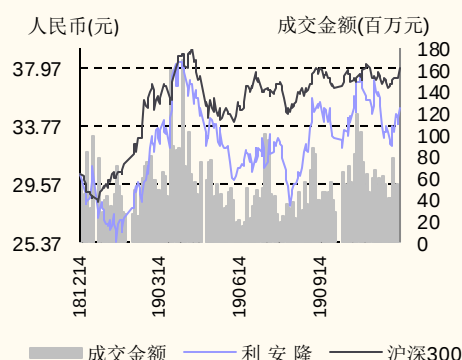


利安隆 (300596.SZ) 增持 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 35.09 元
目标价格 (人民币): 41.60-41.60 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 2.05
已上市流通 A 股(亿股) 1.22
总市值(亿元) 71.94
年内股价最高最低(元) 37.10/32.40
沪深 300 指数 3968
创业板指 1755

**高分子助剂优质企业，打造综合服务供应商****公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,142	1,488	2,000	2,514	3,122
营业收入增长率	41.33%	30.23%	34.41%	25.74%	24.16%
归母净利润(百万元)	131	193	318	426	550
归母净利润增长率	44.08%	47.95%	64.65%	33.88%	29.30%
摊薄每股收益(元)	0.725	1.073	1.551	2.076	2.684
每股经营性现金流净额	0.17	0.19	0.54	2.08	2.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.56%	18.02%	17.15%	20.18%	22.56%
P/E	25.67	28.90	22.63	16.90	13.07
P/B	3.74	5.21	3.88	3.41	2.95

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **烯烃行业扩产带动高分子助剂需求增长：**利安隆是全球领先的高分子材料抗氧化助剂产品和技术供应商，公司产品主要包括抗氧化剂、光稳定剂和整体解决方案产品 U-PACK，公司的主要下游客户是烯烃行业及其下游相关改性塑料、化纤、涂料等高分子材料行业，2019 年-2022 年，我国烯烃行业处于扩产周期，期间我国将新增聚乙烯产能 1167 万吨，聚丙烯产能 1535 万吨；我们测算，这将分别带动抗氧化剂和光稳定剂新增需求 8.1 万吨和 1.35 万吨。
- **内生外延，不断丰富产品种类：**公司目前抗氧化剂产能主要分布在天津汉沽和宁夏中卫，未来广东珠海计划有 12.5 万吨产能投产，宁夏中卫目标客户是西部地区煤化工企业及下游烯烃企业，广东珠海的目标客户主要是以液化轻烃为原材料的塑料生产企业。此外，公司通过外延并购的方式完成了常山科润和衡水凯亚的整合，不仅增加了公司光稳定剂的产能，还补充了紫外线吸收剂（UVA）和受阻胺类光稳定剂（HALS）品类，未来将通过扩产进一步强化公司产品配套竞争壁垒。公司光稳定剂的毛利率从 2016 年的 21.6% 逐步上升至 2019 年上半年的 39.7%。
- **渠道优势显著，与下游客户的联动性增强，打造综合服务供应平台：**公司在全球多个地区建立了营销网络，并在接近客户集中的地区设立仓库，确保满足客户 72 小时供应、快速反应和本土服务的诉求；此外，公司设立之初就定位于高端大客户，积累了一大批全球知名的高分子材料客户群。公司通过 U-PACK 产品的开拓，精确聚焦下游客户差异化需求，发挥自身技术团队在助剂领域的丰富技术和经验，为全球高分子材料制造商提供一站式抗氧化助剂产品服务。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2019、2020 和 2021 年归母净利润分别为 3.18 亿元、4.26 亿元和 5.50 亿元；EPS 分别为 1.55 元、2.08 元和 2.68 元。公司历史成长性优异，我们给予公司 2020 年 20 倍 PE，目标价 41.60 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧，产品价格下跌；需求不及预期；解禁风险。

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

蒲强 分析师 SAC 执业编号：S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

内容目录

研究逻辑	4
一、下游烯烃装置扩产带动高分子助剂需求增长	5
1.1. 高分子助剂是高分子材料不可替代的一部分	5
1.2 烯烃装置扩产带动高分子助剂需求增长	7
二、公司产能投放驱动业绩增长，与下游客户联动不断增强	10
2.1 公司抗氧化剂产能扩张有序	10
2.2 外延并购光稳定剂，不断丰富产品品类	12
2.3 公司销售渠道丰富，实现下游多元化应用领域导入	15
2.4 公司与下游客户的联动性不断加强	16
三、公司简介	18
3.1 公司主营业务及发展历程	18
3.2 公司的经营情况	20
四、核心假设与盈利预测	21
五、风险提示	21

图表目录

图表 1：高分子材料化学助剂	5
图表 2：抗氧化剂应用领域	5
图表 3：抗氧化剂作用机理	6
图表 4：抗氧化剂的分类	6
图表 5：光稳定剂主要应用领域	6
图表 6：光稳定剂分类	7
图表 7：国内炼化项目汇总	7
图表 8：我国新增聚乙烯产能统计	8
图表 9：我国新增聚丙烯产能统计	9
图表 10：我国聚丙烯产能和聚乙烯产能情况	10
图表 11：公司营业收入增速与烯烃产能增速对比	10
图表 12：抗氧化剂和光稳定剂增量测算	10
图表 13：抗氧化剂和光稳定剂在常见的塑料制品中的添加比例（%）	10
图表 14：2018 全球主流地区抗氧化剂消费量	11
图表 15：中国抗氧化剂消费结构	11
图表 16：中国抗氧化剂产能统计	11
图表 17：公司抗氧化剂毛利率情况	12
图表 18：2018 年全球光稳定剂消费结构（%）	13
图表 19：2018 年全球光稳定剂需求增速（%）	13
图表 20：中国光稳定剂产能统计	13
图表 21：常山科润产品及产能情况	14

图表 22: HALS 母核、主要中间体及终端产品.....	14
图表 23: 光稳定剂毛利率.....	15
图表 24: 利安隆主要客户.....	15
图表 25: 利安隆销售网络.....	16
图表 26: 抗氧化剂和光稳定剂主要应用领域及对应的品种.....	16
图表 27: U-PACK 产品生产流程	17
图表 28: 公司 U-PACK 产品收入情况 (百万元)	17
图表 29: 公司主营业务在行业中构成.....	18
图表 30: 公司发展历程.....	19
图表 31: 公司的股权结构.....	19
图表 32: 董事会及高管专业知识背景	19
图表 33: 利安隆近年来产能扩张情况.....	20
图表 34: 公司营业收入 (百万元) 及增速 (%)	20
图表 35: 公司归母净利润 (百万元) 及增速 (%)	20
图表 36: 公司营业收入构成变化 (%)	21
图表 37: 公司毛利构成变化 (%)	21
图表 38: 助剂行业上市公司估值比较.....	21

研究逻辑

- 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，公司产品主要包括抗氧化剂、光稳定剂和整体解决方案产品 U-PACK。从公司的过去表现来看，历史业绩始终保持持续增长态势，成长性和稳定性表现优异，且公司股价在二级市场的表现也十分突出，我们之前发布了高分子助剂行业深度报告《下游烯烃迅速增长，行业向多元化方向发展》，揭示了行业内存在的运行规律，本篇报告则更多地关注于企业发展的核心要素，挖掘出企业发展的内在本质，从而判断企业未来发展方向。

本篇报告主要聚焦以下问题的探讨：

1. 推动高分子助剂行业增长的核心要素是什么？

高分子助剂在改善高分子材料性能方面发挥着重大的作用，是高分子材料不可或缺的一部分，属于刚性需求。高分子助剂的主要下游客户是烯烃行业及其下游相关改性塑料、化纤、涂料等高分子材料行业，2019-2022 年将有大量烯烃装置投产，我国烯烃行业处于扩产周期，包括：炼化一体化项目、乙烷裂解制乙烯、丙烷脱氢制取丙烯、煤制烯烃等项目。我国将新增聚乙烯产能 1167 万吨，聚丙烯产能 1535 万吨；我们测算，这将分别带动抗氧化剂和光稳定剂新增需求 8.1 万吨和 1.35 万吨。总的来讲，**高分子助剂产品是刚性需求，未来下游企业的扩产将推动其需求的增长。**

2. 在纷繁复杂的行业变化中，公司如何进行产能的布局？

我们在高分子助剂深度报告《下游烯烃迅速增长，行业向多元化方向发展》中指出，与国外成熟的消费市场相比，我国高分子助剂企业产品较为单一，多数企业只生产某种单一的助剂牌号，而下游客户对于助剂牌号的需求往往较为多样化，公司过去的发展受到产能瓶颈的制约以及产品种类的限制。公司上市后，在宁夏中卫和广东珠海投产项目实现内生增长；此外，还通过外延并购的方式完成了常山科润和衡水凯亚的整合，未来将通过产能扩产和产品种类的丰富进一步强化公司产品配套竞争壁垒。

3. 公司的核心优势是什么？未来将朝什么样的方向发展？

公司渠道优势显著，并在接近客户集中的地区设立仓库，确保满足客户 72 小时供应、快速反应和本土服务的诉求，此外，公司设立之初就定位于高端大客户，积累了一大批全球知名的高分子材料客户群。从国外高分子助剂厂商的发展经验来看，高分子助剂企业未来发展将紧密绑定下游客户，根据不同行业客户的需求有针对性地研发产品，公司通过 U-PACK 产品的开拓，将精确聚焦下游客户差异化需求，深度绑定下游客户，与下游客户的粘性不断增强，未来将朝着综合服务供应商方向发展。

一、下游烯烃装置扩产带动高分子助剂需求增长

1.1. 高分子助剂是高分子材料不可替代的一部分

- 高分子助剂是指为改善高分子材料加工性能、改进物理机械性能、增强或赋予高分子材料某种特有应用性能而加入目标高分子体系中的各种辅助物质。高分子助剂在高分子材料生产、储运、加工、使用过程中扮演着重要的角色，几乎每一种高分子材料各方面性能的实现依赖于对应的化学助剂。高分子材料性能和化学助剂使用种类之间呈现明显的正相关性。材料要求实现的性能越优越、越复杂，其所需使用的化学助剂种类就越繁杂。高分子材料化学助剂按照实现的功能可划分为：改善加工性能类、改善机械性能类、改善表面性能类、改善老化性能类等细分行业。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。

图表 1：高分子材料化学助剂



来源：公司公告，国金证券研究所

- 抗氧化剂是指对高聚物受氧化并出现老化现象能起到延缓作用的一类化学物质。仅少量抗氧化剂的存在就可延缓或抑制聚合物氧化过程的进行，从而阻止聚合物的老化并延长其使用寿命。抗氧化剂主要应用于塑料和橡胶领域。抗氧化剂按照作用机理可以分为自由基抑制剂、氢过氧化物分解剂和重金属离子钝化剂。

图表 2：抗氧化剂应用领域

	橡胶	塑料	涂料	油品	食品/医疗	个人护理
胺类	主要应用	少量应用		少量应用		
受阻酚类	少量应用	主要应用	少量应用	少量应用	少量应用	少量应用
亚磷酸酯类	少量应用	主要应用	少量应用	少量应用	少量应用	少量应用
硫代酯类		主要应用		少量应用		少量应用
酚酯复合类	二元复合	少量应用	主要应用	少量应用		
	三元复合		主要应用	少量应用		

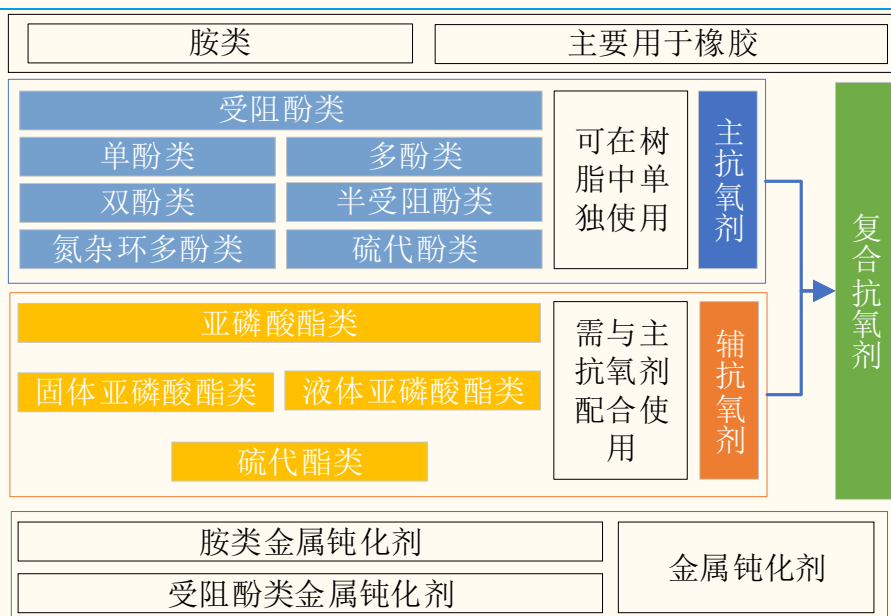
来源：中国化工信息中心，国金证券研究所整理

图表 3：抗氧化剂作用机理

机理	种类	特点
自由基抑制剂（主抗氧化剂）	胺类	具有较好的抗氧化效能，但污染性较重，主要用于橡胶工业
	酚类	抗氧化效能一般较胺类抗氧化剂弱，但没有污染性，主要用于塑料和浅色橡胶制品
氢过氧化物分解剂（辅抗氧化剂）	硫代酯类、亚磷酸酯类	主要用于聚烯烃中，与酚类抗氧化剂并用，以产生协同作用
重金属离子钝化剂	酰胺类、肟类、醛胺缩合物	聚合物与重金属接触受重金属离子的催化作用会产生降解反应

来源：CNKI，国金证券研究所

图表 4：抗氧化剂的分类



来源：国金证券研究所

- 光稳定剂是抑制或减缓由光氧化作用引起的高分子材料发生降解的助剂。主要应用于塑料、涂料、橡胶、化学纤维、胶黏剂等高分子材料及其他特种高分子材料，其中塑料是最大的下游应用领域。

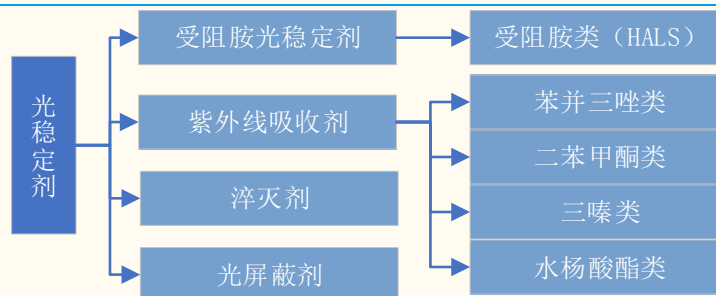
图表 5：光稳定剂主要应用领域

	橡胶	塑料	涂料	油品	个人护理
紫外线吸收剂	少量应用	主要应用	少量应用	少量应用	少量应用
受阻胺光稳定剂	少量应用	主要应用	少量应用	少量应用	少量应用
复合类光稳定剂	少量应用	主要应用	少量应用	少量应用	少量应用

来源：中国化工信息中心，国金证券研究所整理

- 光稳定剂按其作用机理可分为四类：1. 自由基捕获剂：能够有效捕获和清除高分子材料由于光老化而产生的活性自由基，从而减少了高聚物中的活性自由基，主要是受阻胺类（HALS）光稳定剂；2. 紫外线吸收剂：能够吸收太阳光中的紫外线，并且具有耐光稳定性高的有机化合物；紫外线吸收剂按化学结构分为二苯甲酮类、苯并三唑类、三嗪类和水杨酸酯类；3. 猝灭剂；4. 光屏蔽剂。

图表 6：光稳定剂分类



来源：国金证券研究所

1.2 烯烃装置扩产带动高分子助剂需求增长

- 国内石化行业、合成树脂以及塑料加工行业的持续高速发展为高分子助剂的发展提供了巨大的市场。我国炼化一体化项目快速发展，根据基本确定扩产的项目，2020 年前我国累积将新增炼油能力 1.09 亿吨，2020 年后累计新增炼油能力 2.37 亿吨，千万吨级以上的炼化一体化项目大都配套有乙烯装置，对应下游产品以聚乙烯、聚丙烯为主，这将带动高分子助剂行业的需求。除此之外，近两年乙烷裂解制乙烯和丙烷脱氢制取丙烯项目成为投资热点，众多项目纷纷上马；国内煤化工如火如荼，未来众多煤制烯烃项目的投产也会带动高分子助剂行业的需求。

图表 7：国内炼化项目汇总

企业名称	省份	参与方	产能（万吨/年）	建设进度
恒力石化	辽宁	恒力	2000	已投产
浙江石化（一期）	浙江	荣盛、巨化等	2000	已投产
华北石化	河北	中石油	500	已投产
广东湛江	广东	中石化	1000	计划 2020 年投产
古雷石化	福建	中石化	1600	计划 2020 年投产
洛阳石化	河南	中石化	200	计划 2020 年投产
揭阳石化	广东	中石油委内瑞拉	2000	计划 2020 年投产
庆阳石化	甘肃	中石油	300	计划 2020 年投产
大榭石化	浙江	中海油	600	计划 2020 年投产
泉州炼厂	福建	中化	300	计划 2020 年投产
荆门石化	湖北	中石化	400	计划 2020 年投产
2020 年前新增炼油能力合计			10900	
浙江石化（二期）	浙江	荣盛、巨化等	2000	签订施工合同
盛虹石化	江苏	盛虹	1600	开工建设，计划 2021 年投产
裕龙岛炼化	山东	南山集团	2000+2000	计划 2022 年投产
华锦阿美石化	辽宁	盘锦鑫诚、中国兵器工业、沙特阿美	1500	合资，计划 2023 年下半年试运营
旭阳集团	河北	旭阳集团	1500	二次环评
新华石化	河北	新华联合冶金	2000	环评公示
一泓石油化工	河北	浅海	1500	用海公示
华通京港化工	河北	中东海湾投资	1600	外资，用海公示
石大科技	山东	石大科技	1500	审批
大连福佳	辽宁	大连福佳	2000	签约落户
辽宁海城	河北	海城石油	2000	签约落户
镇海炼化	浙江	中石化	1500	2020 年开始扩建计划
克拉玛依	新疆	中石油	500	环评已批复
海南炼化	海南	中石化	500	规划

2020年后新增炼油能力	23700
未来国内新增炼油能力合计	34600

来源：中国石油经研会，金联创，国金证券研究所

- 根据中国石化联合会统计，预计 2019-2022 年之间，我国将新增聚乙烯产能 1167 万吨，聚丙烯产能 1535 万吨；据百川资讯和卓创资讯统计，2018 年我国乙烯产能 2600 万吨，丙烯产能 3399.6 万吨；综上所述，我国未来三年乙烯产能增速将达到 44.88%，丙烯产能增速将达到 45.15%，从公司历史经营数据来看，公司的营业收入增速始终大于下游烯烃行业产能的增速。

图表 8：我国新增聚乙烯产能统计

序号	企业名称	装置类型	产能/(万吨/年)	投产时间
1	久泰能源	LLDPE	32	2019 年一季度
2	中安联合煤业化工	LLDPE	35	2019 年二季度
3	浙江石油化工有限公司(一期)	HDPE+全密度	75	2019 年四季度
4	宁夏宝丰(二期)	全密度	30	2019 年二季度
5	青海大美煤业	全密度	30	2019 年二季度
6	辽宁宝来化工	LLDPE+HDPE	70	2019 年年底
7	大庆联谊	HDPE	40	2019 年
8	神华宁夏煤业集团有限责任公司-沙特基础工业公司	PE	25	2019 年
9	中煤蒙大二期	PE	20	2019 年
10	中科炼化	HDPE	35	2019 年年底
11	恒力石化(大连)有限公司	HDPE	40	2019 年
12	浙江石油化工有限公司(二期)	LDPE+全密度	85	2020 年
13	天津渤化化工发展有限公司	PE	30	2020 年
14	陕西延长中煤榆林能化公司	LDPE/EVA	30	2020 年
15	中国石化长城能源化工(贵州)有限公司	PE	30	2020 年
16	中汇洋玉门	PE	40	2019~2020 年
17	中煤陕西省榆林二期	PE	30	2019~2020 年
18	神华包头(二期)	PE	30	2019~2020 年
19	中煤能源伊型煤电化	PE	30	2019~2020 年
20	新疆东明塑胶	PE	30	2019~2020 年
21	中石化河南鹤壁煤化	PE	30	2019~2020 年
22	大同煤矿集团	PE	30	2019~2020 年
23	山西潞宝集团	PE	25	2019~2020 年
24	国投新疆伊犁煤化工	PE	30	2020~2021 年
25	华泓汇金煤化有限公司	PE	20	2020~2021 年
26	内蒙古荣信化工	PE	30	2020~2021 年
27	中国电力投资集团公司道达尔	PE	40	2020~2021 年
28	烟台万华	PE	70	2020~2021 年
29	中汇洋玉门(二期)	PE	40	2020~2021 年
30	海南炼化	PE	20	2020~2021 年
31	海南炼化	PE	35	2020~2021 年
32	中韩石化(扩能)	PE	30	2020~2021 年
合计			1167	

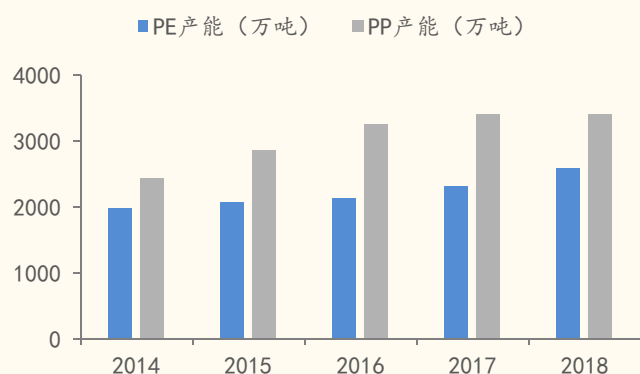
来源：中国石化联合会，国金证券研究所

图表 9：我国新增聚丙烯产能统计

序号	公司名称	产能/(万吨/年)	投产时间	备注
1	久泰能源	35	2019 年 3 月	煤制
2	恒力石化	45	2019 年 4 月	油制
3	青海大美	40	2019 年 5 月	煤制
4	宝丰二期	30	2019 年 6 月	煤制
5	中安联合保化	35	2019 年 7 月	煤制
6	巨正源	60	2019 年 8 月	PDH 制
7	浙江石化	90	2019 年 8 月	油制
8	甘肃华亭	20	2019 年 10 月	煤制
9	宁波福基二期	80	2019 年四季度	PDH 制
10	大庆联谊	50	2019 年四季度	油制
11	宝来石化	60	2019 年四季度	油制
12	恒力石化二期	40	2019 年四季度	油制
13	榆林能源二期	30	2019 年四季度	煤制
14	天津渤化	60	2019 年四季度	甲醇制
15	中科炼化	55	2019 年四季度	油制
16	神华宁煤-沙特基础工业	35	2020 年	煤制
17	辽阳石化	30	2020 年	油制
18	神华包头二期	40	2020 年	煤制
19	烟台万华	30	2020 年	PDH 制
20	青岛金能科技	45	2020 年	PDH 制
21	中韩石化二期	30	2020 年	油制
22	浙江石化二期	90	2020 年	油制
23	东华能源大榭开发区	80	2020 年	PDH 制
24	东华能源连云港	80	2020 年	PDH 制
25	福建古雷石化	35	2020 年	油制
26	中煤二期	40	2020 年	煤制
27	山东鲁清	30	2021 年	外采丙烯制
28	中化泉州二期	35	2021 年	油制
29	蒲城二期	70	2021 年	煤制
30	贵州织金	30	2022 年	煤制
31	巨正源二期	60	2022 年	PDH 制
32	中国石化海南炼化	45	2022 年	油制
合计		1535		

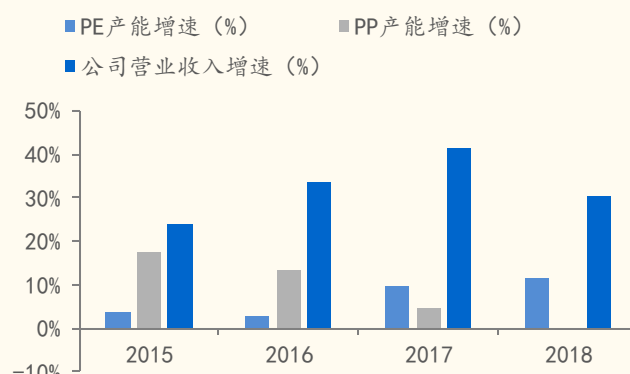
来源：中国石化联合会，国金证券研究所

图表 10：我国聚丙烯产能和聚乙烯产能情况



来源：百川资讯，卓创资讯，国金证券研究所

图表 11：公司营业收入增速与烯烃产能增速对比



来源：百川资讯，卓创资讯，国金证券研究所

- 我们测算搭建模型来测算未来中国烯烃行业扩产对光稳定剂和抗氧化剂带来的需求增量。因为每种产品对应的抗氧化剂和光稳定剂的添加比例不一样，根据草根调研结果，我们选取行业经验值为添加比例。对于抗氧化剂而言，PE/PP 的添加比例为 0.3%，对于光稳定剂而言，PP/PE 的添加比例为 0.05%，通过测算，我们认为未来中国烯烃行业的投产将分别带动抗氧化剂和光稳定剂新增需求 8.1 万吨和 1.35 万吨。

图表 12：抗氧化剂和光稳定剂增量测算

烯烃	抗氧化剂			光稳定剂	
	新增产能 (万吨)	添加比例 (%)	需求量 (万吨)	添加比例 (%)	需求量 (万吨)
PE	1167	0.30%	3.5	0.05%	0.58
PP	1535	0.30%	4.6	0.05%	0.77
合计			8.1		1.35

来源：草根调研，国金证券研究所整理

备注：每种产品对应的抗氧化剂和光稳定剂添加比例不一，此添加比例为行业内经验值

图表 13：抗氧化剂和光稳定剂在常见的塑料制品中的添加比例 (%)

抗氧化剂消费领域	抗氧剂添加比例 (%)	光稳定剂消费领域	光稳定剂添加比例 (%)
PP (通用拉丝)	0.05-0.1	农膜	0.1-0.5
PP (注塑制品)	0.2-0.4	包装膜	0.05-1.2
PP (薄膜制品)	0.1-0.2	注塑	0.1-1.0
PP (纤维)	0.1-0.2	型材	0.1-3.0
PP (片材管材)	0.3-0.6	通用拉丝	0.15-0.6
PP (其他)	0.15-0.2	家电面板	0.5-1.0
HDPE	0.05-0.2	鞋材	0.3-2.0
LLDPE	0.05-0.2	光伏	0.15-1.2
LDPE	0.05-0.15	涂覆	0.05-0.5
ABS	0.25-0.5	其他	0.15-1.0
HIPS/GPPS	0.2-0.5		

来源：CKNI，中国化工信息中心，国金证券研究所

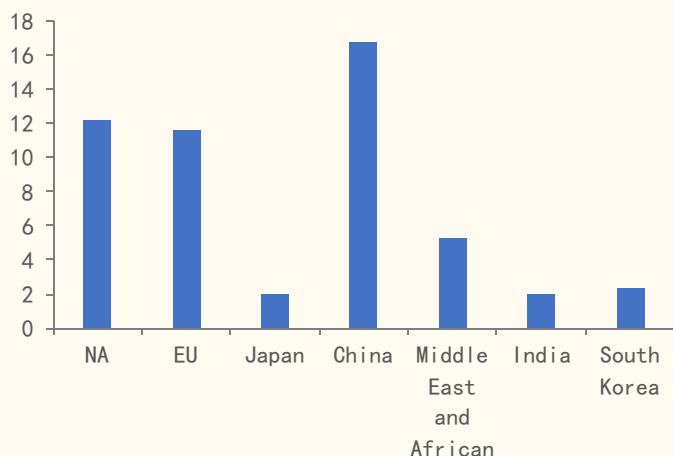
二、公司产能投放驱动业绩增长，与下游客户联动不断增强

2.1 公司抗氧化剂产能扩张有序

- 中国抗氧化剂消费结构以受阻酚和有机亚磷酸酯为主，各自占比约 49%和 44%。根据 Notch 咨询及中国知网等公开资料数据，2018 年全球主流地区

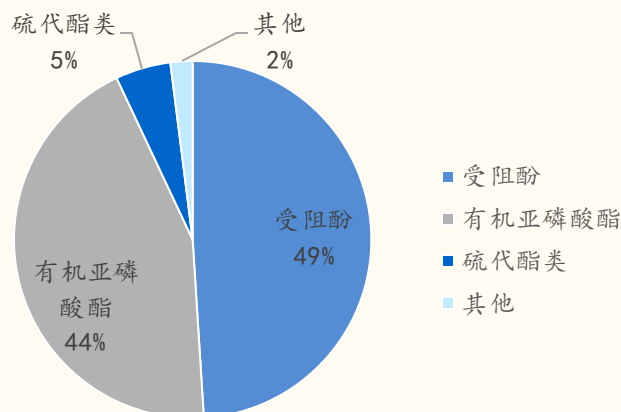
抗氧化剂消费量约 52.38 万吨左右，中国抗氧化剂消费量约 16.82 万吨左右（备注：不包括胺类抗氧化剂）。

图表 14：2018 全球主流地区抗氧化剂消费量



来源：Notch 咨询，国金证券研究所；备注：不包含胺类抗氧化剂

图表 15：中国抗氧化剂消费结构



来源：中国化工信息中心，国金证券研究所

- 中国抗氧化剂生产厂家众多，大部分抗氧化剂生产企业以生产受阻酚类抗氧化剂为主，产品种类较为单一。从企业来看，其中金海雅宝、松原百孚、巴斯夫高桥均是合资企业，具有先进的技术和生产管理经验；营口风光和临沂三丰产品主要供应中石化、中石油体系，市场份额较为稳定；利安隆凭借灵活的机制和销售渠道不断开拓海外市场，并且逐步切入塑料、橡胶、涂料市场，实现多元化客户的导入并且产品在未来将实现多元化领域的放量。

图表 16：中国抗氧化剂产能统计

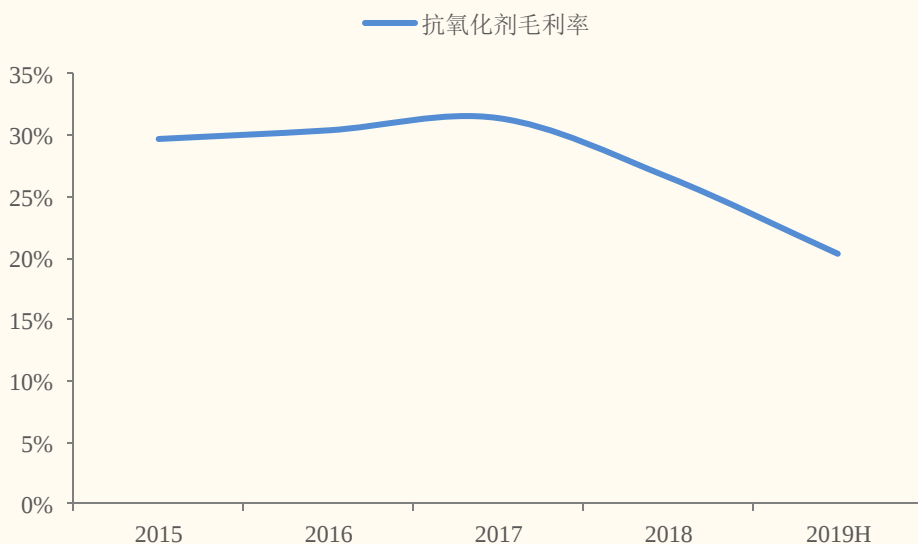
抗氧化剂生产厂家	2019 产能 (吨)	公司简介	未来产能扩张计划
北京极易	20000	成立于 2002 年，产品主要以受阻酚类和有机亚磷酸酯类为主。公司在北京和徐州拥有两座生产基地	
营口风光	21000	成立于 2003 年，产品主要以受阻酚类和有机亚磷酸酯类为主，总部设在辽宁，现有员工 300 余人，其下游客户主要是中石油、中石化、中海油等企业。	技改产能扩张
临沂三丰	50000	始建于 1977 年，产品主要以受阻酚类和有机亚磷酸酯类为主，现有员工 260 余人，公司是中国石化和中国石油一级资源供应商，产品在齐鲁石化、燕山石化、壳牌石化、大庆石化、茂名石化、吉林石化等聚丙烯、聚乙烯工业装置上广泛使用	老厂搬迁，建设新厂
金海雅宝	20000	金海雅宝是美国雅宝公司的全资子公司，下属上海金海雅宝精细化工有限公司和宁波金海雅宝化工有限公司。	2014 年 9 月金海雅宝作为雅宝集团抗氧化剂业务的一部分被圣莱科特集团 (SI Group) 收购
松原百孚	8000	唐山百孚化工有限公司与韩国松原产业株式会社共同出资组建的合资公司，公司产品主要以硫代酯类抗氧化剂为主。	

巴斯夫高桥	42000	原为上海汽巴高桥化学有限公司，由上海高桥石化、瑞士汽巴精化、汽巴精化（中国）、日本三井化学烷基酚株式会社 4 家共同投资于 1997 年建成。2009 年 BASF 收购汽巴精化抗氧剂业务，汽巴高桥更名为巴斯夫高桥特性化学有限公司。	2019 上半年产能扩张至 42000 吨
天津利安隆	26000	公司产品涵盖抗氧化剂和光稳定剂，现有 5 个生产基地：天津汉沽、宁夏中卫、常山科润、广东珠海、河北衡水，目前具备抗氧化剂产能主要分布在天津汉沽和宁夏中卫	珠海一期 6.5 万吨投产后，未来扩产至 91000 吨
天津力生	13000	天津市力生化工厂是原化工部指定为我国乙烯工程及大型石化企业配套助剂而建立的以开发、生产各种抗氧剂为主的国有企业。	
上海西尼尔	15000	公司 2014 年 7 月于江西吉安永丰投产的抗氧剂项目，拥有抗氧化剂产能 15000 吨。	

来源：公司官网，草根调研，国金证券研究所整理

- 公司抗氧化剂产能主要分布在天津汉沽和宁夏中卫，未来广东珠海计划有 12.5 万吨产能投产。宁夏中卫处于西部地区，此前没有抗氧化剂生产企业，而西部地区又有大量的煤化工及相关生产装置，公司可以利用西部的地域优势和能源优势，为当地周边客户提供更为便捷的服务；珠海项目处于南方地区，目前也没有抗氧化剂生产企业布局南方市场，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兴建（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。从毛利率来看，公司的抗氧化剂毛利率有所下降，这是因为公司过去主要集中于专用型抗氧化剂的生产与销售，专用型抗氧化剂的毛利率较高，但为满足下游客户的多样化需求，公司未来将不断丰富通用性抗氧化剂产品，而通用性抗氧化剂的毛利率通常低于专用型抗氧化剂。

图表 17：公司抗氧化剂毛利率情况



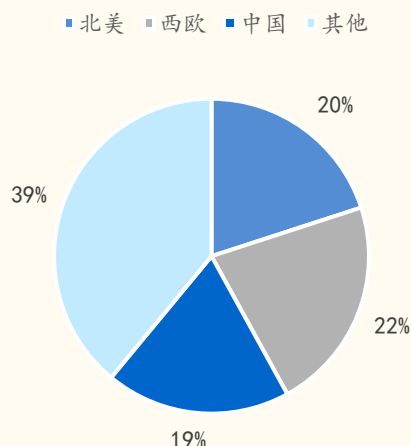
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 外延并购光稳定剂，不断丰富产品品类

- 根据中国知网及中国化工信息中心数据，当前全球光稳定剂消费量约 6.57 万吨；消费地区主要集中在西欧、美国和中国，这三个地区的消费量占全球总消费量的 60% 以上。从消费增速来看，欧美地区的消费增速维持在 2-

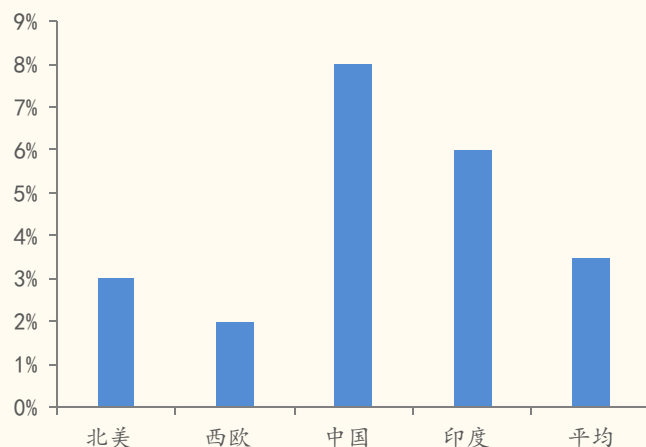
3%，中国和印度是光稳定剂消费量增长最快的地区，年均增长率分别为 8% 和 6%。

图表 18：2018 年全球光稳定剂消费结构 (%)



来源：中国化工信息中心，CKNI，国金证券研究所

图表 19：2018 年全球光稳定剂需求增速 (%)



来源：中国化工信息中心，国金证券研究所

- 中国光稳定剂技术多为国内自主研发，但是国内企业产品线单一，多专于一类光稳定剂的生产，且产品多数出口到国外市场。从企业来看，其中宿迁联盛和振兴化工主要以受阻胺类为主；杭州帝盛凭借技术优势聚焦于高毛利率的紫外线吸收剂生产；利安隆在宁夏中卫扩产了光稳定剂产能，并且完成了常山科润和衡水凯亚的整合，产品种类包含受阻胺类光稳定剂和紫外线吸收剂。

图表 20：中国光稳定剂产能统计

光稳定剂生产厂家	2019 产能 (吨)	公司简介	未来扩产计划
宿迁联盛	20000	1997 年成立温州塑化助剂厂，2004 年成立安徽联盛化学制品有限公司，2007 年更名为宿迁联盛化学有限公司，产品主要以受阻胺类为主。	未来技改新增 10000 吨
振兴化工	16000	公司创建于 1988 年，目前拥有南通和宿迁两个生产基地，产品主要以受阻胺类为主	
杭州帝盛	8000	杭州帝盛成立于 1995 年，目前主要制造工厂集中在江苏启东、浙江萧山和福建南平，员工总数 600 多人。生产的品种有苯并三氮唑类紫外线吸收剂、二苯甲酮类紫外线吸收剂、三嗪类紫外线吸收剂和 HALS 类光稳定剂，2019 年 9 月 16 日，普利特公告拟收购杭州帝盛 100% 股权	福建南平 15000 吨产能在建
利安隆	20000	2017 年收购常山科润，2018 年收购衡水凯亚	衡水凯亚和常山科润扩产
北京天罡	10000	1991 年成立北京朝阳区花山助剂厂，1998 年更名为北京天罡助剂有限责任公司，现有员工 400 多人，生产基地位于在北京市大兴区与河北省固安县，产品主要以受阻胺类为主。	
威海金威	5000	公司成立于 1994 年 5 月，产品主要以苯并三唑类为主	
滨海锦翔	10000	公司是江苏飞翔化工集团子公司，主要生产二苯甲酮类光稳定剂和受阻胺类光稳定剂	

来源：公司官网，草根调研，国金证券研究所整理

- 2017 年，公司通过股权转让及增资方式收购了浙江常山科润新材料有限公司 70%股权，对常山科润原有生产装置进行升级改造并新建 7000 吨紫外线吸收剂（UVA）。一期 4000 吨产能于 2019 年下半年逐步释放，二期 3000 吨产能将在 2020 年逐步释放，这将增强公司在光稳定剂方面的竞争优势，提升公司核心竞争力。

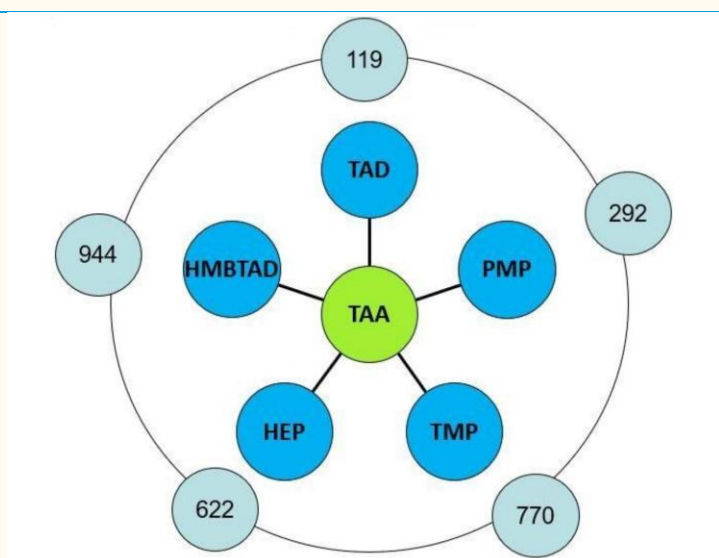
图表 21：常山科润产品及产能情况

序号	产品名称	质量标准	商品规模 (t/a)
1	UV-329	淡黄色粉末或结晶颗粒 纯度，HPLC $\geq$ 99% 挥发分 $\leq$ 0.5% 水分 $\leq$ 0.1%	2000
2	UV-P	白色或微黄色粉末 纯度，HPLC $\geq$ 99% 挥发分 $\leq$ 0.5% 水分 $\leq$ 0.1%	2000
3	UV-234	淡黄色粉末 纯度，HPLC $\geq$ 99% 挥发分 $\leq$ 0.5% 水分 $\leq$ 0.1%	1000
4	UV-928	淡黄色粉末 纯度，HPLC $\geq$ 99% 挥发分 $\leq$ 0.5% 水分 $\leq$ 0.1%	300
5	UV-327	淡黄色粉末 纯度，HPLC $\geq$ 99% 挥发分 $\leq$ 0.5% 水分 $\leq$ 0.1%	200
6	UV-326	淡黄色粉末 纯度，HPLC $\geq$ 99% 挥发分 $\leq$ 0.5% 水分 $\leq$ 0.1%	1000
7	UV-328	淡黄色粉末 纯度，HPLC $\geq$ 99% 挥发分 $\leq$ 0.5% 水分 $\leq$ 0.1%	300
8	UV-1120	淡黄色粉末 纯度，HPLC $\geq$ 99% 挥发分 $\leq$ 0.5% 水分 $\leq$ 0.1%	200
总计			7000

来源：常山科润环评报告，国金证券研究所

- 2018 年，公司以发行股份方式收购凯亚化工 100%股权，迅速完善公司在受阻胺类光稳定剂（HALS）方向的产品序列，实现公司在抗老化助剂产品的全系列产品覆盖。凯亚化工是一家专业从事高分子材料抗老化助剂产品研发、生产和销售的高新技术企业，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。
- 凯亚化工在拥有受阻胺类光稳定剂（HALS）起始原料 TAA（四甲基哌啶酮）规模化生产能力和核心工艺，还具有丰富的下游中间体产品线，产品涵盖 TMP、TAD、HMBTAD、PMP、DMS 等多个 HALS 类光稳定剂的重要中间体，并向下延伸到至 770、292 等下游终端产品，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，不仅能够有效抵御行业波动风险、加强成本控制，更有利于进一步拓展终端客户。

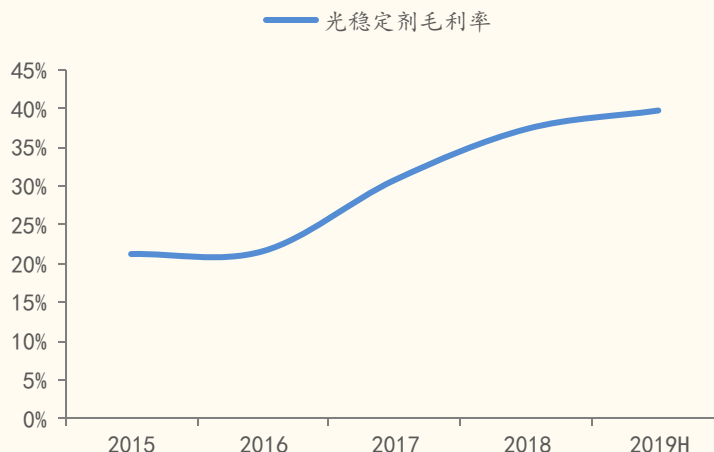
图表 22：HALS 母核、主要中间体及终端产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- 伴随着公司对常山科润和衡水凯亚的整合，公司光稳定剂的毛利率不断增长。长远来看，光稳定剂的布局对于公司的长期发展具有重要的战略意义。一方面，迅速完善公司在紫外线吸收剂（UVA）及受阻胺类光稳定剂（HALS）方面的产品序列，实现公司在高分子材料抗老化助剂产品的全方位覆盖；另一方面，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，为进一步构建高分子助剂平台综合服务供应商打下坚实的基础。

图表 23：光稳定剂毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 公司销售渠道丰富，实现下游多元化应用领域导入

- 高分子材料抗老化助剂由于同时加入品种多、添加比例小但对下游客户的产品质量影响大的专业特点，进入下游客户特别是大型客户的供应体系非常不容易，属于典型的易守难攻型行业。公司设立之初就定位于高端大客户，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，包括 BASF、DSM Lanxess、科思创、科莱恩、EMS、利安德巴塞尔、Axalta、阿克苏诺贝尔、杜邦、PPG、英威达、Polyone、旭化成、三菱工程塑料、住友化学、富士集团、东丽、钟渊、LG 化学、三星集团、台塑、奇美、中石化、中石油、金发科技、万华化学等。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户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。

图表 24：利安隆主要客户

客户名称	主要产品	营业收入占比
金发科技	塑料	5.21%
巴斯夫	塑料、涂料、胶粘剂	4.54%
朗盛	橡胶、涂料	3.25%
ADK	塑料、橡胶	2.74%
PPG	涂料	2.47%

来源：Wind，国金证券研究所

- 销售网络遍布全球。2005 年，公司开始自主品牌的全球推广和销售；2008 年，设立欧洲分公司；2012 年，设立美国分公司和香港分公司；2017 年，在广州和苏州设立营销办公室；2018 年设立日本分公司，并且在广州设立华南办事处、在苏州设立华东办事处，和全球多个地区的分销

商一起构成覆盖全球的营销网络，并在接近客户集中的地区设立仓库，确保满足客户 72 小时供应、快速反应和本土服务的诉求。

图表 25：利安隆销售网络



来源：公司官网，国金证券研究所

2.4 公司与下游客户的联动性不断加强

- **高分子助剂全系列产品的配套能力是稳定客户资源的核心能力。**抗氧化剂和光稳定剂是高分子材料抗老化领域的两大主要产品系列，大型高分子材料制造商出于降低采购管理成本和质量可控的需求，往往要求高分子助剂供应商满足其系列化的产品配套需求。因此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，形成产品配套竞争壁垒。
- **下游客户多元化导入。**我国高分子助剂企业不仅产品较为单一，而且针对的下游客户相对单一，主要以塑料为主。公司凭借技术优势和渠道优势的企业将不断导入新的应用领域，在完善产品品类的同时拓宽下游应用领域。2018 年 11 月 29 日，公司与万华化学签署战略合作协议。2019 年 9 月 11 日，公司与华峰集团签署战略合作协议。公司与万华化学和华峰集团的合作为公司拓展聚氨酯领域和氨纶领域的助剂市场提供了有力的支撑。

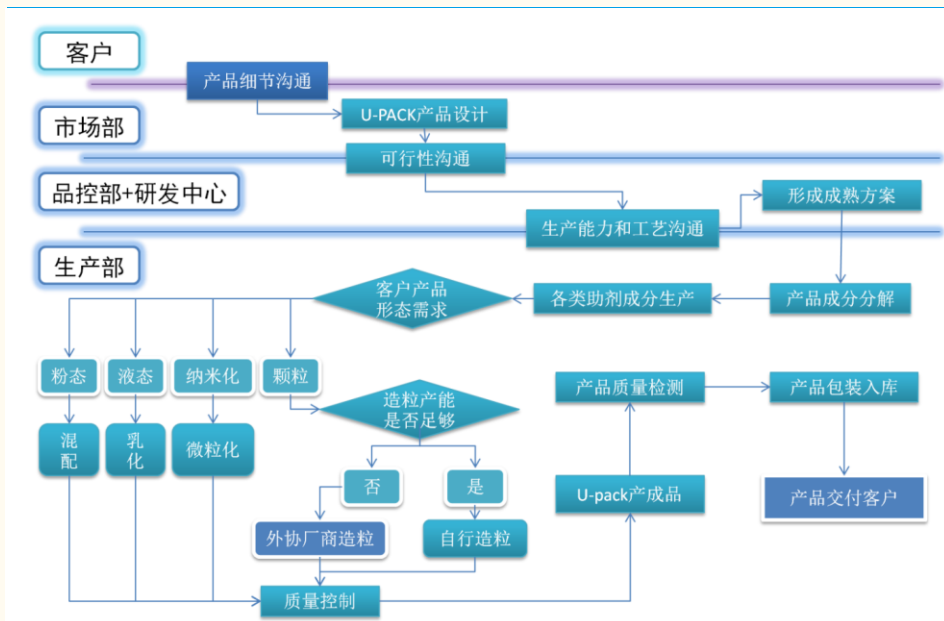
图表 26：抗氧化剂和光稳定剂主要应用领域及对应的品种

应用领域	抗氧化剂	光稳定剂
聚氨酯	通常使用受阻酚类抗氧剂 245, 1790 或 GA-80	通常使用苯并三唑类紫外线吸收剂 234
塑料	在聚烯烃中，1010 和 1076 是用途最广泛的主抗氧剂，辅抗氧剂 168 是目前使用量最大的固体亚磷酸酯类抗氧剂。	光稳定剂 508、788、292、3808、783
涂料	抗氧剂 1010	光稳定剂 508、788、292、3808、783
橡胶	抗氧剂 168、1010、1098	紫外线吸收剂 329、UV-328、327、234、326

来源：CKNI，国金证券研究所

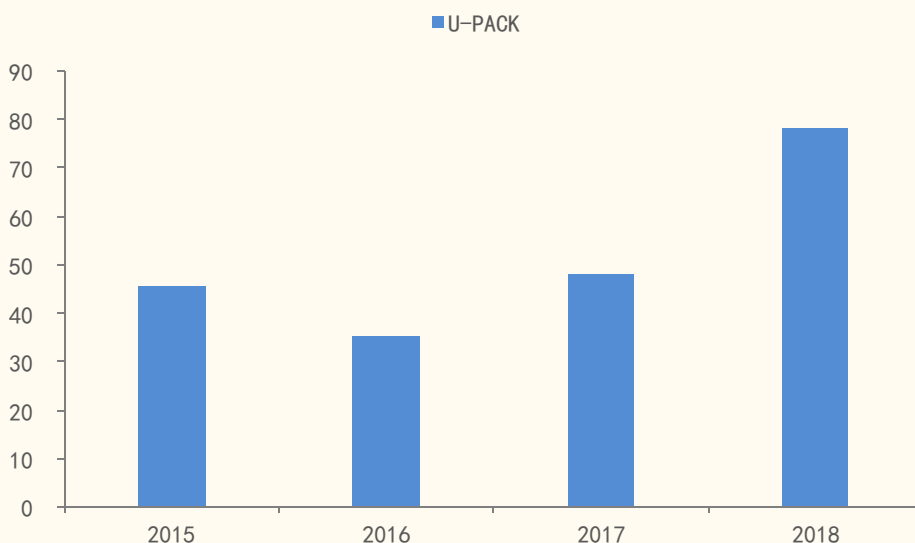
- **发展 U-PACK 业务，从研发端深度绑定客户。**我们认为，高分子助剂行业未来发展将紧密绑定下游客户，根据不同行业客户的需求有针对性地研发产品。例如，对于塑料企业而言，针对 PA、PU、ABS 等每种塑料类型，针对性的开发助剂产品；针对 PU 开发液体型抗氧剂和光稳定剂；针对聚酯类塑料，开发耐水解产品。此外，近年来高分子助剂的使用已经从单独品种发展成几种添加剂由生产企业复配后提供给用户，这不仅简化了用户的生产工艺，降低了设备投资和操作，而且助剂混合充分均匀也提高了助剂的使用效果，促进了企业的研发人员和终端用户有关人员的深度绑定。公司的 U-PACK 产品是根据客户的定制化需求而研发生产的个性化配方产品，公司通过精确聚焦下游客户差异化需求，发挥利用自身技术团队在高分子材料抗老化技术领域的研发、制造、应用方面积累的丰富技术和经验，为全球高分子材料制造商提供一站式抗老化助剂产品服务。

图表 27：U-PACK 产品生产流程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：公司 U-PACK 产品收入情况（百万元）



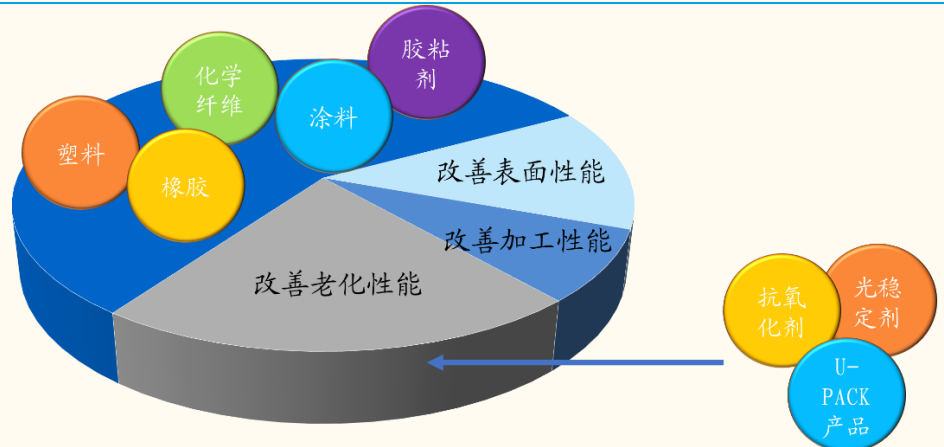
来源：公司公告，国金证券研究所

三、公司简介

3.1 公司主营业务及发展历程

- 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，公司专注于高分子材料抗老化技术领域，公司产品主要包括抗氧化剂、光稳定剂和整体解决方案产品 U-PACK；目前拥有天津汉沽、宁夏中卫、浙江常山、广东珠海和河北衡水共 5 个生产基地。

图表 29：公司主营业务在行业中构成



来源：公司公告，国金证券研究所

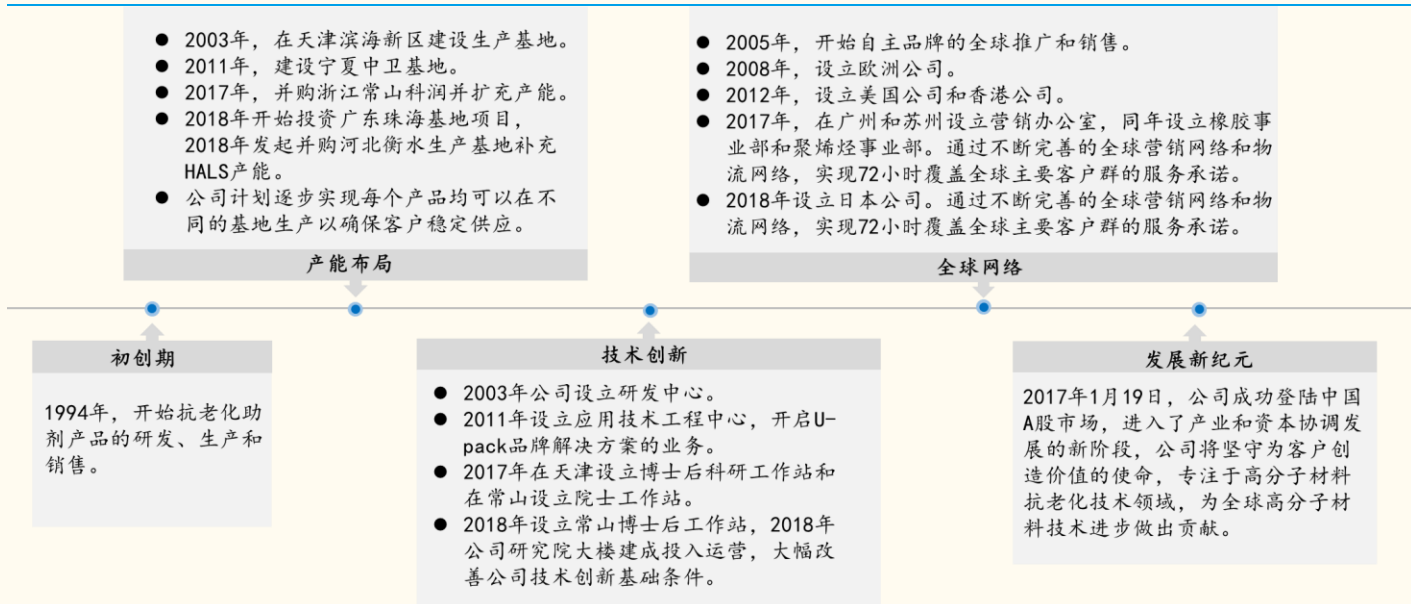
- 公司于 1994 年成立，紧紧围绕核心抗老化助剂发展，产能有序扩张，技术水平不断创新，销售渠道遍布全球。

产能布局——逐步形成五大生产基地：2003 年，设立天津滨海新区生产基地。2011 年，设立宁夏中卫生产基地。2017 年，并购浙江常山科润并扩充紫外线吸收剂产能。2018 年投资广东珠海基地项目扩产抗氧化剂产能，同年发起并购河北衡水生产基地补充 HALS 产能，至此形成五大生产基地。

技术创新——研发端不断投入：2003 年公司设立研发中心，2011 年设立应用技术工程中心，开启 U-PACK 品牌解决方案的业务，2017 年在天津设立博士后科研工作站和在常山设立院士工作站，2018 年设立常山博士后工作站，2018 年公司研究院大楼建成投入运营。

营销渠道——全球化布局：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，设立美国公司和香港公司。2017 年，在广州和苏州设立营销办公室，同年设立橡胶事业部和聚烯烃事业部。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。2018 年设立日本公司，不断完善的全球营销网络和物流网络。

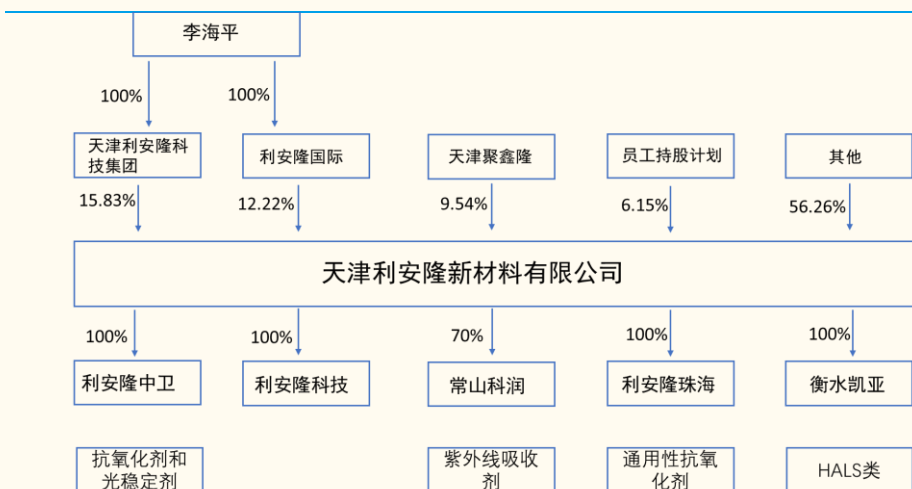
图表 30：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

- **公司股权集中稳定，管理层均为化工背景。**公司实控人为李海平，李海平先生间接持股合计 28.05%，股权相对集中稳定。公司的创始团队大多是天津大学化工学院的教职人员，具有丰富的化工专业知识和深厚的行业技术积淀。

图表 31：公司的股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所整理

图表 32：董事会及高管专业知识背景

姓名	职务	学历	个人简历
李海平	董事长, 董事	硕士	化工专业背景, 1986 年至 2013 年曾任天津大学化工学院教师
毕作鹏	董事	硕士	化工专业背景, 1987 年至 2003 年曾任天津大学化工学院教师
孙艾田	董事	硕士	化工专业背景, 1987 年至 2004 年曾任天津大学应用化学系教师
孙春光	董事	硕士	化工专业背景, 1983 年至 2003 年曾任河北省唐山市前进化工厂技术工程师, 天津大学化工学院教师
毕红艳	董事	本科	管理专业背景
谢金桃	董事	本科	会计学专业背景

张春平	副总经理, 董事会秘书	本科	法律专业背景, 曾经担任凯莱英证券事务代表
-----	-------------	----	-----------------------

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司专注于抗氧化剂产品, 围绕多个生产基地扩建产能。2017 年公司总产能 3.15 万吨; 2018 年, 公司宁夏中卫的抗氧化剂和光稳定剂共 1.15 万吨产能扩产, 总产能达到 4.3 万吨; 2019 年, 伴随着常山科润、宁夏中卫和衡水凯亚的产线投产, 公司的抗氧化助剂产能进一步增加, 产品种类不断丰富, 市场份额进一步增加。

图表 33: 利安隆近年来产能扩张情况

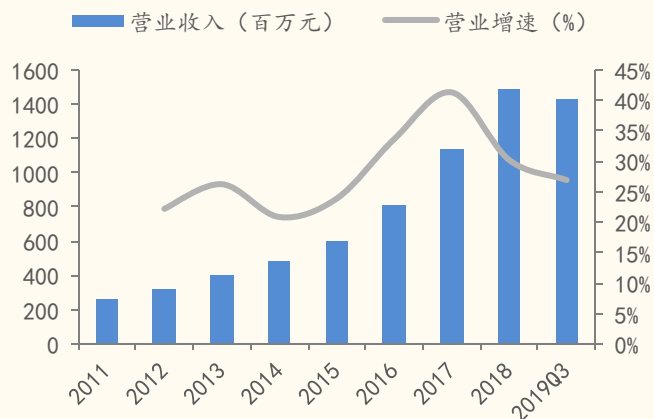
产品品类	生产基地	2018 新增产能	2019 新增产能	2020 新增产能
抗氧化剂	宁夏中卫	10000		4000
	广东珠海			珠海一期 6.5 万吨于 2020-2021 年逐步投产
光稳定剂	宁夏中卫	1500	1000	
	浙江常山		4000	3000
	衡水凯亚		8000	3000

来源: 公司公告, 环评报告, 国金证券研究所

3.2 公司的经营情况

- 公司历史业绩表现优秀。2011-2018 年, 公司的营业收入复合增速为 28.17%, 归母净利润复合增速为 38.5%, 公司所有年份的营业收入同比增速均保持在 20% 以上, 所有年份的归母净利润同比增速均保持在 12% 以上。

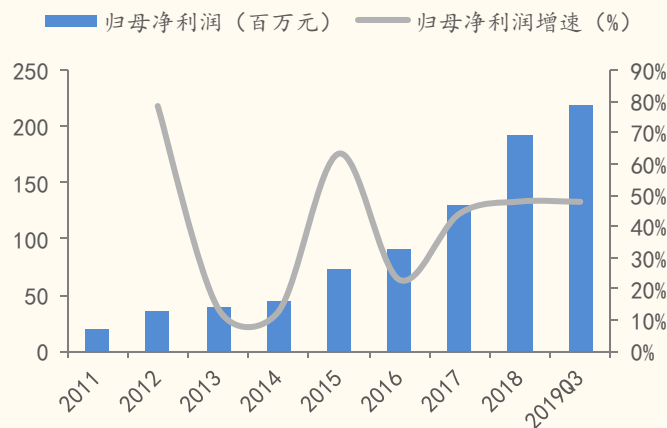
图表 34: 公司营业收入 (百万元) 及增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

备注: 2019Q3 衡水凯亚并表

图表 35: 公司归母净利润 (百万元) 及增速 (%)

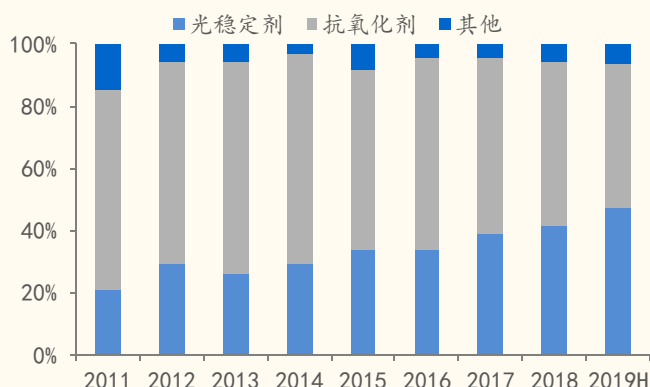


来源: Wind, 国金证券研究所

备注: 2019Q3 衡水凯亚并表

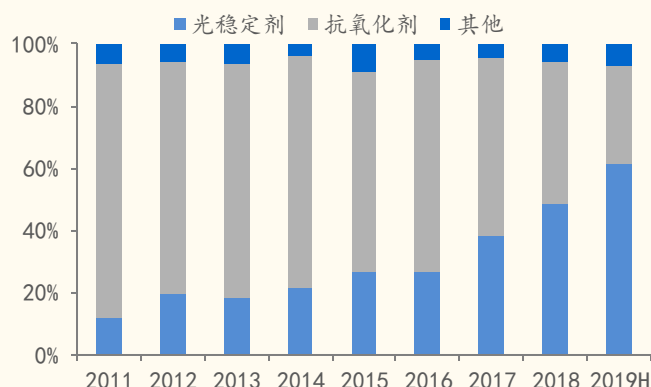
- 公司的主要营业收入来自于光稳定剂和抗氧化剂, 且光稳定剂的收入占比不断提升, 2019 年上半年, 光稳定剂和抗氧化剂的收入基本持平。公司的毛利收入也主要来自抗氧化剂和光稳定剂, 近年来, 光稳定剂的毛利占比不断提升, 2019 年上半年光稳定剂的毛利占比超过抗氧化剂。

图表 36：公司营业收入构成变化 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：公司毛利构成变化 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

四、核心假设与盈利预测

- 假设我国 2019-2022 年间规划的聚乙烯和聚丙烯产能可以顺利投产，我国将新增聚乙烯产能 1167 万吨，聚丙烯产能 1535 万吨；在测算抗氧化剂和光稳定剂的需求增长时，选取行业经验值为抗氧化剂和光稳定剂的添加比例值，我们测算未来中国烯烃行业的扩产分别带动抗氧化剂和光稳定剂新增需求 8.1 万吨和 1.35 万吨。
- **珠海项目：**建设年产 12.5 万吨高分子材料抗老化助剂项目，一期计划投产 6.5 万吨，预计 2020 年初部分投产。**常山科润：**一期 4000 吨光稳定剂产能于 2019 年下半年投产，二期 3000 吨光稳定剂产能于 2020 年投产。**衡水凯亚：**2019 年 6 月公司通过发行股份方式完成凯亚化工 100% 股权，2019 年三季度实现并表，未来将扩大衡水凯亚的 HALS 产品的产能。
- 我们预测公司 2019、2020 和 2021 年归母净利润分别为 3.18 亿元、4.26 亿元和 5.50 亿元；EPS 分别为 1.55 元、2.08 元和 2.68 元。公司是目前高分子抗老化助剂唯一上市公司，其产品属于精细化工领域的化学添加助剂，因此选取 PVC 助剂企业日科化学、橡胶助剂企业阳谷华泰、彤程新材、阻燃剂企业万盛股份为可比公司，从业绩成长性和稳定性上看，可比公司过去几年业绩均存在较大波动性，而利安隆 2011-2018 年归母净利润复合增速为 38.5%，期间从未出现业绩下滑，公司在成长性和稳定性上远优于可比公司，我们给予公司 2020 年 20 倍 PE，目标价 41.60 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 38：助剂行业上市公司估值比较

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (万得一致预测均值)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
1	300214	日科化学	8.07	0.43	0.86	1.07	18.87	9.36	7.52
2	300121	阳谷华泰	7.00	0.58	0.70	0.76	12.02	10.03	9.20
3	603650	彤程新材	17.41	0.73	0.91	1.09	23.78	19.23	15.93
4	603010	万盛股份	11.34	0.59	0.66	0.86	19.32	17.10	13.17
中位数							19.09	13.56	11.19
平均数							18.50	13.93	11.46
	300596	利安隆	35.09	1.51	2.07	2.49	23.25	16.96	14.12

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- **市场竞争加剧风险：**抗氧化剂和光稳定剂企业未来持续扩张产能，市场竞争可能进一步加剧，产品价格存在下跌风险。

- **需求不及预期风险：**国内烯烃产能建设进度存在一定的不确定性，若建设进度不及预期，对于高分子助剂的需求增量的带动具有不确定性。
- **解禁风险：**2020 年 1 月 20 日首发原股东限售股份解禁 5752.05 万股，占总股本 28.06%。
- **减持风险：**广州诚信持有公司股份 4347000 股，占总股本的 2.12%，2019 年 11 月 2 日发布公告，未来 3 个月内拟通过集中竞价方式减持公司不超过 2050000 股，即不超过公司总股本的 1%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	808	1,142	1,488	2,000	2,514	3,122	货币资金	143	254	393	404	499	615
增长率		41.3%	30.2%	34.4%	25.7%	24.2%	应收账款	217	237	305	455	577	722
主营业务成本	-587	-787	-1,025	-1,343	-1,637	-2,005	存货	198	282	444	667	799	924
%销售收入	72.6%	68.9%	68.9%	67.2%	65.1%	64.2%	其他流动资产	15	130	30	44	45	47
毛利	222	355	463	657	877	1,117	流动资产	574	903	1,173	1,570	1,920	2,308
%销售收入	27.4%	31.1%	31.1%	32.8%	34.9%	35.8%	%总资产	63.5%	60.6%	58.1%	50.3%	52.3%	54.3%
营业税金及附加	-7	-9	-8	-6	-8	-10	长期投资	13	2	1	1	1	1
%销售收入	0.9%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	265	383	617	988	1,163	1,325
销售费用	-57	-80	-89	-100	-133	-165	%总资产	29.3%	25.7%	30.6%	31.7%	31.7%	31.2%
%销售收入	7.0%	7.0%	6.0%	5.0%	5.3%	5.3%	无形资产	15	157	173	561	588	615
管理费用	-51	-92	-59	-90	-113	-140	非流动资产	329	588	845	1,549	1,752	1,941
%销售收入	6.3%	8.1%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	36.5%	39.4%	41.9%	49.7%	47.7%	45.7%
研发费用	0	0	-67	-84	-113	-140	资产总计	903	1,491	2,017	3,119	3,672	4,249
%销售收入	0.0%	0.0%	4.5%	4.2%	4.5%	4.5%	短期借款	156	206	364	503	554	526
息税前利润 (EBIT)	107	174	240	376	510	661	应付款项	207	262	431	489	598	733
%销售收入	13.2%	15.3%	16.1%	18.8%	20.3%	21.2%	其他流动负债	17	23	38	49	63	79
财务费用	2	-13	-15	-22	-34	-39	流动负债	379	491	833	1,041	1,215	1,339
%销售收入	-0.3%	1.2%	1.0%	1.1%	1.4%	1.3%	长期贷款	0	63	70	193	317	440
资产减值损失	-4	-18	-7	-7	-1	-1	其他长期负债	19	16	15	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	398	570	918	1,238	1,536	1,783
投资收益	-3	1	5	0	0	0	普通股股东权益	505	896	1,071	1,853	2,109	2,439
%税前利润	n.a	0.9%	2.4%	0.1%	0.1%	0.0%	其中：股本	90	180	180	205	205	205
营业利润	101	153	231	371	497	643	未分配利润	236	346	507	698	953	1,283
营业利润率	12.5%	13.4%	15.5%	18.6%	19.8%	20.6%	少数股东权益	0	25	28	28	28	28
营业外收支	4	-9	-6	1	1	1	负债股东权益合计	903	1,491	2,017	3,119	3,672	4,249
税前利润	105	144	224	372	499	645	比率分析						
利润率	13.0%	12.6%	15.1%	18.6%	19.8%	20.7%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-15	-16	-28	-55	-73	-94	每股指标						
所得税率	14.0%	10.8%	12.6%	14.7%	14.7%	14.7%	每股收益	1.006	0.725	1.073	1.551	2.076	2.684
净利润	91	128	196	318	426	550	每股净资产	5.606	4.979	5.951	9.039	10.285	11.896
少数股东损益	0	-2	3	0	0	0	每股经营现金净流	0.267	0.174	0.194	0.538	2.078	2.851
归属于母公司的净利润	91	131	193	318	426	550	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.620	0.830	1.074
净利率	11.2%	11.4%	13.0%	15.9%	16.9%	17.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.95%	14.56%	18.02%	17.15%	20.18%	22.56%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	10.03%	8.75%	9.57%	10.19%	11.59%	12.95%
净利润	91	128	196	318	426	550	投入资本收益率	13.88%	13.05%	13.66%	12.46%	14.47%	16.43%
少数股东损益	0	-2	3	0	0	0	增长率						
非现金支出	28	47	58	70	82	96	主营业务收入增长率	33.66%	41.33%	30.23%	34.41%	25.74%	24.16%
非经营收益	4	8	16	49	51	60	EBIT增长率	25.53%	63.63%	37.51%	57.00%	35.46%	29.64%
营运资金变动	-99	-152	-235	-326	-133	-122	净利润增长率	22.93%	44.08%	47.95%	64.65%	33.88%	29.30%
经营活动现金净流	24	31	35	110	426	584	总资产增长率	39.84%	65.10%	35.33%	54.62%	17.72%	15.72%
资本开支	-26	-158	-160	-780	-282	-282	资产管理能力						
投资	0	-118	97	0	0	0	应收账款周转天数	63.6	59.2	57.3	75.0	75.0	75.0
其他	0	4	7	0	0	0	存货周转天数	109.2	111.4	129.4	183.0	180.0	170.0
投资活动现金净流	-26	-272	-56	-779	-282	-282	应付账款周转天数	58.0	56.3	46.8	70.0	70.0	70.0
股权募资	0	275	0	591	0	0	固定资产周转天数	98.9	109.3	108.9	106.7	91.1	76.9
债权募资	23	113	165	253	174	96	偿债能力						
其他	-2	-32	-41	-165	-223	-282	净负债/股东权益	2.49%	1.62%	3.76%	15.57%	17.39%	14.23%
筹资活动现金净流	21	357	124	679	-49	-186	EBIT利息保障倍数	-46.6	13.2	16.1	17.3	14.8	16.8
现金净流量	19	116	103	10	95	116	资产负债率	44.12%	38.20%	45.52%	39.69%	41.82%	41.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	14	16	27
增持	0	1	4	5	10
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.33	1.22	1.24	1.38

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH