

安利股份 (300218)

业绩和估值有望迎来双提升

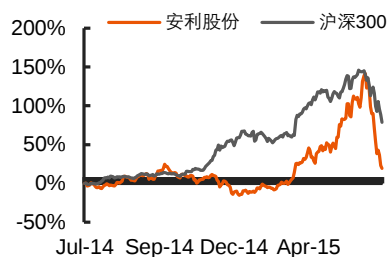
强烈推荐 (首次)

现价: 12.96 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.chinapuleather.com
大股东/持股	安徽安利科技投资集团股份有 限公司/22%
实际控制人/持股	姚和平等/11.93%
总股本(百万股)	216
流通 A 股(百万股)	168
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	27.97
流通 A 股市值(亿元)	21.74
每股净资产(元)	4.37
资产负债率(%)	43.90

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

郭哲 投资咨询资格编号
S1060514120003
021-20660280
GUOZHE370@pingan.com.cn

蒲强 投资咨询资格编号
S1060514120001
021-20662845
PUQIANG587@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **安利股份是国内生态 PU 合成革龙头。**公司在国内合成革行业拥有专利授权最多、主持参与行业标准制定数量最多、出口创汇金额最多、出口发达国家数量最多以及环保水平最高的“五最”冠军地位。过去五年公司产能翻番至目前的 6650 万米，持续保持产销稳定增长。随着募投和超募项目的全部达产，我们预计 2015 年底产能将达到 8850 万米，另外在建的两条水性无溶剂生态革预计在 2017 年再新增 850 万米产能。
- **公司将受益于环保驱动的行业集中和消费升级。**合成革的生产和产品未来都将出现环保诉求强化的趋势。我国合成革行业法规自 2011 年以来加大环保监管，中小产能正在淘汰中，安利作为环保治理水平最高的行业龙头，目前国内市场占有率仅个位数，将受益于行业趋向集中。另一方面，合成革下游均为人们日常频繁接触的消费品，消费升级大趋势下，作为环保/价格比最高的生态 PU 革，其目前合成革市场份额不足三成，未来有望替代环保绿色水平较差的 PVC 和普通 PU 革的市场空间。
- **安利破冰中高端客户，量价有望齐升。**我国大陆合成革一直处于全球的二线阵营，与下游各领域的高端品牌客户基本绝缘，这些客户的采购现主要来自于日韩和台湾企业。我们估计所有合成革下游的高端客户需求可能在百亿元左右，是目前安利 2014 年收入规模的 7 倍以上。中高端客户市场进入壁垒高，安利凭借具有相对日韩台湾对手的性价比优势、更高效服务和多年开拓积累，自 2014 年起逐步进入中高端客户的供应商体系，耐克、三星等多个客户订单有望逐步进入放量期，实现对上述日韩和台湾企业的份额替代。中高端客户合成革销售的附加值更高，安利有望迎来量价齐升。
- **汽车内饰革市场是公司未来潜在增长点。**在所有天然和人工合成革中，生态 PU 合成革在性能、价格和环保上的综合性能最为突出。由于真皮价格未来趋势上涨及 PVC 革达不到日益提高的汽车内饰环保健康标准，生态

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1183	1,332	1,592	1,937	2,297
YoY(%)	6.5	12.6	19.5	21.7	18.6
净利润(百万元)	73.8	53	82	138	198
YoY(%)	51.2	-27.8	53.3	69.2	43.1
毛利率(%)	21.6	21.1	22.0	23.1	24.2
净利率(%)	6.2	4.0	5.1	7.1	8.6
ROE(%)	8.8	6.0	8.4	12.5	15.2
EPS(摊薄/元)	0.34	0.25	0.38	0.64	0.92
P/E(倍)	37.91	52.5	34.3	20.3	14.2
P/B(倍)	3.28	3.0	2.8	2.5	2.1

PU 革有望成为汽车内饰皮革的新选择。我们测算全球汽车内饰皮革的潜在需求量为 6 亿多米，约为安利 2014 年合成革销量的 11 倍。

- **公司议价能力突出，油价下跌有望削减成本。**安利上游主要为基布和 PU 树脂原料(如 DMF、纯 MDI 和己二酸)等市场完全竞争的大宗品，下游为鞋类、手袋箱包、装饰、包装和球等消费品领域，安利的产品在下游客户的成本结构中占比较小，同时由于客户对产品差异化要求强，所以安利在对上下游的议价上具有优势。这也体现在 08 年以来安利应收账款显著持续低于应付账款以及经营现金流远高于净利润。2014 年下半年至今，DMF 价格下跌幅度为 600-700 元/吨左右，己二酸下跌约 3400-3500 元/吨，基于单耗的静态测算，我们认为公司年化的原料成本约可下降 3000 多万元。
- **投资建议。**我们预计公司 2015/2016/2017 年的主营收入分别为 15.9 亿/19.4 亿/22.9 亿元，增速分别为 19.5%/21.7%/18.6%，净利润分别为 8200 万元/1.38 亿元/1.98 亿元，EPS 分别为 0.38/0.64/0.92 元，对应当前股价的市盈率分别为 34/20/14 倍。如果从市值中除去公司位于合肥市区 105 亩老厂区的 5 亿土地价值，那么公司 2015/2016/2017 年市盈率仅为 28/17/12 倍。与 A 股合成革行业上市公司相比，安利公司无论从市值、市盈率、市净率还是市销率都是处于低位，作为行业龙头企业，其估值水平明显低估。我们认为公司经历了因厂区搬迁的非经常事件导致的 2014 及今年上半年业绩下滑后，未来有望迎来业绩向上快速增长的拐点。公司前期更名为“安利科技”，强调科技发展战略，未来内生升级和外延发展存在想象空间，估值水平有望提升。近日公司在 12.9 元附近完成员工持股计划，体现出公司坚定信心。我们首次覆盖安利股份，给予“强烈推荐”评级，按照 2016 年业绩 30 倍市盈率，目标价 19.2 元。
- **风险提示：**中高端客户订单获取低于预期。

正文目录

一、 安利股份是国内生态合成革龙头企业	5
二、 公司将受益于环保驱动的行业集中和消费升级.....	7
三、 破冰中高端客户市场，量价有望齐升	10
四、 汽车内饰革市场是公司未来潜在增长点	11
五、 公司议价能力突出，油价下跌有助于公司成本削减	15
六、 投资建议	17
七、 风险提示	18

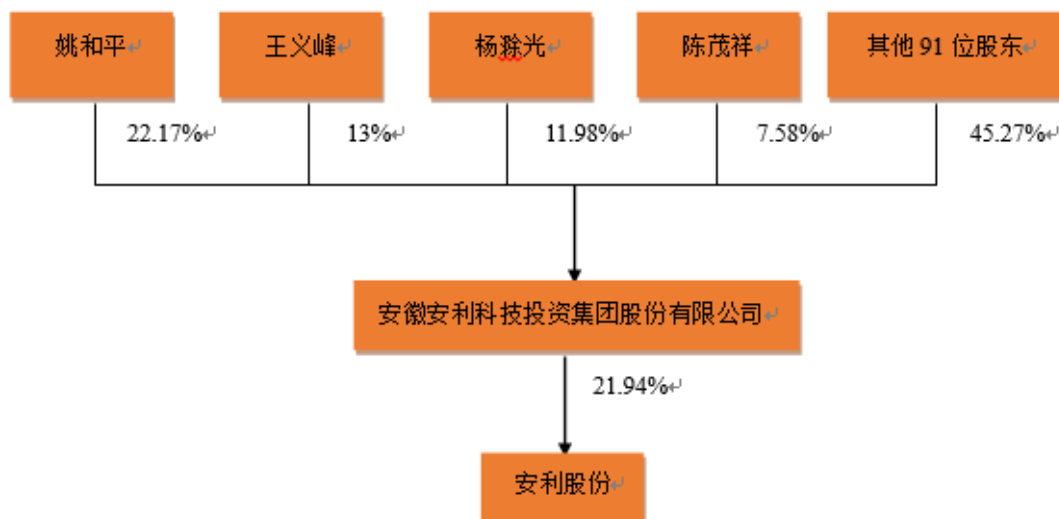
图表目录

图表 1	控股法人股东安利投资的股权结构.....	5
图表 2	公司 2008-2014 年合成革产量 CARG 为 11%并保持满产满销（ 万米 ）	5
图表 3	公司近年收入和毛利保持持续增长（ 万元 ）	6
图表 4	公司销售收入的下游领域分布	6
图表 5	公司近年毛利率平均水平在 22%左右	7
图表 6	公司历年净利润及增长率	7
图表 7	我国合成革的产量增长进入稳定成熟期	8
图表 8	全球合成革需求及增长主要来自中国（ 亿米 ）	8
图表 9	全球合成革下游需求分布	9
图表 10	近年合成革行业的环保法规政策一览	9
图表 11	2013 年我国合成革消费的种类结构	10
图表 12	国际中高端运动品牌的合成革市场近 40 亿元	10
图表 13	公司目前下游中高端市场开拓情况（ 不完全统计 ）	11
图表 14	三芳 PU 革历年销售均价远高于公司	11
图表 15	各类皮革生产工艺、皮感、价格和生态环保特点对比	12
图表 16	各类皮革的功能指标对比	12
图表 17	我国进口皮革价格近年来保持持续攀升（ 美元/吨 ）	14
图表 18	美国出口牛皮价格也在持续上涨（ 美元/磅 ）	14
图表 19	公司在汽车内饰领域合成革的市场空间广阔（ 万米 ）	15
图表 20	公司历年应收账款远低于应付账款（ 万元 ）	16
图表 21	公司历年经营现金流持续显著大于净利润（ 万元 ）	16
图表 22	公司化工原材料的消耗测算	17
图表 23	华东 DMF、己二酸以及 MDI 价格走势（ 元/吨 ）	17
图表 24	行业可比公司的估值对比	18

一、安利股份是国内生态合成革龙头企业

安利股份是国内规模最大的研发生态功能性聚氨酯合成革的民营企业，在近期《中国轻工业行业十强企业评价结果公告》中，综合评价排名第一，拥有专利授权最多、主持或参与行业标准制定数量最多、出口创汇金额最多、出口发达国家数量最多以及环保水平最高的“五最”冠军地位。目前是国家重点高新技术企业，拥有国家认定企业技术中心，是中国聚氨酯合成革创新研发基地，拥有 4 项国家重点新产品（可享受三年内缴纳增值税 25%减免的优惠政策）。

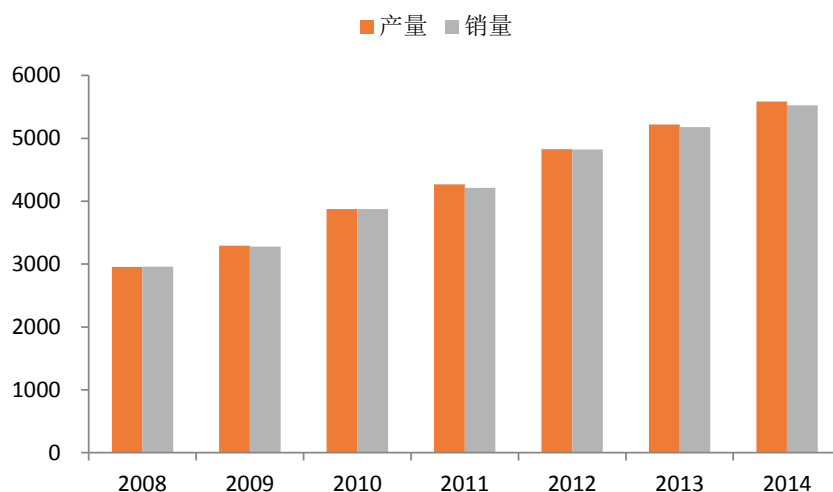
图表1 控股法人股东安利投资的股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司目前生态革产能 6650 万米，随着募投和超募项目的全部达产，我们预计 2015 年底产能将达到 8850 万米。2014 年 10 月，公司公告投资 1.45 亿元建设两条水性无溶剂生态革生产线，产能总计 850 万米，目前项目正在前期推进中，有望在 2017 年前后投产。公司自 2009 年至今，产能已经翻了倍，但一直是保持满产满销，2011-2013 年名义开工率不足 100%，主要由于产能统计是按照年底计算，而产能投放是在年中，当年实际贡献新增产能不足一年。

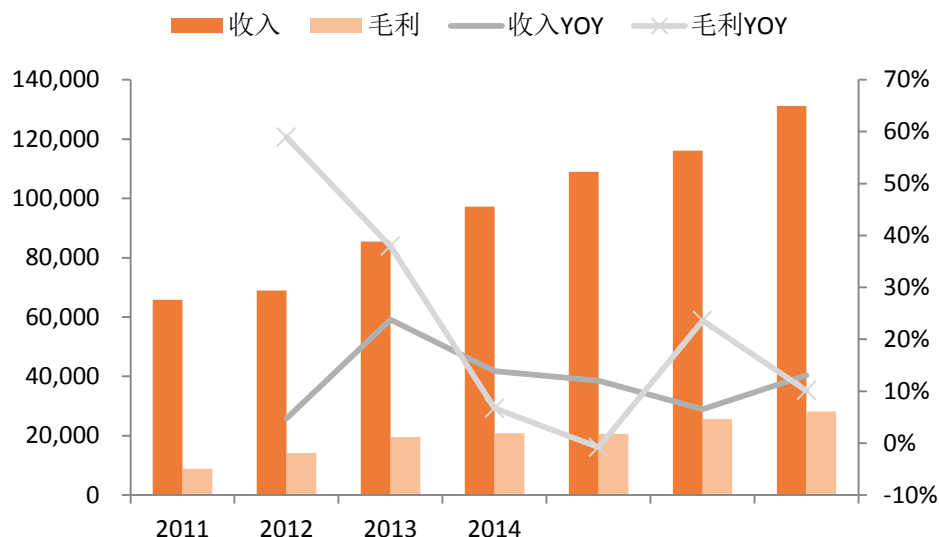
图表2 公司 2008-2014 年合成革产量 CARG 为 11%并保持满产满销（万米）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

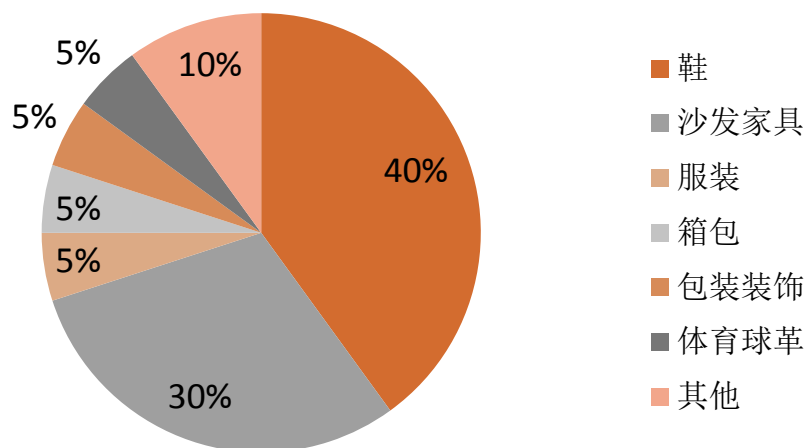
公司业绩过去几年保持稳健增长。在收入结构中，公司收入贡献主要来自于生态功能性合成革和少量普通合成革，目前产品销售的客户组成中，运动鞋/皮鞋等鞋类和家具沙发占据比重较大，分别为 40% 和 30%，其他领域还有装饰、包装、箱包和体育用品等。销售区域看上，国内销售和海外出口收入分别占一半左右。

图表3 公司近年收入和毛利保持持续增长（万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

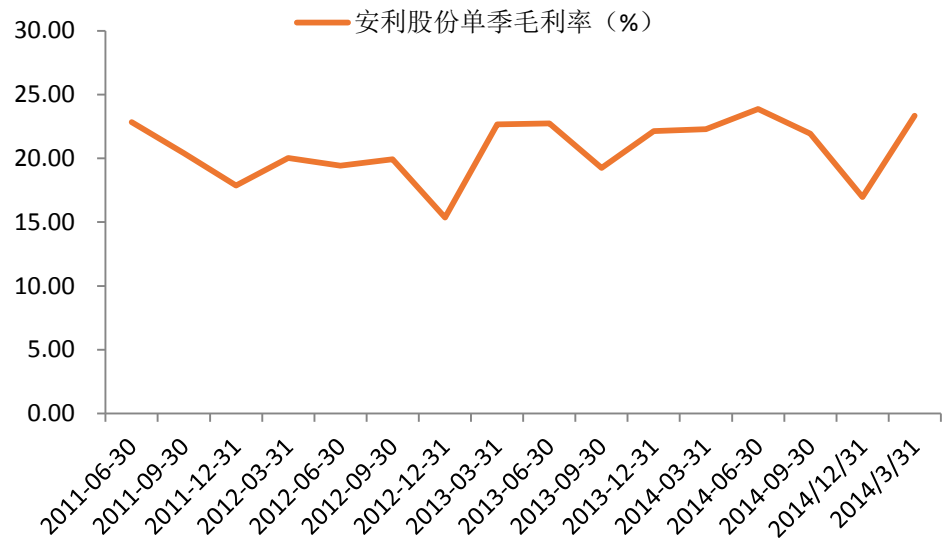
图表4 公司销售收入的下游领域分布



资料来源：公司网站，平安证券研究所

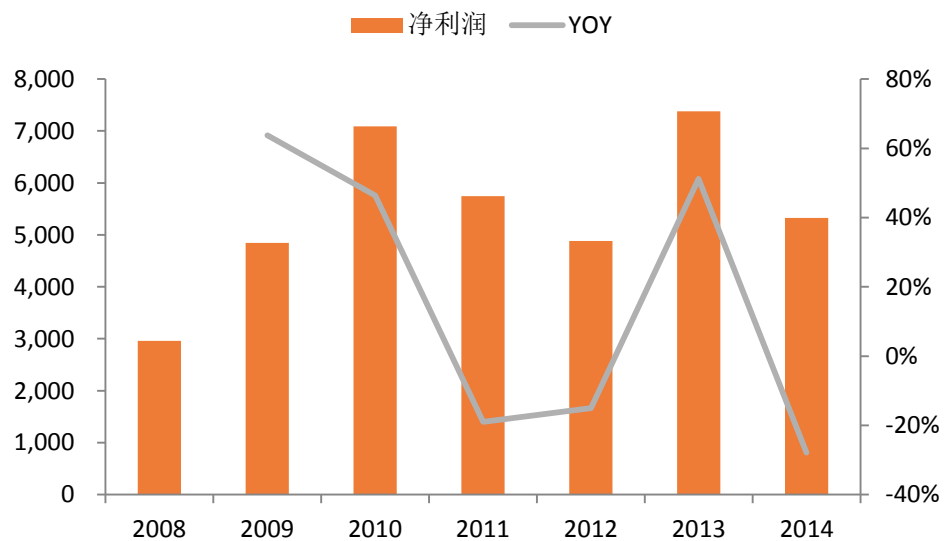
公司毛利率近年来总体稳定保持在 22% 左右，周期性不明显。由于 2014 年至 2015 上半年老厂区搬迁，同期业绩受到暂时性的拖累。

图表5 公司近年毛利率平均水平在 22%左右



资料来源: wind、平安证券研究所

图表6 公司历年净利润及增长率

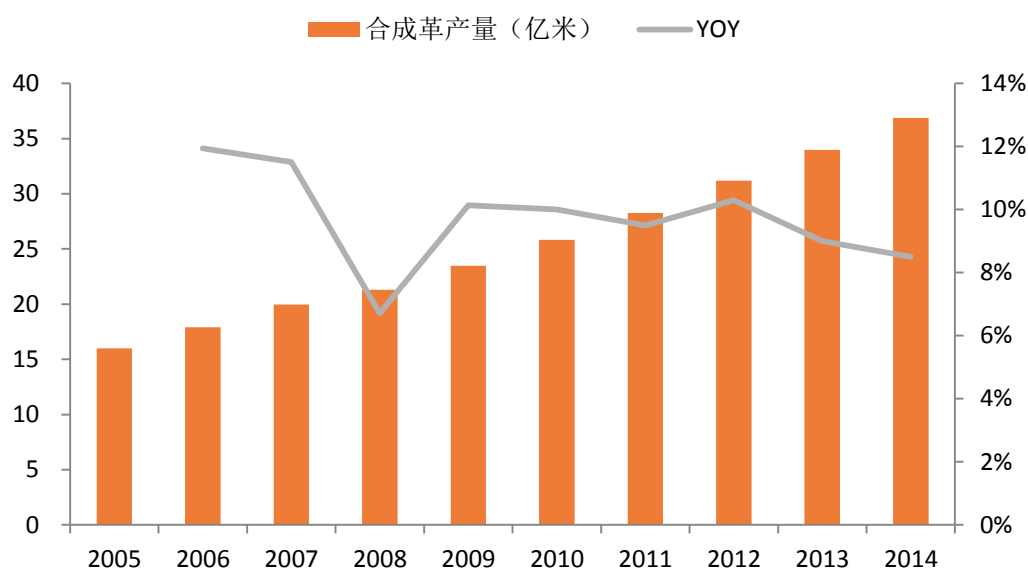


资料来源: wind、平安证券研究所

二、 公司将受益于环保驱动的行业集中和消费升级

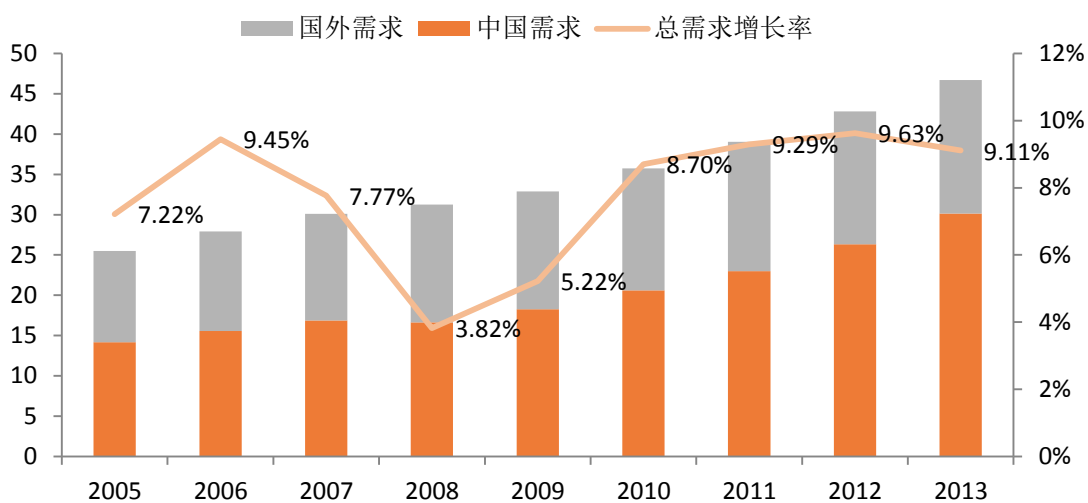
我国是世界合成革的生产和消费最大的国家，产量和需求占比分别大致为八成和七成。行业下游主要为鞋类、服装、家具、箱包、装饰和体育等领域，行业目前总体处于成熟发展期，增速保持在9%左右。

图表7 我国合成革的产量增长进入稳定成熟期



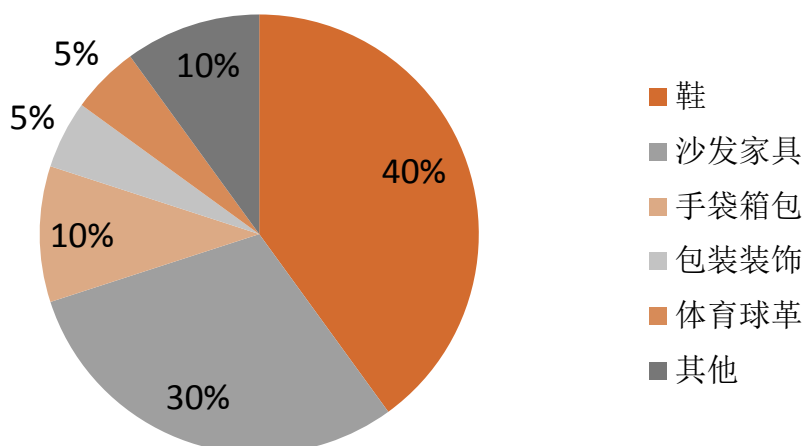
资料来源：行业协会、平安证券研究所

图表8 全球合成革需求及增长主要来自中国（亿米）



资料来源：行业协会、华彩咨询、平安证券研究所

图表9 全球合成革下游需求分布



资料来源：行业协会，平安证券研究所

合成革的生产和产品未来都将出现环保诉求的强化趋势。作为生产过程有废气和废液排放行业，我国合成革行业法规自 2011 年以来开始逐步加强对其环保的监管，这将带来合成革行业中小产能的淘汰。安利股份作为行业龙头，目前国内市场占有率估计仅 5% 上下，将在这一趋势中受益。

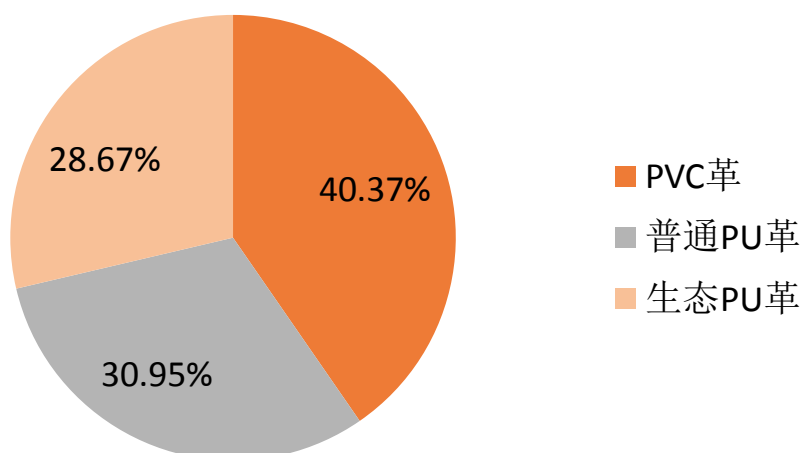
图表10 近年合成革行业的环保法规政策一览

时间	政策事项
2011 年 3 月	PVC 合成革被列入国家《产业结构调整指导目录》限制类发展项目，PVC 人造革市场将逐渐被生态革替代
2013 年 4 月	温州市政府发布《关于印发温州市合成革行业整治提升方案的通知》（温政办【2013】12 号）规定，温州市政府发布《温州市合成革行业整治提升方案》，将于 2014 年 6 月和 2015 年 12 月前分别削减合成革生产线 30% 和 50% 以上；
2013 年 5 月	“福建省环境保护厅发布《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，企业准入规模在 1000 万平米/年以上、禁止新建扩建 PVC 合成革装置
2015 年 1 月	新环保法实施，号称史上最严，对污染企业按日连续计罚，罚款将上不封顶，合成革作为高污染行业且普遍是中小型企业，环保投入不足，将面临巨大存续压力

资料来源：行业协会，平安证券研究所

另一方面，合成革下游均为人们日常频繁接触的消费品，其环保指标也在消费升级大趋势下对合成革产品竞争力更为重要。合成革产品种类中，主要有 PVC、普通 PU 和生态 PU 革三种，前两种类型的化学有害物质的添加标准较低，占据目前国内合成革消费的 70% 以上，生态 PU 革凭借优良的环保标准和性价比，将通过替代 PVC 和普通 PU 革实现高于行业增速的增长，这为安利股份带来增长空间。

图表11 2013 年我国合成革消费的种类结构



资料来源：行业协会，平安证券研究所

三、 破冰中高端客户市场，量价有望齐升

我国大陆合成革过去一直处于全球的二线阵营，未能打入合成革下游各个领域的中高端客户，这些客户的采购主要来自于日韩和台湾企业，例如日本的可乐丽、帝人，韩国的德成、伯产和大宇，以及台湾的三芳等等。由于合成革下游各个领域普遍具有消费品属性特点，中高端客户凭借品牌和营销往往占据的市场份额更大，因此对应得合成革需求份额占比也更大，这个市场潜力巨大，对于国内合成革企业来说还是蓝海市场。

单以运动鞋为例，根据公开资料和调研，国际中高端运动鞋品牌例如耐克/阿迪/Asics/PUMA/NB 等等大约占据整个运动鞋市场份额的近 70%，其合成革的年采购总额大约为 38 亿元。根据上文提到所有鞋革在合成革需求占比约 40%左右，因此我们粗略估计所有合成革下游的中高端客户需求可能在百亿元左右，这个规模就是目前安利 2014 年收入规模的 7 倍以上。

图表12 国际中高端运动品牌的合成革市场近 40 亿元

公司	年采购金额 (亿元)	供应商
耐克	19	70-80%来自三芳，其他来自日本帝人和东南亚企业
阿迪达斯	11	50%来自韩国企业，包括德成、伯产和大元等，其他来自日本和东南亚企业
其他 (ASICS/PUMA/NB)	8	主要从日韩和台湾采购
总体	38	国内尚无一家企业能够进入该市场

资料来源：行业协会，平安证券研究所

中高端合成革市场进入壁垒较高，需要经过长期的多方面认证考核，筛选极其严格，安利股份凭借具有相对日韩台湾的性价比优势以及多年开拓积累，自 2014 年起开始逐步进入中高端客户的供应商体系，耐克、三星等中高端合成革客户的订单有望逐步进入放量期，实现逐步替代上述日韩和台湾企业的市场份额。

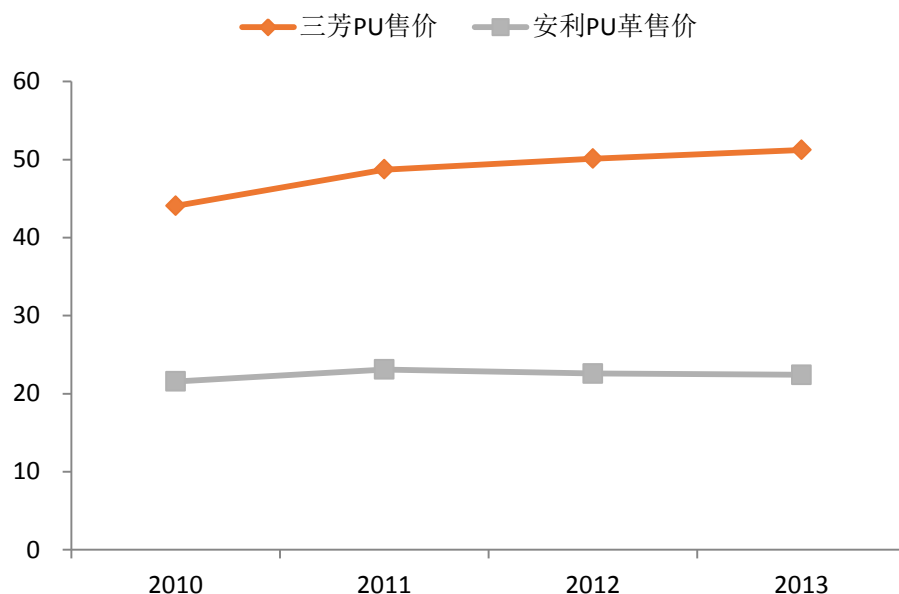
图表13 公司目前下游中高端市场开拓情况（不完全统计）

开拓情况	
耐克	已通过鞋类、服装和杂项等三个事业部的认证，是我国大陆唯一一家达到该水平的企业，放量可期
阿迪达斯	2014 年对阿迪旗下的锐步实现 2000 万元左右鞋革供货，对阿迪主品牌实现球革的经销商供货，其他认证正在进行
ASICS	2014 年成功进入其供应商体系，2015 年预计销售 5000 万元，同比增长 300%以上
New Balance	处于积极开发阶段
3C 包装装饰	2014 年对三星销售 1000 万美元，2015 年预计仍有增长；小米、华为和联想的开拓也在推进中
家具	正在积极与国内外高端品牌拓展合作

资料来源：公司网站，平安证券研究所

中高端客户的合成革需求附加值更高。以主要为耐克供货的三芳为例，其历年销售均价都在 50 元/米左右，远高于安利的 22-23 元/米的综合平均水平。未来中高端客户订单的放量，不仅将为安利带来销量明显增长，也将提升公司产品销售价格，公司有望迎来量价齐升。

图表14 三芳 PU 革历年销售均价远高于公司



资料来源：三芳公告、平安证券研究所

四、 汽车内饰革市场是公司未来潜在增长点

目前汽车内饰皮革主要采用真皮和 PVC 革，我们认为生态合成革有望逐步替代这两种材料。

在所有天然和人工合成革中，生态合成革在性能、价格和环保上的综合性能最为突出。

图表15 各类皮革生产工艺、皮感、价格和生态环保特点对比

项目	天然皮革	PVC 人造革	普通 PU 合成革	PU 超纤合成革	生态功能性 PU 合成革	
主要原料	猪皮、牛皮、羊皮等	PVC 树脂、针织布、机织布、无纺布等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等	PU 树脂、超细纤维无纺布等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等	
皮感	优良	较差	一般	优良	良好	
手感、弹性	优良	较差	较差	良好	优良	
色彩、花纹、品种	一般	一般	较多、较好	一般	较多、较好	
制备工艺	鞣制和硝制等	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤织造、湿法、减量、干法工艺	湿法和干法工艺	
使用寿命	5-10 年	2-5 年	2-5 年	2-10 年	2-10 年	
价格	100-200 元/平米	6-15 元/平米	7-25 元/平米	50-100 元/平米	12-60 元/平米	
生态环保性	原料的环保性	主要原料可再生，但辅料污染严重	有一定污染	优于 PVC 人造革	一般	良好
	生产加工过程中对环境的污染	较大	一般	一般	苯减量工艺有一定污染	较小
	产品的健康安全	比较安全	有一定的危害	比较安全	苯减量工艺有一定危害	安全
	产品的环保性	可降解	难降解	可降解	可降解	可降解
	废弃物的处理难度	较大	较大	一般	一般	较好
能耗(能耗占生产成本比重)	能耗一般(约 5%)	能耗一般(约 5-7%)	能耗较低(约 4-6%)	能耗高(约 8-11%)	能耗较低(约 4-8%)	

资料来源：公司招股书、平安证券研究所

图表16 各类皮革的功能指标对比

功能性质	天然皮革	PVC 人造革	普通 PU 合成革	PU 超纤合成革	生态功能性 PU 合成革
透气性	较好	较差	一般	较好	较好
阻燃性	较好	较好	较差	一般	较好

功能性质	天然皮革	PVC 人造革	普通 PU 合成革	PU 超纤合成革	生态功能性 PU 合成革
耐溶剂性/耐化学腐蚀性	较差	较好	一般	一般	较好
耐光性/耐黄变性	较好	较好	一般	较好	较好
耐酸	较差	较好	一般	较好	良好
耐碱	较差	较好	一般	较好	良好
耐水解	一般	较好	一般	较好	良好
耐久耐用性	较好	一般	较差	较好	良好
色牢度	较差	一般	优于 PVC 人造革		良好
抗菌防霉性	较差	一般	一般	一般	较好
耐常温曲挠性	良好	较差	一般	较好	较好
耐低温曲挠性	一般	差	一般	较好	较好
撕裂强度	良好	一般	一般	一般	较好
剥离强度	优良	一般	一般	较好	较好
拉断强度	较好	一般	一般	一般	较好
顶破强度	较好	一般	一般	较好	较好
缝合强度	良好	较差	一般	较好	良好
耐高温性	较好	一般	较好	较好	良好
耐磨性	一般	较好	一般	一般	良好
抗皱性	较好	较差	一般	一般	较好
质量均匀性	不好	一般	良好	良好	良好
可裁剪性	不好	良好	良好	良好	良好
易加工性	不好	良好	良好	良好	良好

资料来源：公司招股书、平安证券研究所

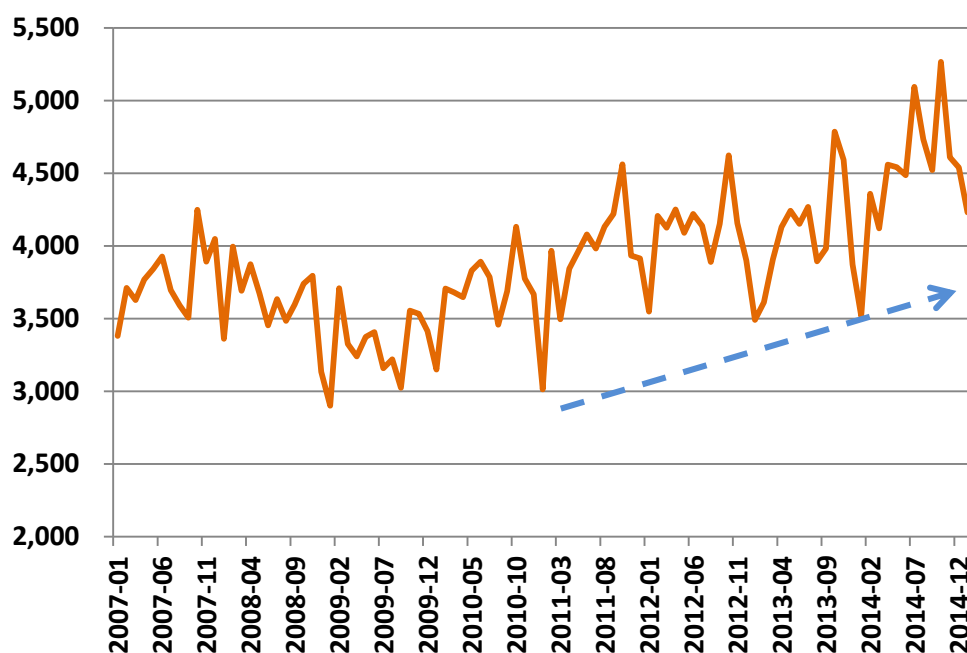
生态合成革替代汽车内饰真皮的动力主要来自于真皮价格趋势性上涨。

天然皮革资源有限。天然皮革主要来自于畜牧业副产品，而世界畜牧业增速处于非常成熟时期，这决定了天然皮革产量增速将持续较低。

天然皮革加工过程存在污染严重的问题，一吨生皮加工要排放一吨多的高污染废水，在我国环保整治逐渐加码的趋势下，真皮供给端面临收缩和集中，加剧真皮短缺和涨价。

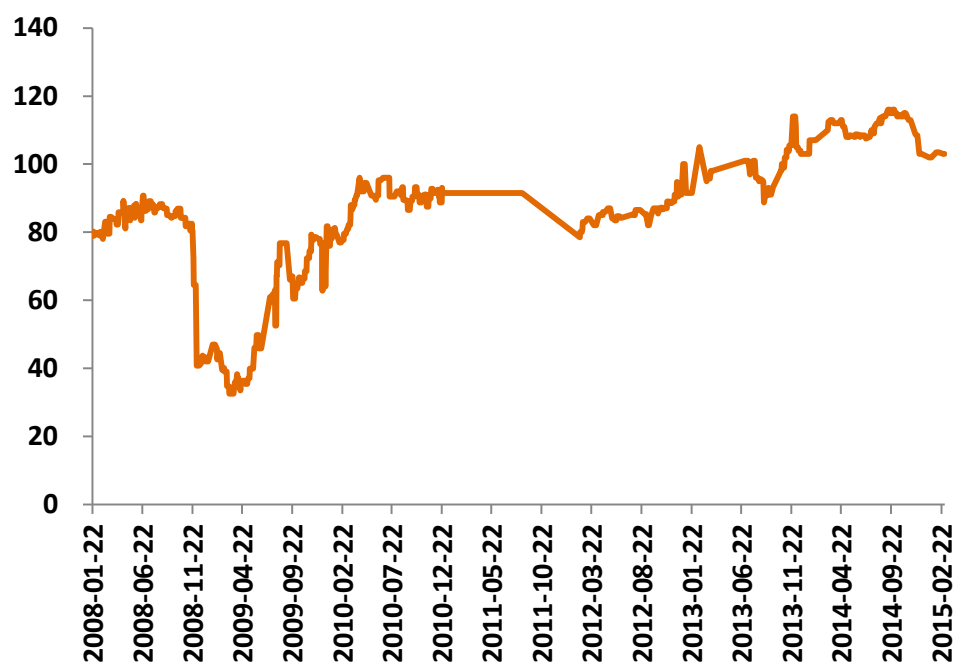
我国进口天然皮革和牛皮出口大国的价格近两年来都保持上升态势。

图表17 我国进口皮革价格近年来保持持续攀升（美元/吨）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表18 美国出口牛皮价格也在持续上涨（美元/磅）

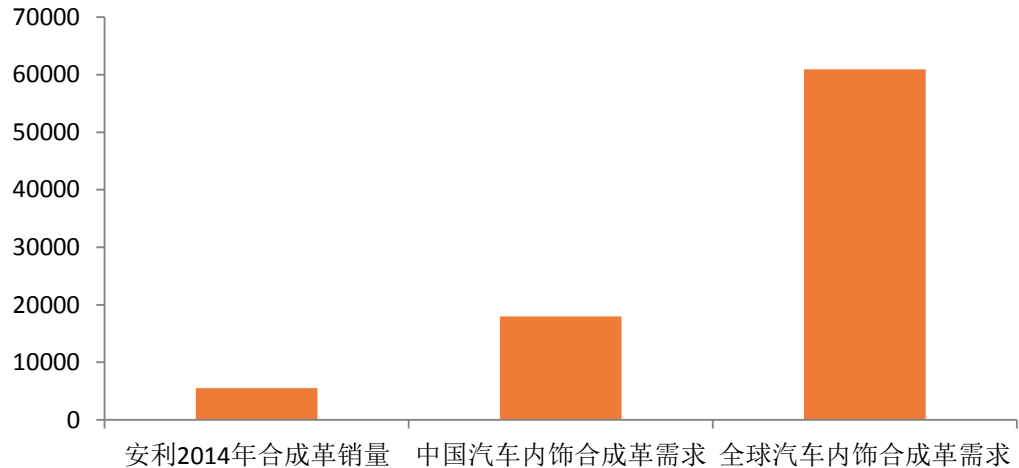


资料来源：wind、平安证券研究所

生态合成革替代 PVC 汽车内饰革的动力主要来自于国家环保标准的提高, 根据我们调研了解, PVC 革由于产品有一定的危害和污染物含量, 未来将达不到汽车内饰革不断提升的 VOC 排放标准, 生态革有望成为替代它的最佳选择。

按照 2014 年全球 6700 多万辆乘用车产量、90%乘用车采用皮革内饰、每辆车内饰大约用 10 米来计算，全球汽车内饰皮革的需求量为 6 亿多米，这大约是安利 2014 年合成革总销量的 11 倍之多。安利目前正在积极开拓汽车内饰皮革的配套市场，有望在长期上成为公司又一增长点。

图表19 公司在汽车内饰领域合成革的市场空间广阔（万平米）



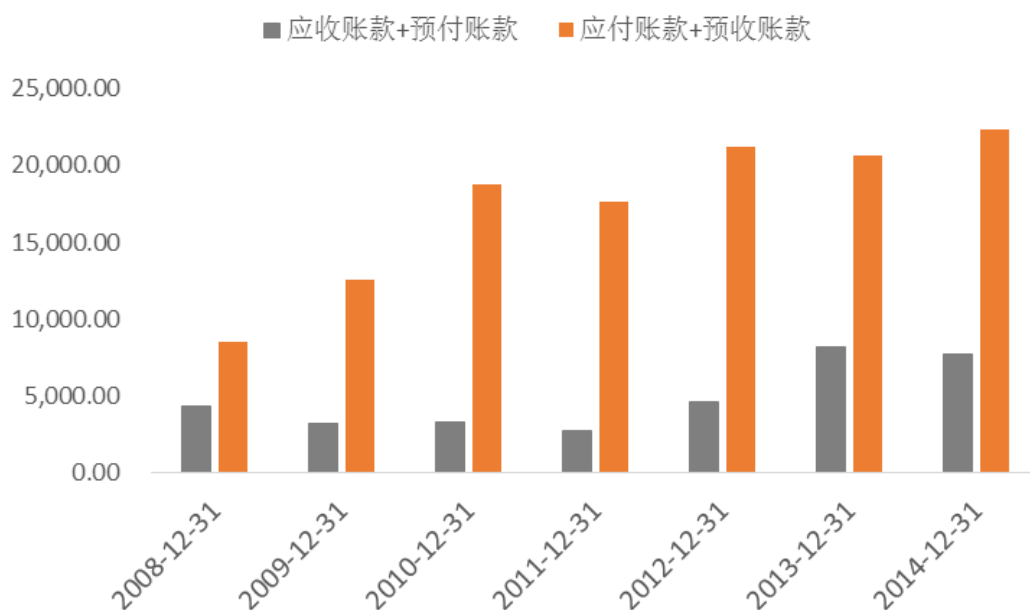
资料来源：wind、平安证券研究所

五、 公司议价能力突出，油价下跌有助于公司成本削减

安利上游主要为基布和 PU 树脂原料(包括 DMF、纯 MDI 和己二酸)等大宗化工品，下游为鞋类、手袋箱包、家具装饰、包装等消费品领域，安利的产品在下游客户的成本结构中占比较小，同时由于产品的差异化特别强，所以安利在对上下游的议价上具有优势。

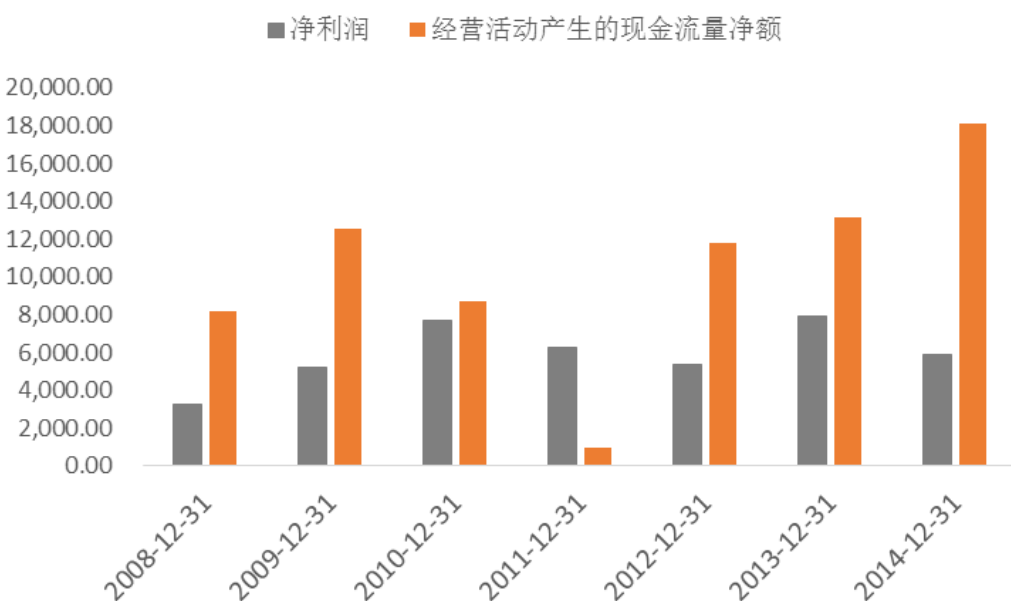
安利股份的上下游议价优势也体现在财务数据上，2008 年至今，公司应收账款持续远低于应付账款，另外除了因为 2011 年一季度棉花暴涨导致公司加大原料基布备货导致 2011 上半年经营现金流经营现金流为负而拖累了 2011 全年经营现金流之外，公司过去 7 年中，经营现金流持续持续远高于净利润。

图表20 公司历年应收账款远低于应付账款（万元）



资料来源: wind、平安证券研究所

图表21 公司历年经营现金流持续显著大于净利润（万元）



资料来源: wind、平安证券研究所

基布由于在产业链上相比 PU 树脂更加远离石油，在过去一年的原油价格暴跌中，PU 树脂原料的价格下跌更加显著，DMF 价格下跌幅度为 700 元/吨左右，己二酸下跌约 3400-3500 元/吨，基于单耗的静态测算，我们测算公司年化的原料成本大概下降 3000 多万元。

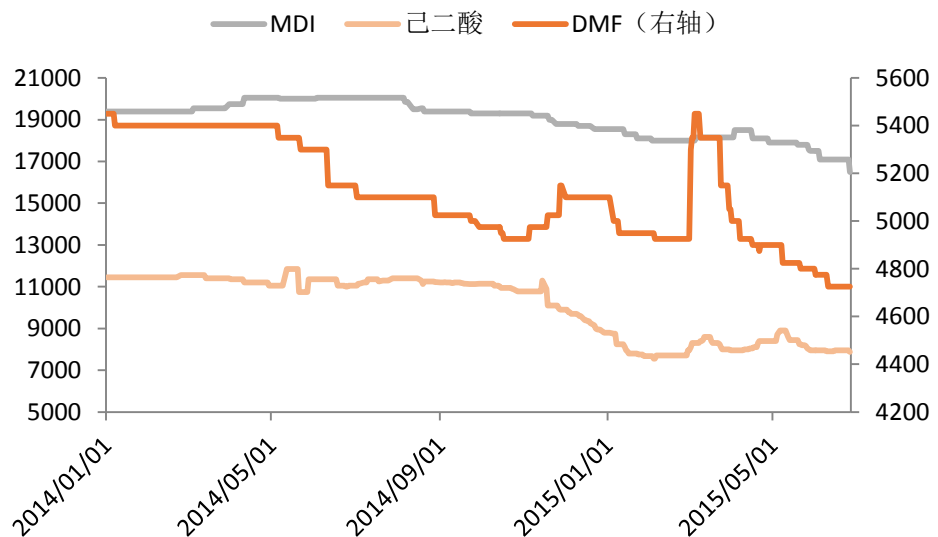
由于公司能够通过产品差异化、客户敏感度低以及产品结构升级而保持销售价格的稳中趋升，因此我们预计公司的毛利率水平有望受益于油价下跌而上升。

图表22 公司化工原材料的消耗测算

原料	PU 树脂单耗(吨)	公司现有 5.5 万吨 PU 树脂产能的原料消耗
DMF	0.60	3.32
纯 MDI	0.12	0.66
己二酸	0.12	0.66
乙二醇	0.08	0.44
丁二醇	0.07	0.39

资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表23 华东 DMF、己二酸以及 MDI 价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

六、 投资建议

核心假设：

- 一、生态革销量增长 2015/2016/2017 年均复合增长 20%左右，销售价格年均复合增长 3%左右。
- 二、原料成本下跌和高附加值产品放量带来生态革毛利率逐渐提升。
- 三、2013-2014 年厂房搬迁的负面影响消除，2015 年公司费用大幅降低，增速将低于收入。

我们预计公司 2015/2016/2017 年的主营收入分别为 15.9 亿/19.4 亿/22.9 亿元，增速分别为 19.5%/21.7%/18.6%，净利润分别为 8200 万元 1.38 亿元/1.98 亿元，EPS 分别为 0.38/0.64/0.92 元，对应当前股价的市盈率分别为 34/20/14 倍。

除上述主业外，安利股份因 2013-2014 年厂区搬迁，其全资所属的老厂区的 105 亩土地尚未处理。该厂区位置在合肥市中心城区，周边商业土地价格是 800 万元/亩。目前公司正在积极与当地政府进行商谈开发事宜，根据合肥去年出台的可以免收储直接工业改商业的政策，我们预计中短期内该块土地将能形成现金流贡献，考虑到土地流动性折价，我们保守给予该土地 5 亿元的价值预估。

如果从市值中除去公司老厂区 5 亿土地价值，那么公司 2015/2016/2017 年市盈率仅为 28/17/12 倍。与 A 股合成革行业上市公司相比，安利公司无论从市值、还是市盈率、市净率还是市销率都是处于低位，作为行业龙头企业，其估值水平明显低估。

图表24 行业可比公司的估值对比

项目	总市值（万元）	PE（TTM）	PB	PS
华峰超纤	499280	39.41	3.44	3.12
禾欣股份	460629	76.46	3.44	4.79
同大股份	318081	107.42	3.80	2.77
双象股份	266599	274.76	5.90	6.40
安利股份	280700	53	2.97	2.08

资料来源：wind、平安证券研究所

我们认为公司经历了因厂区搬迁的非经常事件导致的 2014 及今年上半年业绩下滑后，未来有望迎来业绩向上快速增长的拐点。公司前期更名强调科技发展战略，未来内生升级和外延发展存在想象空间，估值水平有望大幅提升。近日公司在 12.9 元附近完成员工持股计划，体现出公司坚定信心。我们首次覆盖安利股份，给予“强烈推荐”评级，按照 2016 年业绩 30 倍市盈率，目标价 19.2 元。

七、风险提示

中高端客户订单获取低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	716	699	741	907
现金	389	374	290	424
应收账款	78	76	108	116
其他应收款	6	14	10	19
预付账款	4	1	5	2
存货	198	192	268	283
其他流动资产	40	42	60	62
非流动资产	845	1058	1133	1150
长期投资	0	0	0	0
固定资产	566	811	867	870
无形资产	42	42	41	40
其他非流动资产	236	206	225	241
资产总计	1561	1757	1874	2057
流动负债	573	696	744	779
短期借款	225	369	369	369
应付账款	193	199	264	291
其他流动负债	155	128	112	119
非流动负债	87	79	76	73
长期借款	40	14	11	8
其他非流动负债	47	65	65	65
负债合计	659	774	820	852
少数股东权益	49	52	60	72
股本	211	216	216	216
资本公积	324	361	361	361
留存收益	314	350	439	590
归属母公司股东权益	852	930	995	1133
负债和股东权益	1561	1757	1874	2057

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	131	181	133	245
净利润	79	59	89	151
折旧摊销	49	60	66	73
财务费用	11	20	19	18
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-16	37	-41	4
其他经营现金流	9	5	-0	-0
投资活动现金流	-213	-265	-140	-91
资本支出	213	265	75	18
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-66	-73
筹资活动现金流	3	62	-76	-21
短期借款	57	144	0	0
长期借款	-60	-26	-3	-3
普通股增加	0	5	0	0
资本公积增加	7	37	0	0
其他筹资现金流	0	-98	-73	-18
现金净增加额	-83	-22	-84	134

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1183	1332	1592	1937
营业成本	928	1051	1242	1490
营业税金及附加	5	6	7	9
营业费用	36	48	53	64
管理费用	135	159	175	194
财务费用	11	20	19	18
资产减值损失	4	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	65	47	97	164
营业外收入	23	15	0	0
营业外支出	1	1	0	0
利润总额	87	61	97	164
所得税	8	2	8	13
净利润	79	59	89	151
少数股东损益	5	6	7	13
归属母公司净利润	74	53	82	138
EBITDA	150	141	183	257
EPS (元)	0.35	0.25	0.38	0.64

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	6.5	12.6	19.5	21.7
营业利润(%)	67.9	-26.7	104.5	69.2
归属于母公司净利润(%)	51.2	-27.8	53.3	69.2
获利能力				
毛利率(%)	21.6	21.1	22.0	23.1
净利率(%)	6.2	4.0	5.1	7.1
ROE(%)	8.8	6.0	8.4	12.5
ROIC(%)	7.4	5.5	7.5	10.7
偿债能力				
资产负债率(%)	42.2	44.1	43.8	41.4
净负债比率(%)	-4.9	5.0	8.8	-3.7
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.2
速动比率	0.9	0.7	0.6	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	19.5	17.3	17.3	17.3
应付账款周转率	4.9	5.4	5.4	5.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.25	0.38	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.74	0.61	1.14
每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.31	4.61	5.25
估值比率				
P/E	37.91	52.53	34.28	20.26
P/B	3.28	3.01	2.81	2.47
EV/EBITDA	19.05	21.0	16.5	11.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣 超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街 中心北楼 15 层 邮编：100033