

公司研究/公告点评

2019年02月22日

基础化工/化学原料 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 28.42
合理价格区间(元): 31.24~34.08

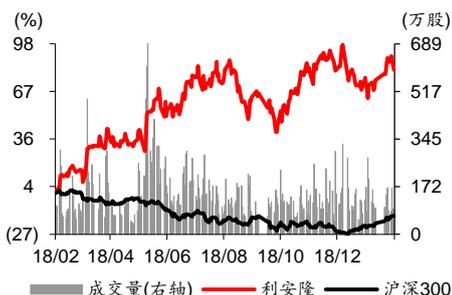
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793939
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《利安隆(300596, 增持): 年报预增 38%-48%, 市场份额持续提升》2019.01
- 2 《利安隆(300596, 增持): 拟收购凯亚化工, 进一步完善品类布局》2018.12
- 3 《利安隆(300596, 增持): 三季报符合预期, 市场份额持续提升》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

年报业绩符合预期, 市场份额快速提升

利安隆(300596)

2018 年净利增长 48%

利安隆于 2 月 21 日发布 2018 年业绩快报, 公司全年实现营业收入 14.88 亿元, 同比增 30.2%, 净利润 1.93 亿元, 同比增 48.1%, 业绩符合预期, 亦处于前期预告的 1.80-1.93 亿元范围内, 按照 1.80 亿的最新股本计算, 对应 EPS 为 1.07 元。公司 Q4 实现营业收入 3.58 亿元, 同比增 32.1%, 净利润 0.45 亿元, 同比增 4.7%。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.07/1.42/1.90 元, 维持“增持”评级。

销量增长带动业绩提升

报告期内, 子公司利安隆中卫完成了“722 装置改造”、“711 装置改造”等技改项目, “725 装置”及“715 装置”(5000 吨抗氧化剂、1500 吨光稳定剂)亦于 2018H2 建成投产。受益于上述新增产能投放, 公司产品销量同比增长较快, 且产品结构持续优化, 带动 2018 年毛利率进一步提升。另一方面, 公司全球营销网络日趋完善, 客户认可度不断提升, 在涂料、工程塑料、氨纶等诸多应用领域保持稳定增长。此外, 受益于持续的研发投入, 公司技术实力亦有所提升, U-PACK 产品销量增长较快。

定增并购凯亚化工获证监会受理

公司于 2018 年 12 月 23 日公告拟发行 2484 万股收购凯亚化工 100% 股权, 交易对价为 6 亿元。上述事项已于 2019 年 1 月 25 日通过公司股东大会审议, 并于 1 月 31 日获得证监会受理, 若交易后续顺利完成, 公司产品线将补足亟需的受阻胺类光稳定剂 (HALS), 实现在抗老化助剂产品领域的全覆盖。

项目储备丰富, 市场份额有望持续提升

2018 年 10 月, 公司与宁夏中卫市政府签订投资协议, 拟投资 8.1 亿元建设 6.8 万吨高分子功能助剂及配套原料项目, 达产后预计实现年销售收入 27 亿元, 利税 3 亿元, 具体实施方案待后续敲定。在建项目方面, “724 装置”及“常山科润一期项目”(5000 吨抗氧化剂、4000 吨光稳定剂)如期推进, 公司预计将于 2019H1 陆续投产, 且珠海 12.5 万吨抗老化剂一期项目建设顺利。我们认为公司产能仍将保持较快的增速, 依托全面的销售网络及研发优势, 相关产能释放后公司产品市场份额有望持续提升。

维持“增持”评级

结合公司业绩快报, 我们上调公司 2018 年净利润预测至 1.93 亿元(原值 1.89 亿元), 维持对公司 2019-2020 年净利润 2.56/3.42 亿元的预测, 对应 2018-2020 年 EPS 1.07/1.42/1.90 元(暂未考虑收购凯亚化工对于股本和盈利的影响), 基于可比公司估值水平(2019 年平均 17 倍 PE), 考虑公司未来产能扩张较快, 且产品对应下游增长良好, 给予公司 2019 年 22-24 倍 PE, 对应目标价 31.24-34.08 元(原值 28.40-31.24 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求不达预期风险、核心技术失密风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	180.00
流通 A 股 (百万股)	122.48
52 周内股价区间 (元)	15.78-31.00
总市值 (百万元)	5,116
总资产 (百万元)	1,771
每股净资产 (元)	5.70

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	808.31	1,142	1,588	2,154	2,972
+/-%	33.66	41.33	38.96	35.66	38.01
归属母公司净利润 (百万元)	90.58	130.50	192.60	256.47	342.26
+/-%	22.93	44.08	47.58	33.16	33.45
EPS (元, 最新摊薄)	0.50	0.73	1.07	1.42	1.90
PE (倍)	56.48	39.20	26.56	19.95	14.95

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值情况

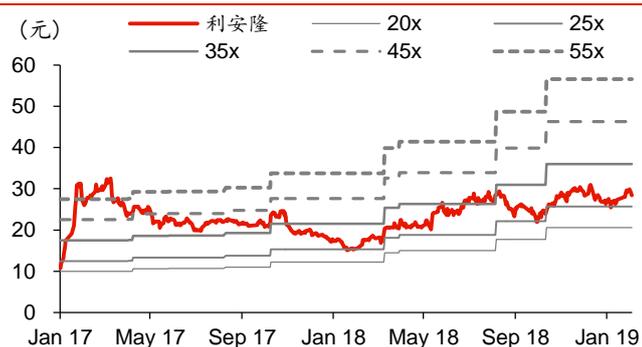
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE		BPS (元)	PB
		2018E	2019E	2018E	2019E		
彤程新材	21.36	0.74	0.91	29	23	3.7	5.8
国恩股份	22.24	1.12	1.49	20	15	7.0	3.2
万盛股份	13.79	0.78	1.17	18	12	4.7	2.9
平均				22	17		4.0

注：股价为 2 月 21 日收盘价；彤程新材 2018 年 EPS 来自业绩快报，其余公司 EPS 来自 Wind 一致预期，所有公司 BPS 截至 2018 年 9 月 30 日；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

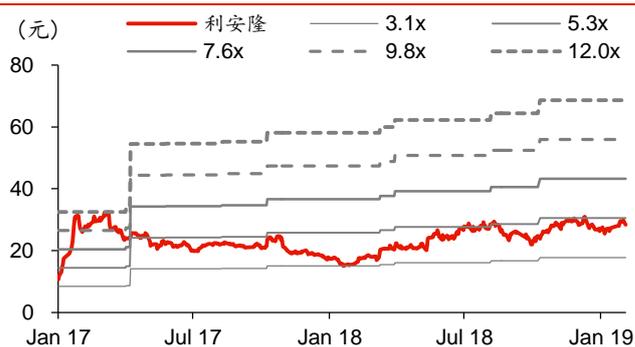
PE/PB - Bands

图表2：利安隆历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：利安隆历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	573.79	902.78	993.14	1,277	1,671
现金	143.19	253.96	191.81	204.42	208.48
应收账款	173.32	197.40	274.31	372.13	513.56
其他应收账款	8.63	7.77	10.80	14.65	20.22
预付账款	9.07	15.51	20.71	27.51	38.58
存货	198.05	282.32	391.41	529.11	733.86
其他流动资产	41.54	145.83	104.10	128.96	156.20
非流动资产	329.18	587.98	812.50	1,278	1,742
长期投资	12.66	2.40	0.00	0.00	0.00
固定投资	219.08	342.20	565.97	991.66	1,410
无形资产	14.88	123.84	123.84	123.84	123.84
其他非流动资产	82.57	119.53	122.68	162.57	207.51
资产总计	902.96	1,491	1,806	2,555	3,413
流动负债	379.22	491.11	600.79	1,060	1,541
短期借款	155.73	206.07	224.88	589.73	920.52
应付账款	119.68	123.25	190.59	248.39	346.80
其他流动负债	103.81	161.79	185.32	222.08	273.47
非流动负债	19.17	78.41	112.28	148.12	186.74
长期借款	0.00	62.80	94.21	130.84	170.10
其他非流动负债	19.17	15.60	18.07	17.28	16.64
负债合计	398.39	569.52	713.07	1,208	1,728
少数股东权益	0.07	25.07	23.43	20.92	17.31
股本	90.00	180.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	154.81	340.20	340.20	340.20	340.20
留存公积	259.14	377.04	548.94	805.41	1,148
归属母公司股东权益	504.51	896.17	1,069	1,326	1,668
负债和股东权益	902.96	1,491	1,806	2,555	3,413

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	24.00	31.40	186.95	191.25	292.45
净利润	90.64	128.32	190.95	253.96	338.65
折旧摊销	23.73	29.12	46.45	84.43	136.26
财务费用	(2.29)	13.21	12.70	30.13	58.44
投资损失	3.23	(1.27)	(4.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(98.57)	(151.87)	(59.35)	(183.05)	(249.78)
其他经营现金	7.25	13.89	0.19	5.79	8.88
投资活动现金	(25.72)	(272.04)	(266.98)	(550.00)	(600.00)
资本支出	25.72	157.89	300.00	550.00	600.00
长期投资	0.00	100.00	(2.40)	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	(14.15)	30.62	0.00	0.00
筹资活动现金	16.46	364.23	17.89	371.36	311.60
短期借款	80.53	50.34	18.81	364.85	330.79
长期借款	0.00	62.80	31.40	36.64	39.25
普通股增加	0.00	90.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	185.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(64.07)	(24.32)	(32.32)	(30.13)	(58.44)
现金净增加额	19.36	115.88	(62.14)	12.61	4.05

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	808.31	1,142	1,588	2,154	2,972
营业成本	586.51	787.13	1,105	1,486	2,053
营业税金及附加	7.10	8.53	12.90	16.79	23.67
营业费用	56.94	79.97	111.36	150.97	208.40
管理费用	51.21	92.43	119.16	165.85	226.95
财务费用	(2.29)	13.21	12.70	30.13	58.44
资产减值损失	4.19	17.54	13.09	14.58	14.08
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.23)	1.27	4.00	0.00	0.00
营业利润	101.41	152.84	216.85	289.16	387.27
营业外收入	4.35	3.00	6.00	5.00	4.00
营业外支出	0.36	11.96	6.15	7.12	8.00
利润总额	105.41	143.87	216.69	287.03	383.27
所得税	14.77	15.55	25.74	33.07	44.62
净利润	90.64	128.32	190.95	253.96	338.65
少数股东损益	0.06	(2.18)	(1.64)	(2.51)	(3.61)
归属母公司净利润	90.58	130.50	192.60	256.47	342.26
EBITDA	122.86	195.17	276.00	403.72	581.97
EPS (元, 基本)	1.01	0.73	1.07	1.42	1.90

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	33.66	41.33	38.96	35.66	38.01
营业利润	21.17	50.71	41.88	33.35	33.93
归属母公司净利润	22.93	44.08	47.58	33.16	33.45
获利能力 (%)					
毛利率	27.44	31.10	30.37	30.99	30.91
净利率	11.21	11.42	12.13	11.91	11.52
ROE	17.95	14.56	18.01	19.35	20.52
ROIC	17.51	16.26	16.86	15.34	15.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.12	38.20	39.49	47.30	50.62
净负债比率 (%)	39.09	47.21	44.75	59.63	63.13
流动比率	1.51	1.84	1.65	1.20	1.08
速动比率	0.99	1.25	1.00	0.71	0.61
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.95	0.96	0.99	1.00
应收账款周转率	5.53	5.80	6.33	6.27	6.31
应付账款周转率	6.29	6.48	7.04	6.77	6.90
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.73	1.07	1.42	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.17	1.04	1.06	1.62
每股净资产(最新摊薄)	2.80	4.98	5.94	7.36	9.27
估值比率					
PE (倍)	56.48	39.20	26.56	19.95	14.95
PB (倍)	10.14	5.71	4.78	3.86	3.07
EV_EBITDA (倍)	41.68	26.24	18.55	12.68	8.80

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com