

评级：强烈推荐
化学原材料
公司深度报告

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 陈鹏 S1080111060020

电话：0755-82485035

邮件：chenpeng2@fcsc.cn

安利股份(300218)

——受益产业链利润转移，稳步扩产推进长期增长

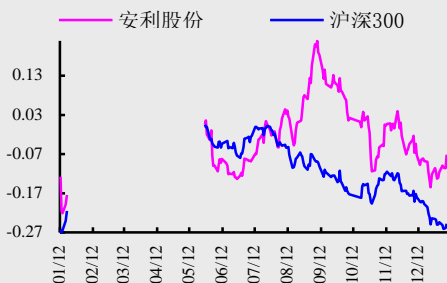
交易数据

上一日交易日股价(元)	15.32
总市值(百万元)	1,618
流通股本(百万股)	26
流通股比率(%)	25.00

资产负债表摘要(09/11)

股东权益(百万元)	740
每股净资产(元)	7.01
市净率(倍)	2.19
资产负债率(%)	34.43

公司与沪深300指数比较



相关报告

《行业深度报告-聚氨酯行业-从上下游博弈变化寻找聚氨酯产业链投资机会》2011年12月29日

摘要:

- **核心观点和催化剂：**聚氨酯产业链上下游博弈已发生巨大转变。上游大幅扩产、产业集中度下降背景下，定价权已移至下游。安利股份直接受益于此次转变。公司技术优势保证稳定盈利能力，持续快速扩产逐步推进盈利增长。
- **受益产业链上下游博弈变化：**随着2011年底开始的己二酸扩产潮持续，上游主要原料产能过剩且集中度大幅下降下，整个产业链定价权将逐渐转移到下游PU革行业。公司凭借产品完全是PU革而成为最直接的受益者。
- **技术优势保证盈利能力：**公司与技术相关的专利、奖励以及政府补助的数量远超过同行上市公司。在产能过剩，竞争激烈的PU革市场中，公司过去多年保持稳定较高的盈利能力是产品技术优势最直接的体现。
- **生态革环保标准既是技术体现也有助市场推广：**公司节能减排不仅走在国内标准之前，主营产品生态革环保指标达到欧盟环保标准。在绿色壁垒日益深入和广泛的今天，环保水平同样有助于公司产品在下游市场占有一席之地。
- **产能持续快速增长成为业绩增长长期引擎：**扩产计划已经延续到2013年-2014年，年均30%以上的增产将为公司盈利提供持续的动力。长期来看，国内巨大的PU革市场和未来产业集中度逐步提高为公司扩大规模提供广阔的空间。
- **给予“强烈推荐”评级。**预计2011-2013年EPS分别为0.74元、0.98元和1.06元，按照估值时股价14.86元，对应的PE分别为20倍、15倍和14倍。公司产品技术和环保标准方面的优势保证稳定盈利能力，持续快速扩张产能为公司发展提供强劲持久动力，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**原油等大宗品大幅上涨；下游需求持续萎缩；宏观经济继续探底；新增产能投产大幅低于预期等。



目 录

1	受益产业链上下游博弈变化	3
1.1	供需反转，己二酸风光不再	3
1.2	MDI (纯)弱势难改	4
1.3	原料掣肘不再，下游盈利能力增强	6
1.4	安利股份成为最直接受益者	6
2	技术优势保证稳定盈利	7
2.1	奖项、项目和专利显示公司持续技术创新	7
2.2	技术创新受政府认可和鼓励	9
2.3	盈利能力突出是技术优势最直接的体现	9
3	生态革环保水平既是技术也涉及市场	10
3.1	满足最严格环保标准—欧盟法规指标	11
3.2	出口情况彰显环保技术优势	12
3.3	环保标准有利开拓国内市场	12
3.4	节能减排走在国内标准前面	13
4	新增产能成为业绩增长强劲动力	13
4.1	产能持续快速增长	13
4.2	产业集中度提高为公司未来扩展提供广阔空间	14
5	基本判断及盈利预测	14
5.1	基本判断	14
5.2	盈利预测	15
5.3	投资建议	15
6	风险提示	15



过去几年将大量利润截流在上游的原料供应商由于自身行业供需平衡转换，在产业集中度下降和产能相对过剩压力下将逐渐丧失定价权。随着原料从卖方市场向买方市场过度，整个产业链利润将大幅向下转移（详见行业深度报告《从上下游博弈变化寻找聚氨酯产业链投资机会》）。整个PU 革行业受益的同时，我们认为凭借着多年在行业内的积累，拥有技术优势的安利股份将成为本轮变革的大赢家。

1 受益产业链上下游博弈变化

1.1 供需反转，己二酸风光不再

09 年反倾销之后，己二酸国内市场就被三家供应商所掌控。由于供需基本平衡和随时可以通过增加出口以达到国内限量保价，供应商在市场占据绝对的定价权。

高利润吸引了大量聚氨酯上游企业的注意，同时饱受缺货困扰的下游厂家也按捺不住，计划自己生产保证原料供应稳定。截至目前已经开始试生产的新增产能主要包括山东海力和华鲁恒生共计 31 万吨/年产能，明年也有多家新增产能可能会投产。即使考虑到部分新增产能因为目前己二酸低价位推迟试车或生产。我们预计明后两年国内新增产能均将超过 30 万吨，占增产前目前国内产能 50%左右。至 2013 年国内产能将达到 120 万吨/年以上，较 2010 年翻一倍。

表 1: 今明两年己二酸大幅扩产打破供需格局（单位：万吨）
排除部分新增产能改变投产计划，明年新增产能很可能超过 40%

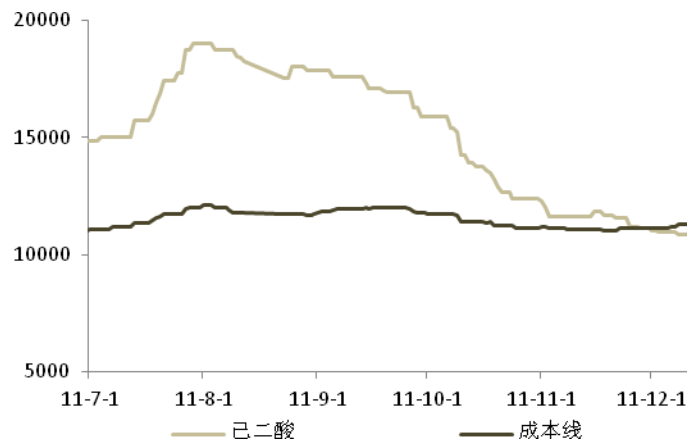
公司	2010	11年新增	12年新增	2012
山东洪业	14			14
山东海力	22.5	15		37.5
辽化	15			15
新疆天利	7.5			7.5
华鲁恒升		16		16
华峰集团			16	16
衢州曙扬			8	8
阳煤丰喜			7.5	7.5
商品量	59	31	31.5	121.5

数据来源：百川资讯、第一创业研究所

比未来产量增加更能影响己二酸市场的是由于供应商增加，己二酸市场产业集中度大幅下降。己二酸从 9 月份开始的暴跌表面上看是下游需求不畅和承压新增产能。但考虑到截止 12 月，尚没有新增装置达产，市场实际上未受到新增产能实际影响，过去两个月的暴跌更多的是体现面对未来市场集中度大幅下降，现有供应商态度急速转变。原有三家供应商希望通过主动降价来遏制同行新增产能投产。尤其是进入 12 月后，随着新增生产试产结束，现有产量的主要生产商甚至主动将价格降至成本线以下。



图 1: 下半年己二酸价格跌破成本线 (单位: 元/吨)



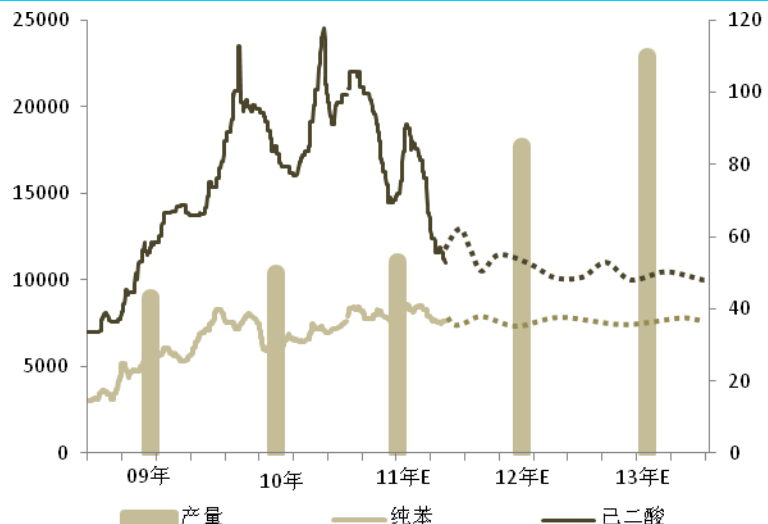
数据来源: 百川资讯、第一创业研究所

按照目前纯苯华东市场 8000 元/吨价格, 己二酸成本大约在 11500 元/吨左右, 较目前己二酸市场价格高 500-1000 元/吨, 生产商已处于亏损状态。新增产能由于刚开始生产, 成本更高, 亏损更严重。

在此市场情况下, 已有生产商准备推迟开车甚至搁置投产计划。短期来看, 已调试好的生产线随时可能达产终将是市场的达摩克里斯之剑, 己二酸价格也会持续承压。长期来看己二酸扩产计划将延续到 2012 年年底。反观下游市场需求无法达到己二酸扩产的速度, 保守估计产能过剩局面将延续 2 年以上。我们预计 2012 年己二酸年均市场价格在 12000 元/吨, 较今年均价 17500 元/吨下降 30%以上

图 2: 预计己二酸未来长期弱势盘整 (单位: 元/吨)

乐观估计 12 年初节前备货和旺季价格可能上涨, 但今年均价维持低位



数据来源: 百川资讯、第一创业研究所

1.2 MDI (纯)弱势难改

2011 年前纯 MDI 国内供需基本平衡。2011 年烟台万华宁波二期技改扩产 30 万吨, 使宁波二期总产能增加至 60 万吨。2012 年我们预计万华宁波



一期扩产 10 万吨，二期扩产 20 万吨。再加之我们预计万华烟台八角新基地和其他公司在 2013 年至 2014 年陆续有产能投产，从今年至 2014 年 MDI 产能年增长将达到 15% 以上。而且，按照目前有报道的跨国巨头开工建设的 MDI 项目，2014 年我们估计将有近 100 万吨新增产能投放。

表 2: 国内 MDI 产能未来几年保持持续快速增长 (单位: 万吨/年)

国内MDI产能装置/万吨					
企业	2010年	2011年新增	2012年新增	2013年新增	2014年新增
烟台万华	80	30 宁波二期技改年底扩 产至60万吨	30 宁波一期扩产10万 吨，二期扩产20万吨	30 烟台八角新基地一期 工程	30 烟台八角新基地一期 工程
拜耳	35	----	----	15 原装置扩产	30 新增产能
上海联恒	28	----	----	----	----
巴斯夫	----	----	----	----	40 重庆
NPU	5	----	----	----	----
总计	143	178	198	243	343
增速		20%	17%	22%	41%

数据来源: 百川资讯、第一创业研究所

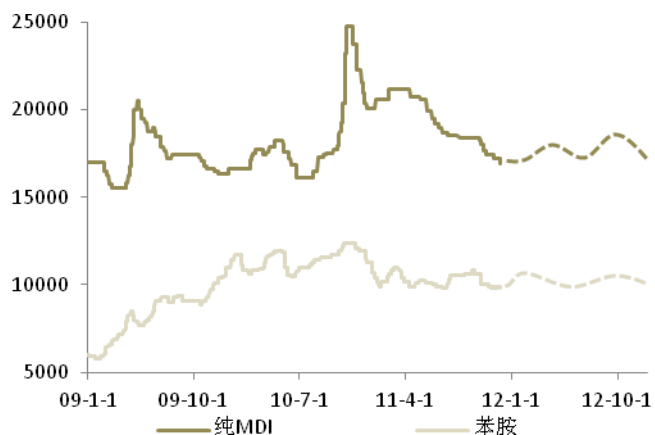
与己二酸相似，鉴于下游处于成熟稳定行业，我们预计纯 MDI 下游需求未来保持与 GDP 同步增长 (10% 左右) 的可能性很大。而 MDI 未来陆续有新增产能投放，产能增长速度将明显大于需求增速。

另一方面，我们预计由于宏观经济导致欧美 MDI 市场不景气，巴斯夫、拜耳等跨国公司将会将更多的 MDI 销往中国，国内市场将进一步承压。

此外，原本销售价格较拜耳和巴斯夫高的万华随着自身一体化程度不断加深，为进一步降价拉平与其他竞争对手的价格差提供可能。

考虑到 MDI 扩产幅度小于己二酸，而且今明两年扩产主要由万华一家完成，市场行情压力较小。我们保守预计明年纯 MDI 年均平均价格将维持今年 4 季度的水平，不会有明显增长。

图 3: 价格承压产能增速过快 (单位: 元/吨)



数据来源: 百川资讯、第一创业研究所

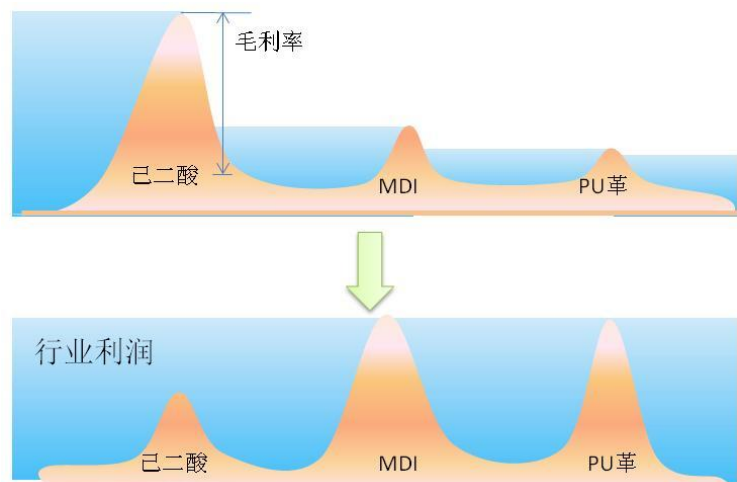


1.3 原料掣肘不再，下游盈利能力增强

由上下游产业集中度不同带来的定价权差异决定了过去两年上游原料生产商尤其是己二酸供应商收获了整个己二酸/MDI 至 PU 革产业链大部分利润。

同样，由于今明两年己二酸新增产能达产在即，产业集中度下降和产能过剩决定了未来产业链利润分配将发生变化。我们保守预计明年起己二酸毛利率将维持在 20% 以下。MDI 由于产能增加快于需求增速，盈利能力也将有所下滑。而 PU 革行业由于自身竞争态势没有发生根本变化，此消彼长下盈利能力将有显著提高。

图 4：整个产业链的利润将向下游转移

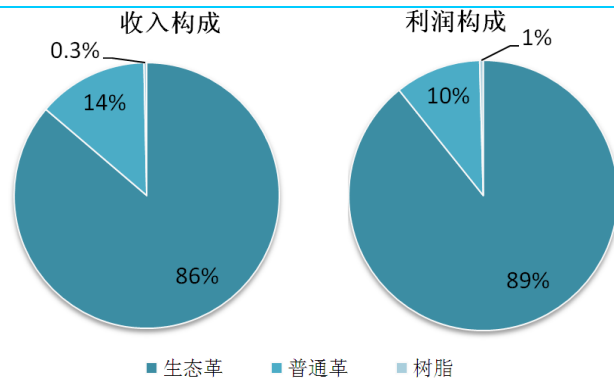


数据来源：第一创业研究所

1.4 安利股份成为最直接受益者

安利股份目前主要产品是生态 PU 革和普通 PU 革，其中生产 PU 革所需浆料基本自供，少量从市场采购，己二酸价格通过自产浆料和外购浆料两个途径影响公司生产成本。

图 5：公司各产品营收和利润占比



数据来源：公司公告、第一创业研究所



2010 年外购己二酸和 PU 树脂中己二酸的合计成本约占公司营业成本的 9.6%。

表 3: 己二酸成本占比 (按照 2010 年数据计算)

营业总收入	854.0	营业成本	655.7
总产能/万平米	3500.0	主要原料 / 吨	
产量: 生态革	3182.8	PU树脂	数量 3854.5
产量: 普通革	692.8		金额 38.9
金额	833.0	MDI	数量 2788.3
AA 当量			金额 40.9
数量	4251.0	AA	数量 3441.6
单价	14883.1		金额 51.2
金额	63.3	总计	131.1
占比	9.6	占比	20.0

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

近几年, 随着己二酸价格的波动, 己二酸成本占公司营业成本的比例相应变动说明己二酸相较于其他成本上涨更为剧烈。按照 10 年静态计算, 己二酸成本占总成本约 10%。

表 4: 己二酸成本占比随价格大幅波动

	2010	2009	2008
AA当量 /T	4251.0	3640.7	3309.2
单价 (元/公斤)	14.9	8.7	12.1
金额	63.3	31.8	39.9
占比	9.6	5.8	7.0

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

2 技术优势保证稳定盈利

公司的技术优势一方面体现在产品性能、质量和稳定性上, 在行业内首屈一指。除了公司荣获的奖励、申请的专利以及获得与技术相关政府补贴数量上的优势外, 公司的盈利能力是技术优势最直接的体现。

2.1 奖项、项目和专利显示公司持续技术创新

在 PU 革这个传统行业中, 公司从 2006 年起陆续获得的国家及省市级众多奖励是公司技术创新水平的一个缩影。公司先后获得“国家火炬计划重点高新技术企业”、“中国聚氨酯合成革创新研发基地”、“国家级企业技术中心”、“安徽省外商投资先进技术型企业”、“安徽省创新型企业”和“合肥市聚氨酯合成革与树脂工程技术研究中心”。



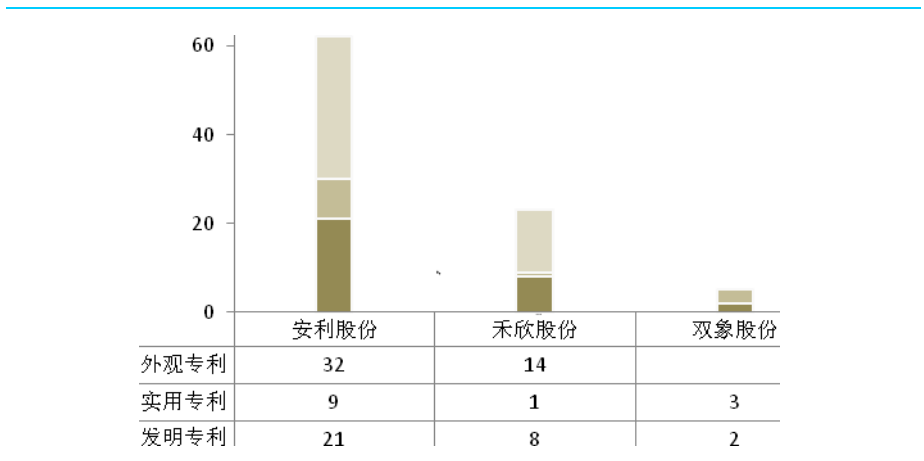
表 5: 获得重要奖项、认证或承担重大项目情况

奖项、认证或承担项目	认定部门
国家认定企业技术中心	国家发改委、科技部等五部委
国家火炬计划重点高新技术企业	科技部
中国聚氨酯合成革创新研发基地	中塑协
安徽省创新型企业	安徽省科技厅等六部门
国家火炬计划项目	科技部
国家重点新产品	科技部

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

在行业内, 公司技术优势明显。在聚氨酯合成革领域(非超纤革)与其他上市公司相比, 专利数量远超同行。从 08 年开始公司共获得外观专利 32 项, 实用专利 9 项以及发明专利 21 项。除专利外, 公司还有大量非专利技术等相关技术储备。

图 6: 公司 PU 革领域申请专利情况较同行更有优势



数据来源: 中国知识产权局, 第一创业研究所(注: 仅将各公司 PU 革方面的专利情况纳入统计)

在办厂门槛较低的 PU 合成革行业, 历来有一个配方一个厂的说法。行业内比基础创新更难的是做到技术保密。而无论技术创新还是技术保密, 归根到底都取决于技术人员队伍的稳定性。

图 7: 持续技术创新能力



数据来源: 公司公告, 第一创业研究所



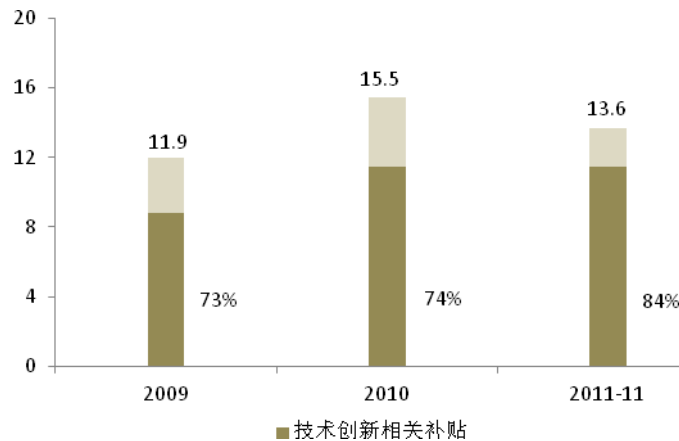
公司近些年形成了以董事长为主导的技术型管理团队。除高管外，公司核心技术、销售和生产骨干也通过安利投资间接持有公司股份。强化了激励和约束机制保证了公司管理和技术团队稳定性，也保证了公司技术创新经年不衰。

2.2 技术创新受政府认可和鼓励

公司技术创新不但间接有利于产品在市场上拥有竞争力和保证良好利润，而且直接产生收益。截至 2011 年 11 月 1 日公司年度共获得政府补助 1363 万元左右，其中与技术创新相关的金额约 84%左右。公司过去几年获得补助均在很大程度上均得益于技术创新。鉴于公司对技术创新的重视和技术储备情况，我们预计未来相关补助也将保持较高水平。

图 8: 近三年政府补贴情况

近三年来公司补贴中绝大部分来自于与技术创新相关的补助



数据来源：公司公告，第一创业研究所

此外，公司多年连续获得大量与技术创新相关奖励和补助从一个侧面也说明了公司技术水平受到业界和政府有关部门的认可。公司的技术发展和创新的方向符合国家关于绿色新材料相关规划的要求。

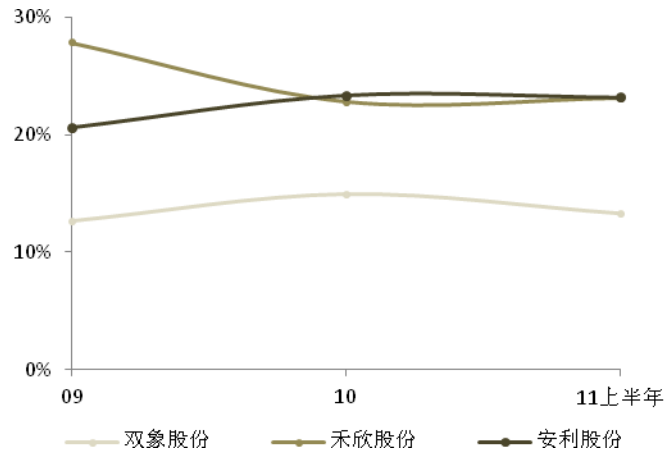
2.3 盈利能力突出是技术优势最直接的体现

在技术优势的背景下，公司产品毛利率一直稳定保持在 20%以上。考虑到 PU 革行业一直处于产能过剩和产业集中度分散的竞争格局，公司过去几年取得的稳定盈利能力十分难得。

尤其是 09 年和 10 年公司主要原料之一的己二酸价格高企，从 08 年底的 7000 元/吨上涨到 09 年均价 11230 元/吨，10 年均价 18800 元/吨。年均价格涨幅分别为 60%和 67%。超过 70%的毛利率水平和供应紧张严重影响了下游 PU 革行业的盈利能力，但安利股份由于产品结构主要是高附加值生态革，成本上涨向下游传递十分顺畅。公司毛利率基本没有受到明显影响充分说明了公司产品在业内的技术优势。



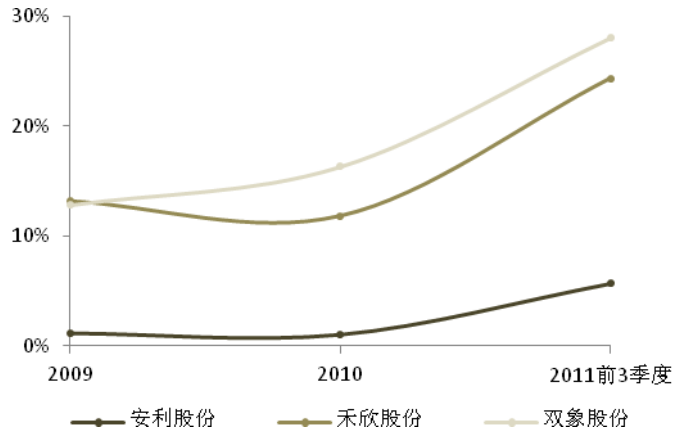
图 9: 行业内各公司盈利能力对比
11 年第三季度毛利率仍然维持 20% 以上高于同行水平



数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

除毛利率外, 对下游客户的结算方式是考量 PU 革企业对产品定价权的重要指标。公司 09 年和 10 年应收款占比均低于 5%。即使考虑到今年公司由于销售策略调整, 更多选择与大客户做直销, 公司前三季度应收账款占比也仅为 5.7%, 远小于竞争对手 25% 左右的应收账款占比。

图 10: 公司应收帐款占比远低于行业内各公司



数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

公司产品技术水平近年来深受下游客户认可。随之而来的, 公司原料涨价向下游传导能力较强, 而且对下游客户拥有较大的定价权。

3 生态革环保水平既是技术也涉及市场

公司技术优势的另一个方面主要体现在产品环保相关指标控制和工艺绿色化上。虽然目前国内 PU 合成革行业的主要希望利用水性技术和高固含量技术来减少溶剂 (主要是 DMF) 污染, 公司对工艺流程尤其是催化剂的使用和对整个体系重金属含量的控制在国际合成革环境友好方面颇具领先优势。这部分技术优势对公司产品市场推广和盈利能力均大为有益。



3.1 满足最严格环保标准—欧盟法规指标

经过过去十余年的发展，我国合成革人造革产能产量已经远远超过各发达国家产能产量的总和。在此背景下，包括欧盟、日本等发达国家通过绿色壁垒限制进口来保护本国生产商。在这些技术壁垒中，又以欧盟 REACH 法规要求最为严格影响最为广泛。

根据我们的经验，聚氨酯合成革中间体浆料生产过程中使用的有机锡催化剂和重金属控制是对工艺和配方要求最为严格的方面。以此为例，欧盟 REACH 法规要求较国标严格很多。

表 6: 公司产品标准达到欧盟标准，且远高于国内相关标准

项目	单位(mg/kg)	国家环境标志产品技术要求	欧盟环保标准	生态功能性聚氨酯合成革
可萃取 重金属	锑 (Sb)	≤30	≤30	≤30
	砷 (As)	≤1.0	≤1.0	≤1.0
	铅 (Pb)	≤0.8	≤0.2	≤0.2
	镉 (Cd)	≤0.1	≤0.1	≤0.1
	铬 (Cr)	未要求	≤60.0	≤60.0
	钴 (Co)	≤1.0	≤1.0	≤1.0
	汞 (Hg)	≤0.02	≤0.02	≤0.02
	铜 (Cu)	≤25.0	≤25.0	≤25.0
镍 (Ni)	≤1.0		<0.5ug/cm ² /week	<0.5ug/cm ² /week
总镉含量		未要求	≤1.0	≤1.0
六价铬 (Cr6+)		≤5.0	≤0.5	≤0.5
有机锡 化合物	三丁基锡 (TBT)	≤0.5	≤0.05	≤0.05
	二丁基锡 (DBT)	≤1.0	≤0.05	≤0.05
	单丁基锡 (MBT)	≤1.0	≤1.0	≤1.0

数据来源：公司公告，第一创业研究所

公司产品出口涵盖欧、美、亚、非洲等国家，其中对进口产品环保标准要求最为严格的欧盟已成为公司第一大出口地区。此外，公司对欧美发达国家的出口额占公司总出口额的 70% 以上。

REACH 法规不仅要求严格，而且逐年对检测项目进行添加，对检测限要求更加苛刻。实际上国内合成革企业和行业不仅是要达到这些绿色壁垒的标准，更是在跟这些逐年该进的标准进行赛跑。

表 7: 欧盟对有机锡要求日益严格

有机锡类别	名称	用量/wt%	禁用日期
三取代	TBT、TPT	0.1	10-7-1
	二丁基锡 (DBT)	0.1	12-1-1
二取代	二辛基锡 (DOT)	0.1	12-1-1
	二丁基锡 (DBB)	0.1	暂无

数据来源：第一创业研究所（注：REACH 法规版本：2006R1907）



以有机锡为例，从 2009 年开始陆续有一系列一直使用的有机锡催化剂将被列入限制使用的名录中。作为 PU 浆料合成过程中性能最好、价格最低同时也是最常用的有机金属催化剂，有机锡的替代涉及到的不只是一个名称的变动。由于其替代品的催化活性较差、售价高且供应不足，有机锡的替代是涉及工艺改进、产品质量和成本控制等众多方面的技术难题。

3.2 出口情况彰显环保技术优势

除了产品性能和环保标准满足发达国家水平外，公司产品的出口情况是最能说明公司在这方面的优势的指标。公司产品直接出口到欧洲、美国、亚洲、非洲等全球 50 多个国家和地区，产品出口率近几年均保持 45% 以上的比例。虽然由于同行业各公司产品略有不同，安利出口比例和出口数量均常年领先同行。

随着新增产能投放，公司出口数量逐年增长。我们认为产品稳定增长的海外市场需求是公司未来新增产能得以顺利消化的重要保证之一。

图 11: 出口比例稳定且远高于同行

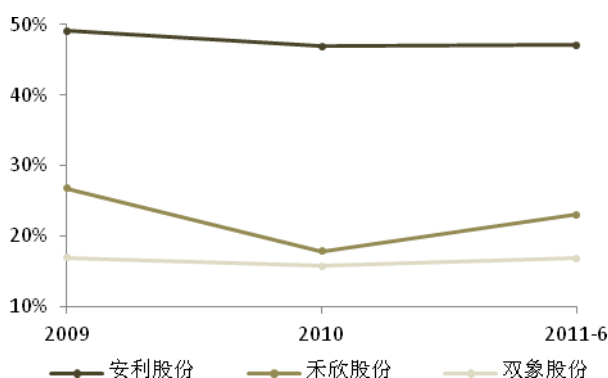
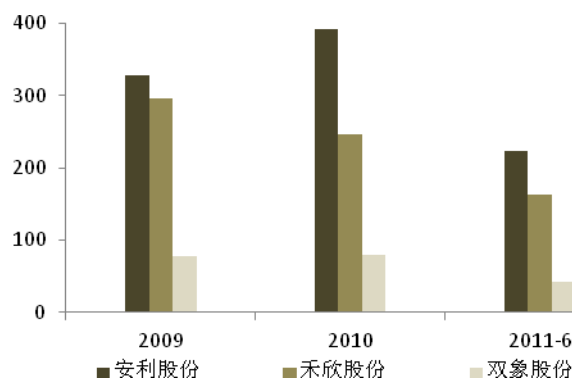


图 12: 出口数量稳定增长



数据来源：公司公告，第一创业研究所

3.3 环保标准有利开拓国内市场

满足发达国家环保法规要求不但是公司产品直接出口畅通的基本保证，而且对产品在国内市场的销售同样十分重要。以欧盟 REACH 法规为代表的众多国外绿色技术壁垒针对的不仅仅是合成革。合成革的下游如鞋、箱包、服装以及体育器材能使用合成革的制品均属于检测针对的范围。这些下游产品国内出口量十分巨大，而相关法规可以通过限制这些产品环保要求倒逼国内下游厂家提高对其合成革原料的环保要求。

以国内运动鞋为例，合成革成本占其加工成本不足 20%。我国是运动鞋生产和出口大国。如果某因为不足成本五分之一的合成革部分环保不达标致使成品鞋无法出口进入欧美市场，国内生产商将承担整双鞋的损失，甚至进一步承担违约责任。在这种压力下，即使国内合成革下游厂家也希望能按照严格的国际标准采购原料合成革。



3.4 节能减排走在国内标准前面

国内对 PU 合成革行业环保标准距离国外还有很大距离，目前主要针对 PU 革生产过程中溶剂挥发和排放做定量限制。以国内生产工艺中最普遍且用量最大的溶剂 DMF 为例，2008 年发布并实施的《合成革与人造革工业污染物排放标准》中对 DMF 的排放有明确的规定。

表 8: 国家对行业主要溶剂 DMF 检测要求

污染物项目	排放限值	污染物排放监控位置	备注
	5 mg/L	企业废水总排放口	现有企业标准
二甲基甲酰胺	2 mg/L	企业废水总排放口	新建企业标准
(DMF)	50 mg/m ³	车间或生产设施排气筒	聚氨酯湿法工艺
	50 mg/m ³	车间或生产设施排气筒	聚氨酯干法工艺

数据来源：公司公告，第一创业研究所

公司目前是国内同时通过“中国生态合成革”认证和“中国环境标志产品”认证的合成革生产企业。对于 DMF 的回收，公司自主研发三效回收环保节能技术，比传统双塔双效系统节能约三分之一。此外，公司应用包括 DCS 集散控制系统在内的先进技术和仪器，有效实现了计算机在线监控，提高 DMF 回收率和质量。

表 9: 回收 DMF 比例及质量控制

项目	标准
回收率	99.80%
水	≤250 ppm
FA	≤20±5 ppm
DMA	≤10±5 ppm
电导率	≤2.5 us/cm

数据来源：公司公告，第一创业研究所

4 新增产能成为业绩增长强劲动力

4.1 产能持续快速增长

公司包括募投产能在内的新增产能将在未来三年持续投放。2012 年-2014 年产能增长率均将持续保持 30%以上的幅度。

表 10: 公司未来三年产能持续投放（单位：万平米）

年份	2011	2012E	2013E	2014E
当年新增	1100	2200	2200	
总产能	3500	4600	6800	9000
产能增幅	0	31.4%	47.8%	32.3%



数据来源：公司公告，第一创业研究所

4.2 产业集中度提高为公司未来扩展提供广阔空间

公司过去几年产能紧张，一直处于满负荷生产状态。公司过去一直通过技改提高产量来缓解供给瓶颈。而且因为产能紧张原因，公司不得不放弃了一些客户。我们估计随着公司新增产能陆续投产，原有客户和过去一直无法供货的潜在客户将成为消化新增产能的主要力量。

表 11: 公司产能利用率一直保持在满负荷开工，供应紧张

年份	2008	2009	2010
产能	2800	3200	3500
产量	2954	3292	3874
产能利用率	105.5%	102.9%	110.7%

数据来源：公司公告，第一创业研究所

而且公司供给增加的数量即使按照 14 年总产能 9000 万米的数量来计算也仅仅占整个 PU 革市场量 14.3 亿米的 6.42%。不仅不会给整个市场供给带来压力，而且随着产业集中度上升，未来公司继续扩张的空间依然很大。

表 12: PU 革未来需求情况预计

项目	2010	2011	2012	2013
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 革	14.34	16.29	18.68	21.46
增长率	12.21%	13.60%	14.67%	14.88%

数据来源：公司公告，第一创业研究所

由于 PU 革市场十分分散，即使算上全部新增产能公司产能占整个市场量比例依然很小。考虑到公司过去产能一直不足而且出口比例保持稳定、出口数量逐年增加，我们预计未来几年新增产能将会顺利消化，不会对公司盈利能力和产品价格带来太大的压力。

5 基本判断及盈利预测

5.1 基本判断

上下游博弈变化，利润向下游转移：由于上游原料行业产能迅速释放，产业集中度下降，整个产业链的利润将重新分配。随着定价权逐渐回到下游手上，PU 革行业的盈利能力将随之上升。

技术优势保证稳定盈利：公司产品在过去激烈的市场竞争中一直保持高于同行的盈利水平。公司以专利、奖励和政府补贴为标志技术创新表现



出持续发展的态势。

环保不仅是技术还涉及市场： 高标准的环保产品标志着公司在绿色工艺和助剂使用上领先的技术水平。随着发达国家绿色壁垒日益严格，下游客户对环保产品的需求亦将促进公司产品在国内销售。

持续快速扩产将成为增收的强劲引擎： 公司产品技术和环保方面的优势将保证公司产品在市场获得较强竞争力。同时，产业集中度提升将为未来公司进一步发展打开广阔的天空。

5.2 盈利预测

表 13: 主要财务指标及预测值

主要财务指标	单位:百万元			
	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	854	983	1114	1275
收入同比	24%	15%	13%	14%
归属母公司净利润	71	78	103	112
净利润同比	46%	10%	32%	8%
毛利率(%)	23.2%	23.0%	25.2%	25.0%
ROE(%)	28.1%	10.0%	11.7%	11.2%
每股收益(元)	0.67	0.74	0.98	1.06
P/E	22.13	20.04	15.19	14.06
P/B	6.22	2.01	1.77	1.57
EV/EBITDA	15	14	10	9

数据来源：公司公告，第一创业研究所

5.3 投资建议

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.74 元、0.98 元和 1.06 元，按照估值时股价 14.86 元，对应的 PE 分别为 20 倍、15 倍和 14 倍。公司在产品技术和环保标准方面的优势保证稳定盈利能力下持续快速扩张的产能为公司发展提供强劲动力，给予“强烈推荐”评级。

6 风险提示

- 1、宏观经济继续探底风险；
- 2、原油、棉花等大宗品价格大幅下跌风险；
- 3、下游需求大幅下滑风险；
- 4、上游原料增扩产受阻风险



表 14: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	406	933	1017	1131	营业收入	854	983	1114	1275
现金	187	572	651	725	营业成本	656	757	833	957
应收账款	9	51	60	69	营业税金及附加	0	3	4	5
其他应收款	2	3	4	4	营业费用	25	30	34	38
预付账款	24	24	15	13	管理费用	90	102	116	133
存货	153	250	250	277	财务费用	12	8	3	0
其他流动资产	30	33	37	43	资产减值损失	0	5	6	7
非流动资产	301	347	383	412	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	234	280	315	342	营业利润	70	79	118	135
无形资产	39	43	45	47	营业外收入	15	16	11	9
其他非流动资产	28	24	23	23	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	707	1280	1400	1543	利润总额	85	94	129	144
流动负债	384	422	430	450	所得税	9	9	17	23
短期借款	156	200	170	150	净利润	77	85	112	121
应付账款	159	174	195	222	少数股东损益	6	6	9	10
其他流动负债	70	48	65	77	归属母公司净利润	71	78	103	112
非流动负债	45	45	45	47	EBITDA	106	116	159	181
长期借款	20	17	15	14	EPS (元)	0.90	0.74	0.98	1.06
其他非流动负债	26	28	30	33					
负债合计	430	467	475	496	主要财务比率				
少数股东权益	25	31	40	50	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	79	106	106	106	成长能力				
资本公积	10	435	435	435	营业收入	23.8%	15.1%	13.3%	14.5%
留存收益	161	240	343	454	营业利润	68.5%	12.6%	49.6%	15.1%
归属母公司股东权益	252	782	885	997	归属于母公司净利润	46.4%	10.4%	31.9%	8.0%
负债和股东权益	707	1280	1400	1543	获利能力				
					毛利率(%)	23.2%	23.0%	25.2%	25.0%
					净利率(%)	8.3%	8.0%	9.3%	8.8%
					ROE(%)	28.1%	10.0%	11.7%	11.2%
					ROIC(%)	27.8%	17.1%	23.2%	23.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.8%	36.4%	33.9%	32.2%
					净负债比率(%)	42.00%	46.47%	38.91%	33.00%
					流动比率	1.06	2.21	2.36	2.52
					速动比率	0.66	1.62	1.78	1.90
					营运能力				
					总资产周转率	1.37	0.99	0.83	0.87
					应收账款周转率	95	29	18	18
					应付账款周转率	4.85	4.55	4.52	4.59
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.74	0.98	1.06
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	-0.19	1.79	1.60
					每股净资产(最新摊薄)	2.39	7.41	8.38	9.44
					估值比率				
					P/E	22.13	20.04	15.19	14.06
					P/B	6.22	2.01	1.77	1.57
					EV/EBITDA	15	14	10	9

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作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。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135