

安利股份 (300218) \化工

——多方面外部负面因素影响叠加，公司业绩下滑

事件：

公司发布2017年年报。2017年度公司实现营收14.92亿元，同比增6.27%；综合毛利率17.04%，同比下降4.93pct；实现归母净利润-1666.3万元，同比降128.54%。同时，公司发布2018年一季度业绩预告，预计实现归母净利润-400~-900万元，17年同期盈利151.46万元。

投资要点：

➤ 多方面外部负面因素影响叠加，致使公司业绩下滑

2017年初至今，公司受汇率波动、煤改气成本增加及原材料价格波动等负面因素影响，业绩出现大幅下滑：（1）汇率波动影响。公司约一半产品用于出口并以美元结算，受美元贬值影响，2017年度及2018年一季度公司汇兑损失分别为1900万元、750万元；（2）煤改气影响。应环保政策要求，公司实施“煤改气”清洁能源项目，2017年公司处置燃煤锅炉损失及计提固定资产减值损失1037.64万元，我们预计2018年天然气使用成本将增加3000万元左右；（3）原材料价格波动影响。2017年度公司原辅材料价格大幅上涨，其中主要化工材料价格上涨约30%~50%，基布价格上涨约10%~20%，目前仍保持高位运行，且部分原辅材料供应紧张，虽然公司产品整体售价环比有上涨，但调价速度、幅度存在明显滞后。

➤ 公司实际经营日渐改善并趋于向好，负面因素影响终将被克服

2017年度及2018-Q1业绩下滑最主要原因系原材料价格过快上涨、汇兑损失及煤改气成本增加等外部因素所致，刨除外部因素影响，公司实际经营状况日渐改善并趋于向好：（1）原材料及能源成本压力逐步向下游传导，目前公司已就合成革产品进行提价，下游客户接受意愿度也普遍提高，但目前产品价格距离完全覆盖成本还有很大提升空间；（2）产品销售情况受益环保趋严下中小规模企业的关停，公司客户规模及订单情况有

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,404.88	1,492.96	1,526.84	1,569.78	1,648.27
增长率（%）	2.09%	6.27%	2.27%	2.81%	5.00%
EBITDA（百万元）	191.72	86.76	158.64	205.20	209.92
净利润（百万元）	58.38	-20.93	26.95	71.44	81.02
增长率（%）	5.56%	-135.85%	228.77%	165.12%	13.42%
EPS（元/股）	0.27	-0.10	0.12	0.33	0.37
市盈率（P/E）	29.14	-81.29	63.13	23.81	21.00
市净率（P/B）	1.69	1.75	1.66	1.47	1.30
EV/EBITDA	10.80	25.26	12.87	8.76	7.32

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：7.84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）	1,696
每股净资产（元）	4.48
资产负债率（%）	46.53
一年内最高/最低（元）	14.48/6.85

一年内股价相对走势



夏文奇 分析师

执业证书编号：S0590517080003

电话：85611779

邮箱：xiawq@glsc.com.cn

吴程浩研究助理

电话：85611779

邮箱：wuch@glsc.com.cn

相关报告

- 《安利股份 (300218) \化工行业》
《公司经营趋向好态势，无溶剂产品拓展顺利》
- 《安利股份 (300218) \化工行业》
《合成革行业领导者，未来受益格局改善及新工
- 《安利股份 (300218) \化工行业》
《原料过涨拖累公司业绩，关注后期环保督查及

明显增长；(3)公司无溶剂合成革产品凭借优良的物理性能以及环保无 VOCs 的优势，迎合了目前合成革市场的普遍需求，产品市场推广及销售如预期展开；(4)关于汇率波动带来的汇兑损失影响。由于公司产品出口基本以美元结算且账期较长，美元的贬值使得公司账上美元现金大幅缩水，目前公司已大幅下调了其账上美元现金数；(5)关于越南子公司。越南项目是公司合成革业务未来的重点拓展方向，目前公司正加快进度完成越南基地的筹建工作，预计年内完成建设工作并投产。

➤ **盈利预测**

预计 2018 年~2020 年公司 EPS 分别为 0.12 元、0.33 元、0.37 元，对应最新股价 PE 分别为 63、24、21 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

原材料价格波动幅度大；落后产能退出不及预期

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	263.82	275.88	305.37	408.89	692.76	营业收入	1,404.8	1,492.96	1,526.84	1,569.7	1,648.2
应收账款+票据	155.84	177.35	180.00	185.00	190.00	营业成本	1,096.2	1,238.53	1,221.47	1,215.7	1,276.5
预付账款	3.06	6.01	6.00	6.00	6.00	营业税金及附加	17.11	15.57	15.93	16.37	17.19
存货	263.32	274.90	280.00	290.00	300.00	营业费用	64.24	63.86	68.71	70.64	74.17
其他	11.47	6.07	6.07	6.07	6.07	管理费用	162.71	160.84	167.95	172.68	181.31
流动资产合计	697.50	740.22	777.44	895.96	1,194.8	财务费用	12.23	45.19	16.97	3.84	-5.07
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	4.33	10.82	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,032.6	1,082.7	984.62	869.78	754.94	公允价值变动收	1.47	-0.82	0.00	0.00	0.00
在建工程	75.06	16.74	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	43.96	42.90	41.69	40.49	39.28	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	10.01	11.24	11.19	11.15	11.11	营业利润	49.47	-42.68	35.81	90.50	104.14
非流动资产合计	1,161.6	1,153.5	1,037.5	921.42	805.34	营业外净收益	19.80	-2.64	-0.22	-0.22	-0.22
资产总计	1,859.1	1,893.8	1,814.9	1,817.3	2,000.1	利润总额	69.27	-45.32	35.58	90.28	103.91
短期借款	285.00	306.88	155.20	0.00	0.00	所得税	4.43	-26.00	5.34	13.54	15.59
应付账款+票据	276.61	306.32	315.00	330.00	350.00	净利润	64.84	-19.32	30.25	76.74	88.32
其他	159.66	79.33	89.20	91.40	93.60	少数股东损益	6.46	1.61	3.30	5.30	7.30
流动负债合计	721.27	692.54	559.40	421.40	443.60	归属于母公司净	58.38	-20.93	26.95	71.44	81.02
长期带息负债	27.50	112.00	112.00	112.00	112.00						
长期应付款	46.40	46.40	46.40	46.40	46.40						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	73.90	158.40	158.40	158.40	158.40						
负债合计	795.17	850.94	717.80	579.80	602.00						
少数股东权益	57.07	70.45	73.75	79.05	86.35						
股本	216.99	216.99	216.99	216.99	216.99						
资本公积	360.65	360.65	360.65	360.65	360.65						
留存收益	429.27	394.78	445.75	580.90	734.17						
股东权益合计	1,063.9	1,042.8	1,097.1	1,237.5	1,398.1						
负债和股东权益总	1,859.1	1,893.8	1,814.9	1,817.3	2,000.1						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	63.84	-10.22	30.44	76.93	88.52
折旧摊销	99.75	107.71	116.08	116.08	116.08
财务费用	23.92	25.64	6.97	-1.16	-10.07
存货减少	-70.66	-7.71	-5.10	-10.00	-10.00
营运资金变动	51.75	21.05	17.45	12.20	17.20
其它	-8.28	21.79	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	160.31	158.27	165.84	194.05	201.72
资本支出	115.27	85.67	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	7.94	0.00	0.00	0.00
其他	0.08	1.21	-1.73	-0.19	-0.19
投资活动现金流	-115.20	-92.40	-1.73	-0.19	-0.19
债权融资	-0.50	13.05	-151.68	-155.20	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-46.04	-47.19	17.05	64.86	82.33
筹资活动现金流	-46.54	-34.14	-134.63	-90.34	82.33
现金净增加额	9.21	16.73	29.48	103.53	283.86

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	2.09%	6.27%	2.27%	2.81%	5.00%
EBIT	2.95%	-122.78	303.11%	109.42	5.29%
EBITDA	9.60%	-54.75%	82.85%	29.35%	2.30%
归属于母公司净	3.87%	-135.85	-228.77	165.12	13.42%
获利能力					
毛利率	21.97%	17.04%	20.00%	22.55%	22.55%
净利率	4.62%	-1.29%	1.98%	4.89%	5.36%
ROE	5.80%	-2.15%	2.63%	6.17%	6.18%
ROIC	4.58%	0.40%	2.49%	5.57%	6.37%
偿债能力					
资产负债	42.77%	44.93%	39.55%	31.90%	30.10%
流动比率	0.97	1.07	1.39	2.13	2.69
速动比率	0.59	0.66	0.88	1.42	2.00
营运能力					
应收账款周转率	9.32	8.64	8.72	8.72	8.91
存货周转率	4.16	4.51	4.36	4.19	4.26
总资产周转率	0.76	0.79	0.84	0.86	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.27	-0.10	0.12	0.33	0.37
每股经营现金流	0.74	0.73	0.76	0.89	0.93
每股净资产	4.64	4.48	4.72	5.34	6.05
估值比率					
市盈率	29.14	-81.29	63.13	23.81	21.00
市净率	1.69	1.75	1.66	1.47	1.30
EV/EBITDA	10.80	25.26	12.87	8.76	7.32
EV/EBIT	22.51	-104.61	47.98	20.17	16.37

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