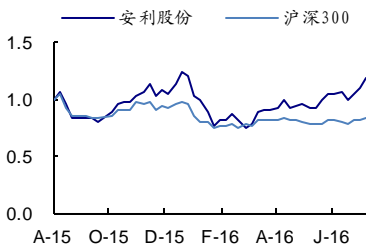


证券研究报告—动态报告
纺织服装及日化
体育教育
安利股份(300218)
买入

合理估值: 20 元 昨收盘: 17.01 元 (维持评级)

2016年07月19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) | 217/97 |
| 总市值/流通(百万元) | 3,691/1,643 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,044/10,762 |
| 12个月最高/最低(元) | 18.30/9.94 |

相关研究报告:

《安利股份-300218-2016年第1季度点评: 销售收入稳定提升, 隐藏资产持续升值》——2016-04-27
 《安利股份-300218-2015年业绩快报点评: 业绩低谷已经过去, 未来净利润成倍提升》——2016-02-23
 《安利股份-300218-2015年业绩预告点评: 人民币贬值、新客户放量, 业绩大幅提升》——2016-01-11
 《安利股份-300218-2015年3季报点评: 进入业绩拐点, 明年成长可期》——2015-10-27
 《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

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。

公司分析

布局新兴市场, 订单显著提升

● 业绩稳中有升, 重点开拓新兴市场

公司目前的经营业绩出现了明显的上升, 我们预计 2016 年销售收入将实现 15% 以上的增幅, 毛利率基本保持稳定, 净利润将大幅提升, 2016 年上半年合肥地价明显上涨, 目前老厂区土地的市场价值大约为 8 亿, 我们维持此前的判断, 预计 16-18 年的 EPS 为 0.45/0.67/0.9 元, 考虑 3 亿元的隐藏资产, 维持 6 个月的合理估值为 20 元, “买入” 评级。

● G20 峰会导致合成革阶段性的供应紧张, 公司订单有望大幅提升

G20 会议将于 9 月初在杭州召开, 预计杭州周边的企业会出现停工, 浙江省是合成革的传统生产大省, 国内合成革行业出现阶段性的供应紧张; 此外, 公司目前正在大力开拓欧洲、南美、东南亚等新兴市场, 受益于新兴市场订单的持续放量, 公司聚氨酯合成革的订单将出现明显提升。因此, 我们预计公司第 3 季度订单将会显著提升, 全年公司销量有望增长 2 位数以上。

● 全球合成革的领导企业, 技术实力领先, 品牌价值明显

公司订单持续上涨的主要原因是公司的品牌优势和技术实力, 每年的研发强度都在 5% 左右, 公司在技术专利数量、专利质量和技术研发的持续性等方面都远远领先于同行, 已经是全球聚氨酯合成革行业的领军企业。在品牌价值方面, 公司的合作客户很多都是全球合成革下游应用领域的龙头企业, 包括耐克、三星电子、芝华士等, 其中三星电子在大陆合成革材料的唯一供应商就是安利股份, 强大的品牌价值是公司持续获取订单的关键因素, 目前公司和华为的合作进展良好。

● 老厂区隐藏资产的价值持续提升

2014 年 6 月出台的《合肥市人民政府关于盘活存量建设用地提高土地利用效率的实施意见》规定, 公司老厂区土地可以不经收储程序, 目前政策已经到期, 新的收储政策正在规划中。2016 年上半年合肥市的土地价值大幅提升, “地王” 频繁出现, 成交价在 1000 万/亩以下的已不多。公司老厂区土地大约有 100 亩左右, 按照 800 万/亩的商业价格保守估算, 市场价值大约为 8 亿左右, 尽管没有具体的开发方案, 但是土地价值提升的趋势非常明显。

● 风险提示: 合成革销量低于预期
盈利预测和财务指标

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,332 | 1,376 | 1,712 | 2,175 | 2,778 |
| (+/-%) | 12.6% | 3.3% | 24.4% | 27.1% | 27.7% |
| 净利润(百万元) | 53 | 55 | 98 | 146 | 196 |
| (+/-%) | -27.8% | 3.9% | 77.9% | 48.2% | 34.2% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.25 | 0.25 | 0.45 | 0.67 | 0.90 |
| EBIT Margin | 6.1% | 5.8% | 6.8% | 8.0% | 8.2% |
| 净资产收益率(ROE) | 5.7% | 5.7% | 9.5% | 12.8% | 15.3% |
| 市盈率(PE) | 69.3 | 66.7 | 29.7 | 20.1 | 14.9 |
| EV/EBITDA | 31.6 | 27.2 | 16.5 | 13.5 | 13.0 |
| 市净率(PB) | 4.0 | 3.8 | 2.82 | 2.57 | 2.29 |

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) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 现金及现金等价物 | 275 | 300 | 520 | 1130 | 营业收入 | 1376 | 1712 | 2175 | 2778 |
| 应收款项 | 158 | 196 | 249 | 319 | 营业成本 | 1087 | 1329 | 1685 | 2148 |
| 存货净额 | 191 | 233 | 299 | 386 | 营业税金及附加 | 7 | 8 | 11 | 13 |
| 其他流动资产 | 4 | 5 | 7 | 8 | 销售费用 | 51 | 68 | 87 | 111 |
| 流动资产合计 | 628 | 735 | 1076 | 1843 | 管理费用 | 156 | 190 | 219 | 279 |
| 固定资产 | 1105 | 1095 | 1076 | 1050 | 财务费用 | 15 | 14 | 13 | 8 |
| 无形资产及其他 | 40 | 40 | 39 | 38 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 35 | 35 | 35 | 35 | 资产减值及公允价值变动 | (14) | (2) | (2) | (2) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 1 | 3 | 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1809 | 1904 | 2226 | 2970 | 营业利润 | 48 | 101 | 159 | 216 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 324 | 285 | 100 | 100 | 营业外净收支 | 17 | 13 | 10 | 10 |
| 应付款项 | 220 | 268 | 343 | 443 | 利润总额 | 65 | 114 | 169 | 226 |
| 其他流动负债 | 66 | 81 | 407 | 910 | 所得税费用 | 3 | 11 | 17 | 23 |
| 流动负债合计 | 610 | 633 | 850 | 1453 | 少数股东损益 | 6 | 4 | 6 | 8 |
| 长期借款及应付债券 | 110 | 110 | 110 | 110 | 归属于母公司净利润 | 55 | 98 | 146 | 196 |
| 其他长期负债 | 67 | 69 | 72 | 74 | | | | | |
| 长期负债合计 | 177 | 179 | 182 | 184 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 787 | 812 | 1032 | 1637 | 净利润 | 55 | 98 | 146 | 196 |
| 少数股东权益 | 55 | 55 | 56 | 57 | 资产减值准备 | 11 | 1 | (0) | (0) |
| 股东权益 | 968 | 1036 | 1138 | 1275 | 折旧摊销 | 86 | 109 | 119 | 125 |
| 负债和股东权益总计 | 1809 | 1904 | 2226 | 2970 | 公允价值变动损失 | 14 | 2 | 2 | 2 |
| | | | | | 财务费用 | 15 | 14 | 13 | 8 |
| | | | | | 营运资本变动 | 91 | (15) | 283 | 447 |
| | | | | | 其它 | (10) | (0) | 1 | 2 |
| | | | | | 经营活动现金流 | 247 | 195 | 551 | 771 |
| | | | | | 资本开支 | (313) | (101) | (101) | (101) |
| | | | | | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 投资活动现金流 | (312) | (101) | (102) | (103) |
| | | | | | 权益性融资 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 负债净变化 | 96 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 支付股利、利息 | (47) | (30) | (44) | (59) |
| | | | | | 其它融资现金流 | (141) | (39) | (185) | 0 |
| | | | | | 融资活动现金流 | (34) | (69) | (229) | (59) |
| | | | | | 现金净变动 | (99) | 25 | 220 | 609 |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 374 | 275 | 300 | 520 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 275 | 300 | 520 | 1130 |
| | | | | | 企业自由现金流 | (63) | 98 | 458 | 675 |
| | | | | | 权益自由现金流 | (108) | 46 | 261 | 668 |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 每股收益 | 0.25 | 0.45 | 0.67 | 0.90 |
| 每股红利 | 0.22 | 0.14 | 0.20 | 0.27 |
| 每股净资产 | 4.46 | 4.78 | 5.25 | 5.88 |
| ROIC | 5% | 7% | 12% | 22% |
| ROE | 6% | 9% | 13% | 15% |
| 毛利率 | 21% | 22% | 23% | 23% |
| EBIT Margin | 6% | 7% | 8% | 8% |
| EBITDA Margin | 12% | 13% | 13% | 13% |
| 收入增长 | 3% | 24% | 27% | 28% |
| 净利润增长率 | 4% | 78% | 48% | 34% |
| 资产负债率 | 47% | 46% | 49% | 57% |
| 息率 | 1.6% | 1.0% | 1.5% | 2.0% |
| P/E | 52.9 | 29.7 | 20.1 | 14.9 |
| P/B | 3.0 | 2.8 | 2.6 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 22.9 | 16.5 | 13.5 | 13.0 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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 | 郦彬 | 021-6093 3155 | 闫莉 | 010-88005316 |
| 陶川 | 010-88005317 | 朱俊春 | 0755-22940141 | | |
| 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 | 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 | 刘翔 | 021-60875160 | 陈青青 | 0755-22940855 |
| | | 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 | |
| 王东 | 010-88005309 | | | 黄道立 | 0755-82130685 |
| 徐培沛 | 0755-22940793 | | | 刘宏 | 0755-22940109 |
| 房地产 | | | | | |
| 区瑞明 | 0755-82130678 | | | | |
| 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 | |
| 吴子昱 | 0755-22940607 | 邵达 | 0755-82130706 | 梁超 | 0755-22940097 |
| 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 | 汤静文 | 021-60875164 13636399097 | 赵晓曦 | 0755-82134356 15999667170 | 赵冰童 | 0755-82134282 13693633573 |
| liuwing@guosen.com.cn | | tangjingwen@guosen.com.cn | | zhaoxxi@guosen.com.cn | | zhaobt@guosen.com.cn | |
| 夏坤 | 13726685252 | 吴国 | 15800476582 | 邵燕芳 | 0755-82133148 13480668226 | 梁佳 | 0755-25472670 13602596740 |
| 王玮 | 13726685252 | 唐泓翼 | 13818243512 | 颜小燕 | 0755-82133147 13590436977 | 程可欣 | 886-0975503529(台湾) |
| | | | | shaoyf@guosen.com.cn | | liangjia@guosen.com.cn | |
| 许婧 | 18600319171 | 梁轶聪 | 021-60873149 18601679992 | 黄明燕 | 18507558226 | 刘研 | 0755-82136081 18610557448 |
| | | liangyc@guosen.com.cn | | yanxy@guosen.com.cn | | chengkx@guosen.com.cn | |
| 边祎维 | 13726685252 | 倪婧 | 18616741177 | 刘紫微 | 13828854899 | 夏雪 | 18682071096 |
| 王艺汀 | 13726685252 | 林若 | 13726685252 | | | 吴翰文 | 13726685252 |
| 赵海英 | 010-66025249 13810917275 | 张南威 | 13726685252 | | | | |
| zhaohy@guosen.com.cn | | 周鑫 | 13726685252 | | | | |