

# 贴近市场，稳健发展

## 买入首次评级

目标价格：25 元

我们于近期调研了安利股份(300218)，现将调研结果整理如下：

### 投资要点：

- 📖 “十二五”期间，PU生态功能革保持20%以上的增速没有问题
- 📖 新产品开发能力卓异，把握市场动向能力超群

### 报告摘要：

- **“十二五”期间，PU生态功能革预计可以保持20%以上的增速。**目前国内真皮消费量大约12亿平米，人造革生产和外销大约40亿平米。人造革中，PVC市场份额约占55%，普通PU30%，生态PU20%，超纤革5%。预计“十二五”期间，PVC革能够持平，普通PU革大约可以保持10%的增速，虽有超纤革的挑战，但生态功能革因其环保、生态的特点，预计保持20%的增速没有问题。
- **研发能力卓越。**公司的PU浆料独具特色，在耐水解性、撕裂强度、耐磨耐刮、剥离强度、抗菌性等功能性方面有独到之处。新品种开发方面，每年大体保持新增50~60个新品种的能力。公司的PU革已经成功进入CUCCI、Blackberry以及苹果等高端领域，并且在汽车内饰、军靴警鞋以及箱包手袋等领域具备较深的技术储备。
- **把握市场动向能力超群。**二季度，国内人造革产业整体景气度稍差。针对这一问题，一方面，公司将目前的生产线已经全部改造成市场相对紧缺的生态功能革，另一方面，公司贴近市场，深度营销，采取“一单一议”的接单方式，毛利和开工水平均比较稳定。公司50%的产品面向海外市场，有采取对冲机制锁定外汇变动造成的收益。
- **募投项目进展顺利。**募投项目中的2千2湿生产线已经于11年6月份陆续达产，3万吨树脂的部分产能预计年内可以释放，余下的募投项目预计明年夏季可以投产。目前尚有2.9亿超募资金尚未明确用途，预计可能会继续用于主业的扩张。
- **股价合理，给予“增持”评级。**预计公司11~13年的每股收益分别为0.92、1.27以及1.45元，目前股价21.9元，基本合理，给予“增持”评级，目标价位25元。

单位：百万	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	689.71	854.00	1022.96	1486.70	1689.98
增长率(%)	4.75%	23.82%	19.79%	45.33%	13.67%
净利润	48.43	70.90	97.33	134.21	152.70
增长率(%)	63.72%	46.40%	37.27%	37.90%	13.78%
EPS(元/股)	0.459	0.671	0.922	1.271	1.446

### 化工研究组

#### 分析师：

**祖广平(S1180510120011)**

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

**张延明(S1180510120009)**

电话：010-88085223

zhangyanming@hysec.com

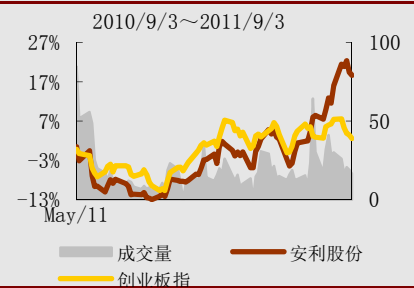
#### 联系人

**柴沁虎**

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110630	1885	
20110517	616	

数据来源：港澳资讯

### 机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

**表 1: 收入明细**

年份		2010	2011E	2012E	2013
	产能, 万平米	3,500	4,025	5,850	6,650
	销售数量 (万平米)	3,186	3,804	5,528	6,284
	单价 (元/米)	23	25	25	25
	营业收入 (万元)	72045	95091	138206	157106
生态革	毛利率	24%	25%	24%	24%
	销售数量 (万平米)	688	423	614	698
	单价 (元/米)	16	17	17	17
普通革	营业收入 (万元)	11254	7185	10442	11870
	毛利率	18%	16%	15%	15%
	营业收入 (万元)	3	1	1	1
聚氨酯树脂	毛利率	30%	30%	30%	30%
	营业收入 (万元)	18	20	20	20
其他业务收入	毛利率	17%	15%	15%	15%

资料来源: 宏源证券

**表 2: 利润表**

利润表 (百万)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	658.45	689.71	854.00	1022.96	1486.70	1689.98
减: 营业成本	569.38	548.15	655.70	773.37	1132.84	1289.15
营业税金及附加	0.00	0.00	0.35	0.42	0.62	0.70
营业费用	20.06	21.22	25.42	30.45	44.25	50.30
管理费用	40.67	68.72	90.35	108.23	157.29	178.80
财务费用	-1.23	10.27	12.26	1.75	-3.94	-8.11
资产减值损失	-1.58	-0.08	0.08	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	31.15	41.44	69.83	108.74	155.63	179.14
加: 其他非经营损益	3.52	12.36	15.37	15.00	15.00	15.00
<b>利润总额</b>	34.67	53.79	85.20	123.74	170.63	194.14
减: 所得税	2.36	1.90	8.57	18.56	25.60	29.12
<b>净利润</b>	32.32	51.90	76.62	105.18	145.04	165.02
减: 少数股东损益	2.73	3.47	5.72	7.85	10.83	12.32
<b>归属母公司股东净利润</b>	29.58	48.43	70.90	97.33	134.21	152.70
<b>EPS (元/股)</b>	0.280	0.459	0.671	0.922	1.271	1.446

资料来源: 宏源证券

**分析师简介:**

**祖广平:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 4年证券行业从业经验。

**柴沁虎:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

**张延明:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张璐</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>崔秀红</b> 010-88085788 cuixihong@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。