

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

安利股份 (300218)

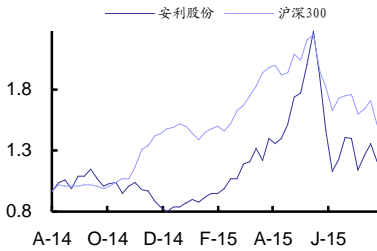
买入

2015 年半年报点评

(维持评级)

2015 年 08 月 27 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)	217/92
总市值/流通 (百万元)	2,298/975
上证综指/深圳成指	2,927/9,900
12 个月最高/最低元)	27.26/8.95

相关研究报告:

- 《安利股份-300218-世界级的合成革新贵》——2015-07-27
- 《安利股份-300218-落实员工持股, 强化竞争优势》——2015-07-06
- 《安利股份-300218-引入员工持股, 提升公司价值》——2015-03-27
- 《安利股份-300218-国内高端 PU 革垄断龙头》——2015-02-10

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号: 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。

财报点评

受益于人民币贬值, 业绩将加速提升

● 迎来业绩拐点, 维持“买入”评级

经过前期的客户培育, 公司正迎来明显的收获期, 业绩将进入新的增长中枢, 预计 15-17 年每股收益分别为 0.40/0.55/0.74 元。公司具有明显的消费品属性, 用大宗工业原料进行估值, 显然低估了其内在价值。考虑到公司未来经营业绩的高速增长, 给予 16 年 40 倍 PE, 同时考虑到土地变现价值为 3 亿元, 合理估值为 23.38 元, 维持“买入”评级。

● 未来订单量将大幅提升

公布 2015 年半年报, 实现营业收入 6.46 亿, 同比增长 6.51%, 归属上市公司的股东净利润为 2608.7 万元, 同比减少 18.16%, 每股收益为 0.12 元。上半年销量为 2667 万米左右, 同比增加了 5% 左右, 由于产品价格相对比较稳定, 因此收入与销量的增速基本相同。从毛利率来看, 目前合成革的毛利率大约为 23% 左右, 基本保持稳定。公司将 2015 年定义为“销售”年, 经过 2-3 年的客户培育, 宜家、三星电子、耐克等新客户的订单将会大幅提升。目前正处于黑色作战靴大幅替代“解放胶鞋”的阶段, 公司“警用战训靴环境自适应复合材料技术”已通过国家公安部科技信息化局验收, 专家组认为整体项目全面完成了科技部下达的任务和考核指标, 具有重要推广价值, 因此我们对于战训靴用革的市场开拓非常乐观, 预计明年获取订单的概率非常高。

● 受益于人民币贬值, 未来业绩将远超市场预期

从区域结构来看, 2014 年公司国外销售收入所占的比重接近 50%, 公司的核心产品沙发革主要出口到欧洲市场, 所占的比重比较高。受益于人民币贬值, 未来合成革的海外销量会明显提升, 同时公司非常重视东南亚市场, 不断加大开拓力度, 因此我们对于合成革销量的提升非常乐观。另一方面, 公司在半年报中做了一项针对汇率的敏感性测试, 截止 2015 年 6 月 30 日, 对于公司各类美元资产和美元金融负债, 如果人民币对美元升值或贬值 10%, 其他因素保持不变, 则公司将减少或增加净利润约 11,458,685.56 元。结合销量的提升和财务费用的降低, 预计未来公司的销售收入会明显提升, 期间费用所占的比重会逐步降低, 我们判断未来业绩超预期的概率非常高。

● 催化剂: 获取新订单

● 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	1,577	2,017	2,573
(+/-%)	6.5%	12.6%	18.4%	27.8%	27.6%
净利润(百万元)	74	53	87	119	160
(+/-%)	51.2%	-27.8%	63.8%	36.9%	33.8%
摊薄每股收益 (元)	0.34	0.25	0.40	0.55	0.74
EBITMargin	8.3%	6.1%	7.8%	8.0%	8.2%
净资产收益率 (ROE)	8.7%	5.7%	8.8%	11.1%	13.5%
市盈率 (PE)	31.1	43.2	26.2	19.1	14.3
EV/EBITDA	20.2	21.7	14.2	13.2	12.3
市净率 (PB)	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9

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

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	374	306	680	1143
应收款项	126	150	191	244
存货净额	192	219	283	364
其他流动资产	6	8	10	12
流动资产合计	699	683	1164	1764
固定资产	873	882	883	877
无形资产及其他	42	41	40	40
投资性房地产	144	144	144	144
长期股权投资	0	0	1	3
资产总计	1757	1749	2232	2827
短期借款及交易性金融负债	409	300	300	200
应付款项	219	250	323	415
其他流动负债	68	78	384	854
流动负债合计	696	628	1007	1469
长期借款及应付债券	14	(6)	(6)	(6)
其他长期负债	65	82	100	118
长期负债合计	79	76	94	112
负债合计	774	704	1101	1581
少数股东权益	52	54	56	59
股东权益	930	991	1075	1187
负债和股东权益总计	1757	1749	2232	2827

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.25	0.40	0.55	0.74
每股红利	0.21	0.12	0.17	0.22
每股净资产	4.31	4.59	4.98	5.50
ROIC	5%	8%	12%	22%
ROE	6%	9%	11%	13%
毛利率	21%	22%	23%	23%
EBIT Margin	5%	8%	8%	8%
EBITDA Margin	10%	13%	13%	12%
收入增长	13%	18%	28%	28%
净利润增长率	-28%	64%	37%	34%
资产负债率	47%	43%	52%	58%
息率	2%	1%	2%	2%
P/E	42.9	26.2	19.1	14.3
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	23.8	14.2	13.2	12.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1332	1577	2017	2573
营业成本	1051	1223	1560	1986
营业税金及附加	6	7	9	12
销售费用	48	57	73	93
管理费用	159	167	213	272
财务费用	20	15	12	9
投资收益	0	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(1)	(5)	(5)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	47	106	148	201
营业外净收支	14	9	10	10
利润总额	61	115	158	211
所得税费用	2	17	24	32
少数股东损益	6	11	15	20
归属于母公司净利润	53	87	119	160

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	53	87	119	160
资产减值准备	(3)	0	0	0
折旧摊销	60	88	96	102
公允价值变动损失	1	5	5	5
财务费用	20	15	12	9
营运资本变动	(48)	7	290	444
其它	4	2	2	3
经营活动现金流	67	188	512	714
资本开支	(184)	(101)	(101)	(101)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(184)	(101)	(102)	(103)
权益性融资	25	0	0	0
负债净变化	(6)	(20)	0	0
支付股利、利息	(45)	(26)	(36)	(48)
其它融资现金流	179	(109)	0	(100)
融资活动现金流	102	(155)	(36)	(148)
现金净变动	(15)	(68)	374	463
货币资金的期初余额	389	374	306	680
货币资金的期末余额	374	306	680	1143
企业自由现金流	(106)	98	422	625
权益自由现金流	67	(44)	412	517

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	010-88005325	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	0755-22940745	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		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘洵	021-60933151	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	蓝逸翔	021-60933164	徐强	010-88005329
		马红丽	021-60875174	邵潇	
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	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
徐行余					
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
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				