

日期: 2014年6月5日
行业: 橡胶和塑料制品业

精耕主业的国内合成革龙头



王昊
021-53519888-1957
wanghao@shzq.com
执业证书编号: S0870513070002
中小市值研究组:
曾小勇 (S0870510120014)
王昊 (S0870513070002)
潘贻立 (S0870112110005)

基本数据 (Y2013)

报告日股价 (元)	10.84
12mth A 股价格区间 (元)	5.25/13.38
总股本 (亿股)	2.11
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	22.68
每股净资产 (元)	4.10
PBR (X)	2.64
DPS (Y2013, 元)	0.80

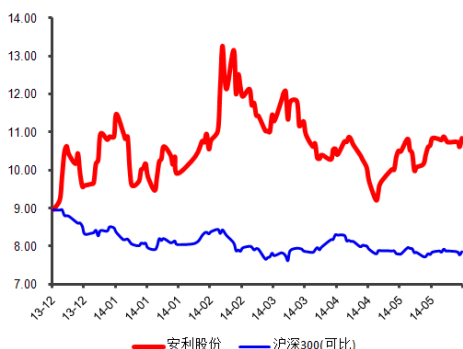
主要股东 (Y2013)

安徽安利科技投资集团股份有 限公司	22.50%
香港敏丰贸易有限公司	18.00%
香港劲达企业有限公司	16.50%
合肥市工业投资控股有限公司	12.92%

收入结构 (Y2013)

生态功能性合成革	89.41%
普通合成革	8.70%
其他产品	1.89%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZXSZ14-CR07

首次报告日期: 2014年6月5日

相关报告:

投资摘要

估值与投资建议

我们预计 2014-2016 年, 公司将分别实现归属于母公司的净利润 1.02 亿元、1.25 亿元和 1.46 亿元, 同比增长 37.94%、23.21% 和 16.57%; 相应的每股收益为 0.48 元、0.59 元和 0.69 元。以 6 月 5 日收盘价 10.84 元计算, 2014 年和 2015 年动态 PE 分别为 22.49 倍和 18.26 倍, 和有数据可得的 3 家业内上市公司相比, 公司估值水平合理, 高于华峰超纤, 低于禾欣股份和双象股份, 处于行业中游。我们认为随着公司业绩的逐步释放, 估值水平有进一步提升的可能。

虽然我国已经成为世界上最大的人造革合成革产地, 但近几年下游行业整体增长放缓, 部分行业产能过剩严重, 导致未来需求或将呈现低速增长。随着人们对动物保护和环境保护的日益重视, 生态功能性合成革将凭借其优异的功能性及较好的环保指标而逐步抢占真皮和 PVC 人造革市场。此外, 行业和环保标准将进一步升级, 推动行业整合加速, 有利于像安利股份这样拥有技术、资金、品牌优势的龙头企业借产能释放之机抢占更多的市场份额。

公司原料成本继续走低、产品均价提升潜力较大、费用水平亦有望维持平稳, 三者共同作用将在未来两三年内持续提升公司盈利水平。

综合考虑, 我们认为公司专注于合成革主业, 未来有效产能的释放和盈利水平的改善, 将促进公司业绩持续稳定的提升, 首次覆盖, 给予“谨慎增持”评级。

核心假设

1) 随着公司外购原料价格的持续走低以及募投聚氨酯树脂项目的逐步投产, 公司原料成本或将维持下行趋势; 同时, 公司有望在未来几年不断开拓高端客户, 提升产品均价, 我们预计 2014-2016 年公司合成革产品毛利率将逐步上升, 分别为 23.50%、25.00% 和 25.00%。

2) 公司目前所获得的政府补贴主要针对产品创新、节能环保等, 具有一定的持续性, 但随着老厂搬迁的逐步完成, 总金额或将逐步下降, 我们判断 2014-2016 年公司将分别获得 1500 万元、1300 万元和 1000 万元政府补贴。

3) 费用方面, 考虑到营销团队建设和加大客户开拓力度, 2014-2016 年销售费用率将小幅上升, 分别为 3.20%、3.20% 和 3.50%; 同期管理费用率因老厂搬迁和募投项目建设的逐步完成或将稳中略降, 达到 11.00%、11.00% 和 10.50% 的水平; 因上市募集资金投入使用, 预计同期财务费用率小幅上升至 1.20%、1.50% 和 1.50%。

主要风险

(1) 产能不能及时消化的风险;

- (2) 汇率波动的风险;
- (3) 环保升级的风险。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1183.02	1480.29	1686.81	1904.39
年增长率	6.49%	25.13%	13.95%	12.90%
归属于母公司的净利润	73.78	101.78	125.40	146.18
年增长率	51.19%	37.94%	23.21%	16.57%
每股收益 (元)	0.35	0.48	0.59	0.69
PER (X)	31.03	22.49	18.26	15.66

数据来源: Wind 上海证券研究所

目 录

一、投资评级及建议.....	5
二、公司概况.....	6
2.1 历史沿革.....	6
2.2 实际控制人情况.....	6
2.3 公司现状.....	7
三、下游需求仍有望扩大 但增速明显放缓.....	8
3.1 合成革具有广泛的使用空间.....	9
3.2 国内市场快速扩张 浙江福建是主要产地.....	9
3.3 下游需求增长放缓.....	10
四、募投项目释放产能 扩张市场份额.....	12
4.1 生态功能性合成革将抢占真皮和 PVC 人造革市场.....	12
4.2 生态功能性合成革和超纤合成革并非替代关系.....	13
4.3 行业和环保标准的提升 压缩中小企业生存空间.....	14
4.4 公司拥有广阔的潜在市场.....	15
4.5 进入三星供应商体系 彰显产品较强的综合实力.....	16
4.6 未来三年产能持续释放 支撑公司扩张市场份额.....	16
五、盈利水平提升空间显著.....	16
5.1 内外因共同作用 原材料成本降低.....	16
5.2 加强高端客户拓展力度 提升产品均价.....	18
5.3 费用水平有望保持稳定.....	18
六、其他有利于公司发展的积极因素.....	19
6.1 政府补贴具有一定延续性.....	19
6.2 自愿延长锁定期 彰显主要股东对未来发展的信心.....	20
七、盈利预测.....	20
7.1 预测前提.....	20
7.2 盈利预测.....	20
八、风险提示.....	21
8.1 产能不能及时消化的风险.....	21
8.2 汇率波动的风险.....	21
8.3 环保升级的风险.....	21
九、附表.....	21

图

图 1 动态 PE 居于行业平均水平	5
图 2 安利股份 PE-TTM 走势.....	5
图 3 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图	6
图 4 公司多年来致力于主营业务的生产	7
图 5 公司业绩保持向上势头	8
图 6 内、外销收入逐年增长	8
图 7 合成革产销量持续提升	8
图 8 近年产品均价保持平稳 未来有望增长	8
图 9 人造革合成革下游应用领域广泛	9
图 10 近年来人造革合成革产量持续增长	10
图 11 浙江、福建是人造革合成革的主要生产基地	10
图 12 消费量继续增长 增速明显放缓	11
图 13 近两年服装革消费量下滑明显	11
图 14 箱包革消费量维持个位数增长	11
图 15 家具革消费量增速有所增长	11
图 16 鞋革消费量增速稳定在 10% 左右	11
图 17 球革消费量总量较少 增长有限	11
图 18 汽车销量带动下 内饰革 2013 年实现较好增长	12
图 19 装饰用革增速仍比较可观	12
图 20 人造革合成革行业市场规模	13
图 21 行业利润总额增速快速回落	14
图 22 富泰股份革基布均价逐年下降	17
图 23 DMF 价格长期维持在低位	17
图 24 MDI 价格持续走低	17
图 25 期间费用率有望保持平稳	19
图 26 盈利能力有望延续回升态势	19

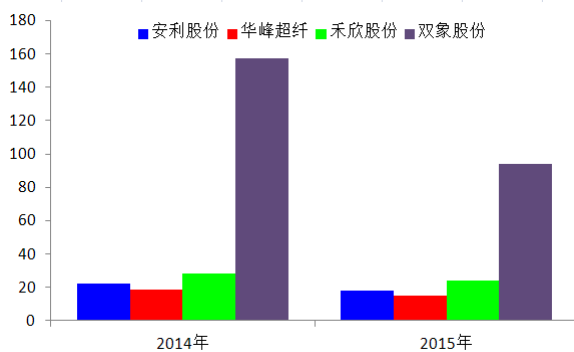
表

表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币） ...	21
表 2 安利股份利润表预测（单位：百万元人民币）	22

一、投资评级及建议

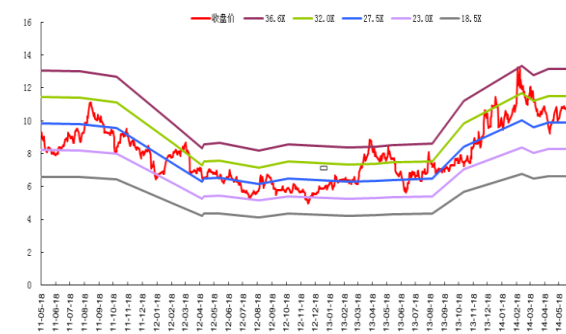
我们预计 2014-2016 年，公司将分别实现归属于母公司的净利润 1.02 亿元、1.25 亿元和 1.46 亿元，同比增长 37.94%、23.21% 和 16.57%；相应的每股收益为 0.48 元、0.59 元和 0.69 元。以 6 月 5 日收盘价 10.84 元计算，2014 年和 2015 年动态 PE 分别为 22.49 倍和 18.26 倍，和有数据可得的 3 家业内上市公司相比，公司估值水平合理，高于华峰超纤，低于禾欣股份和双象股份，处于行业中游。我们认为随着公司业绩的逐步释放，估值水平有进一步提升的可能。

图 1 动态 PE 居于行业平均水平



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 2 安利股份 PE-TTM 走势



数据来源: Wind 上海证券研究所

虽然我国已经成为世界上最大的人造革合成革产地，但近几年下游行业整体增长放缓，部分行业产能过剩严重，导致未来需求或将呈现低速增长。随着人们对动物保护和环境保护的日益重视，生态功能性合成革将凭借其优异的功能性及较好的环保指标而逐步抢占真皮和 PVC 人造革市场。此外，行业和环保标准将进一步升级，推动行业整合加速，有利于像安利股份这样拥有技术、资金、品牌优势的龙头企业借产能释放之机抢占更多的市场份额。

公司原料成本继续走低、产品均价提升潜力较大、费用水平亦有望维持平稳，三者共同作用将在未来两三年内持续提升公司盈利水平。

综合考虑，我们认为公司专注于合成革主业，未来有效产能的释放和盈利水平的改善，将促进公司业绩持续稳定的提升，首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。

二、公司概况

安利股份作为国内聚氨酯合成革的领军企业，2011年5月成功登陆深市创业板，上市近三年，公司收入和净利润均实现了较快的增长，目前已经是国内规模最大、制定国家标准最多、出口最多、拥有专利最多的龙头企业，行业地位突出，内外销收入多年持续增长。公司2013年共实现营业收入11.83亿元，实现归属于母公司的净利润0.74亿元，同比涨幅分别为6.49%和51.19%。

2.1 历史沿革

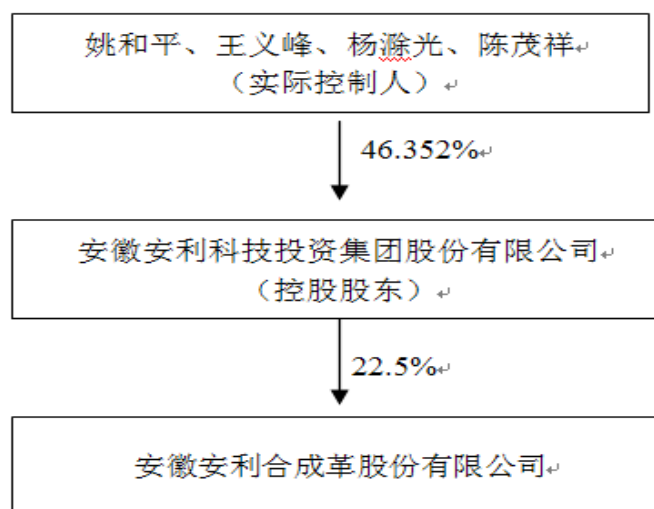
安利股份的前身为成立于1994年的安利合成革有限公司，2005年12月整体变更为安利合成革股份有限公司，2011年5月成功登陆深市创业板。

2.2 实际控制人情况

董事长姚和平先生，拥有丰富的合成革领域从业经验，现任公司董事长、总经理，安利新材料董事长、总经理，安利投资董事长，安徽省人大代表，中国塑料加工工业协会副会长、合肥市企业联合会/合肥市企业家协会副会长、合肥市工商联副主席，合肥工业大学、安徽财经大学兼职研究生导师、合肥学院兼职教授，享有国务院政府特殊津贴专家，是安徽省学术和技术带头人、安徽省技术领军人才。

姚和平先生与王义峰、杨滌光、陈茂祥四人于2014年5月20日续签《一致行动人协议书》，合计持有安利投资46.352%的股份，共同通过安利投资间接控制公司。

图3 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



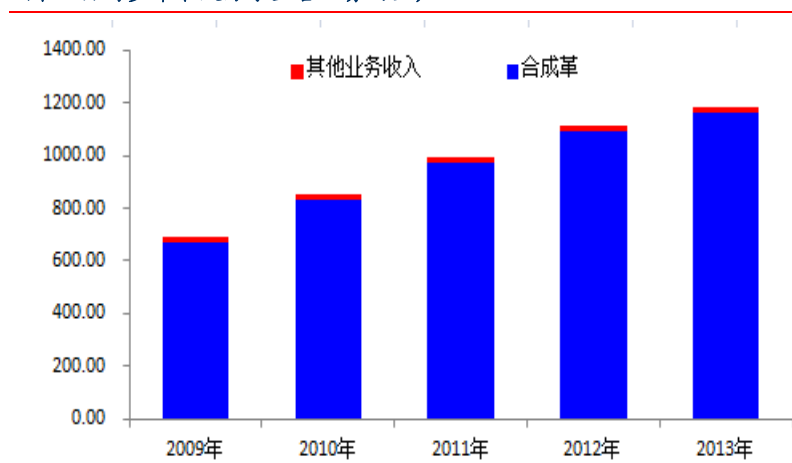
数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 公司现状

公司自成立以来，主营业务未发生变化，为中高端聚氨酯合成革产品的研发、生产、销售与服务。截止 2013 年年底，已经拥有 14 条干法生产线和 16 条湿法生产线，聚氨酯合成革的产能达到 6500 万米。在聚氨酯合成革领域已经成为国内规模最大、制定国家标准最多、出口最多、拥有专利最多的龙头企业，行业地位突出。

公司多年来一直致力于主营业务的发展，近三年，聚氨酯合成革业务分别实现营业收入 9.73 亿元、10.89 亿元和 11.61 亿元，占营业收入的比重分别为 98.11%、98.06% 和 98.11%。

图 4 公司多年来致力于主营业务的生产

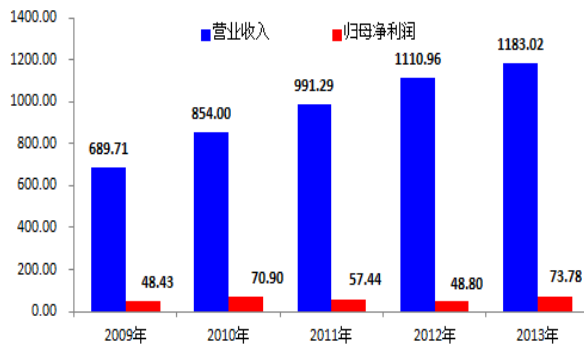


数据来源: Wind 上海证券研究所

经过近 30 年的发展，公司营业收入规模不断扩大，盈利能力持续增强，虽然 2012 年受国内外经济增长放缓以及公司厂房搬迁的影响，公司业绩出现下滑，但是随着不断提升工艺技术、开发新品开拓市场、强化内部管理，公司 2013 年共实现营业收入 11.83 亿元，实现归属于母公司的净利润 0.74 亿元，同比涨幅分别为 6.49% 和 51.19%。

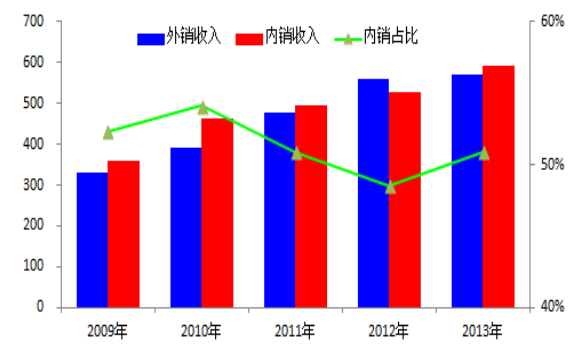
从近 5 年的分地区数据来看，内、外销收入均获得了明显的增长，分别从 2009 年的 3.61 亿元和 3.29 亿元增加到 2013 年的 5.91 亿元和 5.70 亿元，年均复合增长率分别为 13.14% 和 14.71%。即使在 2012 年国外经济受债务危机影响而陷入低迷时，仍保持了正增长，说明其产品质量较高，具备一定的抵御经济周期波动风险的能力。

图 5 公司业绩保持向上势头



数据来源: Wind 上海证券研究所

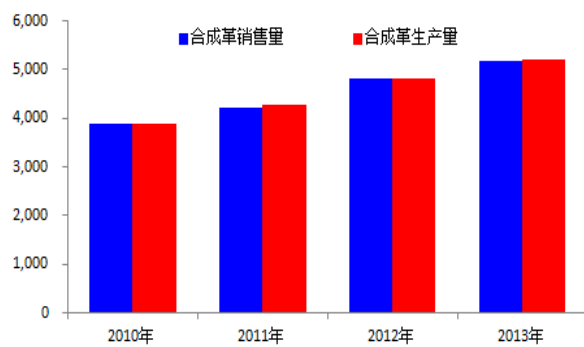
图 6 内、外销收入逐年增长



数据来源: Wind 上海证券研究所

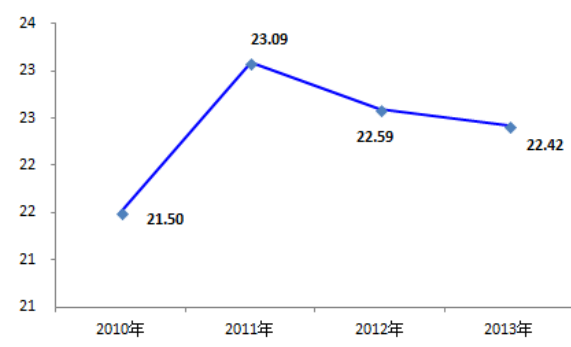
伴随着公司 2011 年的成功上市,其融资能力和品牌影响力逐步提高,公司订单不断增加,募投项目逐步贡献产能,超模项目亦将在未来两三年内达产。公司合成革生产量和销售量逐年提高,2013 年分别达到 5217.87 万米和 5176.98 万米。而品牌认知度的提升和品质的提高也带来下游需求厂商认可程度的增加,最近三年虽然产量不断提升,但其产销率仍分别达到 98.73%、99.86%和 99.22%。自上市后产品价格有明显提高,近两年受宏观经济影响小幅下滑。

图 7 合成革产销量持续提升



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 8 近年产品均价保持平稳 未来有望增长



数据来源: Wind 上海证券研究所

三、下游需求仍有望扩大 但增速明显放缓

经过多年发展,目前我国已经成为世界上最大的人造革合成革产地,产量从 2009 年的 184.82 万吨增加到 2013 年的 347.02 万吨。下游行业主要是鞋类制造、家具制造、箱包制造、服装制造、体育用品制造、电子包装制造、汽车制造以及室内装饰等。多数行业近几年增长放缓,部分行业产能过剩严重,我们认为下游需求未来仍以缓慢增长为主要趋势,增速放缓至个位数。

3.1 合成革具有广泛的使用空间

1953 年德国率先推出聚氨酯合成革的专利，奠定了合成革的发展基础，上世纪八十年代技术传入我国，并得到了快速发展。目前，全球人造革合成革的产地主要集中在欧洲的西班牙、意大利和德国，以及亚洲的中国大陆、台湾、日本和韩国，中国大陆已经成为世界上最大的人造革合成革产地，但主要供应中低端市场。

人造革合成革的应用领域广泛，可运用于鞋类、家具、汽车内饰、服装、体育用品制造等。

图 9 人造革合成革下游应用领域广泛

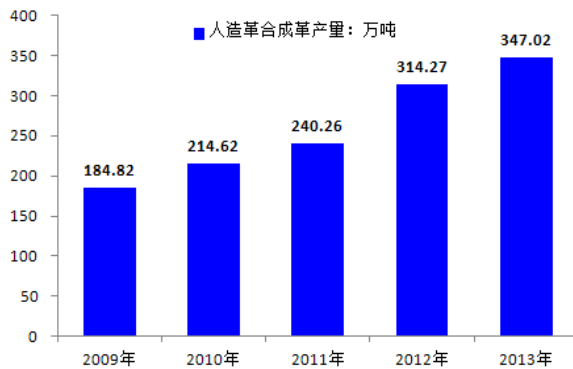


数据来源：公司网站 上海证券研究所

3.2 国内市场快速扩张 浙江福建是主要产地

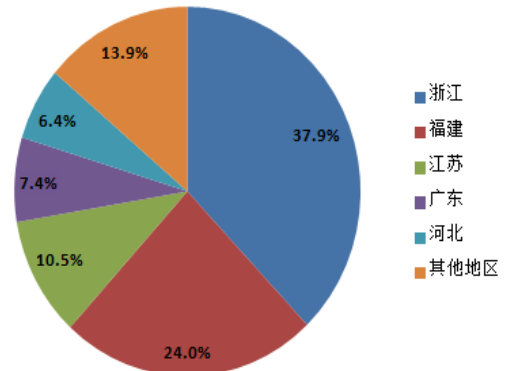
过去 10 多年，随着全球产业转移的不断推进，我国人造革合成革行业产能持续放大，产量亦不断提高，从 2009 年的 184.82 万吨增加到 2013 年的 347.02 万吨；分地域来看的话，浙江、福建仍是国内人造革合成革生产的主要基地，其 2013 年占全国生产量的比重分别达到 37.9% 和 24.0%。

图 10 近年来人造革合成革产量持续增长



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 11 浙江、福建是人造革合成革的主要生产基地



数据来源: Wind 上海证券研究所

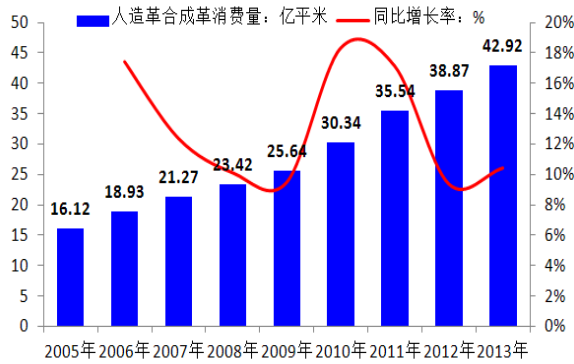
3.3 下游需求增长放缓

人造革合成革市场的下游行业主要是鞋类制造、家具制造、箱包制造、服装制造、体育用品制造、电子包装制造、汽车制造以及室内装饰等。近十年，下游需求不断增长，人造革合成革的消费量从 2005 年的 16.12 亿平米增加到 2013 年的 42.92 亿平米，增长 166.27%，年均复合增速 13.02%，但增速近几年有所放缓。

具体来看，上述下游行业在金融危机后的恢复期实现了近几年最高的增速，之后增长逐步放缓，部分行业产能过剩比较严重，占比较大的服装革、鞋革消费量增长明显放缓；箱包革、家具革、球革和汽车内饰革消费量增速虽有所增加，但除了汽车内饰革实现了 16% 的增长外，其余三行业消费增速均不超过 10%；至于最近几年增长一直比较明显的装饰用革未来需求量，或将受到地产行业增速放缓的压制。

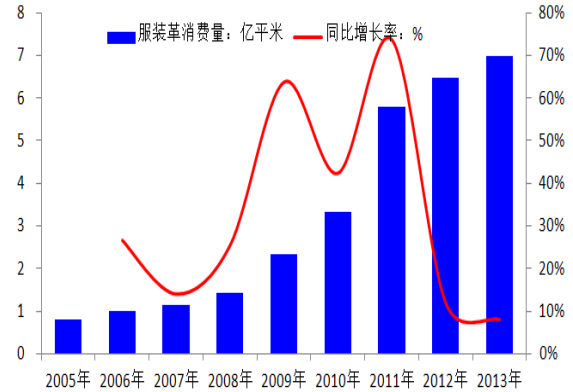
据此，我们判断整个下游市场需求仍以缓慢增长为主要趋势。根据协会预测，2014-2020 年间行业平均复合增长率将下滑至 6.5%，至 2020 年，市场需求量为 67 亿平米。

图 12 消费量持续增长 增速明显放缓



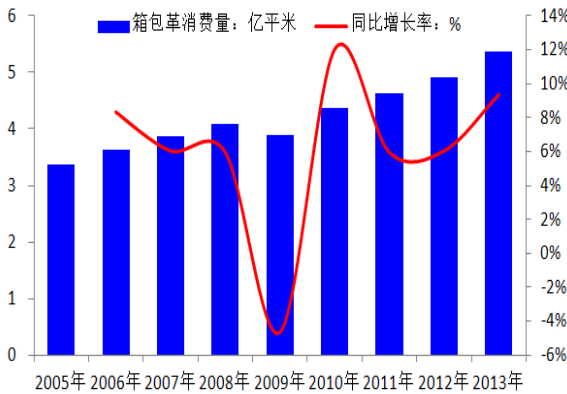
数据来源:《中国塑料工业年鉴》上海证券研究所

图 13 近两年服装革消费量下滑明显



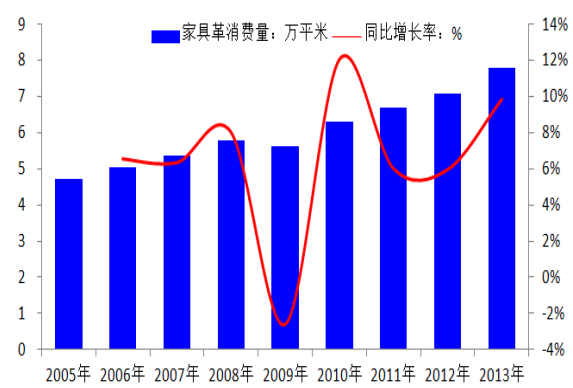
数据来源:《中国塑料工业年鉴》上海证券研究所

图 14 箱包革消费量维持个位数增长



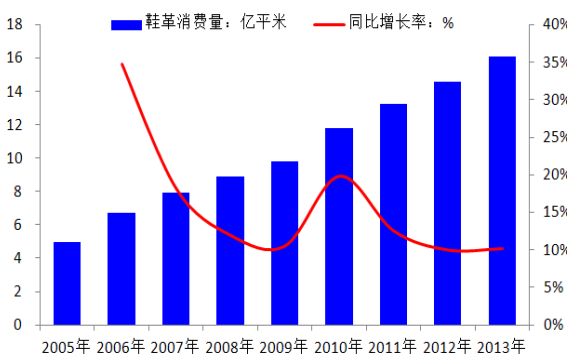
数据来源:《中国塑料工业年鉴》上海证券研究所

图 15 家具革消费量增速有所增长



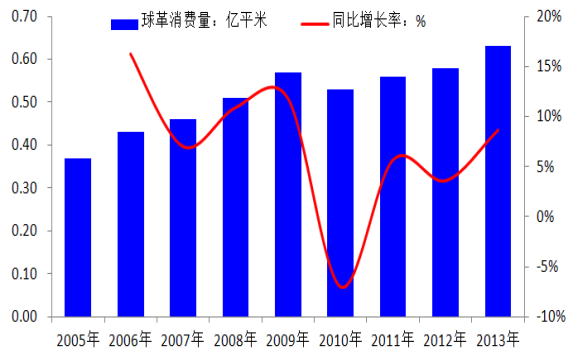
数据来源:《中国塑料工业年鉴》上海证券研究所

图 16 鞋革消费量增速稳定在 10%左右



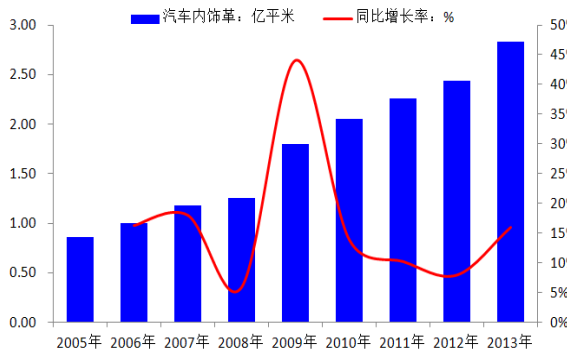
数据来源:《中国塑料工业年鉴》上海证券研究所

图 17 球革消费量总量较少 增长有限



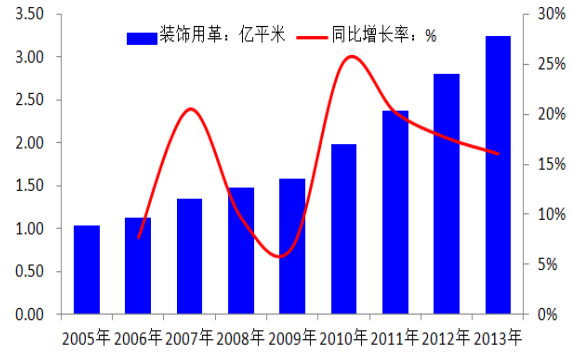
数据来源:《中国塑料工业年鉴》上海证券研究所

图 18 汽车销量带动下 内饰革 2013 年实现较好增长



数据来源：《中国塑料工业年鉴》上海证券研究所

图 19 装饰用革增速仍比较可观



数据来源：《中国塑料工业年鉴》上海证券研究所

四、募投项目释放产能 扩张市场份额

随着人们对动物保护和环境保护的日益重视，生态功能性合成革将凭借其优异的功能性及对自然环境较低的污染而逐步抢占真皮和 PVC 人造革市场。根据行业协会的预计，2014-2020 年期间，人造革合成革行业复合增长率约为 6.5%，生态功能性合成革将实现 15% 左右的增长。

目前行业产能过剩严重，部分中小企业生存空间不断被压缩，未来行业和环保标准有望进一步升级，带来行业整合的加速，有利于像安利股份这样拥有技术、资金、品牌优势的龙头企业抢占更多的市场份额。

在此背景下，公司凭借得到市场认可的产品，叠加进一步完善的销售团队，有望成功消化募投项目释放的产能，并借此挤占更多的市场份额。

4.1 生态功能性合成革将抢占真皮和 PVC 人造革市场

天然皮革曾经广泛的应用于衣帽鞋包的制造中，但由于其自身资源的有限、昂贵的价格以和加工过程中对水资源的占用及严重的环境污染都限制了其发展。而 PU 合成革加工制造过程不受时间、原材料的限制，产品均一性好、幅宽一致，易于裁剪加工，其性能也越来越接近天然皮革，部分性能甚至优于真皮，成为天然皮革良好的替代材料。

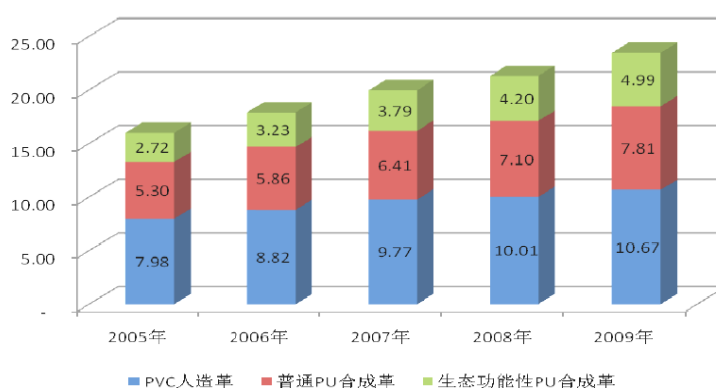
PVC 人造革作为第一代的人工皮革，从 20 世纪 70 年代发展至

今，已具备相当大的规模，但由于其在透气性、吸湿性等功能指标上较差而逐步被 PU 合成革替代。近年来，随着社会对环保问题关注度的提升，也加速了这一替代过程。PVC 在生产过程中会释放二噁英，并且难以降解以回收利用，鉴于此，欧洲部分国家已经对 PVC 人造革的生产和销售进行限制，日本也已经禁止将 PVC 人造革产品应用于汽车装饰材料中，而我国亦将“PVC 普通人造革生产线”列入了限制类发展项目。

安利股份生产的生态功能性合成革不仅在功能性上优于普通的 PU 合成革，同时可以满足欧盟等发达国家对合成革的环保要求，有利于改变国内行业污染的现状。

从可获得的数据中，我们可以发现生态功能性合成革的增速明显快于全行业增速，替代效应明显。我国人造革合成革产量从 2005 年的 16 亿米增长到 2009 年的 23.47 亿米，年均增速达到 10.07%，同期普通 PU 革和生态功能性 PU 革的产量分别从 2005 年的 5.30 亿米、2.72 亿米增加到 7.81 亿米和 4.99 亿米，年均增速分别达到 10.18% 和 16.41%。

图 20 人造革合成革行业市场规模



数据来源：《我国人造革合成革现状及发展趋势》上海证券研究所

这一替代趋势未来仍将继续，根据行业协会的预计，2014-2020 年期间，人造革合成革行业复合增长率约为 6.5%，生态功能性合成革将实现 15% 左右的增长，进一步扩大市场份额。

4.2 生态功能性合成革和超纤合成革并非替代关系

目前市场上有观点认为，生态功能性合成革和超纤合成革是非此即彼的替代关系，未来将直接竞争，随着超纤技术的完善和产能的释放，将抢占部分生态功能性合成革市场。

其实生态功能合成革和超细纤维革都是 PU 合成革的细分产品，两者的主要区别在于：1、使用的基布不同；2、超细纤维革的生产工艺更复杂，需经过减量等工序，而由于加工过程中需要用到苯，其环保压力更大；3、超细纤维革的背面和切口更接近真皮。

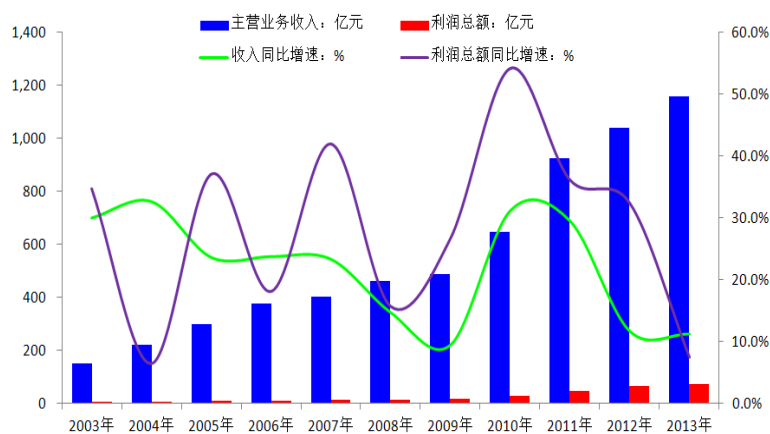
我们认为生态功能性合成革在价格、使用范围和耐刮耐磨等功能性上更具优势，而超细纤维革在真皮感上更佳，双方均是未来合成革的发展方向，只是侧重不同，虽在一定领域内具有竞争关系，但绝非替代关系，将在市场上长期共存。

4.3 行业和环保标准的提升 压缩中小企业生存空间

目前国内的人造革合成革的产能已经达到全球总产能的 70% 以上，从事人造革合成革生产的企业众多，市场集中度不高，5 家上市企业的市场份额仅 8% 左右。但主要集中在中低端市场，多数中小企业技术水平不高、竞争力不强，仍以低价为主要的竞争手段，不具有可持续发展的后劲。伴随着人力成本和人民币汇率的提升，盈利空间日益微薄，而未来行业标准和环保标准的持续提升，将进一步压缩其生存空间，直至倒闭，势必带来市场集中度的提升。

从行业数据上看，2013 年全行业共实现营业收入 1158.89 亿元，实现利润总额 72.50 亿元，同比增长 11.3% 和 7.5%，趋势上看，经济危机后，增长呈现比较明显的回落趋势，其中利润总额增长的回落速度更快，说明行业多数企业特别是中小企业的面临更加困难的生存现实。

图 21 行业利润总额增速快速回落



数据来源：Wind 上海证券研究所

2013 年，作为人造革合成革主要生产地的温州市出台了《关于印发温州市合成革行业整治提升方案的通知》，提出了“提升一批、

限产一批、关停一批”的思路，要求温州市辖合成革行业通过优化产业布局，提升工艺装备，完善审批手续，强化污染防治等措施，全面整治提升温州合成革行业，并要求到2014年6月底前，龙湾区（含高新园区）、温州经济技术开发区合成革企业生产线削减30%以上；2015年12月底前，龙湾区（含高新园区）、温州经济技术开发区合成革企业生产线削减50%以上。

福建省环境保护厅也发布《福建省合成革与人造革行业环境准入条件》，对福建省合成革与人造革行业企业选址与布局、工艺技术、污染治理、环境风险防范等提出严格要求。

我们认为随着消费的升级以及国家对环境问题的重视，行业标准和环保标准的升级是大势所趋，大量粗放式生产的中小企业将面临更大的发展困难，产能过剩背景下行业整合有望加快，有利于像安利股份这样拥有技术、资金、品牌优势的龙头企业抢占更多的市场份额。

4.4 公司拥有广阔的潜在市场

目前公司产品主要供应于鞋类、家具、体育用品及汽车内饰等，其中男女鞋占比30%、运动休闲鞋占比20%、沙发家具占比30%、箱包手袋电子产品包装以及体育用品等占比20%。其中公司已经成为国内本土鞋类品牌革原料供应商的第一品牌，和达芙妮、意尔康、森达等著名品牌都实现了良好的合作，运动鞋方面，安踏、特步、贵人鸟、乔丹等品牌40-90%以上的革原料依赖于安利，同时也是有着世界“慢跑鞋之王”的艾斯克斯在中国大陆的唯一供应商。

公司也已成为全球沙发家具类革原料供货商的第一品牌，与国际家具巨头宜家合作良好，是其大陆仅有的两家供应商之一；和顾家家具也保持了很好的合作关系，未来有望进一步扩大合作规模。

体育用品上，安利股份主要为运动包及球类提供革原料，目前公司产品已通过国际足联（FIFA）认证，与阿迪达斯（Adidas）、茵宝（Umbro）、世达（Star）、迪卡侬（Decathlon）、卡帕（Kappa）等品牌建立良好合作，主要做礼品球、训练球等，销售量也相当可观。

此外，公司还为美国的重卡和房车提供内饰革原料；并为三星等品牌电子产品提供保护套所需的革原料，未来电子产品的高速增长将带来相关配件市场的快速发展，潜在市场空间很大。

综合来看，我们认为公司主要合作伙伴均是行业内具有领导地位的企业，说明公司产品的认可度是比较高的，为未来和其他企业

合作打下了坚实的基础，未来如果可以完善销售团队，以配合产能释放，有望挤占更多市场。

4.5 进入三星供应商体系 彰显产品较强的综合实力

公司2014年通过韩国三星电子株式会社CRS体系、EQS体系、QSN体系和QPA体系等四项相关体系审核，成为韩国三星电子合格供应商，并与三星电子越南有限公司签订《购销协议》。目前，三星电子年销售额超过1800亿，其中手机占比最大，安利这次能和三星电子顺利签约，表明其产品综合实力强劲。

三星 GALAXY S5 上市以后取得了很好的销量，25 天出货量就超过 1000 万部，预计二季度出货量有望达到 3500 万部；而今年 9 月三星有望发布 GALAXY NOTE4。目前，三星 S5 手机的官方保护套所使用的革材料有 80-90% 来自安利股份。

4.6 未来三年产能持续释放 支撑公司扩张市场份额

由于产品质量有保证，综合竞争力较强，因而即使最近三年公司产能从 4800 万米增加到 6500 万米，并三班满负荷生产，产量依然难以满足客户需求。公司超募的年产 2200 万米生态功能性聚氨酯合成革剩余的 3 条湿法 4 条干法生产线，预计将于 2014 年三季度完成安装调试投产，2015 年公司有望完全达到 8850 万米的产能。

五、盈利水平提升空间显著

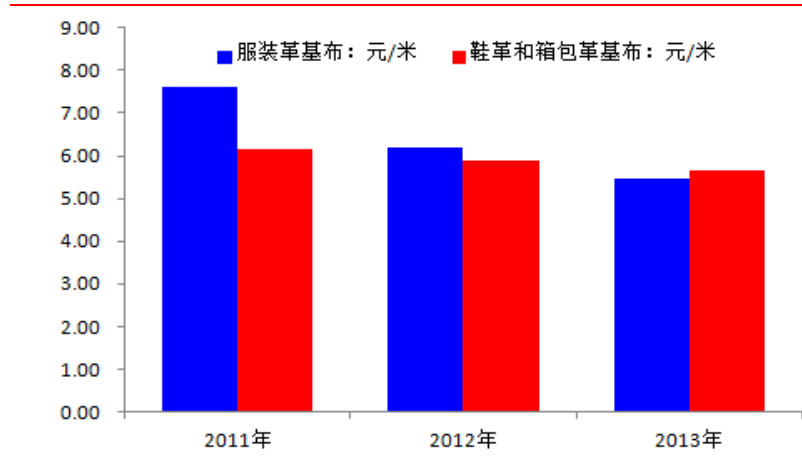
公司上游主要原料—基布、DMF 和 MDI 价格仍以下行趋势为主，自建的聚氨酯树脂项目也有望年内达产，有利于公司降低原料成本。安利股份未来将加大营销力度，凭借产品的综合实力来提升高端客户占比，产品均价提升潜力较大。费用水平亦有望维持平稳。基于以上三个原因，我们认为公司盈利能力在未来两三年内有望持续提升。

5.1 内外因共同作用 原材料成本降低

公司原材料主要为基布和聚氨酯树脂，采购成本约占主营业务成本的 60% 以上，其中聚氨酯树脂的主要原料为 DMF、MDI 等。主要原材料价格 2014 年来仍以下行趋势为主，而募投的聚氨酯树脂生产项目逐步达产也有利于公司原料成本的降低。

从 PU 基布上看，行业面临着严重的萎缩和产能过剩带来的同质化竞争局面，产品价格下行趋势明显，部分产品销售价格下跌幅度甚至超过了原材料价格的下跌幅度。唯一的上市公司福建南纺 2013 年 PU 革基布销售量和平均售价同比分别下跌 8.17% 和 12.70%。另一家已披露 IPO 申报稿的业内龙头富泰股份产品均价亦逐年下滑，主营的服装革基布、鞋革和箱包革基布均价分别从 2011 年的 7.62 元/米、6.17 元/米下降到 2013 年的 5.47 元/米和 5.66 元/米。

图 22 富泰股份革基布均价逐年下降



数据来源：富泰股份招股说明书（申报稿）上海证券研究所

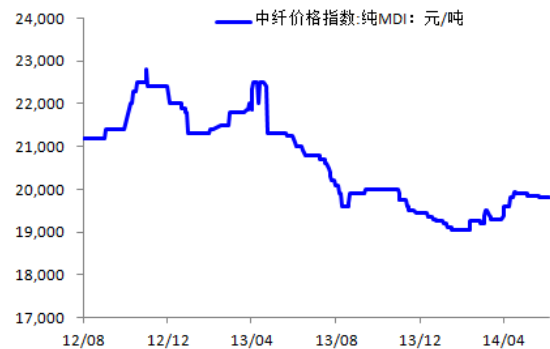
此外，作为聚氨酯树脂重要原料的 DMF 价格长期维持在历史低位，而另一重要原料的 MDI 今年来也在低位继续震荡下行。

图 23 DMF 价格长期维持在低位



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 24 MDI 价格持续走低



数据来源：Wind 上海证券研究所

公司募投的年产 3 万吨聚氨酯树脂建设项目基本完成建设，产能在今年逐步释放，未来 2-3 年，公司聚氨酯树脂的总产能提高到 7 万吨。

5.2 加强高端客户拓展力度 提升产品均价

公司今年有望加大营销团队的建设,强化开拓高端客户的能力,凭借产品过硬的综合实力以及和下游行业内龙头良好合作带来的品牌影响力的提升,我们预计公司高端客户的占比将逐步提升。

对于高端客户来说,其市场占有率稳定、品牌影响力深远,消费者的粘性较大,厂商更看重产品质量和品牌口碑,对原料供应商提供的产品将进行多维度的考核,而非只有价格一个维度。因而安利股份在寻求高端客户的过程中,不必像中低端市场那样一味的进行价格战。

以公司和三星电子的合作为例,后者之前的供应商产品价格约在 20 美元/米左右,而安利的产品均价在 18-80 元/米人民币左右,即使以 80 元/计算,也不足其韩国供应商均价的 2/3,安利股份产品仍有相当的提价空间。

5.3 费用水平有望保持稳定

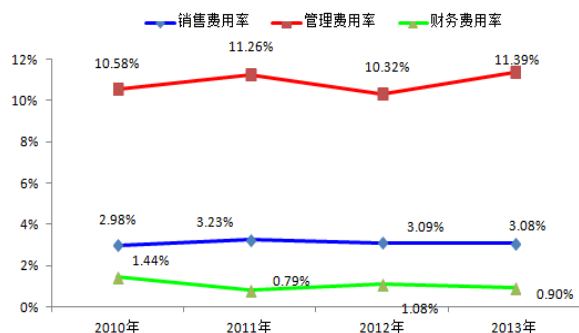
公司近几年期间费用率基本保持窄幅波动,未来或将继续维持这一态势。具体来看,销售费用上,公司目前销售团队人数偏少,未来将加大销售团队的建设,考虑到营收总额的增加,我们判断销售费用率将持续小幅上升。

管理费用上,公司今年底老厂搬迁将结束,而募投项目逐步完工,用于协调两厂生产和为新生产线招募员工而新增的费用有望逐步减少;但近年为股权激励而摊销的费用将从去年的 600 多万上升到 1600 多万;更长期的角度看,由于公司员工薪酬在合肥当地处于中高水平,未来由于人力成本上升而带来的管理费用大幅提升的可能性不大。基于上述分析,我们判断公司管理费用率短期仍将维持高位,小幅波动,中长期有望稳中有降。

财务费用上,随着募集资金的逐步使用,以及公司技术改进、产品更新对资金的持续需求,我们预计财务费用率也将体现出逐步提升的态势。

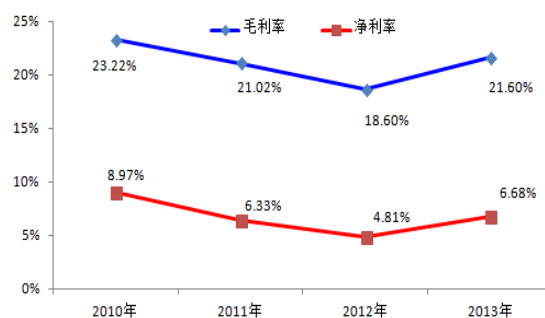
综合来看,短期公司期间费用水平仍将维持在 15% 左右的水平,中长期可能有所回落。

图 25 期间费用率有望保持平稳



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 26 盈利能力有望延续回升态势



数据来源: Wind 上海证券研究所

公司 2013 年毛利率、净利率均好于去年同期, 未来在原料成本下降、产品价格提升以及相对稳定的费用水平共同作用下, 盈利能力有望进一步回升。

六、其他有利于公司发展的积极因素

公司重视产业升级、产品创新、环保节能, 政府补助具有一定的持续性, 将持续增厚公司业绩; 老厂搬迁年底完成后, 100 亩土地的潜在经济价值将会逐步释放。公司主要股东在首发限售股到期后, 自愿做出了延长锁定期的承诺, 看好公司未来的发展。

6.1 政府补贴具有一定延续性

公司 2013 年获得政府补助 2300 万元, 主要来自产业升级、技术革新、环保节能、出口和新增岗位的增加, 未来随着募投项目建设的逐步完成, 新增就业岗位不会继续大幅增加, 政府补贴总量可能下降, 但公司重视技术升级和创新, 部分补贴具有一定的延续性, 将持续增厚公司的业绩。

公司有望在年底完成老厂搬迁, 原厂区 100 亩土地已被政府规划为金融、办公、商业、休闲、购物、商住综合区域, 该片土地未来如何处置, 尚需公司和政府进一步的探讨研究。不论是政府收储还是公司自己开发, 其潜在经济价值均有望在未来逐步释放。

6.2 自愿延长锁定期 彰显主要股东对未来发展的信心

今年5月份,公司大股东以及第二大股东、第三大股东分别在其首发限售股到期时做出自愿追加股份限售的承诺,其中,控股股东安利投资自愿延长锁定期36个月,二股东香港敏丰和三股东香港劲达承诺锁定期满后36个月,每年转让的股份数量不超过公司上年末持有的安利股份总数的25%。

上述自愿追加锁定期的承诺,表明主要股东对于公司未来发展的信心,具有长期持有安利股份的意向,同时也向市场传达了公司专于主业经营而非炒作股价的态度。

七、盈利预测

7.1 预测前提

关键假设如下:

1)随着公司外购原料价格的持续走低以及募投聚氨酯树脂项目的逐步投产,公司原料成本或将维持下行趋势;同时,公司有望在未来几年不断开拓高端客户,提升产品均价,我们预计2014-2016年公司合成革产品毛利率将逐步上升,分别为23.50%、25.00%和25.00%。

2)公司目前所获得的政府补贴主要针对产品创新、节能环保等,具有一定的持续性,但随着老厂搬迁的逐步完成,总金额或将逐步下降,我们判断2014-2016年公司将分别获得1500万元、1300万元和1000万元政府补贴。

3)费用方面,考虑到营销团队建设和加大客户开拓力度,2014-2016年销售费用率将小幅上升,分别为3.20%、3.20%和3.50%;同期管理费用率因老厂搬迁和募投项目建设的逐步完成或将稳中略降,达到11.00%、11.00%和10.50%的水平;因上市募集资金投入使用,预计同期财务费用率小幅上升至1.20%、1.50%和1.50%。

7.2 盈利预测

我们预计,2014-2016年,公司将分别实现营业收入14.80亿元、16.87亿元和19.04亿元,同比增长25.13%、13.95%和12.90%;实现归属于母公司的净利润1.02亿元、1.25亿元和1.46亿元,同比

增长 37.94%、23.21% 和 16.57%；相应的每股收益为 0.48 元、0.59 元和 0.69 元。

八、风险提示

8.1 产能不能及时消化的风险

公司上市后随着募投项目及超募项目的逐步完工，产能扩张很快，从 2011 年的 4800 万米增加到 2013 年的 6500 万米，未来两年内将进一步放大到 8850 万米；如果国内外经济出现超预期下滑，下游需求大幅萎缩，公司可能面临产能不能及时消化的风险。

8.2 汇率波动的风险

公司外销收入占比达到主营业务收入的 49.07%，主要以美元作为计价和结算单位。未来如果人民币汇率出现超预期波动，或将对公司业绩产生影响。

8.3 环保升级的风险

公司始终重视环境保护工作，建设了先进的水循环和处理系统、封闭引风系统、尾气喷淋回收系统、废弃物回收系统等环保处理体系。未来如果国家进一步提高环保标准，公司可能需要加大环保投入，进而提升经营成本，降低盈利空间。

九、附表

表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2013A	2014E	2015E	2016E
合成革	1160.70	1457.30	1662.67	1879.04
其他收入	22.32	22.99	24.14	25.35
合计	1183.02	1480.29	1686.81	1904.39
分业务成本测算	2013A	2014E	2015E	2016E
合成革	906.64	1114.83	1247.00	1409.28
其他收入	20.86	21.15	22.21	23.32
合计	927.50	1135.98	1269.21	1432.60
分业务增速	2013A	2014E	2015E	2016E
合成革	6.54%	25.55%	14.09%	13.01%
其他收入	3.57%	3.00%	5.00%	5.00%
分业务毛利率	2013A	2014E	2015E	2016E
合成革	21.89%	23.50%	25.00%	25.00%
其他收入	6.54%	8.00%	8.00%	8.00%

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 2 安利股份利润表预测 (单位: 百万元人民币)

	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	1,183.02	1,480.29	1,686.81	1,904.39
二、营业总成本	1,118.49	1,374.76	1,551.41	1,741.68
营业成本	927.50	1,135.98	1,269.21	1,432.60
营业税金及附加	5.10	6.37	7.25	8.19
销售费用	36.43	47.37	59.04	66.65
管理费用	134.73	162.83	185.55	199.96
财务费用	10.64	17.76	25.30	28.57
资产减值损失	4.09	4.44	5.06	5.71
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	64.53	105.53	135.40	162.71
加: 营业外收入	23.20	15.00	13.00	10.00
减: 营业外支出	0.70	0.50	0.50	0.30
五、利润总额	87.03	120.03	147.90	172.41
减: 所得税	8.02	11.04	13.61	15.86
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	1.00
六、净利润	79.02	108.99	134.29	156.54
减: 少数股东损益	5.23	7.22	8.89	10.36
归属于母公司所有者的净利润	73.78	101.78	125.40	146.18
七、每股收益	0.35	0.48	0.59	0.69

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 曾小勇 王昊 潘怡立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。