

## 高速成长的全球抗老化助剂龙头



高分子抗老化助剂行业属于千亿级赛道，利安隆作为国内水平最高的企业，未来将持续受益于行业需求增长和自身市占率提升的双重带动，拥有成长为世界级龙头的巨大潜力。具体分析如下：

## 核心观点

- **公司竞争优势分析：**抗老化助剂行业天然的商业属性，决定了客户渠道、技术和资金是行业的主要壁垒。公司目前已获得了全球多数大客户的认证资质，并搭建了成熟的全球化销售网络；长期稳定的技术团队和高研发投入保证了充足的技术储备；同时作为行业内第一家上市企业，多元化、低成本的融资能力也是公司独有优势，以上因素共同赋予了公司相较竞争对手更强的扩张能力。
- **行业空间及需求展望：**我们测算全球抗老化剂行业产值约 1800 亿，公司目前市占率仅 1% 左右，未来还有很大提升空间。而需求端几大高分子材料产量及相应助剂消费量均维持稳定增长，长期看全球需求增速约 2%，国内约 4%，对应全球每年新增需求 6 万吨，其中国内 4 万吨，为公司持续成长铺就了良好赛道。
- **公司有望维持高速增长：**上市以来公司通过自建和收购产能，已实现了从单一品类、单一基地到全品类、多地域布局的跨越式成长，产销规模也接近翻倍，进一步巩固了既有先发优势。未来小企业受限于渠道、技术和资金，难以大规模扩产，行业新增产能集中于公司等龙头手中。我们预计公司每年新增产能约 2 万吨，随着产销量提升，盈利高速增长有望维持。

## 财务预测与投资建议

- 基于对行业增长和公司产能释放节奏的判断，我们预测公司 19-21 年 EPS 为 1.28/1.86/2.44 元。按照可比公司 20 年 20 倍估值，首次覆盖给予目标价 37.2 元和买入评级。

## 风险提示

- 产能投放不及预期；行业景气下滑

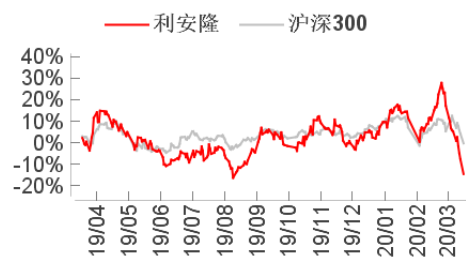
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,142	1,488	2,057	2,698	3,363
同比增长(%)	41.3%	30.2%	38.3%	31.2%	24.6%
营业利润(百万元)	153	231	302	439	573
同比增长(%)	50.7%	50.8%	30.8%	45.4%	30.7%
归属母公司净利润(百万元)	131	193	262	382	500
同比增长(%)	44.1%	47.9%	35.7%	45.7%	30.9%
每股收益(元)	0.64	0.94	1.28	1.86	2.44
毛利率(%)	31.1%	31.1%	30.0%	30.5%	30.5%
净利率(%)	11.4%	13.0%	12.7%	14.2%	14.9%
净资产收益率(%)	18.6%	19.6%	17.6%	18.2%	19.7%
市盈率	54.0	36.5	26.9	18.4	14.1
市净率	7.9	6.6	3.7	3.1	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年03月16日)	28.6元
目标价格	37.2元
52周最高价/最低价	42.82/28元
总股本/流通A股(万股)	20,501/12,248
A股市值(百万元)	5,863
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2020年03月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-15.33	-22.72	-18.61	-15.13
相对表现	-8.59	-16.20	-12.10	-14.67
沪深300	-6.74	-6.52	-6.51	-0.46



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵辰  
021-63325888-5101  
zhaochen1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511120005

联系人 杨奇  
021-63325888-7540  
yangqi@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1. 高速成长的全球抗老化助剂龙头 .....	3
2. 公司竞争优势分析 .....	4
2.1 深耕多年打造全球化渠道网络 .....	5
2.2 高研发投入保证技术领先 .....	6
2.3 多品类布局巩固卡位优势 .....	7
3. 需求稳定增长，行业空间广阔 .....	8
3.1 抗老化助剂市场空间约 1800 亿 .....	8
3.2 需求有望维持稳定增长 .....	9
4. 公司有望维持高速增长 .....	11
5. 盈利预测与投资建议 .....	12
5.1 盈利预测 .....	12
5.2 投资建议 .....	13
6. 风险提示 .....	14

## 1. 高速成长的全球抗老化助剂龙头

利安隆成立于 03 年，是国内最早从事高分子材料抗老化助剂生产销售的企业，历经多年发展在技术研发和客户渠道等方面已积累起了很强的竞争优势。17 年初又成功登陆 A 股，通过收购和自建等形式不断扩充品类，弥补了产品结构短板，进一步拉开了与竞争对手的差距。未来受益于行业需求增长及公司新产能投放带来的市占率提升，我们预计公司收入和盈利有望维持高速增长，成长为全球领先的抗老化助剂龙头。具体逻辑如下：

- 1) 公司已建立较强竞争优势：**抗老化助剂行业天然的商业属性，决定了客户渠道、技术和资金是行业的主要壁垒。公司目前已获得了全球多数大客户的认证资质，搭建了成熟的全球化销售网络；长期稳定的技术团队和高研发投入保证了充足的技术储备；同时作为行业内第一家上市企业，多元化、低成本的融资能力也是公司独有优势，以上因素共同赋予了公司相较竞争对手更强的扩张能力。
- 2) 需求稳定增长，行业空间广阔：**我们测算全球抗老化剂行业产值约 1800 亿，公司目前市占率仅 1% 左右，未来还有很大提升空间。而需求端几大高分子材料产量及相应助剂消费量均维持稳定增长，长期看全球需求增速约 2%，国内约 4%，对应全球每年新增需求 6 万吨，其中国内 4 万吨，为公司持续成长铺就了良好赛道。
- 3) 公司有望维持高速增长：**上市以来公司通过自建和收购产能，已实现了从单一品类、单一基地到全品类、多地域布局的跨越式成长，产销规模也接近翻倍，进一步巩固了既有先发优势。未来小企业受限于渠道、技术和资金，难以大规模扩产，行业新增产能集中于公司等龙头手中。我们预计公司每年新增产能约 2 万吨，随着产销量提升，盈利高速增长有望维持。

图 1：从产能、研发和渠道看公司发展历程



资料来源：公司官网，东方证券研究所

表 1：公司目前产能布局（吨）

主体	产能*	新增	品类	备注
汉沽基地	25000		专用型抗氧化剂(SAO)、紫外线吸收剂(UVA)、U-Pack	原有业务
中卫基地	26000		专用型抗氧化剂(SAO)、紫外线吸收剂(UVA)	原有业务

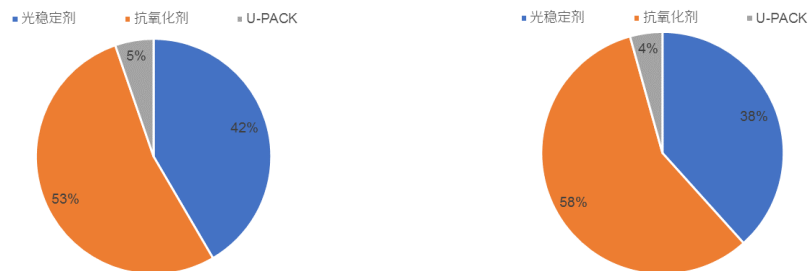
常山基地	5000	紫外线吸收剂(UVA)	17年收购常山科润
衡水基地	8000	中间体、受阻胺类光稳定剂(HALS)	19年收购凯亚化工
珠海基地	- 60000	通用型抗氧化剂(GAO)	17年增资设立

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 2. 公司竞争优势分析

公司主营的抗老化助剂属于高分子材料助剂的一种，用于塑料、橡胶、纤维、涂料等高分子材料的加工生产中，以改善其材料性能，按用途分为抗氧化剂和光稳定剂两大类。这个行业小企业多，但做大很困难，我们认为其核心壁垒在于两点：1) 下游高转换成本带来的渠道壁垒；2) 技术和专利等无形资产，有赖于长期的高研发投入。相较竞争对手，公司深耕多年，在以上两方面都建立了很强的先发优势。而且上市后公司资金实力大幅增强，通过扩产和收购不断完善产品系列，未来竞争优势有望巩固，拥有持续成长的巨大潜力。

图 2：18 年公司各业务收入（左图）和毛利（右图）占比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：全球除公司外抗老化助剂龙头企业情况

公司名称	地区	产品	详情
巴斯夫	德国	抗氧化剂、光稳定剂	自用为主，国内上海工厂产能 4 万吨
松原集团	韩国	抗氧化剂、光稳定剂	全球设有 9 家生产基地，国内唐山工厂产能 8000 吨
ADEKA	日本	抗氧化剂、光稳定剂	主营之一为树脂助剂，18 年助剂业务收入约 60 亿元
Addivant	美国	抗氧化剂、光稳定剂	收入规模约 30 亿元，18 年与 SI 集团合并
Chemipro	日本	光稳定剂	18 年销售收入 6 亿元
Shipro	日本	光稳定剂	18 年销售收入 3 亿元
妙春实业	台湾	抗氧化剂	产能 3.5 万吨
三晃股份	台湾	抗氧化剂	产能 8200 吨
临沂三丰	中国	抗氧化剂	产能 5 万吨，客户以两桶油为主
营口风光	中国	抗氧化剂	产能 2.5 万吨，客户以两桶油为主
北京极易	中国	抗氧化剂	产能 2 万吨

宿迁联盛	中国	光稳定剂	产能 2 万吨
杭州帝盛	中国	光稳定剂	产能 8000 吨
北京天罡	中国	光稳定剂	产能 1.7 万吨
威海金威	中国	光稳定剂	产能 5000 吨

资料来源：公司公告，各公司官网，东方证券研究所

## 2.1 深耕多年打造全球化渠道网络

抗老化助剂的需求端有几大特点，首先是下游客户数量众多，地理区位也很分散，而每个客户对品种和牌号的需求又非常多样化，这就要求助剂企业必须建立一套快捷高效的销售响应网络。另外抗老化助剂添加量少，占下游成本比例很低，但对高分子材料性能影响很大。因此下游客户对于价格并不敏感，但对助剂产品质量和稳定性要求很高，一般不会轻易更换供应商。而助剂下游认证周期又非常长，对于公司主要服务的汽车涂料、光学膜等中高端领域客户，仅产品认证测试就需要 4-5 年，顺利打通整个渠道往往要 7-8 年，渠道进入壁垒非常高。相比国内的竞争对手，公司优势在于 05 年就走向国门，目前在美国、欧洲、东南亚等地区都设有办事处、仓储和经销网络，可以实现覆盖全球的 72 小时配送服务。同时公司与全球主要的高分子材料龙头都已建立了长期稳定的合作关系，包括金发、巴斯夫、朗盛、ADK、PPG 等，进入客户供应体系后，未来继续提升份额难度大大降低。而国内曾经同量级的竞争对手临沂三丰、营口风光等目前客户仍然主要是中石化中石油等，渠道相对单一。海外巴斯夫也以自供为主，外售较少，可以说就销售能力而言，公司已经步入全球一线抗老化剂龙头之列。

图 3：公司全球销售网络分布



资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 4：公司全球客户分布

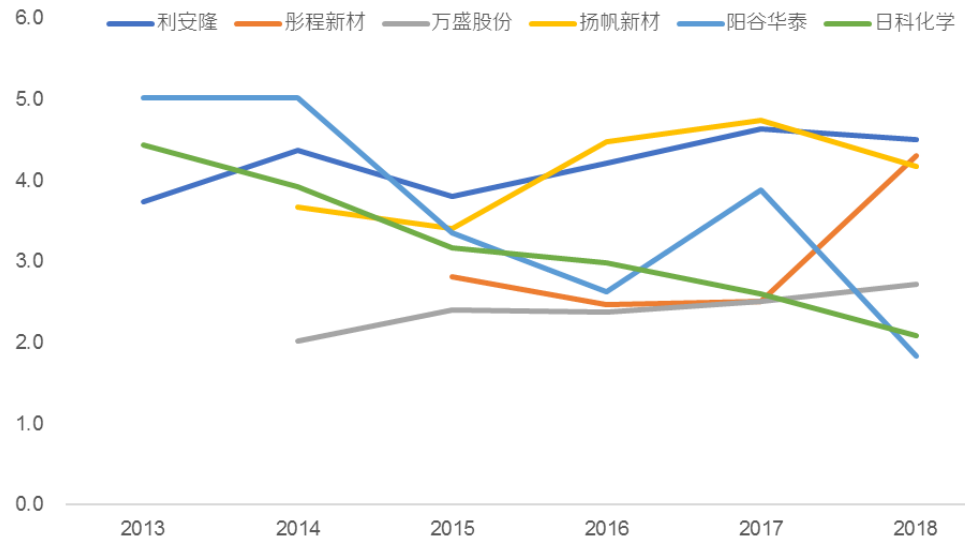


资料来源：公司官网，东方证券研究所

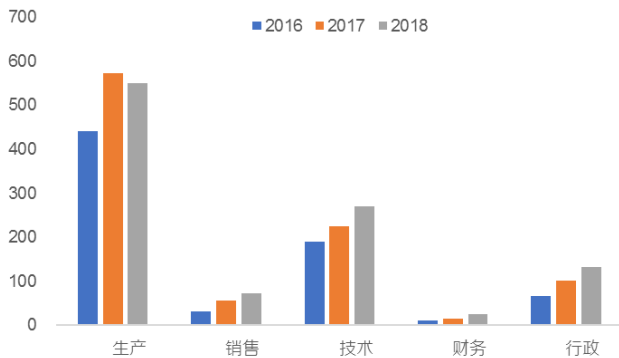
## 2.2 高研发投入保证技术领先

除销售外，作为精细化工品种，抗老化剂的产品端主要就依赖于技术和研发。公司创始团队就是技术出身，董事长等诸多高管都是国内最早从事化工技术创新和产业化的专家，经过十多年积累，已经形成了一批核心技术成果，截止 19H1 专利总量约 106 件。从研发费用看，上市以来公司每年研发支出都在 5000 万以上，费用率也超过了 4%。由于抗老化助剂行业除公司外没有竞争对手上市，我们选择了同为高分子助剂类的其他精细化工龙头，可以看出即使相比 A 股其他助剂龙头，公司研发投入也都属于较高水平。另外上市后公司投资 3200 万建设了新的研发中心，去年已投入使用。近两年技术人员数量增加了 40%，高学历的硕博人数也大幅增长，硬件设施和人才结构的改善也将推动公司技术能力持续提升。

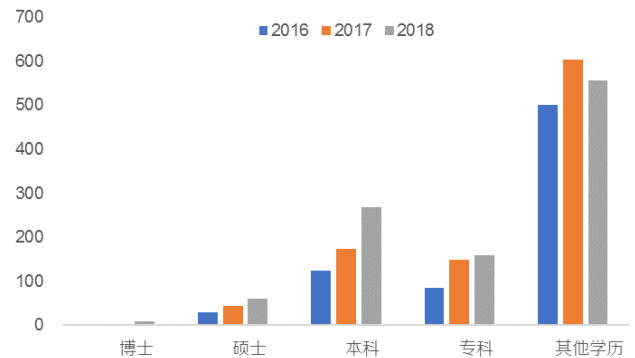


**图 5：助剂龙头研发费用率对比（%）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 6：公司技术人员数量大幅增长**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

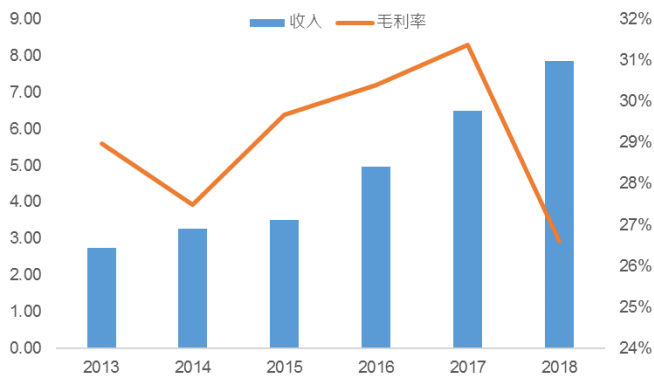
**图 7：公司员工学历构成进一步优化**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

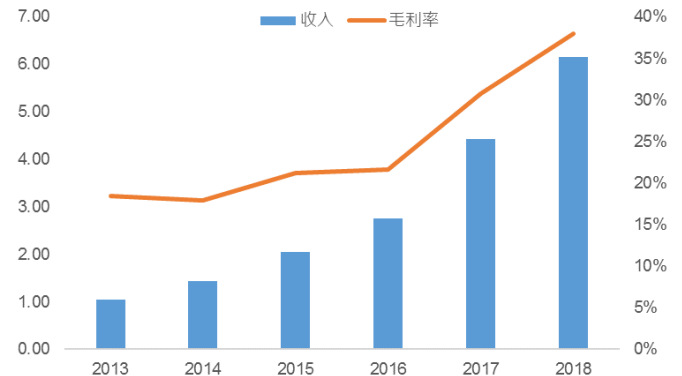
### 2.3 多品类布局巩固卡位优势

高分子材料企业出于降低采购管理成本和质量可控的需求，往往要求助剂供应商满足其系列化的产品配套需求。因此对助剂企业来说，提供一揽子产品组合或综合解决方案的能力非常关键。但抗老化助剂单位投资强度很高，万吨级抗氧化剂投资额约 2 亿，光稳定剂则要约 5 亿，小企业一方面受制于技术，另一方面资金也严重不足。17 年上市后，公司充分利用融资优势，通过自建和收购，实现了从单品类到全产品序列覆盖，从区域为主到全国五大基地布局的跨越式发展，进一步拉开了与竞争对手差距。

对于抗氧化剂，上市前公司主要产品为专用型抗氧化剂（SAO），通用型抗氧化剂（GAO）仍需大量外购粗品再精制。由于外购粗品利润率很低，也拖累了公司抗氧化剂毛利率持续下滑。上市后公司除了在宁夏基地继续扩建 SAO 外，也扩建了少量 GAO，并在珠海新设立基地，拟投资 13 亿建设 12.5 万吨通用型抗氧化剂，一期 6 万吨计划于 20-22 年分批投产，建成后将大幅降低公司外购比例，有望带来收入和毛利率同步改善。对于光稳定剂，公司上市前主要产品为紫外线吸收剂（UVA），但受限于产能和品类不足，部分也仍需外购。上市后公司在宁夏基地募投了 6000 吨紫外线吸收剂项目（二期），17 年以现金注资形式收购了常山科润 70% 股权，并进行扩建，大幅提升了 UVA 产能。19 年又以发行股份形式收购了凯亚化工全部股权，实现了对受阻胺类光稳定剂（HALS）的布局，补齐了产品结构的短板。我们认为过去两年公司产品结构和区位布局的优化，不仅带来了产能规模的大幅提升，也使其能更快捷的响应客户需求，巩固了既有竞争优势。另外随着产品序列的多元化，公司定制化的 U-Pack 业务也可以更好的开展，有望持续受益。

**图 8：抗氧化剂收入（亿元）增长，但毛利率有所下滑**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 9：光稳定剂收入（亿元）和毛利率持续改善**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 3. 需求稳定增长，行业空间广阔

助剂行业需求与高分子材料产量直接正相关，更下游就是衣食住行等终端需求，因此长期看每年还是能维持 2% 左右的稳定增长。按目前高分子材料产量粗略测算，全球抗老化助剂行业产值约 1800 亿，公司目前市占率仅 1% 左右，还有很大的提升空间。受益于行业需求增长和公司产能释放带来的市占率提升，其收入和盈利也有望迎来持续增长。

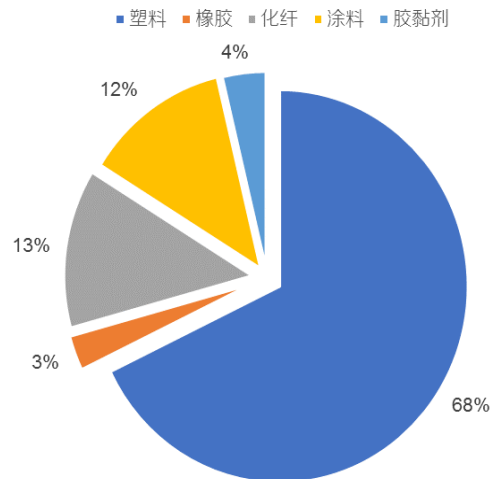
#### 3.1 抗老化助剂市场空间约 1800 亿

我们通过下游高分子材料对助剂的需求大致匡算助剂市场容量。18 年全球五大高分子材料合计产量约 5.3 亿吨，根据材料特性、加工工艺及下游用途的不同，抗氧化剂和光稳定剂的添加比例也有所差异，抗氧化剂在 0.1%-0.8% 不等，光稳定剂在 0.01%-0.5% 不等。如假设抗氧化剂添加比例为 0.4%，光稳定剂添加比例为 0.2%，则全球高分子材料对于抗氧化剂和光稳定剂需求分别约 212 万吨和 106 万吨，合计约 318 万吨。按抗氧化剂 4 万/吨，光稳定剂 9 万/吨测算，对应产值约 1800 亿。另外根据 Markets and Markets 等第三方市场咨询公司数据，17 年全球高分子材料助剂市场



容量逾 700 亿美元，其中抗老化助剂（主要是抗氧化剂、光稳定剂、热稳定剂等）市场容量近 200 亿美元，和我们的测算结果基本一致。公司目前 4 万吨销量、20 亿收入的规模，对应全球市占率仅为 1% 左右，未来仍有非常大的提升空间。

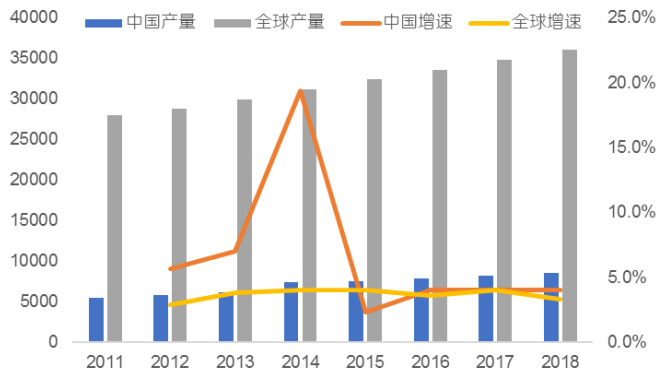
图 10：全球主要高分子材料消费量占比



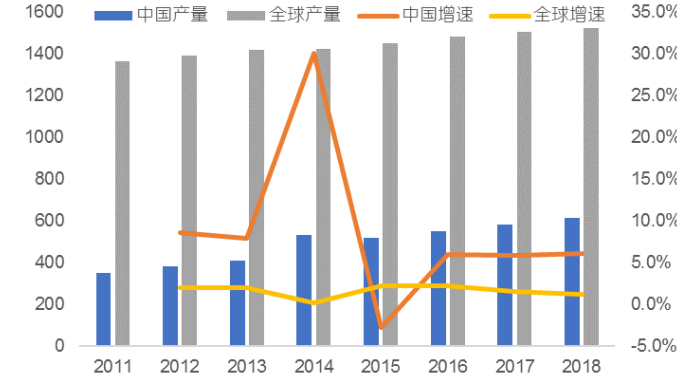
资料来源：wind，中国知网，东方证券研究所

### 3.2 需求有望维持稳定增长

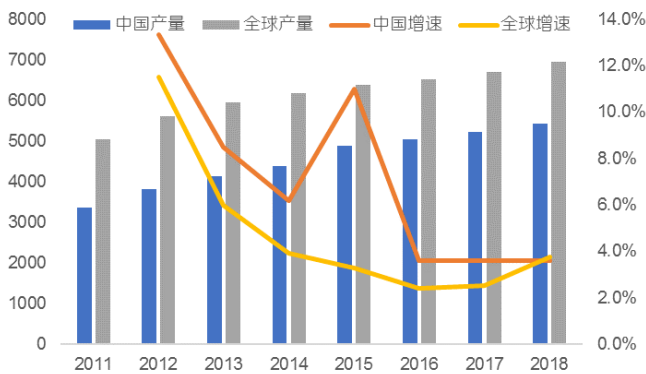
作为衣食住行等终端需求的重要材料，抗老化助剂下游各类高分子产品的产销量基本维持稳定正增长。从历史数据看，塑料、橡胶、化纤、涂料和胶黏剂的全球产量复合增速分别约 3.7%、1.6%、4.7%、3.7%和 3.5%，而国内相较全球更高，分别为 6.5%、8.4%、7.0%、9.1%和 7.2%。如按照最新产量作为权重，对增速进行加权平均，则全球需求增速有望维持 2.0%，而国内约 4.1%，对应每年全球新增需求 6 万吨，国内新增需求 4 万吨。另外就消费量占比最高的塑料而言，20-22 年全球迎来烯烃扩能大周期，油煤气三条工艺路线齐头并进式大幅扩产下，未来三年全球乙烯新增产能 3145 万吨，丙烯也接近 2000 万吨。假设下游聚烯烃等高分子产品占比 60%，理论上对应新增需求 25 万吨。考虑到开工率下滑，实际新增需求会低于这一数值，但就公司体量而言已非常可观，短期内也为其继续高速增长提供了良好契机。

**图 11：全球和中国塑料产量（万吨）及增速**


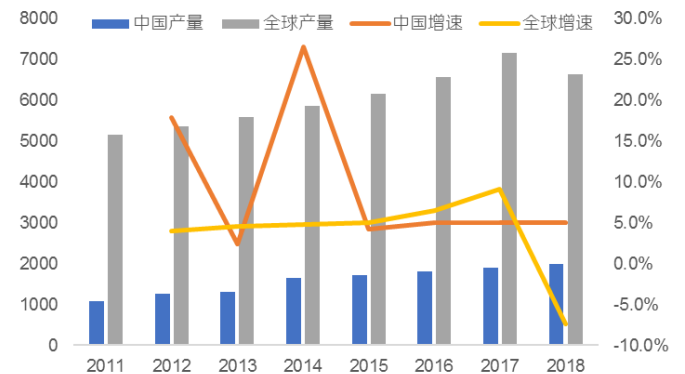
资料来源：wind，中国知网，东方证券研究所

**图 12：全球和中国合成橡胶产量（万吨）及增速**


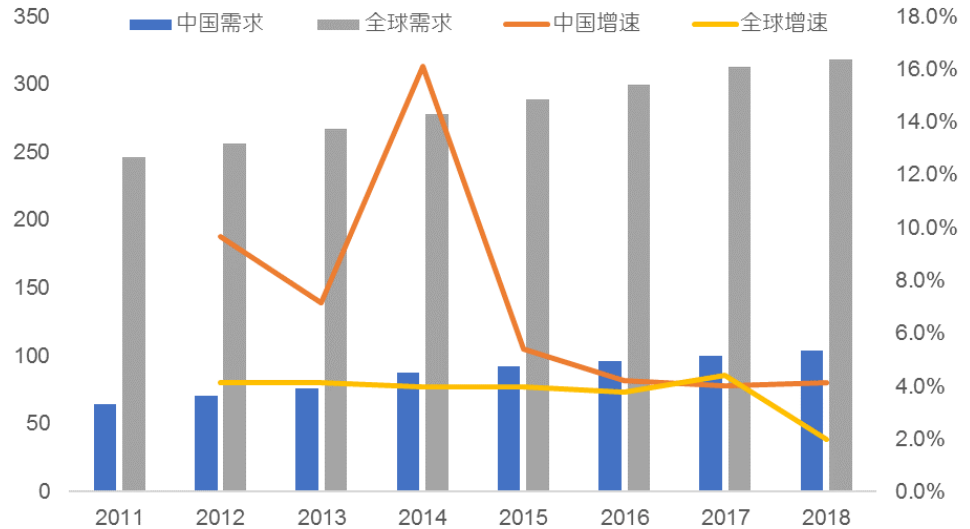
资料来源：wind，中国知网，东方证券研究所

**图 13：全球和中国化纤产量（万吨）及增速**


资料来源：wind，中国知网，东方证券研究所

**图 14：全球和中国涂料产量（万吨）及增速**


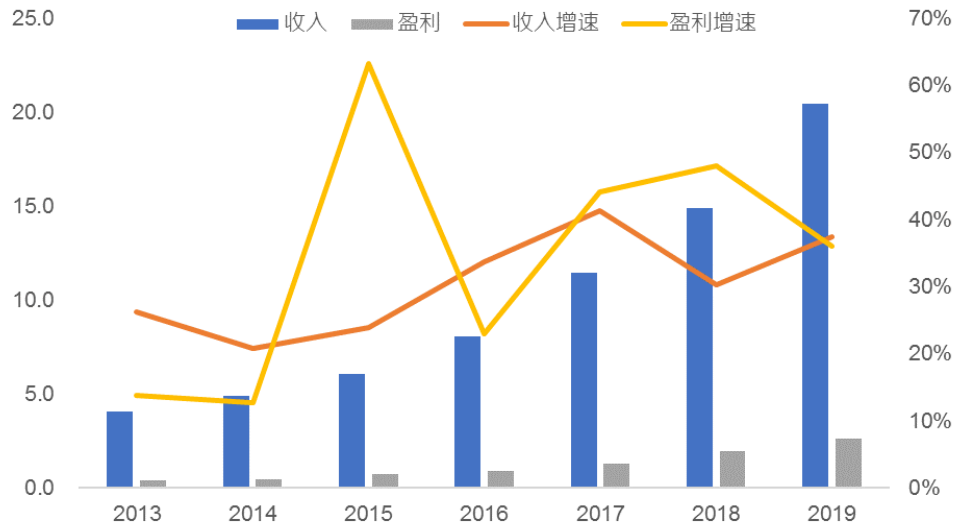
资料来源：wind，中国知网，东方证券研究所

**图 15：全球及国内抗老化助剂需求量（万吨，左轴）及增速（右轴）估算**


资料来源：wind，中国知网，东方证券研究所

## 4. 公司有望维持高速增长

如上所述，我们估算抗老化助剂每年全球新增需求 6 万吨。而小企业因资金短缺、渠道单一、技术储备不足等原因，难以实现大规模扩产放量。海外龙头巴斯夫以体系内自供为主，SI Group 隶属于私人股权投资机构 SK Capital，短期内均没有扩张计划。因此未来全球新增产能仍集中在以公司为主的行业龙头手中。按目前规划，公司未来新建项目以珠海 6 万吨抗氧化剂为主，我们预计 20-22 年公司新增产能分别为 2.5 万吨、2 万吨和 2 万吨，对应每年资本开支 2-3 亿。从现金流看，由于过去几年公司产能不足需求大量外购备货，存货增长很快，导致现金流持续低于净利润。未来随着外购占比降低和存货增长放缓，公司现金流改善空间巨大，20 年有望修复至 3 亿以上，实现内生式成长的良性循环。受益于行业需求增长和市占率提升的双重红利，随着产能陆续释放公司高速增长仍然可期。

**图 16: 上市以来公司收入和盈利（左轴，亿元）维持高速增长（右轴，%）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们对公司 2019-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 凯亚化工于 19 年 7 月并表贡献盈利；
- 2) 公司几大主要项目衡水凯亚二期 4500 吨 HALS 于 20 年 3 月份试生产，下半年放量，珠海 6 万吨抗氧化剂项目于 20-22 年分批投产，对应 19-22 年公司新增产能分别约 1.15 万吨、2.5 万吨、2 万吨和 2 万吨；
- 3) 新装置试生产阶段开工率 30%，产能爬坡约半年时间，公司产品价格稳定，收入随产销量释放稳定增长；
- 4) 受益于外购占比下降，公司抗氧化剂和原光稳定剂业务（除凯亚化工外）毛利率均有所改善，假设抗氧化剂 19-22 年分别为 25%、26%、27%和 28%；原光稳定剂 19-22 年分别为 39%、39%、40%和 40%；
- 5) 随着收入增长，各项费用率小幅摊薄。19-22 年销售费用率分别为 5.8%、5.5%、5.4%和 5.3%，管理费用率分别为 3.8%、3.3%、3.0%和 2.9%，研发费用率分别为 4.4%、4.2%、4.1%和 4.1%。

#### 盈利预测核心假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
抗氧化剂					

销售收入 (百万元)	648.9	785.5	1,150.3	1,327.7	1,859.7
增长率	30.9%	21.0%	46.4%	15.4%	40.1%
毛利率	31.4%	26.6%	25.0%	26.0%	27.0%
<b>光稳定剂</b>					
销售收入 (百万元)	442.0	614.7	816.9	1,275.4	1,405.6
增长率	60.9%	39.1%	32.9%	56.1%	10.2%
毛利率	30.8%	38.4%	36.9%	35.1%	35.1%
<b>U-PACK 产品</b>					
销售收入 (百万元)	48.2	78.2	80.7	85.8	88.3
增长率	37.2%	62.4%	3.2%	6.3%	3.0%
毛利率	31.9%	23.0%	34.0%	34.0%	34.0%
<b>其他</b>					
销售收入 (百万元)	3.3	9.3	9.4	9.5	9.6
增长率	22.2%	183.9%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	4.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>合计</b>	<b>1,142.4</b>	<b>1,487.7</b>	<b>2,057.3</b>	<b>2,698.4</b>	<b>3,363.3</b>
增长率	41.3%	30.2%	38.3%	31.2%	24.6%
综合毛利率	31.1%	31.1%	30.0%	30.5%	30.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 5.2 投资建议

基于对行业增长和公司产能释放节奏的判断，我们预测公司 19-21 年 EPS 为 1.28/1.86/2.44 元。可比公司选择橡胶助剂龙头彤程新材、阳谷华泰，改性塑料及光稳定剂龙头(拟收购帝盛)普利特，阻燃剂龙头万盛股份和胶黏剂龙头回天新材。按照可比公司 20 年 20 倍估值，首次覆盖给予目标价 37.2 元和买入评级。

**表 3：可比公司估值（截止 2020/3/16）**

可比公司	每股收益 (元)				市盈率			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
彤程新材	0.70	0.71	0.86	1.01	24.51	24.40	20.07	17.01
普利特	0.14	0.32	0.46	0.64	120.31	51.87	35.70	25.86
万盛股份	0.31	0.50	0.68	0.88	43.81	27.27	20.07	15.47
回天新材	0.28	0.38	0.54	0.69	39.03	28.58	20.33	15.90
阳谷华泰	0.95	0.47	0.67	0.92	8.33	16.59	11.80	8.52
调整后平均						27.00	20.00	16.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 17：公司上市以来 PE-Band



资料来源：wind，东方证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) 产能释放不及预期：如公司产能和自产销量增长不及预期，外购量维持较高水平，将影响毛利率的改善幅度。我们测算光稳定剂毛利率每波动 1%，将导致盈利波动 2%左右，抗氧化剂毛利率每波动 1%，将导致盈利波动 3%-4%；
- 2) 行业景气下滑风险：如行业供给端出现超预期扩张，或需求受经济影响走弱，供需失衡将导致公司产品价格下滑，将对盈利产生不利影响。



**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	254	393	411	405	507	营业收入	1,142	1,488	2,057	2,698	3,363
应收票据及应收账款	229	288	399	523	652	营业成本	787	1,025	1,440	1,876	2,337
预付账款	16	14	19	25	32	营业税金及附加	9	8	11	14	17
存货	282	444	605	675	818	营业费用	80	89	120	150	181
其他	122	33	39	47	54	管理费用及研发费用	92	126	168	203	240
<b>流动资产合计</b>	<b>903</b>	<b>1,173</b>	<b>1,474</b>	<b>1,675</b>	<b>2,062</b>	财务费用	13	15	19	20	16
长期股权投资	2	1	1	1	1	资产减值损失	18	7	5	5	6
固定资产	342	444	594	817	1,043	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	40	173	450	445	380	投资净收益	1	5	0	0	0
无形资产	124	142	140	138	136	其他	8	8	8	8	8
其他	79	85	355	353	353	<b>营业利润</b>	<b>153</b>	<b>231</b>	<b>302</b>	<b>439</b>	<b>573</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>588</b>	<b>845</b>	<b>1,540</b>	<b>1,754</b>	<b>1,913</b>	营业外收入	3	0	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>1,491</b>	<b>2,017</b>	<b>3,014</b>	<b>3,429</b>	<b>3,975</b>	营业外支出	12	6	3	3	3
短期借款	206	364	196	96	0	<b>利润总额</b>	<b>144</b>	<b>224</b>	<b>301</b>	<b>438</b>	<b>573</b>
应付票据及应付账款	193	308	433	564	703	所得税	16	28	38	55	71
其他	92	161	162	162	164	<b>净利润</b>	<b>128</b>	<b>196</b>	<b>264</b>	<b>384</b>	<b>501</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>491</b>	<b>833</b>	<b>791</b>	<b>823</b>	<b>867</b>	少数股东损益	(2)	3	2	2	2
长期借款	63	70	290	290	290	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>131</b>	<b>193</b>	<b>262</b>	<b>382</b>	<b>500</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.64	0.94	1.28	1.86	2.44
其他	16	15	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>78</b>	<b>85</b>	<b>290</b>	<b>290</b>	<b>290</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>570</b>	<b>918</b>	<b>1,080</b>	<b>1,112</b>	<b>1,156</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	25	28	29	31	33	<b>成长能力</b>					
股本	180	180	205	205	205	营业收入	41.3%	30.2%	38.3%	31.2%	24.6%
资本公积	340	340	915	915	915	营业利润	50.7%	50.8%	30.8%	45.4%	30.7%
留存收益	377	550	784	1,165	1,665	归属于母公司净利润	44.1%	47.9%	35.7%	45.7%	30.9%
其他	(1)	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>921</b>	<b>1,099</b>	<b>1,934</b>	<b>2,317</b>	<b>2,819</b>	毛利率	31.1%	31.1%	30.0%	30.5%	30.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,491</b>	<b>2,017</b>	<b>3,014</b>	<b>3,429</b>	<b>3,975</b>	净利率	11.4%	13.0%	12.7%	14.2%	14.9%
						ROE	18.6%	19.6%	17.6%	18.2%	19.7%
						ROIC	16.0%	15.8%	14.2%	15.7%	17.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	128	196	264	384	501	净负债率	1.6%	3.8%	3.8%	0.0%	0.0%
折旧摊销	38	40	66	93	129	流动比率	1.84	1.41	1.86	2.04	2.38
财务费用	13	15	19	20	16	速动比率	1.25	0.87	1.09	1.21	1.43
投资损失	(1)	(5)	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(174)	55	(163)	(81)	(151)	应收账款周转率	6.0	6.1	6.2	6.0	5.9
其它	27	(266)	45	5	6	存货周转率	3.2	2.8	2.7	2.9	3.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>31</b>	<b>35</b>	<b>230</b>	<b>422</b>	<b>501</b>	总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.9
资本支出	(270)	(285)	(488)	(308)	(288)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	10	2	0	0	0	每股收益	0.64	0.94	1.28	1.86	2.44
其他	(12)	227	(327)	0	0	每股经营现金流	0.17	0.19	1.12	2.06	2.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>(272)</b>	<b>(56)</b>	<b>(815)</b>	<b>(308)</b>	<b>(288)</b>	每股净资产	4.37	5.23	9.29	11.15	13.59
债权融资	64	7	219	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	275	0	600	0	0	市盈率	54.0	36.5	26.9	18.4	14.1
其他	25	115	(216)	(120)	(112)	市净率	7.9	6.6	3.7	3.1	2.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>364</b>	<b>122</b>	<b>603</b>	<b>(120)</b>	<b>(112)</b>	EV/EBITDA	36.0	25.7	19.0	13.3	10.2
汇率变动影响	(8)	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	44.2	29.9	22.9	16.0	12.4
<b>现金净增加额</b>	<b>116</b>	<b>103</b>	<b>18</b>	<b>(7)</b>	<b>102</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

