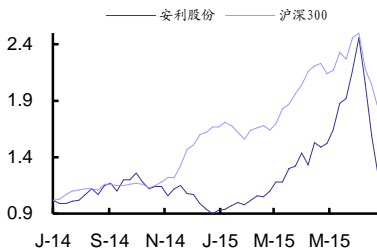


证券研究报告—动态报告
基础化工
化学制品
安利股份 (300218)
买入

合理估值: 18 元 昨收盘: 13.35 元 (维持评级)

2015年07月06日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	216/95
总市值/流通(百万元)	2,881/1,274
上证综指/深圳成指	3,687/12,246
12个月最高/最低(元)	27.26/8.95

证券分析师: 李云鑫

电话: 021-60933142

E-MAIL: liyunx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514020001

证券分析师: 苏淼

电话: 021-60933150

E-MAIL: sumiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

落实员工持股, 强化竞争优势

● 加大营销力度, 业绩持续提升, “买入” 评级

公司将2015年定为“营销年”, 加大市场营销力度, 提升传统鞋革、沙发革的市场占有率, 加快球革、电子产品用革等新兴领域的市场开拓进度, 公司涉足体育用革领域, 与耐克合作正在全面展开, 我们看好公司在球革领域的扩张。公司已经实施员工持股计划, 表明管理层对于公司发展前景非常有信心, 我们预计公司未来3年净利润年均增速都保持在40%以上, 15-17年的每股收益为0.40/0.55/0.74元, 考虑到公司已经实施了员工持股计划, 同时大力开拓新兴领域, 2015年给予45倍的PE, 合理估值为18元, 维持“买入”评级。

● 落实员工持股计划, 提升公司价值

2015年7月3日, 公司完成了员工持股计划, 按照12.9元/股的平均价格, 在二级市场合计购买股票453.43万股, 占公司股本的比重为2.09%, 公司第1期员工持股计划所购买的股票的锁定期为自7月3日起的12个月。核心员工自筹资金650万, 大股东通过借款和股权质押的方式提供资金5200万, 共计撬动5850万的资金, 因此公司员工持股计划的资金杠杆比例非常高, 也体现了管理层公司对未来的发展非常有信心, 认为市场明显低估了公司的价值。

● 技术优势明显, 盈利能力稳定

公司主要生产生态性功能合成革, 产品定位于高端市场, 其中生态革功能性合成革的占比高达90%以上, 主要客户为宜家、达芙妮、三星电子、阿迪达斯、耐克等国内外知名企业。公司在鞋革、沙发革市场建立了非常高的品牌知名度, 正在逐步开拓电子产品用革、体育用革等新市场。公司在技术专利数量、专利质量等方面都具有非常强的竞争优势, 公司每年技术研发的投入比重持续提升, 2014年公司的研发强度高达5.44%。从市场集中度来看, 2014年我们预计全国PU合成革的销量大约为21-22亿米左右, 2014年公司在PU合成革行业的市场占有率大约为3%左右, 而且合成革的毛利率始终保持在23%左右。公司虽然是合成革行业的龙头企业, 但是目前PU合成革的市场集中度仍然非常低, 未来公司提升的空间非常大。

● 催化剂: 公布新的合作伙伴
● 风险提示: 市场开拓进度低于预期
盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,183	1,332	1,707	2,171	2,774
(+/-%)	6.5%	12.6%	28.2%	27.2%	27.8%
净利润(百万元)	74	53	87	119	161
(+/-%)	51.2%	-27.8%	63.6%	37.1%	34.6%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.25	0.40	0.55	0.74
EBIT Margin	8.3%	6.1%	7.3%	7.6%	7.8%
净资产收益率(ROE)	8.7%	5.7%	8.8%	11.1%	13.5%
市盈率(PE)	37.9	52.5	32.1	23.4	17.4
EV/EBITDA	23.6	25.3	16.6	15.2	14.2
市净率(PB)	3.3	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

激励核心员工，提升公司业绩

2015年3月公司推出了员工持股计划，计划募集资金不超过5850万元，覆盖公司员工340人，其中管理层为11人。2015年7月3日，公司完成了员工持股计划，按照12.9元/股的平均价格，合计购买股票453.43万股，占公司股本的比重为2.09%，股票锁定期为自7月3日起的12个月。公司制定的员工持股计划具有以下几个特点：

第一，资金杠杆非常高，核心员工自筹资金650万，大股东通过借款和股权质押的方式提供资金5200万，共计撬动5850万的资金，体现了公司管理层对于未来公司的发展非常有信心。

第二，对于员工的自筹资金有承诺收益，同时将承诺收益与公司业绩挂钩，2015年度归属于上市公司股东的净利润较2014年度增长10%，承诺自筹资金收益不低于5.5%，如果增长30%以上，承诺收益不低于6.5%。通过员工持股计划，公司可以充分激发核心人员的工作激情，提升公司的经营业绩。

表 1: 化工上市公司员工持股计划对比情况

公司	募集资金上限	股票来源	资金来源	股票上限所占比重	附加条件
安利股份	5850 万	二级市场购买	员工自筹 650 万，大股东借款 5200 万	2.17%	2015 年度归属于上市公司股东的净利润较 2014 年度增长 10%，承诺自筹资金收益不低于 5.5%，如果增长 30% 以上，承诺收益不低于 6.5%。
诺普信	5174 万	二级市场购买	按照 2:1 的比例搭配优先级资金，员工自筹 1000 万，净利润提取 500 万，大股东借款 1500 万	2.30%	无
联化科技	3000 万	二级市场购买	自筹 10735 万元，按照 2:1 的比例搭配优先级资金	0.25%	无
芭田股份	32206 万	二级市场购买	以 2014 年净利润为基数，2015-2017 年相对于 2014 年的净利润增长率分别不低于 35%、82%、146%。	4%	

资料来源：员工持股计划草案 国信证券研究所整理

深耕 PU 合成革，全力开拓市场

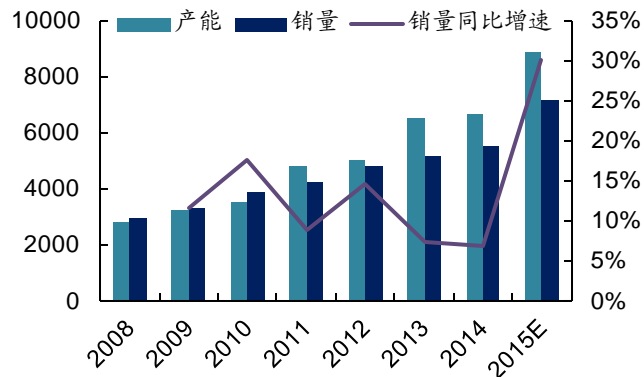
公司的发展战略非常明确，始终围绕“品牌化、专业化、规模化”，持续深耕于 PU 合成革行业。2008 年公司合成革的产能只有 2800 万米，预计 2015 年底公司的合成革产能将达到 8850 万米。经过几年的快速扩张，目前安利股份已经成为 PU 合成革的龙头企业，

公司专注于高端生态功能性 PU 革的生产和销售，产品定位于高端市场，其中生态革功能性合成革的占比高达 90% 以上。目前公司的主要客户均为国内外知名企业，而且在鞋革、沙发革市场建立了非常高的品牌知名度，与国际知名企业合作，有利于提升公司的品牌知名度。

2015 年的重点工作是加大市场开拓的力度，一方面加大服务重点客户的力度，公司将提升与达芙妮等优质客户的合作深度，提升重点客户的客户粘性。另一方面，公司会加大新领域和新客户的开拓力度，包括与国际一线品牌合作、大力开拓电子产品用革，2014 年公司与三星电子合作，与宜家合作，经过 1-2 年的小批量供应，我们预计未来 2-3 年供应量会大幅提升。

从收入增速来看，我们预计 2015 年公司销售收入增幅大约为 30% 左右。在调研中，公司对于鞋革的需求复苏比较乐观，同时公司将 2015 年定为“营销年”，营造全员销售意识，集中公司全部资源增加产品销量，提升传统产品市场占有率，不断加大体育用革、电子产品用革、汽车内饰革等新领域市场开拓力度。

图 1: 08-15 年公司合成革产能迅速扩张 (单位: 万平米 %)



资料来源: 安利股份年报 国信证券经济研究所整理

产品盈利能力稳定, 竞争优势明显

截止 2015 年 1 季度底, 公司累计拥有专利证书 134 项, 其中发明专利 31 项, 实用新型专利 59 项, 外观设计专利 44 项, 公司的“国家级企业技术中心创新能力建设项目”通过安徽省发改委和安徽省经信委联合验收, 公司在技术专利数量、专利质量和技术研发的持续性等方面都具有非常强的竞争优势。在技术投入强度方面, 公司每年技术研发的投入比重持续提升, 2014 年公司的研发强度高达 5.44%, 公司每年都有多项新产品投放市场。

表 2: 2010-2014 年研发投入强度 (单位: 万元 %)

	2010	2011	2012	2013	2014
研发投入	4041.72	4891.93	5313.56	5994.86	7244.1
占销售收入的比重	4.73%	4.93%	4.78%	5.07%	5.44%

资料来源: 公司年报 国信证券经济研究所整理

分析公司 2008-2014 年的销量数据, 2008 年公司合成革的销量为 2954 万平米, 经过 6 年的发展, 2014 年公司合成革的销量大约为 5524 万平米左右, 销量接近增长 1 倍。从市场集中度来看, 2014 年我们预计全国 PU 合成革的销量大约为 21-22 亿平米左右, 2014 年公司在 PU 合成革行业的市场占有率大约为 3% 左右, 目前公司已经是合成革行业的龙头企业, 但是目前 PU 合成革的市场集中度非常低, 未来公司持续提升的空间非常大。

表 3: 2008~2014 年 PU 合成革的销量和平均价格 (万平米、元/米、%)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
销量	2954.43	3292.76	3873.75	4211.9	4822.2	5176.98	5524.21
价格	21.25	20.34	21.50	23.09	22.59	22.42	23.6
生态合成革毛利率	15.22%	22.68%	24.17%	21.97%	19.68%	22.64%	22.25%
销量同比增速		11.45%	17.64%	8.73%	14.49%	7.35%	6.6%

资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

从毛利率来看, 公司生态革的毛利率非常稳定, 大约保持在 23% 左右, 稳定的毛利率水平体现出公司在市场竞争中具有一定的议价能力。凭借产品创新和技术开发, 公司产品的毛利率始终保持在较高的水平。

大力开拓体育产品用革, 与耐克深度合作

2015 年 3 月《中国足球改革发展总体方案》出台, 明确指出全国中小校园足球特色学校从现有的 5000 余所, 到 2020 年时达到 2 万所, 2025 年时达到 5 万所, 同时要求不断扩大足球人口规模, 推动足球运动普及。我们判断, 受益于政策的推

动，足球行业将迎来高速发展的阶段，后续的支持政策会逐步出台。

2014 年开始公司加大对于球类用革的开拓力度，目前公司产品在国内外运动品牌市场具有良好的市场美誉度和知名度，球革应用于阿迪达斯（Adidas）、茵宝（Umbro）、耐克等知名品牌。在重点客户方面，公司已与阿迪达斯的足球及其旗下品牌锐步的运动休闲鞋建立业务合作，与耐克合作正在全面展开，我们看好公司在球革领域的扩张计划。近 3 年球革的消费增速大约为 15%-20% 左右，预计 2014 年的消费量大约为 1-1.15 米左右，受益于体育产业政策的支持，我们预计未来几年，球革的需求增速将提升到 30% 左右。

老厂区开发为公司提供稳定现金流

目前老厂的土地大约为 100 亩左右，根据 2014 年 6 月 16 日新出台的《合肥市人民政府关于盘活存量建设用地提高土地利用效率的实施意见》（合政秘【2014】101 号）第五条规定，公司老厂区土地可以不经收储程序。据政府相关部门规划，公司老厂区主要规划为金融、商业、商住综合区域。按照周边 300-500 万/亩的商业价格估算，100 亩土地的市场价值大约为 3-5 亿左右，目前土地还没有转换为商业用地，具体的开发计划还没有出台，因此土地具体的市场价值具有一定的不确定性。但是我们可以肯定，未来随着老厂土地价值的逐步变现，可以为公司提供稳定的现金流。

投资结论：“买入”评级

- 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、2015 年管理费用、销售费用为 1.89、0.61 亿，

表 4: 主要产品的毛利率及销量假设

		2015E	2016E	2017E
生态性 PU 革	销量 (万平米)	6065.28	7884.86	10250.32
	不含税价格 (元/米)	25.50	25.50	25.50
	毛利率 (%)	23.53%	23.53%	23.53%
普通 PU 革	销量 (万平米)	1139.31	1139.31	1139.31
	不含税价格 (元/米)	12.50	12.50	12.50
	毛利率 (%)	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源：公司年报 国信证券经济研究所

公司将 2015 年定为“营销年”，将加大市场营销力度，提升传统鞋革、沙发革的市场占有率，加大球革、电子产品用革等新兴领域的市场开拓进度，公司涉足体育用革领域，与耐克合作正在全面展开，我们看好公司在球革领域的扩张。公司已经实施员工持股计划，表明管理层对于公司发展前景非常有信心，我们预计公司未来 3 年净利润年均增速都保持在 40% 以上，15-17 年的每股收益为 0.40/0.55/0.74 元，考虑到公司已经实施了员工持股计划，同时大力开拓新兴领域，2015 年给予 45 倍的 PE，合理估值为 18 元，维持“买入”评级。

风险提示

市场开拓进度低于预期

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	374	303	709	1223	营业收入	1332	1707	2171	2774
应收款项	126	162	206	263	营业成本	1051	1323	1678	2139
存货净额	192	239	306	394	营业税金及附加	6	8	10	13
其他流动资产	6	8	10	13	销售费用	48	61	78	100
流动资产合计	699	712	1232	1894	管理费用	159	189	240	307
固定资产	873	882	883	877	财务费用	20	15	12	9
无形资产及其他	42	41	40	40	投资收益	0	3	3	3
投资性房地产	144	144	144	144	资产减值及公允价值变动	(1)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	0	0	1	3	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1757	1779	2300	2957	营业利润	47	108	151	205
短期借款及交易性金融负债	409	300	300	200	营业外净收支	14	7	7	7
应付款项	219	272	349	449	利润总额	61	115	158	212
其他流动负债	68	85	426	950	所得税费用	2	17	24	32
流动负债合计	696	657	1074	1599	少数股东损益	6	11	15	20
长期借款及应付债券	14	(6)	(6)	(6)	归属于母公司净利润	53	87	119	161
其他长期负债	65	82	100	118					
长期负债合计	79	76	94	112	现金流量表 (百万元)				
负债合计	774	734	1169	1711	净利润	53	87	119	161
少数股东权益	52	54	56	59	资产减值准备	(3)	0	(0)	(0)
股东权益	930	991	1075	1187	折旧摊销	60	88	96	102
负债和股东权益总计	1757	1779	2300	2957	公允价值变动损失	1	5	5	5
					财务费用	20	15	12	9
关键财务与估值指标					营运资本变动	(48)	4	322	494
每股收益	0.25	0.40	0.55	0.74	其它	4	2	2	3
每股红利	0.21	0.12	0.17	0.22	经营活动现金流	67	185	544	765
每股净资产	4.31	4.59	4.98	5.50	资本开支	(184)	(101)	(101)	(101)
ROIC	5%	8%	12%	24%	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROE	6%	9%	11%	14%	投资活动现金流	(184)	(101)	(102)	(103)
毛利率	21%	22%	23%	23%	权益性融资	25	0	0	0
EBIT Margin	5%	7%	8%	8%	负债净变化	(6)	(20)	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	12%	11%	支付股利、利息	(45)	(26)	(36)	(48)
收入增长	13%	28%	27%	28%	其它融资现金流	179	(109)	0	(100)
净利润增长率	-28%	64%	37%	35%	融资活动现金流	102	(155)	(36)	(148)
资产负债率	47%	44%	53%	60%	现金净变动	(15)	(71)	406	514
息率	1.7%	1.0%	1.3%	1.8%	货币资金的期初余额	389	374	303	709
P/E	50.5	30.8	22.5	16.7	货币资金的期末余额	374	303	709	1223
P/B	2.9	2.7	2.5	2.3	企业自由现金流	(106)	97	456	679
EV/EBITDA	26.9	16.1	14.8	13.8	权益自由现金流	67	(45)	446	572

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资 评 级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资 评 级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
林小伟	0755-22940022	张峻豪	0755-22940141		
万明亮					
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164	邵潇	
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	刘萍	0755-22940678
徐行余		苏淼	021-60933150		
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				