

大步前进 业绩可期

安利股份深度分析

报告关键点:

- 📖 国内PU合成革行业先驱
- 📖 盈利能力持续增强
- 📖 产能大幅扩张

报告摘要:

- **专利技术行业领先。**安利股份现有12条湿法生产线和10条干法生产线，具有年产PU合成革5,000万米的生产经营能力，是国内规模领先的PU合成革专业生产企业之一。值得说明的是，公司拥有已授权专利62项，其中外观设计专利计32项；拥有已被受理的专利18项，是全国同行业拥有专利最多、创新能力最强的企业。
- **生态功能性PU合成革是未来发展方向。**由于我国将“PVC人造革生产线”列入了限制类发展项目，而欧盟、日本等国家的绿色壁垒也极大地限制了PVC人造革的消费。因此在未来的发展中，生态功能性PU合成革的需求增速将明显高于行业平均水平。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会的预测，2011-2013年生态功能性PU合成革的需求年均增速将达到19.75%。
- **生态革毛利率增幅明显高于同行。**公司生态革产品2008-2010年的毛利率分别为15%、23%、24%，超过了同行业公司可比产品的毛利率增幅水平，主要原因是公司生态革产品是已上市同类企业营收近二倍的规模，规模效应是公司生态革毛利增长的重要因素。
- **产能扩张推动收入增长。**公司现具有年产5,000万米PU合成革的生产经营能力，2014年底，PU合成革年产能增至8,850万米，新增产能均为生态功能性PU合成革。2011年，预计生态革产量有3,600万米，收入8.73亿元；2012年，预计生态革产量4,500万米，收入11.08亿元；2013年，预计生态革产量6,600万米，收入16.09亿元；2014年，预计生态革产量8,040万米，收入19.4亿元。中高端PU合成革未来市场需求旺盛，年需求增速在20%，所以生态革毛利率能够维持较高水平，预计毛利率在22%左右。
- **首次给予“增持-A”评级。**预计公司2011年到2013年每股收益分别为0.71元、1.01元、1.41元，三年间的复合增长率为28%；给予公司2012年20倍的PE，预计合理股价为20元，首次给予“增持-A”评级。
- **风险提示:** 1. 产能过剩。2. 原材料价格变动。3. 出口退税政策变动。

评级:
增持-A

上次评级:

目标价格:
20.00 元

期限: 6个月 上次预测:

现价(2011年12月27日): 16.63元

报告日期:
2011-12-27

总市值(百万元)	1,756.13
流通市值(百万元)	439.03
总股本(百万股)	105.60
流通股本(百万股)	26.40
12个月最低/最高	15.48/22.97 元
十大流通股东(%)	40.00%
股东户数	4,656

12个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.00	(3.60)	14.71
绝对收益	(6.31)	(16.22)	(10.93)

潘凡

 021-68765295
 执业证书编号

张龙

 021-68766113
 执业证书编号

行业分析师

 panfan@essence.com.cn
 S1450511020018

首席行业分析师

 zhanglong@essence.com.cn
 S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	689.7	854.0	1,015.7	1,223.8	1,723.5
Growth(%)	4.7%	23.8%	18.9%	20.5%	40.8%
净利润	48.4	70.9	74.9	106.4	148.4
Growth(%)	63.7%	46.4%	5.7%	42.0%	39.5%
毛利率(%)	20.5%	23.2%	20.2%	21.4%	21.7%
净利润率(%)	7.0%	8.3%	7.4%	8.7%	8.6%
每股收益(元)	0.46	0.67	0.71	1.01	1.41
每股净资产(元)	1.77	2.39	7.46	8.42	9.76
市盈率	36.3	24.8	23.4	16.5	11.8
市净率	9.4	7.0	2.2	2.0	1.7
净资产收益率(%)	25.2%	27.6%	9.8%	11.8%	14.2%
ROIC(%)	40.9%	48.6%	29.7%	24.6%	22.6%
EV/EBITDA	-	-	13.4	10.4	7.2
股息收益率	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 国内 PU 合成革行业先驱

安利股份主要从事聚氨酯（PU）合成革的研发、生产、销售与服务，是中国大陆最早以离型纸转移法生产 PU 合成革的专业厂家之一，拥有 16 年的 PU 合成革生产经营经验。公司技术中心被发改委等五部委认定为“国家认定企业技术中心”，也是国内最早同时通过“中国生态合成革”和“中国环境标志产品”双认证的合成革生产企业之一。

公司现有 12 条湿法生产线和 10 条干法生产线，具有年产 PU 合成革 5,000 万米的生产经营能力，是国内规模领先的 PU 合成革专业生产企业之一。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会统计数据，公司 PU 合成革销量 2007 年-2009 年连续三年排名第二。公司 PU 合成革出口量、出口创汇额、出口发达国家数量均居国内同行业前列。

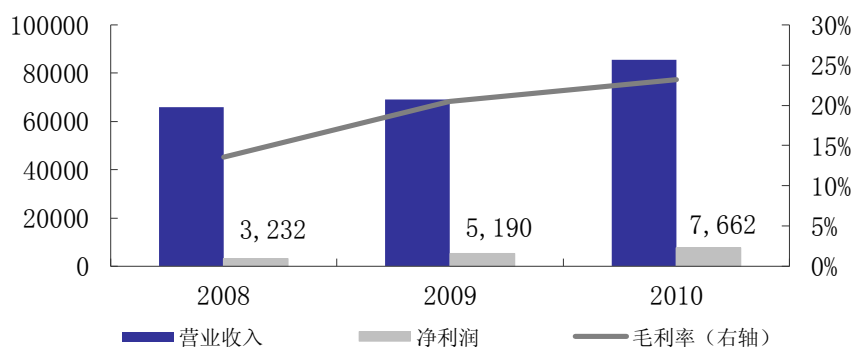
表 1 公司连续三年 PU 合成革销量位居行业第二

企业名称	销量(万米)			近三年累计销售量
	2007 年	2008 年	2009 年	
温州人造革有限公司	3,270	3,860	4,370	11,500
安徽安利合成革股份有限公司	2,790	2,956	3,280	9,026
浙江禾欣实业集团股份有限公司	2,467	2,460	2,622	7,549
江苏协孚人革制品集团公司	2,150	2,380	2,890	7,420
无锡双象超纤材料股份有限公司	912	988	1,160	3,060

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2008-2010 年，公司主营业务收入分别为 62,840 万元、66,989 万元和 83,582 万元，毛利率分别为 14%、21%、23%。毛利率逐年上升主要源于产品结构优化（中高端产品-生态功能性合成革的快速增长）、新市场开发以及产能投入等多种因素的共同影响。

图 1 近三年公司营业收入持续增长（单位：万元）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

客户资源丰富 品牌优势明显

公司产品根据生态环保性和物性功能，主要分为生态功能性 PU 合成革和普通 PU 合成革，是国家产业政策鼓励类产品。公司产品广泛应用于男女鞋、运动休闲鞋、沙发家具、汽车内装饰、球及体育用品、文具证件等下游消费品的加工制作。

经过多年积累和发展，公司已与众多知名品牌客户建立了长期稳定的合作关系，下游客户涵盖鞋类品牌、高档沙发家具品牌、工程装饰家具品牌、球及体育用品品牌和汽车品牌。2005 年，公司产品荣获“中国名牌产品”称号；2009 年，公司荣获“中国驰名商标”称号。

表 2 需求量大且公司作为主要供应商的终端客户

使用的公司产品	客户
各类高档男女鞋以及运动休闲鞋革	“阿迪达斯 (Adidas)”、“锐步 (Reebok)”、“彪马 (PUMA)”、“思凯捷 (Skechers)”、“茵宝 (UMBRO)”、“匡威 (Converse)”、“斐乐 (FILA)”、“迪斯尼 (DISNEY)”、“特步”、“双星”、“贵人鸟”、“德尔惠”、“CBA”、“足友”、“富贵鸟”、“奥康”、“森达”、“意尔康”、印度六大品牌鞋业 (BATA、ACTION、LAKHANI、RELAXO、LANCER、APEX) 等
各类高档沙发家具革	国内品牌家具连锁：“欧美尔”、“蒙发利”、“全友”、欧洲品牌家具连锁：“FLY”、“CONFORAMA”、“PORTA”、“HOEFFER”等
汽车品牌	“奇瑞”、“比亚迪”、“上汽名爵”、“厦门金龙”、“众泰”等

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

目前公司产品已通过客户认定，并将在未来为公司提供较大成长空间的新客户还包括：温州红蜻蜓鞋业、匹克、美津浓、金莱克、361°、宜家家居、加拿大 CGT (汽车革) 等国内外生产厂商。

公司产品销售覆盖全国 30 多个省市、自治区和直辖市，并直接出口到欧、美、亚、非洲等全球 50 多个国家和地区，产品出口率达到 45% 左右。公司出口到欧美及日本等发达国家的数量逐步提高，其中对进口产品环保标准要求严格的欧盟已成为公司第一大出口地区。

PU 树脂原料自给 形成产业链优势

PU 树脂决定着 PU 合成革最基本的性能。对于功能性合成革的生产企业，PU 树脂意义更为重大，拥有自主研发能力的 PU 树脂不仅能减轻成本压力，更能根据客户及市场要求开发出适销对路的产品，因此，PU 树脂已经被视为 PU 合成革产业链的重要环节之一。

公司 PU 树脂的研发和生产主要由控股 65.21% 安利新材料完成，目前产能 2.5 万吨，公司生产所需的近 80% 各种性能 PU 树脂即由其提供，未来公司在规模扩大的同时，也同步增加 PU 树脂的产能，年产 3 万吨 PU 树脂项目将为 PU 合成革的上游配套，达产后，公司将进一步保持 PU 树脂原料的自给，发挥产业链和规模上的优势。

2. PU 合成革行业：中高端前景看好

聚氨酯合成革 (PU 合成革) 是以人工合成方式、以天然皮革组织结构或特殊织物风格为目标，在纤维基材上用聚氨酯功能性高分子材料通过多种浸渍涂覆的湿法工艺技术，结合干法移膜、后处理技术，形成具有特殊花纹、效果、功能的高分子复合新材料。在人造革合成革中，聚氨酯合成革凭借其高物性能、环保、功能多样性等优势，已经取代传统皮革及 PVC 人造革成为市场主流产品之一，代表着人造革合成革工业的发展方向。

生态功能性 PU 合成革是指既具备生态环保性，又具备各种优良性能的 PU 合成革，属于中高端产品。生态功能性 PU 合成革符合“中国生态合成革”和“中国环境标志产品”技术条件的要求和欧盟的合成革环保标准。生态功能性 PU 合成革的功能性主要包括物理机械性能、阻燃性、防水透气性、抗菌防霉性、防油防污性、耐高频热切性、耐酸耐碱、耐水解等，综合考虑各项指标 (见下表)，与天然皮革、普通 PU 合成革甚至超细纤维 PU 合成革相比，生态功能性 PU 合成革在功能性方面要更为优异。

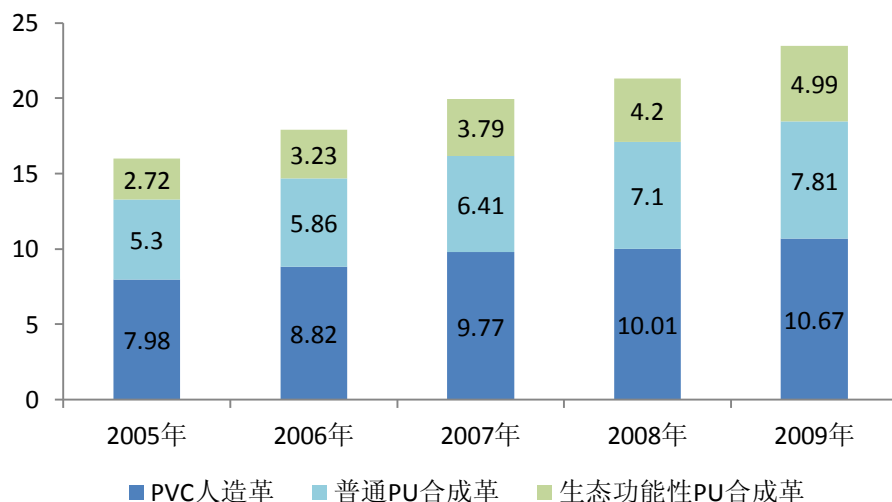
表 3: 合成革产品指标对比

项目	天然皮革	普通 PU 合成革	超纤 PU 合成革	生态功能性 PU 合成革
主要原料	猪皮、牛皮、羊皮等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等	PU 树脂、超细纤维无纺布等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等
皮感	优良	一般	优良	良好
手感、弹性	优良	较差	良好	优良
制备工艺	鞣制和硝制等	湿法和干法工艺	超纤维织造	湿法和干法工艺
价格	100-200	7-25	50-100	12-60
原料的环保性	辅料污染严重	一般	一般	良好
生产污染性	较大	一般	有一定污染	较小
产品的安全性	比较安全	比较安全	有一定危害	安全
产品的环保性	可降解	可降解	可降解	可降解
废弃物处理难度	较大	一般	一般	较好
能耗	能耗一般	能耗较低	能耗高	能耗较低
透气性	较好	一般	较好	较好
耐久耐用性	较好	较差	较好	良好
色牢度	较差	一般	一般	良好
撕裂强度	良好	一般	一般	较好
剥离强度	优良	一般	较好	良好
易加工性	不好	良好	良好	良好

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

2005 年我国人造革合成革产量约为 16.00 亿米，到 2009 年达到 23.47 亿米，年均增长 10.07%。由于 PU 合成革对 PVC 人造革的替代，PU 合成革市场增速也高于 PVC 人造革，达到 12.40%，所占比重从 2005 年的 50.13% 提高到 2009 年的 54.54%。其中普通 PU 合成革 2005 年产量约为 5.30 亿米，到 2009 年约为 7.81 亿米，年均增长 10.18%；同期的生态功能性 PU 合成革因其良好的功能性和生态环保性，形成对天然皮革和传统 PVC 人造革的替代，增长更为迅速，2005 年产量为 2.72 亿米，2009 年增长到 4.99 亿米，年均增速 16.41%，比行业整体高 6.34%。

图 2 2005 年-2009 年我国人造革合成革行业市场规模（单位：亿米）



数据来源：中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会，安信证券研究中心

根据人造革合成革主要下游行业的需求分析，我国人造革合成革市场的需求仍将保持 10% 以上的速度增长，到 2013 年其需求量将达 35.99 亿米。由于我国将“聚氯乙烯普通人造革生产线”列入了限制类发展项目，而欧盟、日本等国家的绿色壁垒也极大地限制了 PVC 人造革的消费。因此在未来的发展中，PU 合成革，尤其是生态功能性

PU 合成革的需求增速将明显高于行业平均水平。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会的预测，2010-2013 年生态功能性 PU 合成革的需求年均增速将达到 19.75%。

表 4 2010-2013 年我国人造革合成革市场需求预测（单位：亿米）

项目	2010	2011E	2012E	2013E
人造革合成革	26.21	28.91	32.32	35.99
增长率	9.80%	10.30%	11.80%	11.36%
其中：PU 合成革	14.34	16.29	18.68	21.46
增长率	12.21%	13.60%	14.67%	14.88%
其中：生态功能性合成革	5.96	7.06	8.49	10.32
增长率	18.68%	18.46%	20.25%	21.55%

数据来源：中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会，安信证券研究中心

3. 公司竞争优势分析

专注于生态功能性合成革

从同行业上市公司产品结构来看，安利股份主要产品是 PU 合成革，其中以生态功能性 PU 合成革为主，此外还有少量普通 PU 合成革，未来继续以生态革为发展方向；华峰超纤主要产品是超细纤维 PU 合成革，包括超纤基布、超纤革、绒面革，未来以超纤革为发展重点；禾欣股份主要产品涵盖 PU 合成革和超细纤维 PU 合成革两大类，包括普通 PU 合成革、高物性 PU 合成革和超纤革，绒面革，公司未来发展重点是高物性 PU 合成革和绒面革；双象股份主要产品较为全面，未来发展重点以高性能 PVC 合成革与超纤革为主。

表 5 同行业上市公司主要产品及其原材料构成

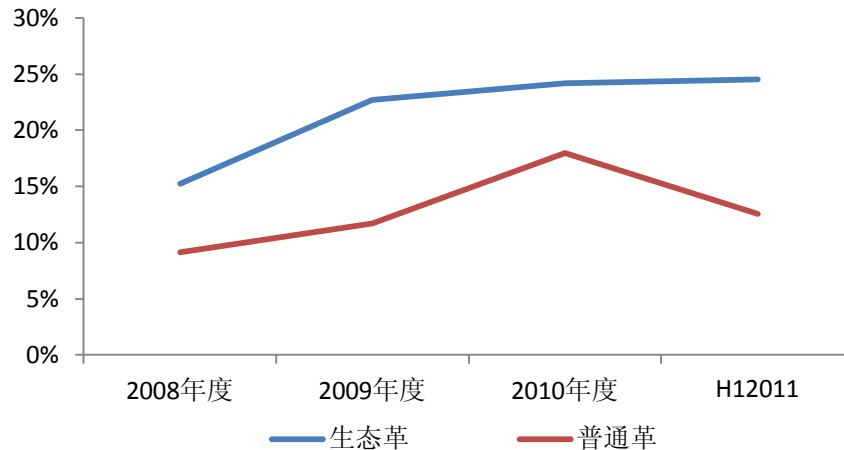
公司	主要产品	主要原材料	
安利股份	PU 合成革	PU 树脂 基布	MDI、AA、BDO、DMF 坯布、染化料
华峰超纤	超细纤维 PU 合成革	PU 树脂 海岛纤维无纺布	MDI、AA、BDO、DMF 尼龙切片、聚乙烯
禾欣股份	PU 合成革 超细纤维 PU 合成革	基布 PU 树脂 超纤基布	坯布、染化料 MDI、AA、BDO、DMF 尼龙切片、聚乙烯
双象股份	PVC 合成革 PU 合成革 超细纤维 PU 合成革	PVC 树脂 基布 PU 树脂 PU 树脂 超纤基布	PVC 树脂粉、增塑剂 坯布、染化料 MDI、AA、BDO、DMF 干法 PU 树脂、湿法 PU 树脂 聚乙烯切片、锦纶切片

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

盈利能力持续增强

随着生产规模的扩大和工艺水平的提高，公司产品的毛利率逐步上升，2008 年-2010 年合成革产品综合毛利率分别为 13.73%、20.58%、23.34%，其中生态功能性合成革产品 2008-2010 年的毛利率分别为 15.23%、22.69%、24.18%，普通合成革产品 2008-2010 年的毛利率分别为 9.11%、11.68%、17.95%。

图 3 近三年公司主要产品销售毛利率变化趋势



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

下面考察近三年公司产品综合单位成本、产品售价、产品结构变动情况，分析此三项因素对产品综合毛利率的变动影响。

表 6 产品综合单位成本、产品售价、产品结构变动对综合毛利率的影响

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度
营业收入 (万元)	65,845	68,971	85,400
营业成本 (万元)	56,938	54,815	65,570
毛利额 (万元)	8,907	14,156	19,829
毛利率	13.53%	20.52%	23.22%
产成品综合单位成本 (元/米)	18.32	16.22	16.49
生态革单价 (元/米)	23.22	21.93	22.61
生态革销量 (万米)	2,035	2,468	3,186
普通革单价 (元/米)	16.84	15.81	16.36
普通革销量 (万米)	921	812	688
生态革收入结构 (百分比)	75.28%	80.84%	86.49%
普通革收入结构 (百分比)	24.72%	19.16%	13.51%
产成品综合单位成本变动对综合毛利率影响	-	9.91%	-1.31%
产品售价变动对综合毛利率的影响	-	-4.61%	2.48%
产品结构变动对综合毛利率的影响	-	1.56%	1.59%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

可以看出，2009 年度产成品综合单位成本变动对综合毛利率的影响为 9.91%，产品售价变动对综合毛利率的影响为-4.61%，产品结构变动对综合毛利率的影响为 1.56%，三项因素共影响综合毛利率 6.86%，毛利率的大幅提升主要系原材料价格大幅下降，而产品价格控制较好，下降幅度很小所致；2010 年度产成品综合单位成本变动对综合毛利率的影响为-1.31%，产品售价变动对综合毛利率的影响为 2.48%，产品结构变动对综合毛利率的影响为 1.59%，三项因素共影响综合毛利率 2.76%，2010 年两类产品毛利均有所提升，主要是市场需求较好，产品价格上升所致。此外，可以看到，高毛利率的生态革收入结构占比逐年提高，使得综合毛利率大幅上升。

另外，公司生态革毛利率的增幅超过了同行业公司可比产品的毛利率增幅水平，主要原因是同行业三家公司在产品规模、技术特点、发展水平不同所致。

表 7 生态功能性合成革毛利率比较

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度	1H2011
禾欣股份（高物性革）	27.33%	30.27%	25.50%	25.14%
双象股份（生态革）	10.36%	12.66%	14.95%	13.30%
安利股份（生态革）	15.23%	22.69%	24.18%	24.52%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

在生产规模方面，公司生态功能性合成革产品是已上市同类企业产销量近三倍的规模，并且在近三年内规模的增长速度也高于同行业上市公司，规模效应是公司生态革毛利增长的重要因素。2010 年，公司 2009 年 4、5 月份投产的 1 千 2 湿的新生产线（年产 700 万平米生态革）完全达产，生产规模的扩大使得各项生产要素的利用效率得到提高，降低了单位成本。

表 8 生态功能性合成革生产规模比较（单位：万平米）

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度
禾欣股份（高物性革）	614	681	800
增幅	5.82%	11.04%	17.42%
双象股份（生态革）	843	979	1104
增幅	7.27%	16.10%	12.77%
安利股份（生态革）	2035	2468	3186
增幅	12.40%	21.29%	29.08%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

成本控制效果显著

通过与同行业上市公司同类产品进行比较，2008 - 2010 年，公司 PU 合成革产品单位成本波动幅度最小，特别在 2010 年行业原材料价格呈大幅上升的形势下，公司产品的单位成本上升最小。主要体现为公司新产品的研发和投入市场、新工艺技术的改进，使得料耗成本下降，全年产品综合一级品率为 98.02%，废品率为 0.48%，离型纸平均综合使用次数 26.19 次，DMF 综合损耗率同比下降 32.76%。

表 9 同行业上市公司 PU 合成革单位成本比较（单位：元/米）

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度	
双象股份	单位成本	10.32	9.61	11.05
	增幅	-8.27%	-6.88%	15%
禾欣股份	单位成本	23.49	18.64	24.23
	增幅	7.02%	-20.65%	29.99%
安利股份	单位成本	18.32	16.22	16.49
	增幅	-	-11.46%	1.66%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

研发投入逐年攀升 专利技术行业领先

公司始终把自主创新和技术研发放在首位，每年从销售收入中计提不低于 4% 用于研发经费投入，且保持每年研发费用的增长，最近三年平均研发费用为 3,876 万元，这为公司的不断创新提供了技术支持。2008 - 2010 年，公司研究开发费用发生额分别为 9,06 万元、3,331 万元和 4,042 万元，2011 年上半年研究开发费用发生额为 2,453 万元，研发投入逐年攀升。

目前，公司已承担超过 19 项国家级及省市级科研项目，其中包括国家火炬计划项目 2 项、安徽省火炬计划项目 2 项、安徽省政府“861”行动计划重点项目 1 项、安徽省地方重大科技项目 1 项、安徽省技术创新项目 2 项、安徽省战略新兴产业科技项目 1 项、合肥市“1346”行动计划项目 2 项、合肥市重大产业化项目 1 项、合肥市科

技计划项目 7 项。

公司自主研发的多项新产品被认定为国家级及省级新产品，其中：“湿法聚氨酯磨皮革（牛巴革）”与“高耐久性环保型沙发家具及汽车内饰聚氨酯合成革”两项被认定为国家重点新产品，“弹力柔软型聚氨酯合成革”等 17 项被认定为安徽省高新技术产品，“新型高物性聚氨酯疯马合成革”等 5 项被认定为安徽省新产品，“新型高品质超柔软聚氨酯合成革”等 3 项被认定为安徽省重点新产品，“高剥离耐水解无纺布聚氨酯合成革”被认定为安徽省自主创新产品。公司上述被认定的国家重点新产品和安徽省高新技术产品将享受一定的财税优惠政策。

公司在聚氨酯合成革已积累了众多创新性成果，目前，拥有已授权专利 62 项，其中发明专利 15 项，实用新型专利 15 项，外观设计专利计 32 项；拥有已被受理的专利 18 项，其中发明专利 12 项，实用新型专利 2 项；另外，公司还拥有 11 项国际领先的非专利技术及 12 项国内领先的非专利技术，是全国同行业拥有专利最多、创新能力最强的企业。

表 10 同行业公司专利技术数目一览

公司名称	发明专利	实用新型专利	外观设计专利
安利股份	15	15	32
禾欣股份	13	3	14
华峰超纤	14	4	5
双象股份	8	3	-
同大海岛	3	2	-

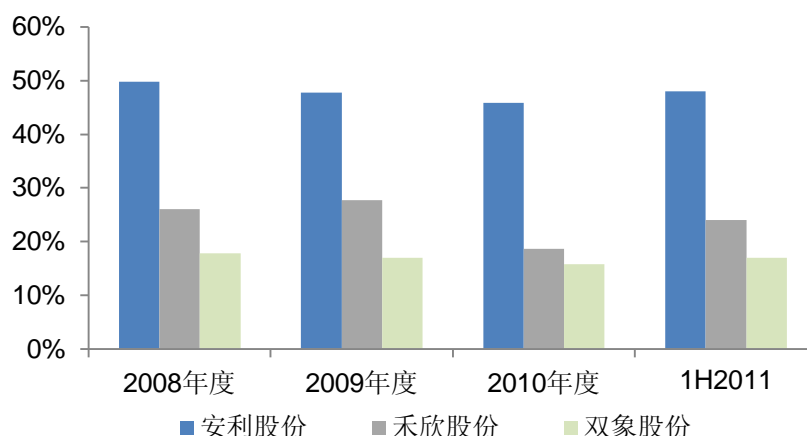
数据来源：国家知识产权局，安信证券研究中心

公司是同行业中主持制定和参与制定的国家行业标准最多的企业之一。现主持制定和参与制定共 11 项，其中主持制定《鞋里用聚氨酯合成革》、《箱包手袋用聚氨酯合成革》2 项国家行业标准，参与制定《环境标志产品技术要求皮革和合成革》、《清洁生产审核指南·合成革工业》、《运动鞋用聚氨酯合成革标准》等 9 项国家行业标准。

税收优惠、政府补贴具有可持续性

2008 年、2009 年及 2010 年，公司外销收入占比分别为 49.83%、47.70%和 45.88%，远高于同行业上市公司。公司根据国际经济发展环境的变化，不断改变营销策略，逐步加大对国内市场的开发强度，内销收入的比例逐渐增加，2010 年达到 53.13%。未来公司将不断优化海外销售市场结构，重点提高对生态功能性 PU 合成革要求高的欧洲、美洲等发达地区的占有率和覆盖率，我们预计外销收入的比例仍将维持比较高的水平。

图 4 同行业上市公司外销收入占比一览



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

由于出口退税率的提高，征退差降低，降低了出口货物的销售成本，增加了公司的利润，分别提高了 2008 - 2010 年的毛利率为 0.45%、2.25%和 2.28%，同时增加 2008 - 2010 年的净利润为 252 万元、1,316 万元和 1,653 万元。公司所处行业属于国家产业政策鼓励类行业，且出口的 PU 合成革产品技术含量和附加值较高，预计未来国家出口退税率仍将维持较高水平，下调幅度有限。

公司为高新技术企业，目前所得税税率为 15%，如果是非高新技术企业，按照 25% 的所得税税率计算，2008 - 2010 年公司的所得税将分别增加 347 万元、538 万元和 852 万元。公司拥有国家认定企业技术中心和稳定的研发团队，具有较强的持续创新能力，未来通过高新技术企业资格复审的可能性很大。

近年来，政府部门对公司在新产品、新技术研发、固定资产投资、出口创汇、产品环保质量、获得品牌等各方面做出的贡献给予了较多奖励和补助。未来公司仍将在产品、技术创新、环保、品牌、出口等领域加大投入，力争实现创建一流企业的目标。以上举措都是符合政府相关政策扶持导向的发展方向，因此，预计未来公司仍将存在较大的机会持续获得相关的政府补助。

表 11 近三年税收优惠、政府补贴占利润总额的比例（单位：万元）

项目	2008 年度		2009 年度		2010 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
政府补贴	354.5	10.22%	1,193.82	22.19%	1,546.77	18.16%
税收优惠*	83.12	2.40%	604.11	11.23%	132.62	1.56%

注：此处税收优惠不包括增值税出口退税和高新技术企业所得税两项稳定长期的优惠政策。

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

薪酬高于同行 员工归属感强

通过与同行业上市公司对比员工人均薪酬发放水平，公司的平均薪酬水平高于同行业上市公司。公司的平均薪酬水平较高，一方面是按照自身制定的薪酬考核体系执行的结果，另一方面是因为行业发展形势较好，公司为吸引人才、留住人才制定的综合薪酬水平高于同行业企业所致。

表 12 同行业上市公司薪酬水平比较（单位：万元）

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度
总人数	955	1,225	1,501
薪酬总额	7,636	8,940	11,747
人均工资	8	7.3	7.83
总人数	1,816	1,536	1,709

禾欣股份	薪酬总额	6,857	6,736	9,037
	人均工资	3.78	4.39	5.29
双象股份	薪酬总额	1,797	1,836	2141
	人均工资	3.48	3.55	3.67

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

从公司薪酬水平结构来看，与双象股份、禾欣股份相比，同类公司普通员工收入差不多，薪酬水平在 3 万元左右（实际收入），公司较同行薪酬水平高主要体现在经营管理技术人员的收入方面，经营管理技术人员的薪酬水平占比达 60%，公司管理人员工资及福利水平不断增长使得公司承担的管理费用水平持续增加，但是有效的薪酬激励制度也使得公司整体的经营效益情况保持了良好的增长态势，资产质量水平较好。

表 13 公司管理人员和普通员工薪酬发放情况（单位：万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年
经营管理技术人员	4,305	5,288	6,942
人数	262	321	412
人均收入	16.43	16.47	16.85
普通员工	3,331	3,652	4,805
人数	581	710	910
人均收入	5.73	5.14	5.28
薪酬总额	7,636	8,940	11,747
员工总数	843	1,031	1,322
人均收入	9.06	8.67	8.89

注：1、为真实反映实际收入情况，员工人数按照实际入司时间加权平均计算。

2、上表数据包括为员工交纳的五险一金，即社保统筹和住房公积金。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司近年来毛利率逐年提升，经营获利能力增强，主要得益于以下几个方面：一是产品结构的调整和优化；二是客户和市场的转型升级，将目标客户转向品牌客户和发达地区，随着产品结构的升级转型，加大了高附加值产品的中高端市场开拓力度；三是经营方式的转变，整合营销渠道，加大直销拓展力度，扩大产品市场覆盖面；四是新产品、新工艺投入生产和应用的比例不断扩大，工艺配方的优化，产品功能上升，使得配方设计和产品料耗成本下降；五是工业园生产线陆续投入运行，生产规模扩大，管理提升，产销量提高，单位费用下降；六是加大技改投入，降低了能耗，提高了生产效率。

值得考虑的是未来两年下游消费行业需求可能不济，对于此类担心，安信证券宏观小组认为今年消费的减速可能已经触底，同时，我们与人造革合成革企业负责人以及销售人员讨论，大家认为人造革合成革行业需求增速在 15% 是合理的，所以下游行业出现需求不振的可能性不大，我们维持未来两年下游消费行业（制鞋、箱包、家具）需求增速平稳增长的判断。

如果下游消费行业出现需求不振等情况，触发供需失衡，可能会导致人造革合成革行业中小制造企业纷纷停产甚至倒闭，在此种背景假设下，安利股份可以凭借高附加值产品提高市场份额，同时上游化工原材料价格下行，那么高物性 PU 合成革的毛利率能够维持在较高水平。综合考虑，我们认为公司盈利水平能够保持在较为平稳走势，未来两年波动不大。

4. 盈利预测与估值

近年来，公司生态功能性 PU 合成革增长较快，占销售收入的比重逐年提高。2011 - 2014 年公司新增产能都为生态功能性 PU 革，高毛利率的产品比重将会提升，产

能集中释放和产品结构优化使得公司业绩增长。通过跟公司管理层的讨论以及对募投项目的跟踪,我们预计,公司新增生态功能性 PU 合成革产能将在 2012 年初步释放,预计年产能达 6650 万米;2013 年大量释放,预计年产能达 7250 万米;2014 年完全释放,最终年产能达 8850 万米。

待到所有募投项目完成后,公司将形成年产 PU 合成革 8850 万米、年产 PU 树脂 5.5 万吨生产经营能力,年销售收入 20 亿元左右,成为全国规模最大的生态功能性聚氨酯合成革生产企业。

表 14 主要产品产量统计及预测(单位:万米)

种类		2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E	2014E
生态革	产量	2,035	2,470	3,183	3,600	4,500	6,600	8,040
	销量	2,035	2,468	3,186	3,600	4,500	6,600	8,040
普通革	产量	919	823	693	650	650	650	650
	销量	921	812	688	650	650	650	650
合计	产能	2,800	3,200	3,500	5,000	6,650	8,050	8,850
	产量	2,954	3,293	3,876	4,250	5,150	7,250	8,690
	产能利用率	106%	103%	111%	85%	77%	91%	98%

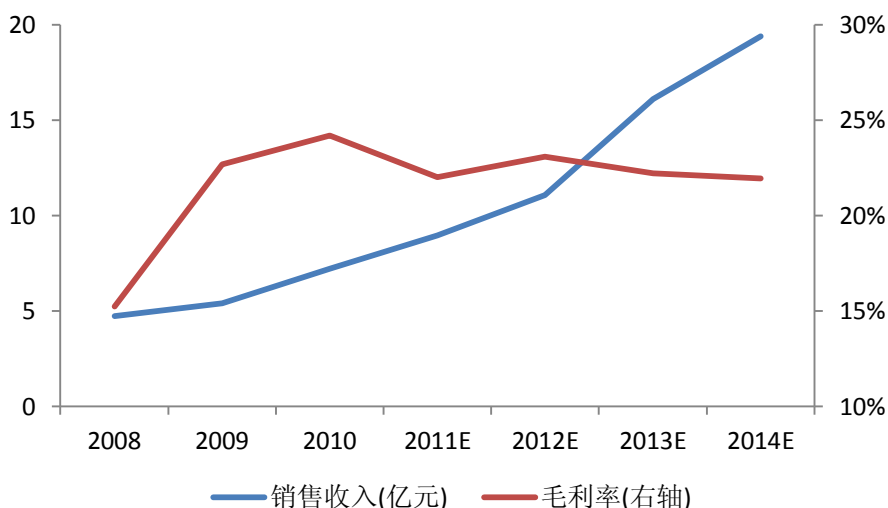
数据来源:招股说明书,安信证券研究中心

下面我们对公司主要产品产能、产量和毛利率进行分析:

生态功能性 PU 合成革方面,公司现具有年产 5,000 万米 PU 合成革的生产经营能力,2012 年底,PU 合成革年产能增至 6,650 万米,新增产能均为生态革。2011 年,预计生态革产量有 3,600 万米,收入 8.73 亿元;2012 年,预计生态革产量 4,500 万米,收入 11.08 亿元;2013 年,预计生态革产量 6,600 万米,收入 16.09 亿元;2014 年,预计生态革产量 8,040 万米,收入 19.4 亿元。生态革产品 2008-2010 年的毛利率分别为 15.23%、22.69%、24.18%,中高端 PU 合成革未来市场需求旺盛,年需求增速在 20%,所以生态革毛利率能够维持较高水平,预计毛利率在 22%左右。

普通合成革方面,普通合成革将维持原有产量,总量略有下降。2011-2014 年,预计普通革产量维持在 650 万米,收入在 1.2 亿元左右。普通革产品 2008-2010 年的毛利率分别为 9.11%、11.68%、17.95%,预计普通 PU 合成革未来市场供需接近平衡,毛利率在 13%左右。

图 5 生态功能性 PU 合成革收入与毛利率预测



数据来源:招股说明书,安信证券研究中心

我们对公司各项业务假设如下表所示, 预计公司 2011 年到 2013 年的营业收入分别为 10.15 亿元、12.24 亿元、17.23 亿元, 归属于母公司的净利润为 0.81 亿元、1.13 亿元、1.55 亿元, 折合每股收益分别为 0.71 元、1.01 元、1.41 元, 3 年间的复合增长率为 28%。

表 15 盈利预测 (单位: 万元)

	y2009	y2010	y2011E	y2012E	y2013E
营业收入	68,971	85,400	101,568	122,381	172,347
yoy%		24%	19%	20%	41%
生态功能性 PU 合成革	54,126	72,033	89,536	110,800	160,882
yoy%		33%	24%	24%	45%
普通 PU 合成革	12,831	11,254	11,697	11,580	11,465
yoy%		-12%	4%	-1%	-1%
营业成本	54,815	65,570	81,006	96,183	134,897
yoy%		20%	24%	19%	40%
分产品毛利率					
生态功能性 PU 合成革	23%	24%	22%	23%	22%
普通 PU 合成革	12%	18%	16%	15%	14%
净利润	4,843	7,090	7,491	10,639	14,840
yoy%		46%	6%	42%	39%
每股收益 (元/股)	0.46	0.67	0.71	1.01	1.41

数据来源: 安信证券研究中心

首次给予“增持-A”评级

截止 2011 年 12 月 27 日, 市场给予从事人造革合成革的中小盘上市公司 2011 年到 2013 年的平均市盈率分别为 24 倍、17 倍、13 倍。公司对动态 PE 分别为 20 倍、14 倍、12 倍, 要低于行业平均估值, 具有一定安全边际。

预计公司 2011 年-2013 年间的营业收入复合增长率为 26%, 给予公司 2012 年 20 倍的 PE, 预计合理股价为 20 元, 对应 2011 年-2013 年 PE 分别为 28 倍、20 倍、14 倍, 首次给予“增持-A”评级。

表 16 可比公司估值一览

公司	股价	市值	EPS			动态 PE			投资评级
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
禾欣股份	12.65	25.06	0.46	0.65	0.84	28	20	15	增持
双象股份	17.25	15.42	0.68	0.92	1.30	25	19	13	中性
华峰超纤	11.70	18.49	0.52	0.83	1.12	22	14	10	增持
安利股份	16.63	17.56	0.84	1.16	1.40	20	14	12	增持

数据来源: Wind, 安信证券研究中心 (2011.12.27)

5. 风险因素

(1) 产能过剩风险。人造革合成革行业均在产能扩张, 可能会出现产能过剩, 导致行业盈利水平下降。

(2) 原材料价格变动风险。由于公司主要产品中原材料所占比例较高, 尤其是化工类原料约占 50% 的比例, 其价格易出现波动, 并且波动幅度可能较大, 因此, 公司未来仍将面临毛利率水平波动的风险。

(3) 出口退税政策变动风险。由于政府补贴和税收优惠形成的损益占公司利润总额

的比例较高，因此，如果上述税收优惠和财政补贴政策在未来发生重大变化，将会对公司盈利能力及财务状况产生一定的影响。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-12-27		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
营业收入	689.7	854.0	1,015.7	1,223.8	1,723.5	成长性						
减: 营业成本	548.1	655.7	810.1	961.8	1,349.0	营业收入增长率	4.7%	23.8%	18.9%	20.5%	40.8%	
营业税费	-	0.4	0.4	0.5	0.7	营业利润增长率	33.0%	68.5%	7.5%	41.4%	45.1%	
销售费用	21.2	25.4	30.5	36.7	51.7	净利润增长率	63.7%	46.4%	5.7%	42.0%	39.5%	
管理费用	68.7	90.4	101.6	122.4	172.3	EBITDA 增长率	53.9%	54.0%	-1.6%	40.2%	32.6%	
财务费用	10.3	12.3	-1.9	-3.7	-4.2	EBIT 增长率	72.8%	58.8%	-10.9%	39.9%	46.3%	
资产减值损失	-0.1	0.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	100.0%	43.0%	-9.7%	34.0%	40.4%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.2%	48.0%	61.7%	52.8%	2.1%	
投资和汇兑收益	0.0	-	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	29.6%	34.5%	200.3%	12.5%	15.6%	
营业利润	41.4	69.8	75.0	106.1	153.9	利润率						
加: 营业外净收支	12.4	15.4	15.7	16.5	17.3	毛利率	20.5%	23.2%	20.2%	21.4%	21.7%	
利润总额	53.8	85.2	90.7	122.6	171.3	营业利润率	6.0%	8.2%	7.4%	8.7%	8.9%	
减: 所得税	1.9	8.6	9.1	12.3	17.1	净利润率	7.0%	8.3%	7.4%	8.7%	8.6%	
净利润	48.4	70.9	74.9	106.4	148.4	EBITDA/营业收入	10.0%	12.5%	10.3%	12.0%	11.3%	
EBIT/营业收入						7.5%	9.6%	7.2%	8.4%	8.7%		
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率						
货币资金	150.5	187.3	543.5	434.5	605.5	固定资产周转天数	76	87	92	128	127	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	2	-5	5	7	2	
应收账款	11.0	11.3	15.3	18.4	26.0	流动资产周转天数	146	151	217	231	188	
应收票据	21.2	29.9	33.4	40.2	56.7	应收帐款周转天数	5	4	4	4	3	
预付帐款	24.5	24.2	25.0	25.9	27.3	存货周转天数	45	54	63	64	60	
存货	101.5	153.2	199.7	237.2	332.6	总资产周转天数	243	264	348	398	338	
其他流动资产	0.0	-	-	-0.0	0.0	投资资本周转天数	87	96	125	163	141	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	25.2%	27.6%	9.8%	11.8%	14.2%	
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	10.8%	6.5%	7.6%	8.6%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	40.9%	48.6%	29.7%	24.6%	22.6%	
固定资产	178.1	234.3	284.1	586.8	633.6	费用率						
在建工程	12.2	22.9	112.4	67.4	67.4	销售费用率	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
无形资产	39.2	38.9	36.4	34.1	31.9	管理费用率	10.0%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%	
其他非流动资产	5.7	5.1	5.0	5.0	5.0	财务费用率	1.5%	1.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	
资产总额	543.9	707.0	1,254.8	1,449.5	1,785.9	三费/营业收入	14.5%	15.0%	12.8%	12.7%	12.8%	
短期债务	102.2	155.6	47.0	47.8	46.9	偿债能力						
应付帐款	120.6	166.4	210.8	250.3	351.1	资产负债率	62.1%	60.8%	33.6%	35.3%	39.3%	
应付票据	18.4	-	22.2	26.4	37.0	负债权益比	163.7%	154.9%	50.7%	54.6%	64.9%	
其他流动负债	38.4	50.5	76.9	106.0	146.0	流动比率	1.10	1.06	2.21	1.67	1.68	
长期借款	24.8	19.8	19.8	19.8	19.8	速动比率	0.74	0.66	1.67	1.15	1.15	
其他非流动负债	33.0	25.5	32.0	40.3	60.3	利息保障倍数	5.03	6.70	-39.16	-27.66	-35.76	
负债总额	337.6	429.6	421.9	512.1	702.7	分红指标						
少数股东权益	19.7	25.1	44.8	48.2	53.0	DPS(元)	0.05	0.05	-	-	-	
股本	79.2	79.2	105.6	105.6	105.6	分红比率	11.4%	7.8%	0.0%	0.0%	0.0%	
留存收益	105.4	170.7	682.5	783.6	924.6	股息收益率	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	206.3	277.4	832.9	937.3	1,083.2	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.46	0.67	0.71	1.01	1.41	
净利润	51.9	76.6	74.9	106.4	148.4	BVPS(元)	1.77	2.39	7.46	8.42	9.76	
加: 折旧和摊销	17.5	24.4	31.6	44.5	45.1	PE(X)	36.3	24.8	23.4	16.5	11.8	
资产减值准备	-0.1	0.1	-	-	-	PB(X)	9.4	7.0	2.2	2.0	1.7	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	45.0	48.0	-8.5	-14.2	13.1	
财务费用	7.6	8.8	-1.9	-3.7	-4.2	P/S	2.5	2.1	1.7	1.4	1.0	
投资收益	-0.0	-	-0.0	-0.0	-0.0	EV/EBITDA	-	-	13.4	10.4	7.2	
少数股东损益	3.5	5.7	6.8	3.9	5.7	CAGR(%)	28.6%	26.2%	28.7%	25.5%	12.8%	
营运资金的变动	71.6	-23.7	51.1	41.1	70.6	PEG	1.3	0.9	0.8	0.6	0.9	
经营活动产生现金流量	125.7	87.2	162.6	192.2	265.7	ROIC/WACC	4.2	5.0	3.0	2.5	2.3	
投资活动产生现金流量	-97.1	-84.8	-168.5	-299.8	-89.7	REP	-	-	1.1	0.9	0.9	
融资活动产生现金流量	9.3	36.3	355.2	4.5	3.3							

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

潘凡，中小板行业分析师，华中科技大学理学学士、金融工程硕士。2007年开始从事基金产品与衍生品研究，2010年获《新财富》金融工程最佳分析师。2011年开始从事行业研究，主要领域为中小板与创业板。

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

潘凡、张龙分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人		
010-59113593	mazn@essence.com.cn		
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034