

利安隆 (300596.SZ)

2020 年 04 月 15 日

短期业绩增速放缓，产能释放助力长期成长
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

吉金（联系人）

jijin@kysec.cn

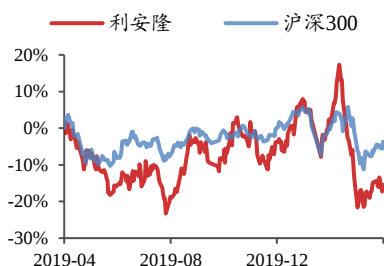
证书编号：S0790120030003

张玮航（联系人）

zhangweiha@kysec.cn

证书编号：S0790119120025

日期	2020/4/14
当前股价(元)	30.87
一年最高最低(元)	43.88/27.96
总市值(亿元)	63.29
流通市值(亿元)	55.57
总股本(亿股)	2.05
流通股本(亿股)	1.80
近 3 个月换手率(%)	90.63

股价走势图


数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-一季度业绩预告扣非高增，看好公司长期成长》
-2020.4.9

《公司首次覆盖报告-高分子材料抗氧化专家，积极扩张迎广阔空间》
-2020.1.3

● 公司 2019 年业绩略低于预期，产能释放助力长期成长，维持“买入”评级

公司发布 2019 年年报，2019 年营收 19.78 亿元，同比增长 32.97%，归母净利润 2.62 亿元，同比增长 35.86%，略低于预期。公司同时发布 2020 年一季报，2020Q1 营收 5.63 亿元，同比增长 37.45%，归母净利润 6,329 万元，同比增长 19.06%，高于预告上限。受疫情影响，二季度海外抗老化剂需求或将承压，但长期来看公司作为国内抗老化剂龙头，将凭借品牌、营销、产能优势不断提升市场份额。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.50、4.50、6.19 亿元，对应 EPS 为 1.71、2.20、3.02 元/股，当前股价对应 PE 为 18.1、14.1、10.2 倍，维持“买入”评级。

● 凯亚并表贡献业绩增量，抗老化剂销售收入持续增长

2019 年公司归母净利润延续增长，主要系：（1）2019 年凯亚实现扣非净利润 1.18 亿元，超额完成 2019 年 5,000 万元的业绩承诺，2019 年 7 月并表后贡献 5,552.36 万元业绩增量；（2）随着新客户的开拓，公司抗老化剂销售规模持续增长，2019 年公司抗氧化剂销量 4.17 万吨，同比增长 41.29%，分产品看，抗氧化剂、光稳定剂收入分别为 8.54 亿元、9.60 亿元，毛利率分别为 22.62%、37.24%，较 2018 年分别下滑 3.97、0.97 个百分点。公司 2019 年实现毛利率 29.24%，较 2018 年小幅下滑 1.88 个百分点，我们认为毛利率下滑主要系外协产品增加所致，随着新增产能的逐步释放、外协比例的降低，公司盈利能力有望回升。

● 全球疫情或导致短期需求承压，产能释放将助力公司长期成长

受疫情影响，海外抗老化剂需求短期承压，公司采取多重举措积极应对疫情影响：管理层主动降薪 30%，作为业绩完成的奖励；适时调整销售策略，依靠老客户增加份额和新客户开发保证营收；实施一系列精细化生产管理、充实现金流等措施。产能建设方面，宁夏 724、725、716 装置部分投产，凯亚 HALS 技改项目已顺利达产，常山 7,000 吨项目已完成试生产并投入使用，珠海一期受疫情影响略有推迟，我们认为随着在建产能的逐步释放，公司市场份额有望进一步提升。

● 风险提示：产能建设进度不及预期，下游需求不及预期，行业竞争加剧。
财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,488	1,978	2,626	3,190	4,229
YOY(%)	30.2	33.0	32.8	21.5	32.6
净利润(百万元)	193	262	350	450	619
YOY(%)	47.9	35.9	33.5	28.5	37.5
毛利率(%)	31.1	29.2	32.5	33.0	33.1
净利率(%)	13.0	13.3	13.3	14.1	14.6
ROE(%)	17.8	13.6	15.3	16.4	18.4
EPS(摊薄/元)	0.94	1.28	1.71	2.20	3.02
P/E(倍)	32.8	24.1	18.1	14.1	10.2
P/B(倍)	5.9	3.3	2.8	2.3	1.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1173	1376	2191	2568	3590
现金	393	294	830	1009	1337
应收票据及应收账款	288	361	501	546	842
其他应收款	17	11	26	19	40
预付账款	14	29	28	41	51
存货	444	595	720	867	1234
其他流动资产	16	87	87	87	87
非流动资产	845	1774	2008	2193	2566
长期投资	1	0	-1	-2	-2
固定资产	444	650	894	1073	1376
无形资产	142	195	230	272	321
其他非流动资产	258	930	884	849	871
资产总计	2017	3150	4199	4760	6156
流动负债	833	975	1700	1841	2635
短期借款	364	392	918	1017	1396
应付票据及应付账款	308	330	478	497	794
其他流动负债	161	253	304	327	445
非流动负债	85	238	210	180	162
长期借款	70	193	166	135	118
其他非流动负债	15	44	44	44	44
负债合计	918	1212	1911	2021	2797
少数股东权益	28	28	29	29	30
股本	180	205	205	205	205
资本公积	340	915	915	915	915
留存收益	550	783	1134	1584	2204
归属母公司股东权益	1071	1910	2260	2710	3329
负债和股东权益	2017	3150	4199	4760	6156

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	35	166	370	426	505
净利润	196	263	351	451	619
折旧摊销	50	70	72	98	129
财务费用	15	20	29	36	42
投资损失	-5	-0	0	0	0
营运资金变动	-235	-199	-82	-158	-286
其他经营现金流	14	12	0	0	0
投资活动现金流	-56	-360	-306	-283	-502
资本支出	160	396	235	185	374
长期投资	97	-5	1	1	1
其他投资现金流	201	31	-71	-97	-127
筹资活动现金流	122	104	-54	-64	-53
短期借款	158	27	0	0	0
长期借款	7	123	-27	-31	-18
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	0	575	0	0	0
其他筹资现金流	-44	-646	-27	-33	-36
现金净增加额	103	-89	9	80	-51

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1488	1978	2626	3190	4229
营业成本	1025	1400	1771	2138	2830
营业税金及附加	8	8	18	18	23
营业费用	89	103	144	169	224
管理费用	59	92	131	160	211
研发费用	67	80	131	144	190
财务费用	15	20	29	36	42
资产减值损失	7	-1	0	0	0
其他收益	8	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0	0
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	231	288	401	526	708
营业外收入	0	6	0	0	0
营业外支出	6	2	0	8	0
利润总额	224	292	401	518	708
所得税	28	29	50	67	88
净利润	196	263	351	451	619
少数股东损益	3	0	0	1	1
归属母公司净利润	193	262	350	450	619
EBITDA	289	390	502	652	879
EPS(元)	0.94	1.28	1.71	2.20	3.02

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	30.2	33.0	32.8	21.5	32.6
营业利润(%)	50.8	24.7	39.4	31.2	34.6
归属于母公司净利润(%)	47.9	35.9	33.5	28.5	37.5
获利能力					
毛利率(%)	31.1	29.2	32.5	33.0	33.1
净利率(%)	13.0	13.3	13.3	14.1	14.6
ROE(%)	17.8	13.6	15.3	16.4	18.4
ROIC(%)	13.8	11.2	11.0	12.2	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	45.5	38.5	45.5	42.5	45.4
净负债比率(%)	5.0	18.7	14.3	8.0	7.7
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	5.8	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	4.1	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.28	1.71	2.20	3.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.81	1.81	2.08	2.46
每股净资产(最新摊薄)	5.23	9.32	11.02	13.22	16.24
估值比率					
P/E	32.8	24.1	18.1	14.1	10.2
P/B	5.9	3.3	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	22.1	17.2	13.3	10.1	7.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835