

合成革行业

报告原因：公司调研

2013年11月18日

市场数据：2013年11月18日

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价（元） | 8.28 |
| 一年内最高/最低（元） | 9.35/5.25 |
| 市净率 | 20.7 |
| 市盈率 | 2.06 |
| 流通A股市值（亿元） | 4.89 |

基础数据：2013年9月30日

| | |
|--------------|-------------|
| 每股净资产（元） | 3.92 |
| 资产负债率% | 39.31 |
| 总股本/流通A股（百万） | 211.2/59.13 |
| 流通B股/H股（百万） | |

相关研究

分析师：苏淼

执业证书编号：S0760512080001

Email:sumiao@sxzq.com

021-38529770

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email:peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

安利股份 (300218)

逐步开拓新兴领域，盈利能力稳步提升

首次

增持

公司研究/调研简报

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

| | 营业收入 | 营业成本 | 净利润 | 每股收益 | 市盈率 |
|-------|---------|---------|--------|------|-------|
| 2012A | 1110.96 | 904.28 | 48.80 | 0.23 | 35.83 |
| 2013E | 1270.31 | 1010.81 | 84.55 | 0.40 | 20.68 |
| 2014E | 1591.33 | 1242.38 | 106.15 | 0.50 | 16.47 |
| 2015E | 1963.14 | 1530.11 | 131.64 | 0.62 | 13.28 |

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

④ **持续做大PU合成革的生产规模。**目前合成革的产能规模大约为5800万平米，2013年底，随着募投项目剩余产能的建成投产，预计公司合成革的规模将达到6600万平米左右，产能投放大约是2014年第1季度，超募项目的产能规模为2200万平米，该项目计划2014年下半年建成投产后，预计2014年底合成革的合计产能大约为8850万平米。从产能扩张的幅度来看，2014~2015年将新增3000万平米左右，扩产幅度为50%左右。

④ **从鞋革、沙发革等传统领域向电子行业用革等新兴领域转型。**从下游需求结构来看，公司的下游主要是鞋革、家具沙发革和部分其他行业，其中鞋革所占的比重大约为40%左右，而家具沙发革所占比重大约为40%左右，装饰、箱包等其他行业所占的比重大约为20%左右，对于2014年，公司计划加大电子行业用革和装饰行业用革的销售力度，未来两个市场将是公司重点开拓的行业，其中突破电子行业用革的概率比较大。

④ **合成革产品价格将基本保持稳定，盈利能保持稳定。**从产品价格来看，2008~2012年，产品价格一直保持在21元/米左右，2011年以后，产品价格略有上涨，对于产品价格不断上涨，我们认为未来2年会继续保持小幅上涨的态势，原因有两个：一个是产品结构调整，高毛利产品所占比重逐步提升，另一个以市场为导向，技术实力非常强，公司是合成革行业的领先企业，主持制定了7项国家和行业标准，因此我们认可公司在PU合成革行业是技术实力最强的企业。从产量来看，我们预计2013年销量增速大约为10%左右，未来年销量增速大约保持在10%~15%左右。

④ **业绩与估值。**我们预计2013~2015年的每股收益为0.4、0.5和0.62元，公司以市场为导向，技术实力非常强，随着新增产能逐步投放市场，经营绩效会稳步提升，我们首次给予“增持”的评级。

④ **风险提示。**市场开拓的进度低于预期

1、PU 合成革：不断做大 PU 合成革规模

持续做大 PU 合成革的生产规模，目前公司合成革的产能规模大约为 5800 万米，2013 年底，随着募投项目剩余产能的建成投产，预计公司合成革的规模将达到 6600 万米左右，产能投放大约是 2014 年第 1 季度。超募项目的产能规模为 2200 万米，超募项目计划于 2014 年下半年建成投产后，预计 2014 年底合成革的合计产能大约为 8850 万米。从产能扩张的幅度来看，2014~2015 年将新增 3000 万米左右，扩产幅度为 50%左右。

从鞋革、沙发革等传统领域向电子行业用革等新兴领域转型。从下游需求结构来看，公司的下游主要是鞋革、家具沙发革和部分其他行业，其中鞋革所占的比重大约为 40%左右，而家具沙发革所占比重大约为 40%左右，装饰、箱包等其他行业所占的比重大约为 20%左右，对于 2014 年，公司计划加大电子行业用革和装饰行业用革的销售力度，未来两个市场将是公司重点开拓的行业，其中突破电子行业用革的概率比较大。

从产量来看，我们预计 2013 年销量增速大约为 10%左右，我们统计 2008~2012 年的销量增速，销量增速大约为 10%~15%左右，随着产量的不断增大，我们预计未来 PU 合成革很难保持大幅增长的格局，而且公司的战略规划中提到未来的方向是专业化、特色化，因此我们认为未来年销量增速大约保持在 10%~15%左右。

图表 1: 2008~2012 年 PU 合成革的销量和价格

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 销量 (万米) | 2954.43 | 3292.76 | 3873.75 | 4211.9 | 4822.2 |
| 价格 (元/米) | 21.25 | 20.34 | 21.50 | 23.09 | 22.59 |
| 生态合成革毛利率 | 15.22% | 22.68% | 24.17% | 21.97% | 19.68% |
| 销量同比增速 (%) | | 11.45% | 17.64% | 8.73% | 14.49% |

数据来源：山西证券研究所

从产品价格来看，2008~2012 年，产品价格一直保持在 21 元/米左右，2011 年以后，产品价格略有上涨，对于产品价格不断上涨，我们认为未来 2 年会继续保持小幅上涨的态势，原因有两个：

1, **产品结构调整**，2010 年以前，普通合成革所占的比重比较大，随着新增高物性生态革所占的比重不断提升，未来产品价格会基本保持稳定。

2, **技术实力非常强，而且完全以市场为导向**。公司的产品结构中，公司自己不生产基布，但是自己生产聚氨酯浆料。在 PU 合成革产品中，PU 树脂浆料会赋予合成革基布各种各样的性能，比如仿真、耐候、耐

水解等性能，因此公司从事的技术研发具有非常强的针对性，完全针对下游客户开展技术研发。

在技术专利方面，截止 2012 年底，公司拥有专利 84 项，发明专利 22 项，我们对比过合成革行业的 5 家上市公司，公司的技术专利数量、专利质量和技术研发的持续性非常强，在行业技术标准方面，公司主持制定了 7 项国家和行业标准，因此我们认可公司在 PU 合成革行业是技术实力最强的企业。

在技术投入强度方面，公司每年技术研发的投入比重都保持 4% 以上，技术研发的构成比较多，从技术研发的效果来看，公司每年都有 20 项左右的新产品投放市场，新产品的差异化主要是体现在产品性能，当然也是未来更好的满足下游客户的需求。

图表 2: 公司技术研发投入强度

| | 2012 | 2011 | 2010 |
|------|---------|---------|---------|
| 研发投入 | 5313.56 | 4891.93 | 4041.72 |
| 占比 | 4.78% | 4.93% | 4.73% |

数据来源：山西证券研究所

在新产品开发中，易去污功能性沙发家具革销售情况远超过我们的预期，易去污功能性沙发家具被列入国家重点新产品，2013 年销售情况非常好，出口欧盟比较多，客户认可度非常高。

2、业绩与估值

1、公司的主要产品包括生态性 PU 革，不含税价格和毛利率的假设情况如下；

2、实际所得税率按照 15% 估算；

3、2013 年管理费用、销售费用为 1.27 亿、0.39 亿左右。

图表 3: 主要产品的毛利率及销量假设

| | 2013E | 2014E | 2015E | |
|----------|-------------|--------|---------|---------|
| 生态性 PU 革 | 销量 (万米) | 4400 | 5500 | 6875 |
| | 不含税价格 (元/米) | 25.50 | 26.00 | 26.00 |
| | 毛利率 (%) | 21.57% | 23.08% | 23.08% |
| 普通 PU 革 | 销量 (万米) | 964.03 | 1060.43 | 1166.48 |
| | 不含税价格 (元/米) | 13.50 | 13.50 | 13.50 |
| | 毛利率 (%) | 11.11% | 11.11% | 11.11% |

数据来源：山西证券研究所

预计 2013~2015 年的每股收益为 0.4、0.5 和 0.62 元，公司以市场为导向，技术实力非常强，我们首次给予“增持”的评级。

3、风险提示

- 1、市场开拓的进度低于预期

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。