

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

安利股份 (300218)

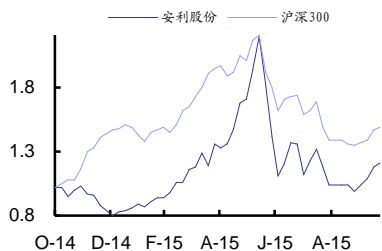
买入

2015年3季报点评

(维持评级)

2015年10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)	3,040/1,290
上证综指/深圳成指	3,430/11,688
12个月最高/最低价	27.26/8.95

相关研究报告:

- 《安利股份-300218-2015年半年报点评:受益于人民币贬值,业绩将加速提升》——2015-08-27
- 《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

进入业绩拐点,明年成长可期

● 高端PU革的领导者,进入业绩拐点,维持买入评级

公司是全球高端PU革的领导者,技术实力领先,产品差异化明显,消费属性突出。目前处于经营业绩的低谷,随着老厂区的搬迁完成和新增客户订单的大幅提升,预计净利率将大幅提升,公司将进入明显的业绩拐点。公司存在明显的隐蔽资产,老厂区土地变现价值预计为3亿元左右,预计15-17年每股收益分别为0.29/0.5/0.67元,维持“买入”评级。

● 折旧大幅提升,业绩低于预期

公布2015年3季报,1-9月实现营业收入10.24亿,同比增长6.01%,归属上市公司的股东净利润为4400.3万元,同比减少3.63%,每股收益为0.2元。从销量来看,前3季度产品销量为4200万米,我们预计全年销量为6000万米左右,同比增长10%左右。从产品价格来看,价格基本保持稳定,生产成本上升,毛利率出现了小幅下滑,基本保持在20%左右。公司净利润同比下滑的主要原因是固定资产折旧大幅提升,今年前3个季度,由于前期募投项目及技改项目的投产,累计折旧为6060.4万元,同比增长1775.88万元,伴随着新生产线的调试,能源、试车等费用有所提升,生产成本出现了一定程度的上升,受以上因素的影响,公司的业绩低于我们的预期。

● 目前处于经营低谷,明年将进入明显的业绩拐点

目前公司业绩处于经营低谷,我们判断未来将很快进入业绩拐点,主要原因有两个,第一、新客户开发卓有成效,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,目前黑色作训靴大幅替代“解放胶鞋”,公司“警用战训靴环境自适应复合材料技术”已经开始完成验收,已经实现一定的销售,未来订单放量的概率非常高,今年公司非常重视东南亚市场的开拓,不断增加销售人员,完善公司的国内外销售网络。第二、随着老厂区搬迁的完成,研发设备等固定资产投资已经完成,明年基本没有新增的资本开支,目前公司产品的毛利率为20%左右,净利率大约为4.3%左右,期间费用占比比较高,未来随着资本开支的减少,我们判断净利率大幅提升的空间非常大,预计会不断提升到6%左右。

● 风险提示

合成革的销量低于预期

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	1,409	1,798	2,289
(+/-%)	6.5%	12.6%	5.8%	27.6%	27.3%
净利润(百万元)	74	53	63	108	146
(+/-%)	51.2%	-27.8%	17.6%	72.4%	34.8%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.25	0.29	0.50	0.67
EBITMargin	8.3%	6.1%	6.3%	8.3%	8.6%
净资产收益率(ROE)	8.7%	5.7%	6.4%	10.3%	12.6%
市盈率(PE)	41.2	57.1	48.3	28.0	20.8
EV/EBITDA	25.3	27.0	20.9	16.5	14.9
市净率(PB)	3.6	3.3	3.1	2.9	2.6

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	300	629	1034
应收款项	126	134	170	217
存货净额	192	198	249	320
其他流动资产	6	7	9	11
流动资产合计	699	639	1058	1582
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	1706	2125	2646
短期借款及交易性金融负债	409	305	300	200
应付款项	219	226	284	365
其他流动负债	68	70	342	759
流动负债合计	696	602	926	1324
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	678	1020	1436
少数股东权益	52	53	55	58
股东权益	930	974	1050	1152
负债和股东权益总计	1757	1706	2125	2646

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.25	0.29	0.50	0.67
每股红利	0.21	0.09	0.15	0.20
每股净资产	4.31	4.51	4.86	5.34
ROIC	5%	6%	11%	19%
ROE	6%	6%	10%	13%
毛利率	21%	21%	23%	23%
EBIT Margin	5%	6%	8%	9%
EBITDA Margin	10%	13%	14%	13%
收入增长	13%	6%	28%	27%
净利润增长率	-28%	18%	72%	35%
资产负债率	47%	43%	51%	56%
息率	1%	1%	1%	1%
P/E	56.8	48.3	28.0	20.8
P/B	3.3	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	29.6	20.9	16.5	14.9

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	1409	1798	2289
营业成本	1051	1113	1385	1758
营业税金及附加	6	6	8	10
销售费用	48	51	65	82
管理费用	159	150	190	242
财务费用	20	10	12	9
投资收益	0	0	0	0
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	74	133	182
营业外净收支	14	9	10	10
利润总额	61	83	143	192
所得税费用	2	12	21	29
少数股东损益	6	8	13	18
归属于母公司净利润	53	63	108	146

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	53	63	108	146
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	10	12	9
营运资本变动	(48)	13	258	396
其它	4	1	2	3
经营活动现金流	67	169	469	651
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)	(19)	(32)	(44)
其它融资现金流	179	(104)	(5)	(100)
融资活动现金流	102	(142)	(38)	(144)
现金净变动	(15)	(74)	329	405
货币资金的期初余额	389	374	300	629
货币资金的期末余额	374	300	629	1034
企业自由现金流	(106)	75	380	564
权益自由现金流	67	(57)	364	456

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
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
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	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
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	邵潇	0755-22940659
		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	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
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	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		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	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				