安利股份（300218）

—“专注”提升品质，“生态环保”助力业绩提升

投资评级	买入	评级调整	收盘价	14.17	元

投资要点：

1. **“专注”提升公司竞争力。**公司是国内专业研发生产生态功能性聚氨酯合成革规模最大的企业，现具备每年 7000 万米聚氨酯合成革的产能，拥有 18 条干法和 18 条湿法生产线，拥有 7 万吨聚氨酯树脂的生产能力，基本实现自给。公司从成立以来就一直专注于聚氨酯合成革的生产和研发，未来公司仍将专注于聚氨酯合成革领域不断做大做强。
2. **“生态环保”助力业绩提升。**近年来，合成革行业的环保压力一直存在，去年温州关停的人造革合成革企业达到 100 家，福建也出台了相关政策淘汰落后产能，可以预期未来合成革行业集中度将进一步提高。公司一直以来都注重生态环保，**今年 3 月份，根据《工业和信息化部关于公布工业产品生态（绿色）设计试点企业（第二批）的通告》，公司被确定为工业产品生态（绿色）设计试点企业。同时公司新的更环保的 850 万米水性及无溶剂聚氨酯合成革项目也在加紧推进之中，是全球首家能够成熟量产无溶剂聚氨酯合成革的企业。今年三季度受益于 G20 会议召开浙江一些合成革企业的关停，预计公司业绩会有大的提升。**
3. 盈利预测：预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.36、0.37、0.46 元，给予“**买入**”评级。
4. 风险提示：环保压力可能导致煤改气措施的实施，成本可能增加；公司新品推向市场有一定的市场风险；宏观经济走弱，行业整体下滑。

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1376	1511	1635	1758
营业收入增长率	3.3%	9.8%	8.2%	7.5%
净利润（百万元）	55	78	80	100
净利润增长率	3.9%	40.5%	3.0%	25.5%
EPS（元）	0.25	0.36	0.37	0.46
ROE	5.7%	7.6%	7.4%	8.7%
P/E	57.56	40.96	39.77	31.68
P/B	3.29	3.10	2.94	2.75

发布时间：2016 年 06 月 15 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	
上证指数/深圳成指	
50 日均成交额(百万元)	
市净率(倍)	3.15
股息率	

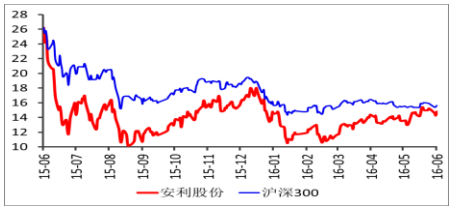
基础数据

流通股(百万股)	168.47
总股本(百万股)	216.98
流通市值(百万元)	
总市值(百万元)	3075
每股净资产(元)	
净资产负债率	

股东信息

大股东名称	安徽安利科技投资集团股份有限公司
持股比例	22.18%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员： 李朝松
执业证书编号：S0020512080005
电 话： 021-51097188-1929
电 邮： lichaosong@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券

研究助理： 陈冠雄
执业证书编号：S0020115080009
电 话： 021-51097188-1953
电 邮： chenguanxiong@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券

目 录

第 1 部分　生态功能性聚氨酯合成革龙头.....3
第 2 部分　“生态环保”助力业绩提升.....4
第 3 部分 估值分析.....5
第 4 部分 风险提示.....6
附录：.....7

第 1 部分　生态功能性聚氨酯合成革龙头

公司主营业务为中高档聚氨酯合成革复合材料的研发、生产、销售与服务，主要产品为生态功能性聚氨酯合成革和聚氨酯树脂。产品大类包括：①各项功能、环保指标等综合性能处于国际和国内领先水平的生态功能性聚氨酯合成革，主要适用于下游中高档产品；②综合性能指标中等的普通聚氨酯合成革，主要适用于中档下游产品。目前生态功能性聚氨酯合成革占公司产品的 90%以上，下游产品结构为鞋类用革（比重约 40%左右）、沙发家具革（比重约 40%左右）、其它（箱包手袋、电子产品包装、球等，比重约 20%左右）。

根据原料不同，人造革合成革可以分为 PVC 人造革、PU 合成革，目前 PU 合成革占据市场主导地位。

1.　PVC 人造革的制备和特性

PVC 人造革主要是把 PVC 树脂浆料以溶液、悬浮液、增塑溶胶或薄膜等形式涂覆于织物底基上制得。其加工工艺随着使用的原材料、产品性能要求和用途的不同而不同。常用的加工工艺有以下四种：直接涂覆法、转移涂覆法、压延贴合法及挤出贴合法。

直接涂覆法是使用最早、最简单的工艺方法，其设备简单、投资费用少、生产效率较高，但因需要大量乳液树脂而不易控制产品质量，仅适于生产薄革。转移涂覆法主要适合于以针织布或非纺织物为基布的泡沫人造革的生产，对市布、再生布、帆布等也可应用，使用的载体有钢带、金属网、离型纸、硅橡胶带等，我国目前多采用离型纸法。压延贴合法可用于生产不同布基的各种人造革，生产效率高，原料易解决，是人造革主要生产方法。挤出贴合法操作简单、调换品种方便、可多层贴合，适宜生产较厚的产品，如地板革、传送带等。

PVC 人造革不易水解、耐磨、易加工且价格低廉，可用于服装、手袋箱包、沙发家具等，但透气性、屈挠性、手感、质感和弹性差，低温变硬易产生龟裂。

2.　聚氨酯合成革（PU 合成革）的制备和特性

PU 合成革的生产工艺主要分为湿法和干法两种。

湿法 PU 合成革的生产方法是将聚氨酯树脂溶于 DMF 溶液中并添加各种助剂制成浆料，再将其浸渍或涂覆于基布上，然后放入与溶剂(DMF)亲和、而与聚氨酯树脂不亲和的液体(如水)中置换出溶剂(DMF)，使聚氨酯树脂逐渐凝固，从而形成多孔性的皮膜，即微孔聚氨酯粒面层。习惯上称这一微孔聚氨酯粒面层为贝斯（英文 Base 的译音)，意为基材，即湿法聚氨酯半成品革，贝斯表面经整饰后最终成为聚氨酯合成革成品。湿法 PU 合成革贝斯的生产工艺又可分为单涂覆法、浸渍法和含浸涂覆法三种，所用基布主要有机织布、无纺布和纬编布三类。湿法 PU 合成革因性能近似天然皮革而应用广泛，市场发展迅速。湿法 PU 合成革适宜用来制作鞋类、沙发家具、手袋箱包、服装、文具证件、球和体育用品、汽车内饰等。

干法 PU 合成革是将聚氨酯浆料用刮刀涂覆在离型纸上，经过干燥、冷却工艺后，再涂覆上粘合层底料，然后利用基布发送贴合装置将基布与底料复合，经过干燥、冷却后，利用剥离装置将成品合成革与离型纸分别成卷制得。干法 PU 合成革通常采用针织布或平织布及单面起绒布为基布，根据产品用途不同采用不同的工艺设计，例如鞋用革机械强度要求高，就应选用物理性能较高的起毛布、平纹织物作基布，再如客户要求鞋革的表面平整、光滑，就应选用小花纹、比较光亮或高光亮型的离型纸，而选择粘接层应考虑耐水解，基布的颜色和表皮层的颜色协调接近等因素。干法 PU 合成革适宜制作鞋、

手袋箱包和服装等。

目前大部分企业采用的是湿法和干法相结合的工艺技术，先经过湿法生产聚氨酯合成革贝斯，再用干法贴面成型，或再经过压花、印花、磨皮、喷涂、揉纹、转移等后处理工艺，生产出各种类型和花纹、效果的 PU 合成革。

PU 合成革具有真皮的质感，经久耐用，性能更接近皮质面料，手感柔软、弹性好，不易变硬、变脆，花纹多样，同时质轻、韧性强、透气性好，产品比较环保。

3. 生态功能性合成革的特性

生态功能性合成革是指产品既具备生态环保性，又具备多功能、高物性的合成革产品。

2015 年，公司具有年产聚氨酯合成革 7000 万米的生产能力，根据公司募投项目和超募项目建设计划，项目全部建成达产后，公司综合产能将达到年产聚氨酯合成革 8850 万米、年产聚氨酯树脂 7 万吨左右（新增生产线预计 2016 年三、四季度就可以投产）。公司目前拥有 18 条干法生产线和 18 条湿法生产线，是目前国内专业研发生产生态功能性聚氨酯合成革规模最大的企业。

表 1 公司近年来产品产能和产量

项目	产能（万米）	产量（万米）	销量（万米）	产能利用率	产销率
2015年	7000	5748.08	5753.82	82.15%	100.10%
2014年	6650	5584.95	5524.21	83.98%	98.91%
2013年	6500	5255.73	5180.45	80.86%	98.57%

资料来源：公司年报，国元证券研究中心整理

公司始终专注于聚氨酯合成革材料的生产和研发，已经具备聚氨酯树脂自给能力，近年来公司经营状况平稳，新产品“水性以及无溶剂生态功能性聚氨酯合成革”研发生产进展顺利，未来随着行业环保要求趋严，行业集中度必然会提升，我们认为公司不论是在技术专注度上还是在环保上都有竞争优势，未来业绩可期。

第 2 部分 “生态环保”助力业绩提升

环保压力近年来一直推动着人造革合成革产业的升级，首先是“聚氯乙烯（PVC）普通人造革生产线”被列入国家《产业结构调整指导目录》限制类发展项目，欧盟、日本等国家的绿色壁垒也较大程度地限制了PVC人造革的消费，国内外对PVC人造革及其制成品环保要求是越来越严，而另一方面聚氨酯合成革发展受到国家产业政策鼓励和支持，成为了行业发展的新亮点。

在环保压力的推动下，国内合成革产业落后产能逐步淘汰，行业集中度有所提高，行业整体工艺装备技术水平有所提升。按照温州市政府发布的《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，2015 年 12 月底前，龙湾区（含高新园区）、温州经济技术开发区合成革企业生产线削减 50%以上。根据资料显示，截至 2015 年 12 月，温州关停的人造革合成革企业达到 100 家，其中，温州龙湾区合成革产

能占温州市近 80%，区内合成革企业 84 家，生产线 311 条，目前龙湾区 51.4%的合成革企业生产线已实现停产，高新区科技园、党校周边和行政中心核心区已实现合成革企业全面退出。此外，根据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，落后产能淘汰进展顺利。

公司自成立以来，始终将环境保护工作作为工作重心之一。自觉遵守国家及地方环境保护法律和法规，按照生产与环境协调发展的原则，从源头开始加大污染防治力度，实施了洁净环保的生产工艺，建设了先进的水循环和处理系统、封闭引风系统、尾气喷淋回收系统、废弃物回收系统等环保处理体系。累计投入约 3000 万元建设安利工业园污水处理一期、二期项目，运用国内领先的工艺技术水平处理生产过程产生的废气、废水，主要污染物排放均达到国家规定标准，生产项目均依法履行了环境影响评价和“三同时”制度，符合国家法律法规和地方政策要求。公司的生产管理和产品环保质量已分别通过了 ISO14001 环境管理体系认证、ISO14024 中国环境标志产品认证和“中国生态合成革”认证，参与国家环保部 2 项行业标准制定，是安徽省经信委认定的“安徽省清洁生产示范企业”，先后四次被安徽省政府表彰为“安徽省节能先进单位”，是合肥市委、市政府表彰的“合肥市先进单位”，先后荣获“肥西县绿色企业”和“合肥市环境保护工作先进单位”等荣誉称号。**今年 3 月份根据《工业和信息化部关于公布工业产品生态（绿色）设计试点企业（第二批）的通告》，公司被确定为工业产品生态（绿色）设计试点企业，这体现了公司良好的市场竞争力和品牌影响力，产品绿色生态，企业环保水平行业领先，具有较强的产品设计开发能力，管理水平卓越，综合实力突出。**

此外，公司正在积极推进生态功能性聚氨酯合成革综合升级项目，该项目建成达产后，将计划新增水性及无溶剂型生态功能性聚氨酯合成革产能 850 万米/年，将会进一步丰富公司产品结构，提升产品档次，参与国际市场竞争，扩大品牌影响力和市场占有率。

2016 年的 G20 峰会将在杭州举行，周边化工企业可能要停产、限产，而浙江又是人造革合成革企业分布比较密集的区域（合成革企业主要分布在浙江、江苏、广州、福建等省份），届时对公司的业绩会有比较大的提升，我们预计今年三季度公司业绩会有比较大的增长。

第 3 部分 估值分析

关键假设：

1. G20 峰会的召开将导致杭州周边化工企业关停或限产，而浙江又是人造革合成革企业分布比较密集的地区，这一变化将给公司带来订单的大幅增长，预计几年三季度业绩增长较大。
2. 公司研发的水性及无溶剂生态功能性聚氨酯合成革产品预计在未来几年将会成为市场需求趋势，未来发展空间广阔。

预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.36、0.37、0.46 元，给予“**买入**”评级。

第 4 部分 风险提示

1. 环保压力可能导致煤改气措施的实施，成本可能增加；
2. 公司新品推向市场有一定的市场风险；
3. 宏观经济走弱，行业整体下滑。

附录：

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	628	907	1179	1472
现金	275	532	774	1032
应收账款	107	101	110	124
其他应收款	5	6	6	7
预付账款	0	0	0	1
存货	191	216	233	249
其他流动资产	49	52	55	60
非流动资产	1180	1094	1005	914
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1006	972	911	835
无形资产	40	38	35	32
其他非流动资产	134	84	59	47
资产总计	1809	2001	2184	2387
流动负债	610	642	662	681
短期借款	305	326	319	322
应付账款	217	229	251	266
其他流动负债	88	87	92	93
非流动负债	177	268	367	463
长期借款	110	206	302	398
其他非流动负债	67	62	65	65
负债合计	787	911	1029	1143
少数股东权益	55	63	72	84
股本	217	217	217	217
资本公积	361	361	361	361
留存收益	388	449	505	582
归属母公司股东权益	968	1027	1083	1159
负债和股东权益	1809	2001	2184	2387

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	117	180	194	198
筹资活动现金流	−29	77	46	59
现金净增加额	−92	258	241	258
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.36	0.37	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.83	0.89	0.91
每股净资产(最新摊薄)	4.46	4.73	4.99	5.34
估值比率				
P/E	57.56	40.96	39.77	31.68
P/B	3.29	3.10	2.94	2.75
EV/EBITDA	23	19	18	16

利润表				单位:百万元
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1376	1511	1635	1758
营业成本	1087	1178	1277	1361
营业税金及附加	7	7	8	8
营业费用	51	52	58	63
管理费用	156	174	190	202
财务费用	15	21	18	15
资产减值损失	12	6	7	8
公允价值变动收益	−2	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	48	73	77	100
营业外收入	17	17	17	17
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	65	90	93	117
所得税	3	4	4	5
净利润	62	86	89	112
少数股东损益	6	9	9	11
归属母公司净利润	55	78	80	100
EBITDA	148	179	183	205
EPS（元）	0.25	0.36	0.37	0.46

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	3.3%	9.8%	8.2%	7.5%
营业利润	0.7%	54.0%	4.7%	30.5%
归属于母公司净利润	3.9%	40.5%	3.0%	25.5%
获利能力				
毛利率(%)	21.0%	22.1%	21.9%	22.6%
净利率(%)	4.0%	5.1%	4.9%	5.7%
ROE(%)	5.7%	7.6%	7.4%	8.7%
ROIC(%)	5.1%	8.3%	9.1%	11.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	43.5%	45.5%	47.1%	47.9%
净负债比率(%)	55.18%	60.53%	62.23%	64.59%
流动比率	1.03	1.41	1.78	2.16
速动比率	0.71	1.08	1.43	1.80
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.79	0.78	0.77
应收账款周转率	14	13	14	13
应付账款周转率	5.23	5.29	5.32	5.26

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义	
二级市场评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义	
推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn