

利安隆（300596）：Q4业绩低于预期，持续看好长期发展

2020年03月03日

强烈推荐/维持

利安隆

公司报告

公司发布 2019 年业绩快报：2019 年公司实现营业收入 20.46 亿元，YoY+37.49%，实现归母净利润 2.63 亿元，YoY+36.04%。与前起公司的业绩预告相比，业绩增速低于预期。

Q4 新增产能投产推迟，导致业绩低于预期。根据公司业绩快报，2019 年 4 季度，公司实现营业收入 6.11 亿元，实现归母净利润 4368 万元。公司宁夏工厂 724/725 装置（合计 1 万吨抗氧化剂）、常山基地一期产能（4000 吨光稳定剂）投产延迟，导致公司外协产品增加，毛利率降低以及成本提升，盈利能力大幅下滑。

持续看好公司长期发展，高分子外加剂龙头延续高成长性。我们认为公司的成长性源于以下因素：

- **新产能投放：**2019 年预计合计新增产能 1.15 万吨，其中宁夏工厂 724/725 装置、常山一期产能目前已经陆续投产，产能负荷逐步提升。2020-2021 年预计合计新增 6.35 万吨产能，届时公司高分子外加剂的总产能将近 12 万吨，保障公司业绩持续高增长。
- **新业务领域拓展：**公司不仅在涂料、改性塑料等传统强项业务领域保持稳定增长，还在一些新的业务领域取得突破。未来 2 年，国内大炼化产能陆续投放，高分子材料助剂行业国家化加速进行，下游刚需且持续增长。
- **河北凯亚并表贡献：**河北凯亚自 2019 年 7 月并表，完善了公司 HALS 产品的配套，进一步巩固了公司抗氧化剂龙头地位。

公司盈利预测与投资评级：我们预测公司 2019-2021 年净利润分别为 2.62 亿元/4.27 亿元/5.89 亿元，EPS 分别为 1.28 元/2.08 元/2.87 元。目前股价对应 P/E 分别为 31 倍/19 倍/14 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料成本大幅波动；项目建设进度不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,142	1,488	2,065	2,839	3,661
增长率（%）	41.33%	30.23%	38.81%	37.46%	28.97%
归母净利润（百万元）	131	193	262	427	589
增长率（%）	44.08%	47.95%	35.93%	62.57%	38.15%
净资产收益率（%）	14.56%	18.02%	20.12%	25.22%	26.59%
每股收益（元）	0.64	0.94	1.28	2.08	2.87
PE	62	42	31	19	14
PB	8.98	7.52	6.17	4.76	3.63

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

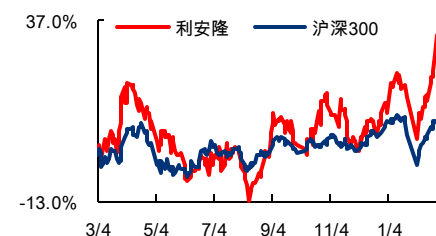
公司简介：

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、国家级高新技术企业，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。公司的研究院，有工艺工程研究所和应用技术研究所，基于各种化学基础科学研究、各类高分子材料助剂生产工艺创新、助剂新产品研究、应用技术研究 and 工业转化技术研究为一体。公司还有完整的 ISO9001 质控体系，有严格的质控程序和手段保证对产品的各项指标进行实时监控，而且还有很多高于同行业标准的创新内控措施，确保品质达到一流。

交易数据

52 周股价区间（元）	42.82-28.0
总市值（亿元）	80.51
流通市值（亿元）	70.69
总股本/流通 A 股（万股）	20,501/18,000
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.17

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

利安隆是全球抗老化行业产品配套最齐全的公司之一，是该行业中 A 股唯一标的。抗氧化剂、光稳定剂是公司目前的主要产品，定制化的 U-pack 虽还处于发展初期，但是是公司未来重塑行业格局的重要布局。

成长性方面，2011 年至今，公司的年营业收入复合增速高达 28%，归母净利润复合增速更是高达 39%；2017 年上市以来公司横向并购扩张，新增 3 个生产基地，未来 5 年，预计将新增产能合计 9.21 万吨，总产能达到 13.56 万吨。

客户方面，公司客户遍布全球高分子材料各个应用领域的上百家著名公司，包括全球化工 50 强中的 34 家，TFS20 家中的 14 家，全球涂料十强中的 8 家，如 BASF、DSM、住友化学、台塑、中石化、中石油等；

产品需求方面，目前高分子材料抗老化助剂的需求规模为 750 亿元左右，国内炼化一体化产业升级+烯烃原料轻质化进程加快，带动高分子助剂市场需求继续扩大；此外，行业国产化率提升空间大。

公司核心竞争力总结：

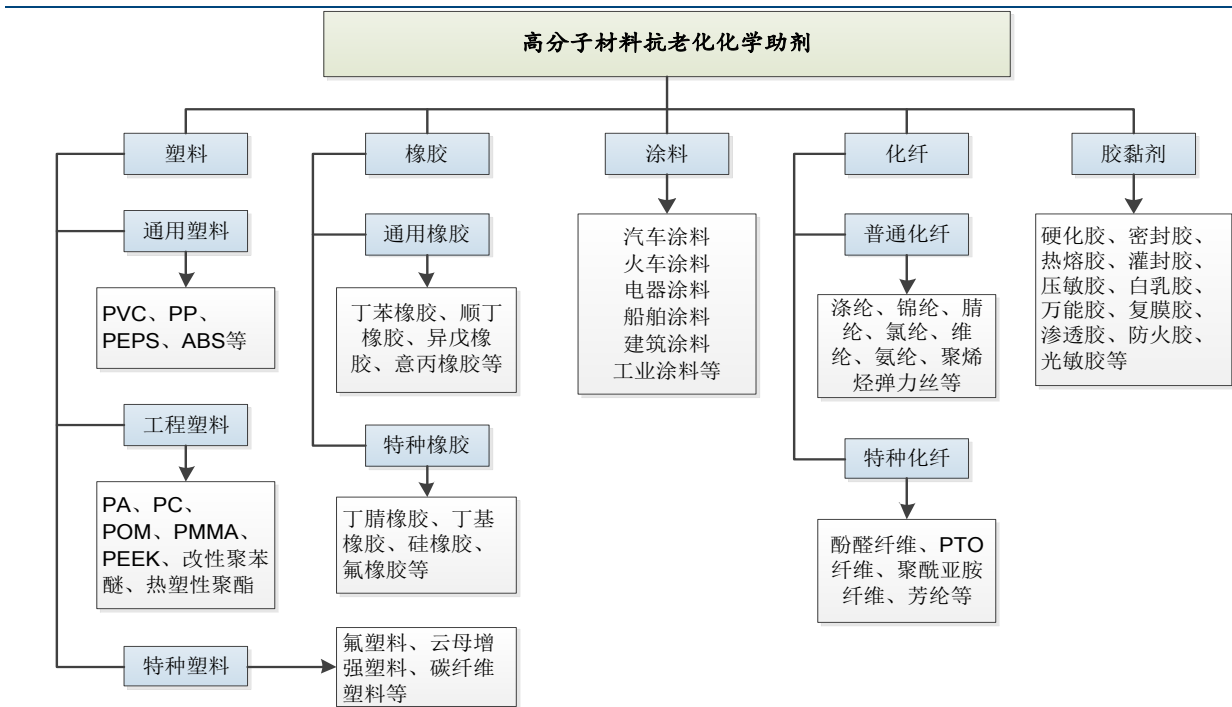
- **配套齐全的产品：**上市前，公司主要产品为紫外线吸收剂（UVA）和专用型抗氧化剂（SAO）这些较高端的抗老化产品；上市以来，公司通过自建和收购，将有大规模的通用型抗氧化剂（GAO）和受阻胺类光稳定剂（HALS）产能投放出来。公司 U-pack 业务也将不断做大做强。
- **优秀的技术和品质：**公司产品性能已与全球龙头 BASF 不相上下。
- **珍贵的大客户资源：**①公司客户遍布全球高分子材料各个应用领域的上百家著名公司，包括全球化工 50 强中的 34 家，TFS20 家中的 14 家，全球涂料十强中的 8 家。②公司出口业务占据了公司总收入的一半；国内收入中：公司纯内资客户（包括金发科技、万华化学等国内大型企业）仅占据公司总收入的 25% 左右；而国内的外资企业巨头贡献了公司收入的大约 25%。③公司正在取代 BASF 成为部分海外大客户的核心供应商。
- **全球服务网络：**公司仓库和分销商遍布全球，旨在打造覆盖全球主要客户群的 72 小时销售快速配送，为各地客户提供方便快捷的本土化服务。
- **稳定的核心团队：**公司原始技术团队一直稳定、未有离职发生，核心技术团队均有持股。

图 1：公司主要产品

分类	主要品种	作用及特点	备注
改善老化性能类	抗氧化剂	延缓高聚物受氧化并出现老化的现象，一般分为通用型抗氧化剂（GAO）和专用型抗氧化剂（SAO）。	利安隆 产品
	紫外线吸收剂（UVA）	吸收照射于材料表面的紫外线，并将能量转变为无害的热、荧光的方式释放，防止高分子材料变色、强度刚度韧性下降、延长材料使用寿命。	利安隆 产品
	受阻胺类光稳定剂（HALS）	捕获高分子中氧化生成的活性自由基，分解氢过氧化物，猝灭单线态氧，防止高分子材料变色、强度刚度韧性下降、延长材料使用寿命。	利安隆 产品&凯亚化工 产品

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司产品应用



资料来源：CNKI，东兴证券研究所

图 3: 公司产能规划

产品大类	2016年新增 产能 (吨)	2017年新增 产能 (吨)	2018年新增 产能 (吨)	2019年新增 产能 (吨)	2020年新增 产能 (吨)	2021年新增 产能 (吨)
抗氧化剂AO 新增产能		7000	10000	3000	20000	40000
光稳定剂UV 新增产能	1000	2000	1500	5000		
光稳定剂HALS 新增产能				3500	3500	
合计新增产能 (吨)	1000	9000	11500	11500	23500	40000
产品大类	2016年底产 能 (吨)	2017年底产 能 (吨)	2018年底产 能 (吨)	2019年底产 能 (吨)	2020年底产 能 (吨)	2021年底产 能 (吨)
抗氧化剂AO	14900	21900	31900	34900	54900	94900
光稳定剂UV	3500	5500	7000	12000	12000	12000
光稳定剂HALS				3500	7000	7000
U-Pack 产品	5000	5000	5000	5000	5000	5000
合计产能 (吨)	23400	32400	43900	55400	78900	118900

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司主要客户

主要大客户名称	主要产品	行业地位
巴斯夫	塑料、涂料、胶黏剂	巴斯夫是国际高分子材料业巨头, 产品涵盖特种化学品、塑料等, 世界 500 强企业
中国石化	塑料、化纤、橡胶	中石化是中国高分子材料行业龙头企业之一, 世界 500 强企业
壳牌	塑料、橡胶	国际高分子材料业巨头, 世界最大的化工产品经营者之一, 世界 500 强企业
杜邦	塑料、橡胶	杜邦是国际高分子材料业巨头, 产品涵盖各类塑料、橡胶等, 世界 500 强企业
拜耳	塑料、胶黏剂	拜耳是国际高分子材料业的知名企业。主营业务包括三个业务单元: 聚碳酸酯、聚氨酯、涂料粘合剂及特殊化学品, 世界 500 强企业
LG	塑料、橡胶	LG 化学为韩国最大的高分子材料制造商之一, 隶属世界 500 强企业 LG 集团
住友化学	塑料、橡胶	住友化学为日本最大的高分子材料制造商之一, 世界 500 强企业。
苏威	塑料、化纤	苏威是世界领先的高分子材料跨国集团, 旗下罗地亚 (Rhodia) 集团为全球领先的工程塑料、化纤的制造商, 2015 年苏威销售额逾 110 亿欧元

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	903	1173	1340	1839	2635	营业收入	1142	1488	2065	2839	3661
货币资金	254	393	271	416	829	营业成本	787	1025	1407	1863	2370
应收账款	197	270	374	514	663	营业税金及附加	9	8	11	14	19
其他应收款	40	35	49	60	67	营业费用	80	89	124	170	220
预付款项	16	14	19	26	32	管理费用	92	59	103	142	183
存货	282	444	610	807	1027	财务费用	13	15	19	23	20
其他流动资产	114	16	16	16	16	资产减值损失	18	7	8	10	11
非流动资产合计	588	845	1032	1152	1158	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	2	1	1	1	1	投资净收益	1	5	0	0	0
固定资产	383	617	809	933	942	营业利润	153	231	300	488	674
无形资产	124	142	139	136	133	营业外收入	3	0	0	0	0
其他非流动资产	79	85	83	82	82	营业外支出	12	6	0	0	0
资产总计	1491	2017	2371	2992	3793	利润总额	144	224	300	488	674
流动负债合计	491	833	954	1187	1463	所得税	16	28	38	61	85
短期借款	206	364	364	364	364	净利润	128	196	262	427	589
应付账款	123	140	206	273	367	少数股东损益	-2	3	0	0	0
预收款项	3	2	15	20	26	归属母公司净利润	131	193	262	427	589
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	188	287	383	590	789
非流动负债合计	78	85	85	85	85	EPS (元)	0.64	0.94	1.28	2.08	2.87
长期借款	63	70	70	70	70	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	570	918	1039	1272	1548	成长能力					
少数股东权益	25	28	28	28	28	营业收入增长	41%	30%	39%	37%	29%
实收资本 (或股本)	180	180	205	205	205	营业利润增长	51%	51%	30%	63%	38%
资本公积	340	340	315	315	315	归属于母公司净利润增长	44%	48%	36%	63%	38%
未分配利润	346	507	714	1059	1525	获利能力					
归属母公司股东权益合计	896	1071	1304	1691	2217	毛利率 (%)	31%	31%	32%	34%	35%
负债和所有者权益	1491	2017	2371	2992	3793	净利率 (%)	11%	13%	13%	15%	16%
现金流量表						总资产净利润 (%)	9%	10%	11%	14%	16%
单位: 百万元						ROE (%)	15%	18%	20%	25%	27%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	31	35	176	407	597	资产负债率 (%)	38%	46%	44%	43%	41%
净利润	131	193	262	427	589	流动比率	1.84	1.41	1.40	1.55	1.80
折旧摊销	29	50	63	79	94	速动比率	1.26	0.87	0.76	0.87	1.10
财务费用	13	15	19	23	20	营运能力					
应收账款减少	-24	-72	-105	-140	-149	总资产周转率	0.95	0.85	0.94	1.06	1.08
预收账款增加	-6	-1	12	5	6	应收账款周转率	6.16	6.37	6.42	6.39	6.22
投资活动现金流	-272	-56	-250	-200	-100	应付账款周转率	9.41	11.32	11.94	11.85	11.45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期投资减少	10	2	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.64	0.94	1.28	2.08	2.87
投资收益	1	5	0	0	0	每股净现金流 (最新摊薄)	0.64	0.57	-0.60	0.71	2.01
筹资活动现金流	364	122	-49	-62	-84	每股净资产 (最新摊薄)	4.37	5.22	6.36	8.25	10.81
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	63	7	0	0	0	P/E	61.69	41.70	30.68	18.87	13.66
普通股增加	90	0	25	0	0	P/B	8.98	7.52	6.17	4.76	3.63
资本公积增加	185	0	-25	0	0	EV/EBITDA	37.60	24.82	21.47	13.67	9.71
现金净增加额	116	103	-122	145	413						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司事件点评报告	利安隆（300596）：获评国家技术中心，高分子材料抗老剂龙头竞争力显著	2020-01-10
公司事件点评报告	利安隆（300596）战略合作驱动技术创新，资源整合完善产业链	2019-09-20
公司财报点评	利安隆（300596）年报点评：业绩符合预期，新产能带来新成长	2019-03-27
公司深度报告	基础化工公司深度报告之利安隆(二)：扬全品类之帆，乘炼化一体化东风	2019-03-06
公司深度报告	基础化工公司深度报告之利安隆(一)：让材料驻颜有术	2018-07-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

化工行业高级分析师。新加坡管理大学硕士, 北京航空航天大学学士, CFA 持证入。曾就职于中金公司研究部, 6 年化工行业研究经验。

罗四维

化工行业首席分析师, 周期组组长。清华大学化学工程学士, 美国俄亥俄州立大学化学工程博士, CFA 持证入, 3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人, 著有国内外专利 5 项, 国际一流学术期刊署名论文 10 余篇, 累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526