将达 2,020 万吨。

3.3.3、国内高分子材料产量高速增长，发展空间大

我国高分子材料及其化学助剂产量高速增长。根据中国产业信息网统计，我国塑料制品产销量均位居全球首位，产量约占世界总产量的 20%，塑料助剂各细分产品需求中增速最大的抗氧化剂，年需求增速约 15%，发展态势良好；合成橡胶产量在 2013-2017 年间的复合增长率达到 10.57%，橡胶助剂产量约占世界橡胶助剂产量的 80%，成为世界橡胶助剂生产第一大国。同时，根据国家的“十三五”发展规划，未来我国各类高分子材料产量均将保持稳定增长。

图 13：我国塑料制品产量增速放缓（万吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 14：我国合成橡胶产量增速回升（万吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所

国家政策利好将有效推动高分子材料及其化学助剂发展。高分子材料化学助剂产品应用于高分子材料，而各类高分子材料是我国化工产业和新材料产业发展的重点之一，国家已将各类高分子材料及其化学助剂作为优先发展的鼓励项目并制定了一系列扶持政策，将材料科学列为重点领域，要求以材料表征与调控、工程材料实验等为研究重点，布局和完善相关领域重大科技基础设施，推动材料科学技术向功能化、复合化、智能化、微型化及与环境相协调方向发展，为行业带来良好发展氛围。

我国抗氧化剂和光稳定剂消费增速较快。2013 年，我国成为全球最主要的抗氧剂生产国和消费国，抗氧剂产能超过 15 万吨，产量超过 10 万吨，消费量近 10 万吨，产量和消费量都位于全球第一。未来几年，根据中国化工信息中心预计我国抗氧剂消费年均增长率为 6%~7%。在光稳定剂市场上，美国、欧洲、中国、日本为主要消费国，美国、欧洲、日本的光稳定剂消费年均增长率在 0.5%-3% 左右，而我国光稳定剂消费年均增长超过 8%。

随着制造业材料轻量化、环保化趋势的发展，高分子材料产业在经济中越来越活跃。中国高分子材料行业还处在发展阶段，非常大比例的高分子材料在抗老化领域还有很大的技术扩展空间。涂料、塑料等下游高分子材料产量的持续增长将使得抗老化助剂需求的不断增加，抗老化助剂业务在今后很长一段时期仍将大有可为。

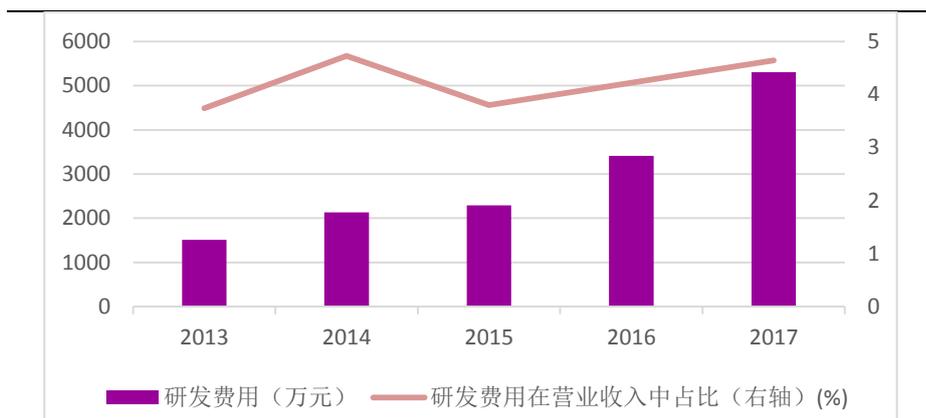
3、四大优势铸造投资价值，利安隆争做全球行业领跑者

3.1、依托高校产学研一体化，技术研发创新优势领先

核心技术团队稳定，技术人员占比 23.12%。为攻克高分子材料的技术壁垒，公司坚持创新驱动发展的理念，通过长期的技术研发投入，积累了大量核心技术和专业人才团队。目前，公司拥有技术研发人员 225 人，约占员工总数的 23.12%，建立了包括 3 名博士、34 名硕士在内的高学历研发团队。此外，公司核心技术人员李海平、孙春光、汤翠祥、毕作鹏、范小鹏、安平等近两年未发生变化，技术团队人员稳定。

研发投入逐年增长，新产品、新工艺不断开发。为保持行业技术水平优势，公司不断提高研发投入，研发费用由 2013 年的 1509.62 万元增至 2017 年的 5304.09 万元，在营业收入占比较为稳定在 4% 左右的水平。2017 年，公司共开展 5 项新产品开发，全部完成小试；公司共进行 12 项现有产品新工艺开发，小试、中试均已完成；全年共有 8 项发明专利获得授权，并新提交 10 项发明专利、10 项实用新型专利的申请。

图 15：公司研发投入逐年增长



资料来源：公司年报、光大证券研究所

自主知识产权优势明显，核心技术产品业绩贡献超过 99%。公司近年来在技术领域获得过国家重点新产品、国家火炬计划项目、天津市科技小巨人 20 佳等 23 个奖项，拥有 18 项发明专利，拥有的主要核心技术均为自主研发和原始创新，公司核心技术产品对业绩贡献超过 99%。截止 2017 年 12 月 31 日，公司共拥有 35 项授权专利，其中，34 项授权发明专利，1 项授权实用新型专利。公司还向国家提交了 22 项发明专利申请和 8 项实用新型专利申请。

表 5：公司核心技术产品对业绩贡献超过 99%

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度	2014 年度	2013 年度
核心技术产品 (万元)	113911.74	80562.19	59,991.45	48,739.98	40,070.95
营业收入 (万元)	114240.99	80831.27	60,473.20	48,812.97	40,391.28
占比	99.71%	99.67%	99.20%	99.85%	99.21%

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

3.2、抗氧化助剂全系列配套能力强，形成竞争壁垒，铸造品牌优势

产品质量达到国际先进厂商水平。公司现有抗氧化剂和光稳定剂的产品系列已覆盖两类助剂的主要类别。对外出口的主要产品均获得欧盟的 REACH 认证，产品品质均达到巴斯夫等国际同行业先进厂商同类产品的质量要求。

品牌价值获得全球客户广泛认可。公司的 RIANOX、RISORB、U-PACK 品牌全球高分子材料抗氧化业务领域已拥有较高的知名度和美誉度，品牌得到包括众多全球 500 强企业在内的下游客户广泛认可。目前，公司已经完成在全球大部分目标国家的商标注册。基于众多客户对品牌的认可和信赖，品牌优势有利于公司产品和服务的延伸，促进公司的可持续发展。

表 6：公司及全球主要生产企业产品种类

主要生产企业	主抗氧化剂			辅助抗氧化剂		
	胺类	BHT（单酚中抗氧化剂）	其它受阻酚类	亚磷酸酯类	硫代酯类	天然类
利安隆	✓	✓	✓	✓		
巴斯夫	✓	✓	✓	✓	✓	✓
松原	✓	✓	✓	✓	✓	
ADEKA			✓	✓	✓	
住友化学	✓		✓	✓	✓	
城北化学				✓		
雅宝化工			✓	✓		
科聚亚	✓	✓	✓	✓		
永光化学		✓	✓			
三丰化工		✓	✓	✓		
力生化工		✓	✓		✓	

资料来源：《世界抗氧化剂行业现状与发展》，杨建高、蔡宏国、王英；光大证券研究所

3.3、营销网络覆盖全球，客户资源稳定并不断拓展

营销网络覆盖全球，确保 72 小时响应客户。公司先后在广州、苏州设立办事处，于中国香港、美国、德国设立子公司，同全球多个地区的分销商一起，建立了覆盖全球的营销网络，并通过在接近客户的地区设立仓库，确保满足客户 72 小时供应、快速反应和本土服务的诉求。

客户遍布全球，大型跨国公司客户群体不断增加。随着“Rianlon”品牌知名度在全球范围内的不断提升，越来越多的大型跨国公司将其纳入供应商体系。美国化学学会旗下的全球 50 强中，有 35 家公司已成为利安隆的客户，另有 7 家为潜在客户；TFS 组织的 15 家企业中有 14 家公司是客户；全球涂料 10 强中的 7 家公司是客户。

图 16：公司客户遍布全球，客户群体尤其是大型跨国公司不断增加

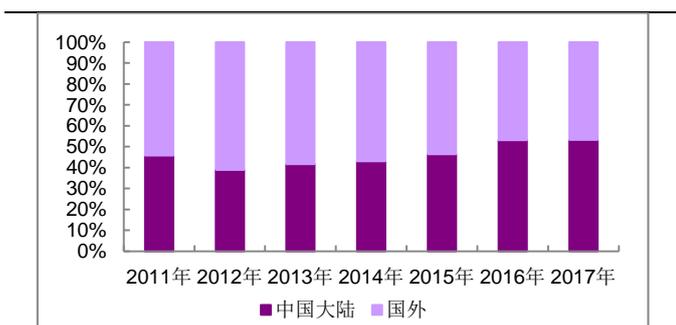


资料来源：招股说明书、光大证券研究所

高分子化学助剂供应商与客户业务合作具有长期稳定性。高分子材料化学助剂对下游客户的生产 and 产品质量影响较大，大型跨国高分子材料企业在选择供应商时，对其技术服务、管理团队、稳定生产、品牌等综合素质要求较高，需要通过长期的考察和业务合作来确定合作供应商，因此一旦选定了供应商，就不会轻易改变，业务合作具有相对稳定性和长期性。

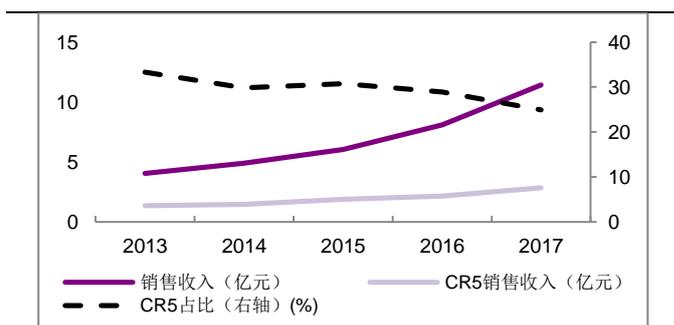
在原有客户稳定增长的基础上，不断拓展新客户。公司历年前几大客户为 Maroon、金发科技、巴斯夫、朗裕实业、CS Chew Co Ltd 等，大客户非常稳定。近年来，公司前五大客户收入由 2013 年的 1.34 亿增加至 2017 年的 2.85 亿，但占比由 33.29% 下降至 24.93%，说明公司在大客户增长稳定的同时，不断拓展新客户。与此同时，公司也在积极拓展国内客户，国内收入占比逐年提升，现已超过 50%。

图 17：国内收入占比逐年提升，超过 50%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 18：公司前五大客户销售收入不断增加



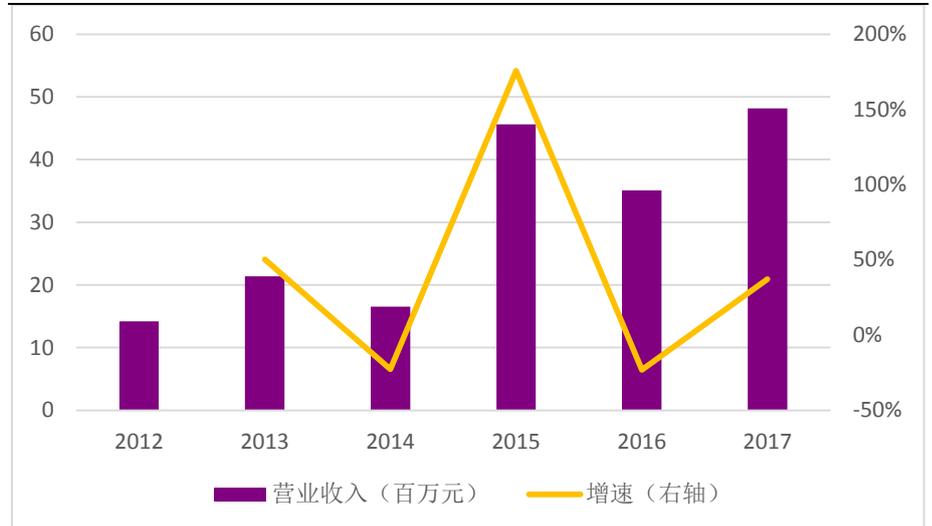
资料来源：公司公告、光大证券研究所

3.4、凭借技术优势，向 U-PACK 个性化供应商方向转化

随着高分子材料种类和性能的日趋复杂，公司一站式解决材料抗老化问题的个性化定制产品——U-PACK 已越来越成为高分子材料企业的最佳选择。

目前公司的 U-PACK 业务尚处于起步阶段,约占每年营业收入的 3%-4%,但 2017 年公司上市后,通过 U-PACK 产品实现营业收入 4816 万元,同比增加 37.25%,未来增长可期。

图 19: 公司 U-PACK 产品收入及增速



资料来源: 公司年报、光大证券研究所

公司现有的 U-PACK 产品可以为客户提供多种技术附加价值: 一是采用单一通道完成便捷的一站式添加工序; 二是可根据客户要求从一系列丰富的化学助剂中自由组合复配出各种不同方案, 实现个性化的问题解决; 三是充分发挥协同效应, 为客户的质量控制减少成本; 四是为客户营造更清洁、更健康、更安全的工作环境。

通过 U-PACK 产品, 公司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, 获得更高的客户满意度与忠诚度, 形成一种区隔性的竞争优势。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。作为公司未来的发展重点, U-PACK 可以有效避免竞争对手的简单模仿, 巩固公司的客户壁垒, 构建新的稳固盈利点。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设及盈利预测

(1) 项目进度符合预期。公司及控制子公司利安隆（中卫）新材料有限公司、浙江常山科润新材料有限公司、利安隆（珠海）新材料有限公司的投资项目如期完成并投产。新建研发中心项目于 2018 年底完工并交付使用。研发中心的建成将进一步提升公司科研实力，将为天津利安隆新材料股份有限公司擎领全球高分子聚合物抗氧化剂系列市场奠定良好基础，为公司的快速发展增添新的动力。

(2) 产能释放促进营收增长。随着 2018 年 1.55 万吨产能投产和 2019 年后 12.5 万吨产能逐渐释放，相比 2017 年公司产能增长空间达 434%，未来有望实现营业收入的外生和外延增长 40-50 亿元。公司毛利率水平自 2014 年起稳步攀升，2017 年达到 31.1% 的水平。随着各项设施项目的落成投产，公司业绩将继续走高并趋于平稳，我们假设公司未来毛利率在 31% 左右，营收在经历两年 30% 左右的快速增长后，2020 年以后的营收增长率将保持在 15%

(3) 公司高分子材料抗氧化化学助剂产品和服务业务稳定发展，产销率较为稳定，整体保持在 90% 左右。

(4) 公司费用率和所得税率保持稳定。

根据以上假设，考虑 18 年高分子材料产业规模，公司业绩有望进一步提升，预测公司 2018-2020 年的净利润分别为 193/231/302 百万元，折合 EPS 为 1.07/1.29/1.68 元/股。

4.2、相对估值

利安隆公司是一家专业从事高分子材料抗氧化化学助剂产品研发、生产、销售和服务的高新技术企业。

由于利安隆是同行业第一家 A 股上市公司，因此在选取可比公司的时候，我们考虑的标准是与公司属性相近的精细化工新材料企业。我们选取以下公司作为可比公司，各公司具体主营业务如下：国恩股份是改性塑料粒子及制品、高分子复合材料及其制品的专业制造商，处于行业龙头地位；万盛股份是主要从事有机磷系阻燃剂以及其他橡塑助剂的研发、生产和销售的高新技术企业；国瓷材料是国内以电子陶瓷粉体为主要产品的功能新材料主要生产厂商。其中，国瓷材料由于 MLCC 陶瓷粉行业持续景气，受到市场追捧，估值高于行业平均。

公司名称	收盘价 2018-7-1	EPS (元/股)				PE (X)				3年 CAGR	PEG -2017	PB 17年	市值 亿元
		17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E				
国恩股份	28.61	0.85	1.16	1.54	1.99	34	25	19	14	38%	0.89	6.8	78
万盛股份	18.87	0.36	0.79	1.10	1.37	77	24	17	14	56%	1.38	6.4	48
国瓷材料	19.94	0.41	0.62	0.79	0.98	49	32	25	20	37%	1.32	6.3	128
可比公司平均		0.54	0.86	1.14	1.45	53	27	20	16	44%	1.20	6.5	78
利安隆	24.50	0.74	1.07	1.29	1.68	26	23	19	15	35%	0.74	3.7	44

资料来源：wind 一致预期，光大证券研究所整理

注：利安隆为光大证券研究所预测，其他公司为 wind 一致预期

采用相对估值法,可比公司 2018 年平均 PE 为 27 倍,公司 2018 年 EPS1.07 元,按照 18 年 27 倍 PE,为 28.89 元。

4.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：采用申万二级行业分类-化工行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 10.81%。

我们给出 FCFF 估值方法得出的结果如下。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.00%
β(βlevered)	1.02
Rm-Rf	6.50%
Ke(levered)	8.65%
税率	10.81%
Kd	5.93%
Ve	2754.53
Vd	333.72
目标资本结构	30.00%
WACC	7.83%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-293.34	-5.16%
第二阶段	1169.40	20.58%
第三阶段 (终值)	4806.53	84.58%
企业价值 AEV	5682.59	100.00%
加：非经营性净资产价值	123.25	2.17%
减：少数股东权益 (市值)	51.36	-0.90%
减：债务价值	333.72	-5.87%
总股本价值	5420.76	95.39%
股本 (百万股)	180.00	
每股价值 (元)	30.12	
PE (隐含)	28.02	
PE (动态)	22.80	

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.83%	33.77	36.72	40.27	44.65	50.16
7.33%	29.54	31.89	34.68	38.05	42.20
7.83%	25.98	27.89	30.12	32.76	35.96
8.33%	22.96	24.52	26.33	28.44	30.95
8.83%	20.37	21.66	23.14	24.85	26.85

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	30.12	20.37	—	50.16	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	39.74	25.32	—	74.93	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

根据绝对估值法，我们得出公司未来股价估值在 30.12-39.74 元区间内。根据盈利预测，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 14.84、18.99、22.46 亿元，归母公司净利润分别为 1.93、2.31、3.02 亿元，分别同比增长 48.23%、19.65%、30.69%，对应 EPS 分别为 1.07、1.29、1.68 元。综合相对估值与绝对估值结果，给予目标价 30.12 元，对应公司 18 年 28 倍 PE。

5、风险分析

原材料采购成本波动

公司主要原材料的采购价格受国际原油价格及国内外市场供应情况的影响，呈现较大幅度的波动。而直接材料占公司主营业务成本的比重较高，原材料价格波动的幅度及频繁程度给公司的生产经营带来较大影响。公司产品的价格相对于原材料价格变动具有一定的滞后性，因此在短期内不能完全抵消原材料成本波动所带来的风险。

环保和安全生产风险

公司抗老化助剂生产过程使用部分易燃易爆化工原材料，若公司经营管理不当，或安全环保措施不到位，则可能发生环保和安全事故，可能给公司财产、员工人身安全和周边环境带来不利影响。另外，虽然公司一直严格执行有关安全、环保方面的法律法规，但随着国家环保力度的加强，有关标准和要求可能会发生变化，公司如不能及时适应相应的变化，生产和发展将会受到限制。

汇率及国家出口政策变动

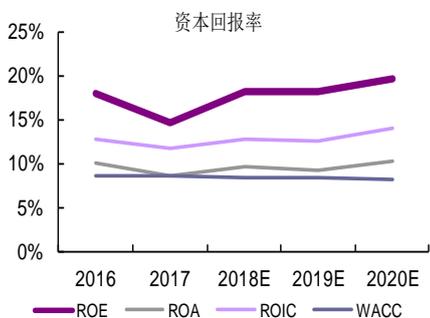
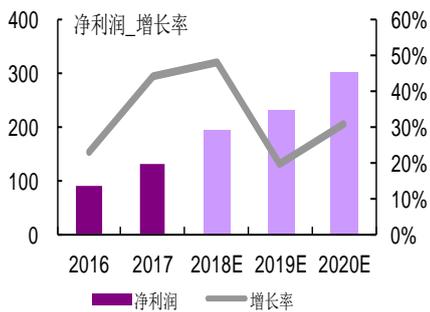
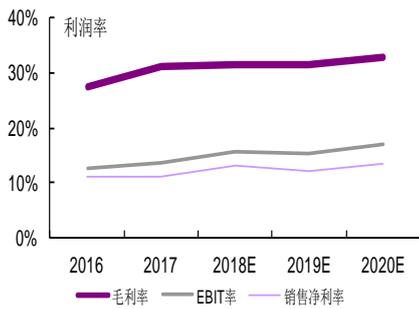
公司出口业务所占比例较大，汇率和国家出口退税政策直接影响公司业绩，由于报告期内人民币汇率在双向波动中出现了一定程度的升值，不仅使公司产品的国际市场竞争力略有下降，还给公司带来一定的汇兑损失。报告期内国内外宏观经济环境总体呈现回暖之势，市场需求有所增加，但同时国内国际市场都出现了一些不确定的因素，给公司业绩的持续增长带来了不利影响。

应收账款金额不断增加

随着公司业务规模的不断扩大，公司应收账款金额不断增加。虽然绝大部分应收账款账龄在1年以内，且主要集中于财务状况良好的全球知名高分子材料制造企业，未曾发生过完全不能偿还贷款的情况。但其占总资产及收入的比例均较高，即便公司加强了应收账款的管理，并已按照坏账准备计提政策足额提取了坏账准备，若国际、国内经济环境发生重大变化导致公司主要客户经营发生困难，公司仍将面临出现应收账款无法收回而损害公司利益的风险。

公司快速扩张使管理面临挑战

随着业务的拓展和产销规模的不断扩大，公司在生产管理、财务控制管理、人力资源管理等方面都面临较大的挑战，并对管理团队提出了更高要求，公司将需要大量生产、管理、技术、营销人员，这不仅是对人力资源的规划、招聘、培养和晋升机制提出了更高的要求，同时随着社会整体劳动力成本的上升，公司的人力资源成本将有可能持续增长，或会对公司的利润产生一定影响。



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	808	1,142	1,484	1,899	2,246
营业成本	587	787	1,019	1,303	1,506
折旧和摊销	24	29	45	58	71
营业税费	7	9	11	14	17
销售费用	57	80	104	133	157
管理费用	51	92	119	152	180
财务费用	-2	13	23	38	48
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-3	1	1	1	1
营业利润	101	153	212	255	334
利润总额	105	144	216	258	338
少数股东损益	0	-2	-1	-1	-1
归属母公司净利润	91	131	193	231	302

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	903	1,491	2,003	2,539	2,937
流动资产	574	903	1,186	1,517	1,755
货币资金	143	254	341	446	514
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	173	197	279	356	420
应收票据	35	32	45	64	69
其他应收款	9	8	13	17	18
存货	198	282	357	459	537
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	13	2	2	2	2
固定资产	219	342	530	706	848
无形资产	15	124	118	112	106
总负债	398	570	909	1,243	1,374
无息负债	243	301	366	449	491
有息负债	156	269	543	794	883
股东权益	505	921	1,094	1,296	1,563
股本	90	180	180	180	180
公积金	178	372	391	414	430
未分配利润	236	346	500	679	931
少数股东权益	0	25	24	23	22

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	24	31	133	186	295
净利润	91	131	193	231	302
折旧摊销	24	29	45	58	71
净营运资金增加	98	234	204	245	192
其他	-188	-362	-310	-348	-270
投资活动产生现金流	-26	-272	-273	-261	-229
净资本支出	-26	-158	-271	-263	-231
长期投资变化	13	2	0	0	0
其他资产变化	-13	-117	-2	1	1
融资活动现金流	16	364	228	180	2
股本变化	0	90	0	0	0
债务净变化	81	113	274	252	88
无息负债变化	86	58	65	83	43
净现金流	19	116	87	105	68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	33.66%	41.33%	29.94%	27.94%	18.25%
净利润增长率	22.93%	44.08%	48.23%	19.65%	30.69%
EBITDA 增长率	16.55%	47.46%	50.03%	25.47%	29.15%
EBIT 增长率	21.73%	53.20%	49.28%	24.66%	30.59%
估值指标					
PE	49	34	23	19	15
PB	9	5	4	3	3
EV/EBITDA	19	26	18	15	12
EV/EBIT	23	30	21	18	14
EV/NOPLAT	27	34	24	20	16
EV/Sales	3	4	3	3	2
EV/IC	3	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	27.44%	31.10%	31.38%	31.42%	32.95%
EBITDA 率	15.60%	16.28%	18.79%	18.43%	20.13%
EBIT 率	12.66%	13.73%	15.77%	15.36%	16.97%
税前净利润率	13.04%	12.59%	14.55%	13.61%	15.04%
税后净利润率 (归属母公司)	11.21%	11.42%	13.03%	12.19%	13.47%
ROA	10.04%	8.61%	9.62%	9.08%	10.26%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.95%	14.56%	18.08%	18.19%	19.64%
经营性 ROIC	12.75%	11.69%	12.77%	12.47%	13.91%
偿债能力					
流动比率	1.51	1.84	1.42	1.29	1.34
速动比率	0.99	1.26	0.99	0.90	0.93
归属母公司权益/有息债务	3.24	3.33	1.97	1.60	1.74
有形资产/有息债务	5.66	4.91	3.39	3.00	3.15
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.50	0.73	1.07	1.29	1.68
每股红利	0.05	0.11	0.16	0.19	0.25
每股经营现金流	0.13	0.17	0.74	1.03	1.64
每股自由现金流(FCFF)	-0.04	-1.14	-1.24	-1.02	-0.04
每股净资产	2.80	4.98	5.94	7.07	8.56
每股销售收入	4.49	6.35	8.25	10.55	12.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	