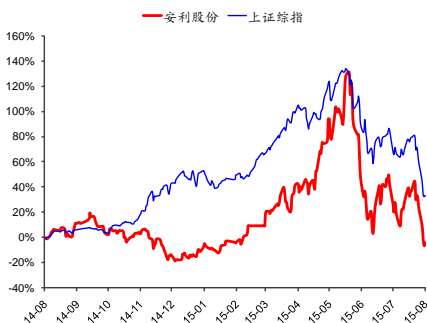


2015年8月27日

安利股份 (300218.SZ)

评级: 推荐

最近 52 周走势:



相关研究报告:

报告作者:

分析师: 皮斌

执业证书编号: S0590514040001

联系人:

马群星 石亮

电话: 0510-82833337

Email: maqx@glsc.com.cn

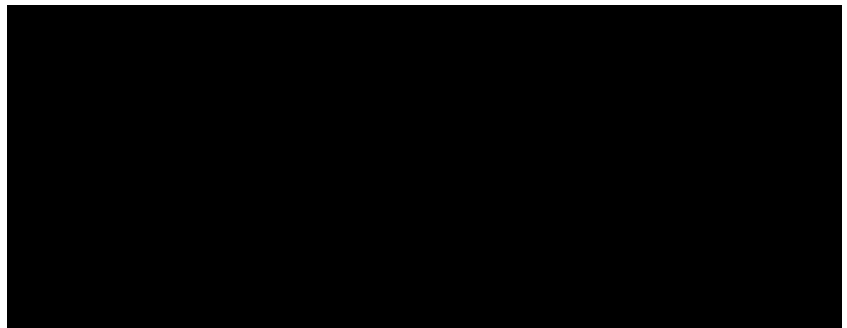
独立性申明

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, 特此申明。
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- **中报收入小幅增长, 折旧拖累盈利。**2015 年上半年营业收入为 6.46 亿元, YOY+6.51%, 毛利率同比维持约 23.18%。因报告期内折旧增加 1085 万元, 导致归属于母公司所有者的净利降至 2608.7 万元, YOY-18.16%, 每股收益为 0.121 元。2015Q2 因旺季因素, 收入环比增长 18.5%, 环比净利增 60%。业绩基本符合市场预期。
- **公司出口占五成, 人民币贬值利好出口收益。**公司 45% 收入来自出口, 年初以来人民币贬值 4%, 存在继续贬值的预期。生态合成革产品作为特殊材料, 出口通常以美元为报价机制, 价格主要参考客户合作惯例而非成本传递, 将受益于货币贬值。
- **产销顺畅, 新投放产能将逐步放量。**公司生态合成革产能 6650 万米, 因 2015 年行业景气度下降, 新老厂搬迁影响和新增产线建设, 产能利用率仅 78.7%, 较去年下滑 5.3%, 但产销率超 100%。预计年前完成综合产能 8850 万米, 公司接单生产, 下游客户拉动产量。从市场订单趋势判断, 新投放产能可以逐步消化, 销售稳步放量。
- **原辅材料成本下降助力成本控制, 毛利率稳中有升。**公司产品中化工原料占 50% 以上成本, 受全球石油大跌影响, 上游原材料包括纯 MDI、AA 粉、多元醇及其他辅助材料等价格大幅度下滑, 其中主料纯 MDI 从年初 19000 元/吨跌至 15000 元/吨, 降价幅度超 20%。同期市场产品价格下跌幅度小于 10%, 公司本身配合高端客户, 产品定制为主, 产品价格下跌更为有限, 预计毛利率稳中有升。
- **研发费用开支继续增长, 产品实力保持领先地位。**公司研发费用逐年增长, 报告期内开支近 4000 万, 占销售额 6.25%。新增专利申请 8 项, 新增授权专利证书 23 项, 推动公司新产品、新技术、新工艺不断开发与应用, 公司产品占据市场高端地位, 为开拓市场奠定了基础。
- **生态合成革贴近消费升级, 高端定制满足多样化应用。**生态功能

合成革应用非常广泛，鞋类、沙发家具类、球类和电子产品，符合消费升级的概念。公司对接国际优秀品牌企业耐克、阿迪达斯、锐步、艾斯克斯等客户，取代日本、台湾、韩国等竞争对手的市场份额，公司产品除了手袋箱包、球类、电子、包装、装饰等领域加深应用，也积极开拓电子市场，除了三星、联想、戴尔等，公司的量身定做能力，更贴近客户多样化应用要求，预期有更重量级的客户有待开发。

- **公司股价已经低于员工持股计划价。**公司已完成员工持股计划，员工与全体股东的利益共享和风险共担机制，提高公司的凝聚力和竞争力，截至 2015 年 7 月 3 日，“华林证券—安利股份第 1 期员工持股定向资产管理计划”完成员工持股计划股票购买，累计买入公司股票 453.43 万股，购买均价 12.90 元/股，占公司总股本的比例为 2.09%，当前股价已低于该持股价。
- **展望未来，预计公司稳健发展成长。**生态合成革的生产和产品需求有望出现稳步上升趋势。而受环保和竞争挤压行业中小产能逐步退出，公司作为领先行业龙头，将受益于行业趋向集中。消费升级大趋势下，生态合成革因环保/价格比最高，未来有望逐步替代环保绿色水平较差的 PVC 和普通 PU 革的市场份额。在这样的大背景下，公司有望稳健成长。
- **给予“推荐”评级。**预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 13.86 亿元、16.58 亿元和 17.66 亿元。实现归属于母公司的净利润 0.90 亿元、1.82 亿元和 2.14 亿元，对应的 EPS 为 0.41 元、0.84 元和 0.99 元，合理估值 16.80 元，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**公司发生工艺、化学品泄漏或者人身伤害事故；



财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,183.0	1,332.2	1,386.8	1,658.6	1,766.4
YOY(%)	6.5%	12.6%	4.1%	19.6%	6.5%
营业成本	927.5	1,050.8	1,081.4	1,258.7	1,336.7
营业税金及附加	5.1	6.0	6.3	7.5	8.0
销售费用	36.4	47.8	49.9	52.3	52.8
占营业收入比(%)	3.1%	3.6%	3.6%	3.2%	3.0%
管理费用	134.7	158.8	163.3	171.2	172.9
占营业收入比(%)	11.4%	11.9%	11.8%	10.3%	9.8%
EBIT	100.1	83.3	118.0	204.3	236.1
财务费用	10.6	20.4	10.3	-21.7	-27.7
占营业收入比(%)	0.9%	1.5%	0.7%	-1.3%	-1.6%
资产减值损失	4.1	1.4	2.8	4.6	3.1
投资净收益	0.0	0.0	33.0	38.0	44.0
营业利润	64.5	47.3	105.8	224.0	264.7
营业外净收入	22.5	13.9	3.9	3.8	3.3
利润总额	87.0	61.2	109.7	227.8	268.0
所得税	8.0	2.3	11.5	28.5	33.6
所得税率(%)	9.2%	3.8%	10.5%	12.5%	12.5%
净利润	79.0	58.9	98.2	199.3	234.4
占营业收入比(%)	6.7%	4.4%	7.1%	12.0%	13.3%
少数股东损益	5.2	5.7	8.2	16.6	19.6
归属母公司净利润	73.8	53.2	90.0	182.7	214.8
YOY(%)	51.2%	-27.8%	69.1%	102.9%	17.6%
EPS (元)	0.34	0.25	0.41	0.84	0.99

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	6.5%	12.6%	4.1%	19.6%	6.5%
营业利润	2.8%	-26.7%	123.6%	111.6%	18.2%
净利润	51.2%	-27.8%	69.1%	102.9%	17.6%
获利能力					
毛利率(%)	21.6%	21.1%	22.0%	24.1%	24.3%
净利率(%)	6.7%	4.4%	7.1%	12.0%	13.3%
ROE(%)	8.7%	5.7%	9.1%	16.3%	16.9%
ROA(%)	6.5%	4.9%	6.7%	10.4%	11.3%
偿债能力					
流动比率	1.27	0.99	1.14	1.36	1.64
速动比率	0.91	0.69	0.83	1.02	1.32
资产负债率%	41.7%	42.6%	42.4%	42.8%	39.8%
营运能力					
总资产周转率	76.6%	77.9%	78.2%	84.2%	84.9%
应收账款周转天数	36.0	30.8	33.2	35.1	29.9
存货周转天数	77.9	66.6	70.6	74.6	65.0
每股指标 (元)					
每股收益	0.34	0.25	0.41	0.84	0.99
每股净资产	3.93	4.29	4.58	5.17	5.86
估值比率					
P/E	31.1	43.2	25.5	12.6	10.7
P/B	2.7	2.5	2.3	2.0	1.8

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	381.2	337.2	436.3	617.0	855.1
交易性金融资产	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	127.2	126.8	137.6	178.5	158.1
存货	197.9	191.6	209.3	257.3	238.2
其他流动资产	1.3	6.2	6.2	6.2	6.2
流动资产总额	708.1	661.8	789.3	1,059.0	1,257.6
固定资产净值	566.4	811.0	789.8	722.2	649.8
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	566.4	811.0	789.8	722.2	649.8
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	177.4	62.0	18.7	13.3	0.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	743.8	873.0	808.4	735.5	649.8
无形资产	42.2	41.6	40.5	39.4	38.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产	51.4	134.8	134.8	134.8	134.8
资产总额	1,545.4	1,711.2	1,773.1	1,968.7	2,080.6
循环贷款	225.0	369.0	381.0	399.0	420.0
应付款项	252.1	259.4	271.1	342.2	307.2
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	40.0	40.0	40.0	40.0	0.0
流动负债	517.1	668.4	692.1	781.2	727.2
长期借款	40.0	14.0	14.0	14.0	14.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	643.8	728.8	752.5	841.6	827.6
少数股东权益	46.8	49.3	52.1	60.3	76.9
股东权益	901.3	982.4	1,053.6	1,198.1	1,368.0
负债和股东权益	1,545.1	1,711.2	1,806.1	2,039.7	2,195.6

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	79.0	58.9	98.2	199.3	234.4
加: 少数股东损益	5.2	5.7	8.2	16.6	19.6
公允价值变动	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	59.7	0.0	81.5	82.7	83.6
营运资金的变动	(10.0)	120.1	(42.0)	(77.9)	(71.1)
经营活动现金流	128.7	179.1	137.7	204.1	246.9
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(212.9)	(264.9)	(15.3)	(10.1)	2.8
投资活动现金流	(212.9)	(264.9)	(15.3)	(10.1)	2.8
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	16.9	16.9	27.0	54.8	64.4
计入循环贷款前融资活动	(30.0)	(39.0)	(35.3)	(31.4)	(32.6)
循环贷款的增加(减少)	33.2	100.7	12.0	18.0	21.0
融资活动现金流	3.2	61.7	(23.3)	(13.4)	(11.6)
现金净变动额	(85.4)	(24.1)	99.1	180.7	238.1

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。