

# 安利股份 (300218) \化工

——原料过涨拖累公司业绩,关注后期环保督查及原料

## 料价格回落下公司盈利修复

**事件:** 公司发布2017年半年度报告。上半年公司实现营业收入6.91亿元,同比增2.61%;综合毛利率为19.83%,同比降3.67pct;实现归母净利润303.9万元,同比降90.92%。

### 投资要点:

➤ **上半年合成革原料过涨拖累公司经营业绩。**2017年上半年公司实现归母净利润303.9万元,同比大幅下滑90.92%。利润下滑主要原因系合成革行业上游原辅材料、能源价格较大幅度上涨,较年初上涨约15~50%,二季度末虽有小幅回落,但仍保持高位运行,受下游需求低迷等因素影响,产品价格上涨速度、幅度远低于原辅材料价格的涨速、涨幅。此外,上半年人民币汇率波动幅度加剧,汇兑损失657.22万元,同样对公司经营业绩产生较大不利影响。

➤ **环保督查进行时,合成革行业有望转入良性发展。**自8月7日起,第四批环保督查启动,此次排查省份包含浙江等地区,而浙江地区是目前国内第二大合成革生产地,约占全国30%产能,根据最新草根调研情况,目前浙江地区仍然有众多中小型合成革生产企业(年产值1000万~1亿元)三废处理严重不达标。此次环保督查将关停取缔一部分高成本、高污染、品质差的合成革企业,有望使合成革行业脱离恶性竞争并转入良性发展,对于现存安利等优质企业来说,行业整体经营环境的改善利于修复其盈利水平,其市占率也将得到大幅提升。此外,随着后期原料价格理性回落,也将大幅减轻公司经营压力。

➤ **盈利预测及估值。**由于上半年受原材料价格高涨影响,公司利润大幅下滑,目前合成革主要原料MDI等仍处于相对高位,对公司业绩造成压力,因此下调盈利预测,预计2017年-2019年EPS分别为0.14、0.28、0.33,对应PE分别为75、38、33倍,但我们仍然看好未来公司在行业反转中或迎来业绩突破,维持“推荐”评级。

➤ **风险提示。**原材料价格波动幅度大;落后产能清退不及时

**投资建议:** 推荐  
**上次建议:** 推荐  
**当前价格:** 10.7元  
**目标价格:** 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	217/216
流通A股市值(百万元)	2,314
每股净资产(元)	4.57
资产负债率(%)	47.44
一年内最高/最低(元)	26.00/9.88

### 一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号: S0590516080001

电话: 0510-85613163

邮箱: maqx@glsc.com.cn

吴程浩

电话: 0510-85613163

邮箱: wuch@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《安利股份(300218)\化工行业》

《“内”“外”兼修,尽显稳健本色》

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,376.09	1,404.88	1,462.05	1,567.81	1,724.59
增长率(%)	3.29%	2.09%	4.07%	7.23%	10.00%
EBITDA(百万元)	174.93	191.72	150.70	185.04	193.17
净利润(百万元)	55.30	58.38	31.03	61.49	71.14
增长率(%)	3.87%	5.56%	-46.86%	98.18%	15.70%
EPS(元/股)	0.25	0.27	0.14	0.28	0.33
市盈率(P/E)	41.98	39.77	74.83	37.76	32.64
市净率(P/B)	2.40	2.31	2.26	2.17	2.08
EV/EBITDA	15.39	13.39	15.87	12.56	11.05

**图表1：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	237.46	263.82	163.62	248.88	463.17	营业收入	1,376.09	1,404.88	1,462.05	1,567.81	1,724.59
应收账款+票据	157.82	155.84	139.42	182.42	171.61	营业成本	1,086.61	1,096.26	1,169.64	1,227.21	1,347.94
预付账款	0.32	3.06	1.62	4.52	4.47	营业税金及附加	6.67	17.11	17.81	19.10	21.01
存货	191.46	263.32	178.34	285.06	223.93	营业费用	50.58	64.24	73.10	78.39	86.23
其他	3.85	11.47	11.47	11.47	11.47	管理费用	155.85	162.71	169.60	181.87	200.05
<b>流动资产合计</b>	<b>590.91</b>	<b>697.50</b>	<b>494.48</b>	<b>732.34</b>	<b>874.64</b>	财务费用	14.61	12.23	5.87	-4.60	-9.10
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	12.27	4.33	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,005.91	1,032.61	999.59	891.51	783.44	公允价值变动收益	-1.86	1.47	0.00	0.00	0.00
在建工程	99.37	75.06	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	40.19	43.96	42.77	41.57	40.38	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	24.95	10.01	10.01	10.01	10.01	<b>营业利润</b>	<b>47.64</b>	<b>49.47</b>	<b>26.03</b>	<b>65.85</b>	<b>78.46</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,170.42</b>	<b>1,161.64</b>	<b>1,052.37</b>	<b>943.10</b>	<b>833.83</b>	营业外净收益	16.99	19.80	14.53	14.53	14.53
<b>资产总计</b>	<b>1,761.33</b>	<b>1,859.14</b>	<b>1,546.84</b>	<b>1,675.44</b>	<b>1,708.47</b>	<b>利润总额</b>	<b>64.63</b>	<b>69.27</b>	<b>40.56</b>	<b>80.37</b>	<b>92.99</b>
短期借款	305.00	285.00	0.00	0.00	0.00	所得税	2.93	4.43	6.08	12.06	13.95
应付账款+票据	219.73	276.61	221.06	301.11	272.43	<b>净利润</b>	<b>61.70</b>	<b>64.84</b>	<b>34.47</b>	<b>68.32</b>	<b>79.04</b>
其他	58.11	159.66	163.24	162.89	168.04	少数股东损益	6.40	6.46	3.45	6.83	7.90
<b>流动负债合计</b>	<b>582.85</b>	<b>721.27</b>	<b>384.30</b>	<b>464.01</b>	<b>440.47</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>55.30</b>	<b>58.38</b>	<b>31.03</b>	<b>61.49</b>	<b>71.14</b>
长期带息负债	110.00	27.50	27.50	27.50	27.50	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	46.40	46.40	46.40	46.40	46.40		<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>156.40</b>	<b>73.90</b>	<b>73.90</b>	<b>73.90</b>	<b>73.90</b>	营业收入	3.29%	2.09%	4.07%	7.23%	10.00%
<b>负债合计</b>	<b>739.25</b>	<b>795.17</b>	<b>458.20</b>	<b>537.91</b>	<b>514.37</b>	EBIT	7.25%	2.95%	-54.96%	82.90%	10.72%
少数股东权益	54.53	57.07	60.52	67.35	75.26	EBITDA	22.36%	9.60%	-21.40%	22.79%	4.39%
股本	216.99	216.99	216.99	216.99	216.99	归属于母公司净利润	-27.84%	5.56%	-46.86%	98.18%	15.70%
资本公积	360.65	360.65	360.65	360.65	360.65	<b>获利能力</b>					
留存收益	389.92	429.27	450.49	492.55	541.21	毛利率	21.04%	21.97%	20.00%	21.72%	21.84%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,022.08</b>	<b>1,063.97</b>	<b>1,088.64</b>	<b>1,137.54</b>	<b>1,194.10</b>	净利率	4.48%	4.62%	2.36%	4.36%	4.58%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,761.33</b>	<b>1,859.14</b>	<b>1,546.84</b>	<b>1,675.44</b>	<b>1,708.47</b>	ROE	5.72%	5.80%	3.02%	5.75%	6.36%
						ROIC	6.04%	4.92%	1.82%	4.74%	5.50%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债	41.97%	42.77%	29.62%	32.11%	30.11%
净利润	63.75	63.84	22.12	55.97	66.69	流动比率	1.01	0.97	1.29	1.58	1.99
折旧摊销	85.60	99.75	109.27	109.27	109.27	速动比率	0.68	0.59	0.79	0.94	1.45
财务费用	26.13	23.92	0.87	-4.60	-9.10	<b>营运能力</b>					
存货减少	-5.38	-70.66	84.98	-106.72	61.13	应收账款周转率	9.02	9.32	11.26	9.16	10.78
营运资金变动	-64.79	51.75	-34.12	33.81	-12.68	存货周转率	5.68	4.16	6.56	4.31	6.02
其它	1.23	-8.28	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.78	0.76	0.95	0.94	1.01
<b>经营活动现金流</b>	<b>106.55</b>	<b>160.31</b>	<b>183.13</b>	<b>87.73</b>	<b>215.32</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	179.45	115.27	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.25	0.27	0.14	0.28	0.33
长期投资	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.49	0.74	0.84	0.40	0.99
其他	0.37	0.08	12.35	12.35	12.35	每股净资产	4.46	4.64	4.74	4.93	5.16
<b>投资活动现金流</b>	<b>-179.18</b>	<b>-115.20</b>	<b>12.35</b>	<b>12.35</b>	<b>12.35</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	11.00	-0.50	-285.00	0.00	0.00	市盈率	41.98	39.77	74.83	37.76	32.64
股权融资	8.02	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	2.40	2.31	2.26	2.17	2.08
其他	-47.62	-46.04	-10.67	-14.82	-13.38	EV/EBITDA	15.39	13.39	15.87	12.56	11.05
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-28.60</b>	<b>-46.54</b>	<b>-295.67</b>	<b>-14.82</b>	<b>-13.38</b>	EV/EBIT	30.14	27.92	57.74	30.68	25.43
<b>现金净增加额</b>	<b>-101.76</b>	<b>9.21</b>	<b>-100.20</b>	<b>163.62</b>	<b>248.88</b>						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

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

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 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

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064