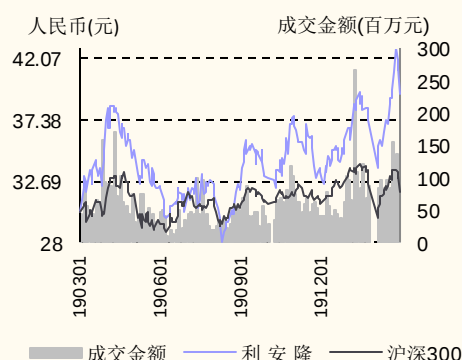


利安隆 (300596.SZ) 增持 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 39.27 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.05
已上市流通 A 股(亿股)	1.80
总市值(亿元)	80.51
年内股价最高最低(元)	42.82/33.63
沪深 300 指数	3940
创业板指	2072

**相关报告**

- 1.《内生外延齐发力，打造综合服务供应平台-【国金基化】利安隆点评...》，2020.1.5
- 2.《高分子助剂优质企业，打造综合服务供应商-【国金基化】利安隆深...》，2019.12.15

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

产品种类持续完善，看好长期成长**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	2,056	2,721	3,534
营业收入增长率	41.33%	30.23%	38.22%	32.32%	29.87%
归母净利润(百万元)	131	193	263	444	551
归母净利润增长率	44.08%	47.95%	36.32%	68.59%	24.09%
摊薄每股收益(元)	0.725	1.073	1.284	2.164	2.686
每股经营性现金流净额	0.17	0.19	0.13	2.05	2.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.56%	18.02%	14.46%	21.27%	22.78%
P/E	25.67	28.90	30.59	18.14	14.62
P/B	3.74	5.21	4.42	3.86	3.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司于 2020 年 2 月 29 日发布 2019 年业绩预告，预计 2019 年归母净利润为 2.63 亿元，同比 2018 年增长 36.04%。公司业绩高增长主要受益于：(1) 内部运营效率不断提升；进一步完善销售渠道，不仅在涂料、改性塑料等传统强项业务领域保持稳定增长，在聚氨酯等新领域也取得突破；(2) 公司新建产能顺利投产，产品线和产品结构进一步优化；(3) 公司持续加大研发投入，使得 U-PACK 产品的销量出现快速增长；(4) 公司于 2019 年 7 月并表衡水凯亚，衡水凯亚业绩超预期。

经营分析

- 四季度收入环比增长，毛利率有所下滑：**根据公司公告，预计公司四季度实现营业收入 6.12 亿，环比三季度增长 7.7%，营业利润 3500 万，环比三季度下滑 68%，主要原因是公司外协产品毛利率销量增长，导致毛利率方面有所下滑。公司宁夏工厂 724/725 装置（1 万吨抗氧化剂）、常山科润工厂（3000 吨光稳定剂）投产进度略低于预期，导致公司 2019 年外协产品量增长，目前公司 725 装置已经正常投产，开工率在 80%以上，724 装置开工率逐步提升，常山科润装置开工率逐步提升，公司产能不足的状况得到了进一步缓解，收入和净利润不断提升。我们预计 2020 年随着公司 724/725 装置以及常山科润装置的投产，公司外协产品量将减少。公司外协产品量的减少一方面将提升公司整体毛利率水平，另一方面对于公司的现金流改善有积极的影响。
- 渠道端持续布局，生产端仍需提升：**从下游客户的开拓情况来看，公司在 2018-2019 年两年内开拓客户将近 1000 多家，同比增长 50%左右，强化渠道端的布局；从生产端来看，公司的工程化能力有待进一步加强。

盈利预测与投资建议

- 我们分别调整公司 2019-2021 年业绩预测-17.2%、4.2%和 0.2%，预计公司 2019 年业绩预测预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.63 亿元、4.44 亿元和 5.51 亿元；EPS 分别为 1.28 元、2.16 元和 2.69 元。当前市值对应 PE 为 30.59、18.14 和 14.62，维持“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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	808	1,142	1,488	2,056	2,721	3,534
增长率		41.3%	30.2%	38.2%	32.3%	29.9%
主营业务成本	-587	-787	-1,025	-1,447	-1,784	-2,342
%销售收入	72.6%	68.9%	68.9%	70.4%	65.5%	66.3%
毛利	222	355	463	610	937	1,192
%销售收入	27.4%	31.1%	31.1%	29.6%	34.5%	33.7%
营业税金及附加	-7	-9	-8	-6	-8	-11
%销售收入	0.9%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-57	-80	-89	-103	-144	-187
%销售收入	7.0%	7.0%	6.0%	5.0%	5.3%	5.3%
管理费用	-51	-92	-59	-93	-125	-163
%销售收入	6.3%	8.1%	4.0%	4.5%	4.6%	4.6%
研发费用	0	0	-67	-93	-122	-159
%销售收入	0.0%	0.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	107	174	240	315	537	672
%销售收入	13.2%	15.3%	16.1%	15.3%	19.7%	19.0%
财务费用	2	-13	-15	-24	-40	-49
%销售收入	-0.3%	1.2%	1.0%	1.2%	1.5%	1.4%
资产减值损失	-4	-18	-7	-7	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	1	5	0	0	0
%税前利润	n.a	0.9%	2.4%	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	101	153	231	307	518	644
营业利润率	12.5%	13.4%	15.5%	14.9%	19.1%	18.2%
营业外收支	4	-9	-6	1	1	1
税前利润	105	144	224	308	520	645
利润率	13.0%	12.6%	15.1%	15.0%	19.1%	18.3%
所得税	-15	-16	-28	-45	-76	-95
所得税率	14.0%	10.8%	12.6%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润	91	128	196	263	444	551
少数股东损益	0	-2	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	91	131	193	263	444	551
净利率	11.2%	11.4%	13.0%	12.8%	16.3%	15.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	91	128	196	263	444	551
少数股东损益	0	-2	3	0	0	0
非现金支出	28	47	58	70	83	97
非经营收益	4	8	16	52	58	73
营运资金变动	-99	-152	-235	-358	-164	-186
经营活动现金净流	24	31	35	27	420	534
资本开支	-26	-158	-160	-780	-282	-282
投资	0	-118	97	0	0	0
其他	0	4	7	0	0	0
投资活动现金净流	-26	-272	-56	-779	-282	-282
股权募资	0	275	0	591	0	0
债权募资	23	113	165	345	213	213
其他	-2	-32	-41	-146	-237	-294
筹资活动现金净流	21	357	124	790	-24	-81
现金净流量	19	116	103	38	114	171

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	143	254	393	431	545	715
应收账款	217	237	305	468	624	817
存货	198	282	444	718	871	1,080
其他流动资产	15	130	30	46	46	50
流动资产	574	903	1,173	1,663	2,086	2,663
%总资产	63.5%	60.6%	58.1%	51.8%	54.4%	57.8%
长期投资	13	2	1	1	1	1
固定资产	265	383	617	988	1,163	1,325
%总资产	29.3%	25.7%	30.6%	30.8%	30.3%	28.8%
无形资产	15	157	173	561	588	615
非流动资产	329	588	845	1,549	1,752	1,941
%总资产	36.5%	39.4%	41.9%	48.2%	45.6%	42.2%
资产总计	903	1,491	2,017	3,212	3,838	4,604
短期借款	156	206	364	595	685	775
应付款项	207	262	431	525	651	855
其他流动负债	17	23	38	46	67	85
流动负债	379	491	833	1,166	1,403	1,715
长期贷款	0	63	70	193	317	440
其他长期负债	19	16	15	4	4	4
负债	398	570	918	1,364	1,724	2,159
普通股股东权益	505	896	1,071	1,820	2,087	2,417
其中：股本	90	180	180	205	205	205
未分配利润	236	346	507	665	931	1,262
少数股东权益	0	25	28	28	28	28
负债股东权益合计	903	1,491	2,017	3,212	3,838	4,604

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.006	0.725	1.073	1.284	2.164	2.686
每股净资产	5.606	4.979	5.951	8.879	10.178	11.790
每股经营现金净流	0.267	0.174	0.194	0.132	2.049	2.604
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.514	0.866	1.074
回报率						
净资产收益率	17.95%	14.56%	18.02%	14.46%	21.27%	22.78%
总资产收益率	10.03%	8.75%	9.57%	8.19%	11.56%	11.96%
投入资本收益率	13.88%	13.05%	13.66%	10.21%	14.71%	15.67%
增长率						
主营业务收入增长率	33.66%	41.33%	30.23%	38.22%	32.32%	29.87%
EBIT增长率	25.53%	63.63%	37.51%	31.51%	70.36%	25.06%
净利润增长率	22.93%	44.08%	47.95%	36.32%	68.59%	24.09%
总资产增长率	39.84%	65.10%	35.33%	59.22%	19.49%	19.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.6	59.2	57.3	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	109.2	111.4	129.4	183.0	180.0	170.0
应付账款周转天数	58.0	56.3	46.8	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	98.9	109.3	108.9	103.7	84.2	68.0
偿债能力						
净负债/股东权益	2.49%	1.62%	3.76%	19.33%	21.59%	20.42%
EBIT利息保障倍数	-46.6	13.2	16.1	13.1	13.4	13.7
资产负债率	44.12%	38.20%	45.52%	42.46%	44.91%	46.89%

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	0	0	7	9	24
增持	0	0	5	6	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.42	1.40	1.31

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-15	增持	35.09	41.60~41.60
2	2020-01-05	增持	35.87	41.60~41.60

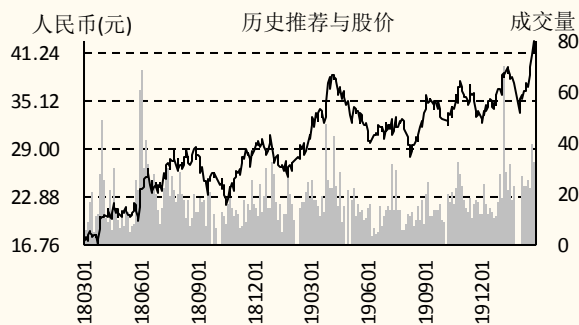
来源：国金证券研究所

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