



基础化工/原材料

安利股份 (300218)

生态功能性 PU 合成革行业龙头

魏涛
0755-23976212
weitao@gtjas.com
S0880511010033

本报告导读:

公司是国内生态功能性 PU 合成革行业龙头, 募集资金扩充产能, 未来有望伴随鞋类、家具、箱包、汽车等下游行业的发展快速成长。

投资要点:

- 安利股份主营 PU 合成革的生产和销售, 产品下游包括鞋类、沙发家具、汽车内装饰等领域, 公司客户包括众多知名厂商, 产品畅销海内外。公司研发能力雄厚, 拥有 40 项专利及 16 项非专利技术, 已承担超过 15 个国家重点项目, 并且主持制定和参与制定了 11 项国家行业标准。2007 年被科技部认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”。
- PU 合成革拥有高物性能、环保、功能多样性等优势, 已经取代传统皮革及 PVC 人造革成为市场主流产品之一, 代表着人造革合成革工业的发展方向。目前, 我国人造革合成革消费 PVC 人造革的比重仍然较大, 但增速明显叫 PU 合成革低, 特别是生态功能性 PU 合成革近年来增长速度较快; 截止 2009 年末, 生态多功能性 PU 合成革市场规模已达到 4.99 亿米, 未来仍有望保持快速增长态势。
- 人造革合成革的下游市场鞋类、家具、箱包占据超过 75%, 是人造革合成革主要的应用领域, 而中国是全球鞋类、家具、箱包、服装的最主要产销大国, 这为人造革合成革的发展提供了良好的市场基础。未来随着全球宏观经济的复苏, 出口需求的回暖, 以及国内市场进一步开发, 主要下游行业对合成革的需求将会逐渐回升。
- 近几年来, 公司 PU 合成革产量快速增长, 产能日趋紧张, 目前已处于满负荷运转, 生态功能性 PU 合成革扩产项目有助于公司缓解产能紧张局面; 3 万吨 PU 树脂建设项目有利于优化公司的原材料供给状况, 完善公司产业链, 提高产品毛利率; 技术中心创新能力建设项目有利于提升公司研发实力, 提高公司整体竞争实力, 项目前景看好。
- 我们预测公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.92、1.15、1.5 元, 近期可比上市公司估值水平在 2011 年 26-35 倍市盈率左右。公司上市后可给予 2011 年 26-31 倍 PE, 合理股价为 24-28.50 元, 建议申购价为 22.80-27 元。

建议询价区间

22.80-27.00

上市首日定价区间

28.00-30.00

2011.05.06

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	7,920
本次拟发行量 (万股)	2,640
发行日期	2011.05.09
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	平安证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.19
净资产收益率 (%)	28.1%
资产负债率 (%)	60.8%

主要股东和持股比例

安利投资	22.50%
香港敏丰	18.00%
香港劲达	16.50%
合肥工投	13.50%
淮化股份	1.35%
中国信达	1.50%
社保基金	1.65%
本次发行社会公众股	25.00%

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	690	854	1,040	1,253	1,475
(+/-)%	5%	24%	22%	20%	18%
经营利润 (EBIT)	52	82	114	146	193
(+/-)%	82%	59%	39%	28%	33%
净利润	48	71	98	121	158
(+/-)%	64%	46%	38%	24%	31%
每股净收益 (元)	0.46	0.67	0.92	1.15	1.50
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司概况

1.1. 公司简介

安利股份主营高档 PU 合成革的生产和销售, 主要产品包括生态功能性 PU 合成革和普通 PU 合成革。公司产品广泛应用于男女鞋、运动休闲鞋、沙发家具、汽车内装饰、球及体育用品、文具证件等下游消费品的制作, 下游用户包括众多知名品牌, 产品畅销海内外。作为 PU 行业龙头之一, 公司主持制定和参与制定了 11 项国家行业标准。公司研发能力雄厚, 拥有博士后科研工作站, 已承担超过 15 个国家重点项目, 拥有 40 项专利及 16 项非专利技术, 并且自主研发的多项新产品被认定为国家级及省级新产品。公司品牌建设和运营管理较为成功, 并因此多次受到表彰。2007 年被科技部认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”, 2009 年被国家标准化委员会评为“全国‘标准化行为良好企业’试点单位”。

1.2. 公司股本结构

公司控股股东是安利投资, 持有公司 2376 万股公司股份, 占本次发行前总股本的 30.00%, 占本次发行后总股本的 30.44%。公司实际控制人是姚华胜、姚和平、王义峰、杨滁光、陈茂祥等五人, 合计持有公司控股股东安利投资 51.85% 的股份。公司本次拟发行 2640 万股社会公众股, 发行上市后社会公众股占比 25.00%。本次发行所募集资金将投向生态功能性 PU 合成革扩产项目、年产 3 万吨 PU 树脂建设项目、技术中心创新能力建设项目, 若有剩余则充作与主营业务相关的营运资金。

表 1: 公司发行前后股本结构

股东名称	发行前持股数量(万股)	发行前占比 (%)	发行后持股数量(万股)	发行后占比 (%)
安利投资	2376.0	30.00	2376.00	22.50
香港敏丰	1900.8	24.00	1900.80	18.00
香港劲达	1742.4	22.00	1742.40	16.50
合肥工投	1584.0	20.00	1425.60	13.50
淮化股份	158.4	2.00	142.56	1.35
中国信达	158.4	2.00	158.40	1.50
社保基金			174.24	1.65
本次发行社会公众股			2640.00	25.00
合计	7920.0	100.00	10560.0	100.00

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券

2. 公司所处行业分析

2.1. 人造革合成革——中国是最大市场, PU 合成革占主导地位

人造革合成革是塑料工业的一个重要组成部分, 作为天然皮革的替代材料, 广泛应用于经济各个领域。人造革合成革产业兴起于上世纪 50 年代, 以欧美为主产地。而后随着经济的发展, 产业中心开始向日本、台湾、韩国等亚

洲国家转移, 这段时期日本逐渐成长为全球人造革合成革最大生产国。但随着发达国家生产成本的提高, 以及亚洲产业中心逐渐向中国转移, 中国逐渐取代日本成为全球最大的人造革合成革生产基地。目前, 中国占据了全球 70% 以上的产量和约 55% 左右的市场, 生产的人造革合成革产品 1/3 左右用于出口。在中国人造革合成革的市场消费结构和出口结构中, PU 合成革的比重逐年上升, 目前已取代 PVC 人造革占据了主导地位。

图 1: 全球人造革合成革需求状况

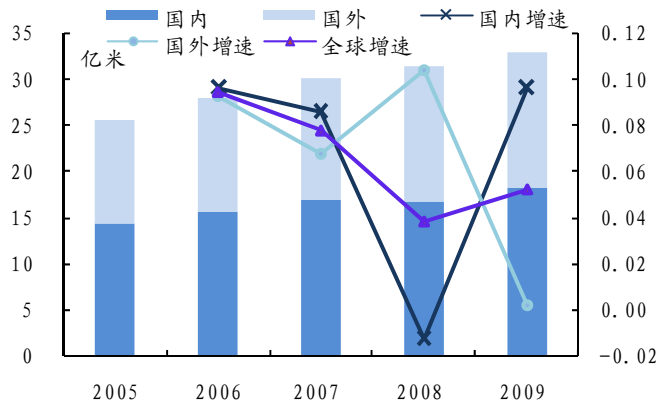


图 2: 中国人造革合成革产品结构

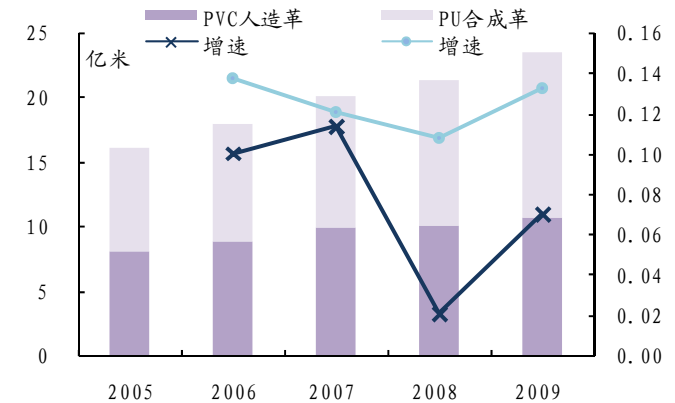


图 3: 中国人造革合成革进出口情况

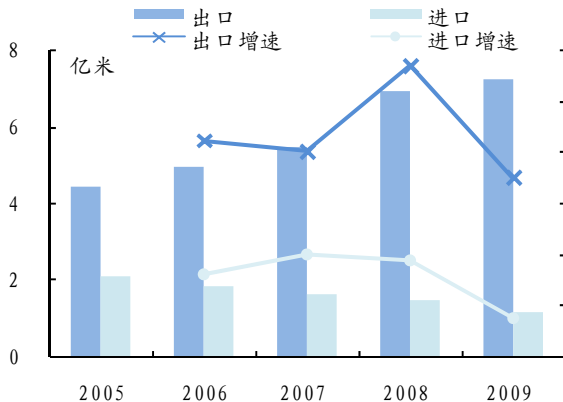
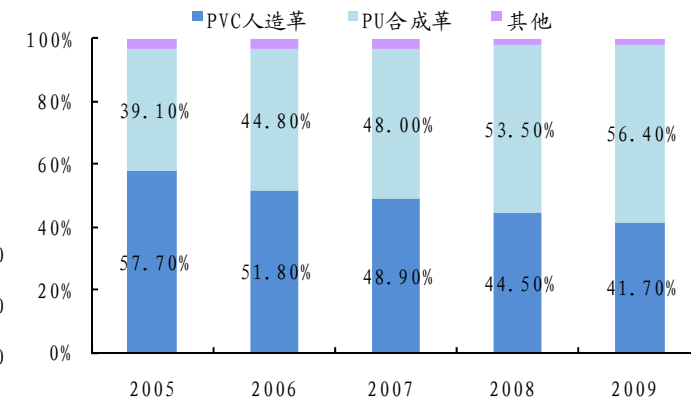


图 4: 中国人造革合成革出口结构

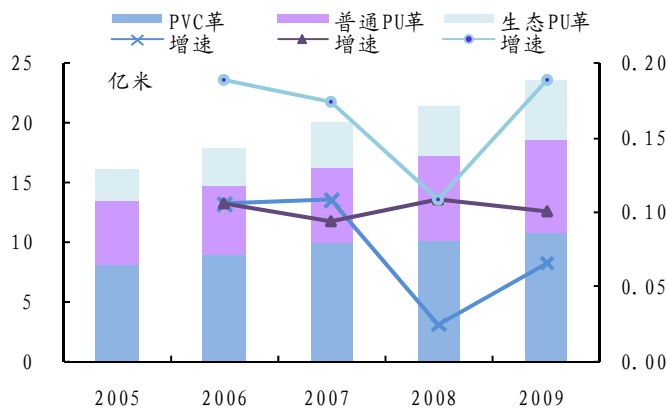


数据来源: 招股说明书、国泰君安证券

2.2. 生态功能性 PU 合成革——合成革工业的发展方向

根据原料不同, 人造革合成革可以分为 PVC 人造革、PU 合成革, PU 合成革又可分为普通 PU 合成革、PU 超纤合成革和生态功能性 PU 合成革。其中, 生态功能性 PU 合成革在价格、环保、功能方面优势明显, 而 PU 超纤合成革则在皮感和手感方面具有较强的优势; 与 PU 超纤合成革、生态多功能性 PU 合成革相比, PVC 合成革、普通 PU 合成革除价格外, 其他指标均存在较大差距。随着产品多样化、生态环保化、功能性、时尚性成为合成革、人造革行业发展趋势, PU 合成革凭借其高物性能、环保、功能多样性等优势, 已经取代传统皮革及 PVC 人造革成为市场主流产品之一, 代表着人造革合成革工业的发展方向。目前, 我国人造革合成革消费 PVC 人造革的比重仍然较大, 但增速明显叫 PU 合成革低, 特别是生态功能性 PU 合成革近来来增长速度较快; 截止 2009 年末, 生态多功能性 PU 合成革市场规模已达到 4.99 亿米, 未来仍有望保持快速增长态势。

图 5: 中国人造革合成革市场消费结构



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券

图 6: 皮革发展方向

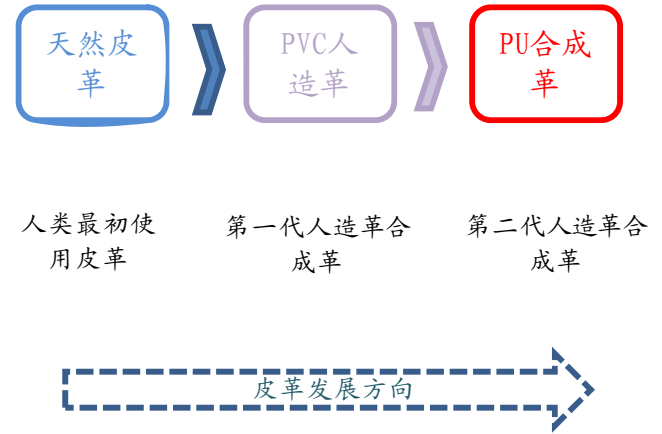


表 2: 主要革产品指标对比

项目	天然皮革	PVC 人造革	普通 PU 合成革	PU 超纤合成革	生态功能性 PU 合成革
主要原料	猪皮、牛皮、羊皮等	PVC 树脂、针织布、机织布、无纺布等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等	PU 树脂、超细纤维无纺布等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等
皮感	优良	较差	一般	优良	良好
手感、弹性	优良	较差	较差	良好	优良
制备工艺	鞣制和硝制等	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤织造、湿法、减量、干法工艺	湿法和干法工艺
价格	100-200	6-15	7-25	50-100	12-60
原料的环保性	辅料污染严重	有一定污染	优于 PVC 人造革	一般	良好
生产污染性	较大	一般	一般	有一定污染	较小
产品的安全性	比较安全	有一定的危害	比较安全	有一定危害	安全
产品的环保性	可降解	难降解	可降解	可降解	可降解
废弃物处理难度	较大	较大	一般	一般	较好
能耗	能耗一般	能耗一般	能耗较低	能耗高	能耗较低
透气性	较好	较差	一般	较好	较好
耐久耐用性	较好	一般	较差	较好	良好
色牢度	较差	一般	优于 PVC 人造革	一般	良好
撕裂强度	良好	一般	一般	一般	较好
剥离强度	优良	一般	一般	较好	良好
易加工性	不好	良好	良好	良好	良好

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券

2.3. 出口导向型下游行业需求放缓，内需型下游行业需求强劲

人造革合成革主要下游行业有鞋类、家具、箱包、汽车内饰、服装、体育用品等，其中鞋类、家具、箱包、服装行业属于目前仍属于出口导向型行业，受当前全球宏观经济影响，增速有所放缓；而主要消费市场在国内的汽车行业、体育用品行业，则受益于国内消费品市场相对较好的发展形势，仍然保持较高的增速。人造革合成革的下游市场鞋类、家具、箱包占据超过 75%，

是人造革合成革主要的应用领域，而中国是全球鞋类、家具、箱包、服装的最主要产销大国，这为人造革合成革的发展提供了良好的市场基础。未来随着全球宏观经济的复苏，出口需求的回暖，人造革合成革对皮革的替代趋势，以及国内市场进一步开发，主要下游行业对合成革的需求将会逐渐回升。

图 7: 2006-2009 年鞋革消费情况

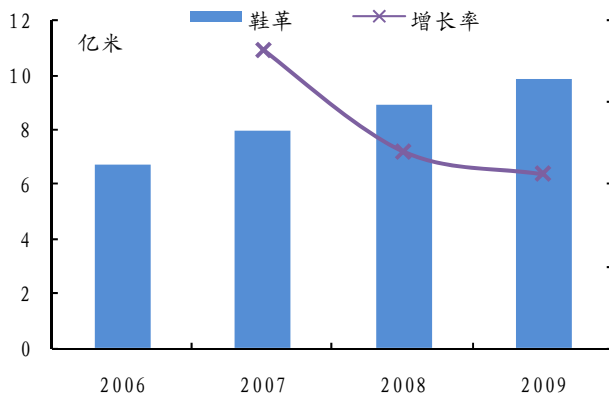


图 8: 2006-2009 年家具革消费情况

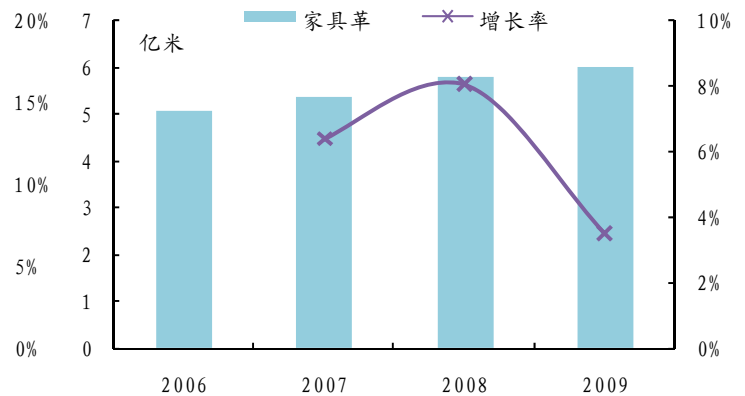


图 9: 2006-2009 年箱包革消费情况

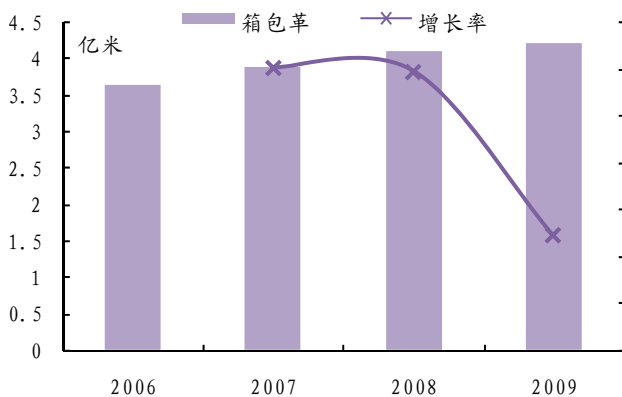


图 10: 2006-2009 年汽车内饰革消费情况

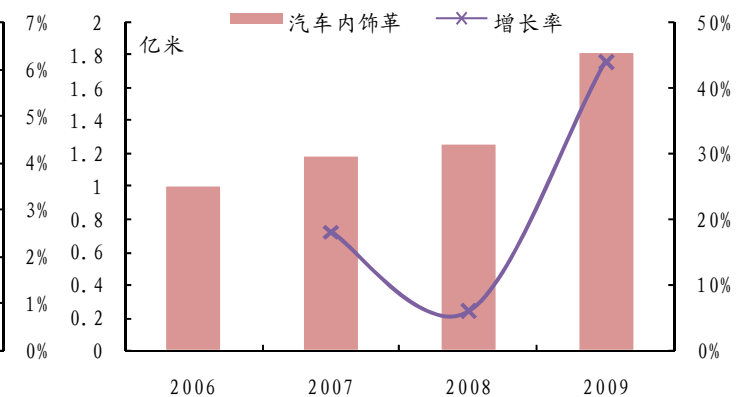


图 11: 2006-2009 年服装革消费情况

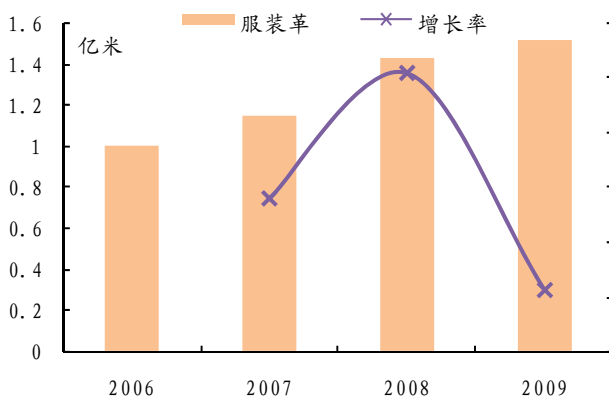
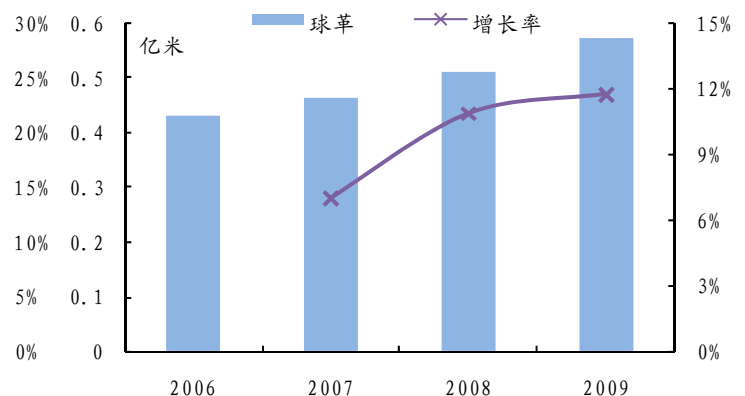


图 12: 2006-2009 年球革消费情况



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券

2.4. PU 合成革——环保性能“新材料”，国家政策大力支持

近年来，随着生活水平的提高，人们在注重人造革合成革产品时尚性、功能性的同时，也越来越关注人造革合成革产品的环保特性，欧美日等发达国家

对各项产品环保性能更是关注,并且颁布了严格的法律法规和强制性标准对产品的安全、卫生和对环境的影响进行规范。中国政府对环保也非常重视,近年来出台了多项政策,逐步采取措施引导人造革合成革行业向生态环保方向发展,PU合成革替代天然皮革、PVC人造革的进程正在加速。

表 3: PU 合成革相关行业政策

时间	产业政策	颁布单位
2006	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	国务院
2006	《国家中长期科学和技术发展规划纲要》	国务院
2006	《国家“十一五”科学技术发展规划》	科学技术部
2007	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南(2007年度)》	国家发改委、科技部、商务部
2007	《聚氨酯合成革行业标准》修订版	中国轻工业联合会
2008	《产业结构调整指导目录(2007年版)》(征求意见稿)	国家发改委
2008	《外商投资产业指导目录》(2007年修订)	国家发改委、商务部
2008	《合成革与人造革工业污染物排放标准》	国家环保部、国家质监总局
2009	《清洁生产标准合成革工业(HJ449-2008)》	国家环保部

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券

3. 公司主营业务分析

3.1. 生态功能性 PU 合成革是公司主要盈利来源

公司主要产品包括生态功能性 PU 合成革、普通 PU 合成革等,其中生态功能性 PU 合成革是公司收入、利润的主要来源。2008-2010 年生态功能性 PU 合成革占公司主营业务收入的平均比重为 80.74%,并且三年来比重呈上升趋势。公司内销、外销并重,但近年来随着国内市场的进一步开发,内销比重有所上升。公司国内销售业务以直销为主,并且直销比例不断提高;而海外销售业务出于对海外市场区域跨度大、以及利用经销商的相关资源和售后服务等多方面的考虑,则以经销为主,但近年来海外业务直销的比例也不断增加;2008 年公司直销业务占公司主营业务收入的比重为 48.77%,2010 年已达到 54.56%,公司的营销策略已经转变。

图 13: 2008-2010 年公司收入

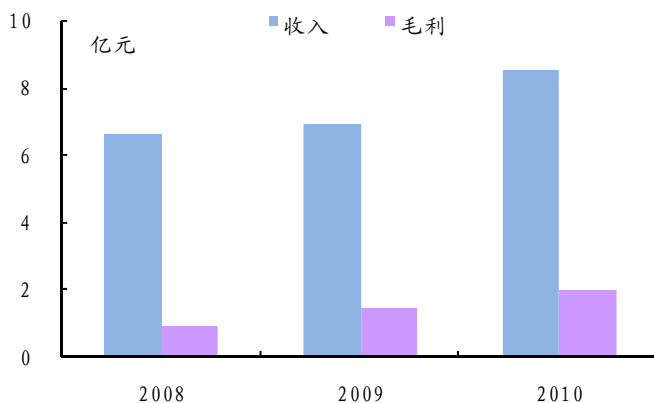


图 14: 2008-2010 年公司收入构成

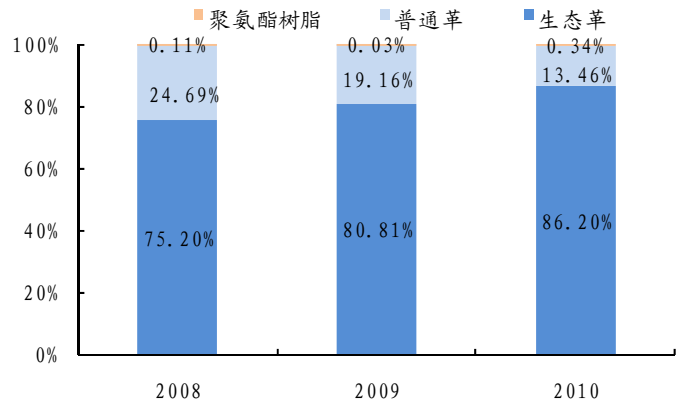
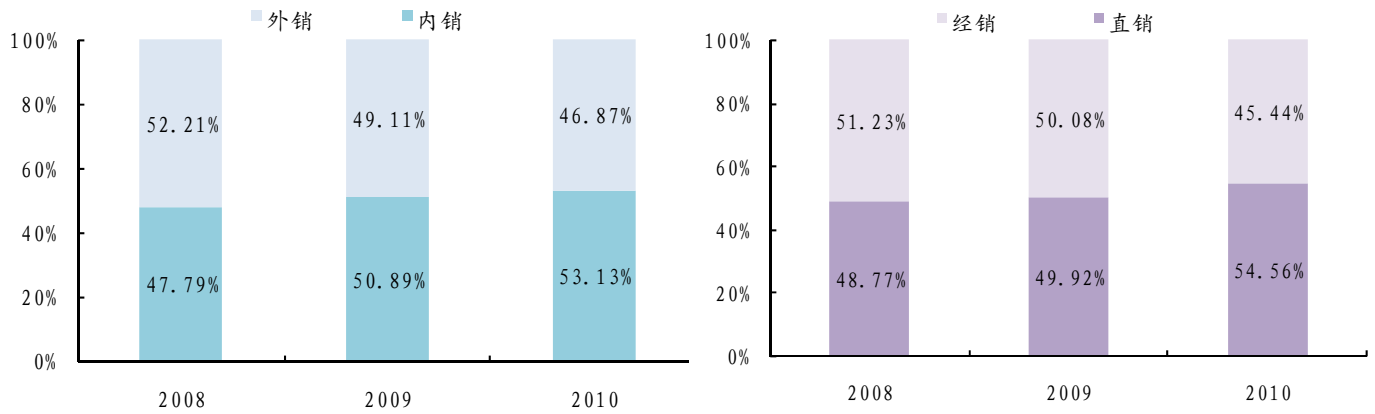


图 15: 2008-2010 年公司收入构成

图 16: 2008-2010 年公司收入构成



数据来源: Wind 资讯、招股说明书、国泰君安证券

3.2. 原材料价格波动、产品售价及结构变化导致毛利率上升

2008-2010 年, 公司主营业务毛利率分别为 13.72%、20.58%、23.34%, 呈逐年上涨趋势。由于报告期内生态功能性 PU 合成革销售收入平均占比和毛利平均占比都在 80%以上, 公司毛利率变动主要受生态功能性 PU 合成革影响, 普通 PU 合成革对公司主营业务毛利率影响相对较小。从整体上看, 公司产品主要原材料 PU 树脂价格较 2008 年下降约 21%, 2010 年回升约 25%; 而相同报告期内, 布基价格变化幅度不大。而 2009 年 PU 合成革产品受 PU 树脂价格下降影响下降约 10%, 2010 年回升约 4%; 并且由于报告期内公司调整产品结构, 增加了高毛利率的生态功能性 PU 合成革的生产比重, 以及新产品、新工艺投入生产和应用的比例不断扩大, 从而导致公司主营业务毛利率逐年上升。

图 17: 2008-2010 年公司主营业务毛利率

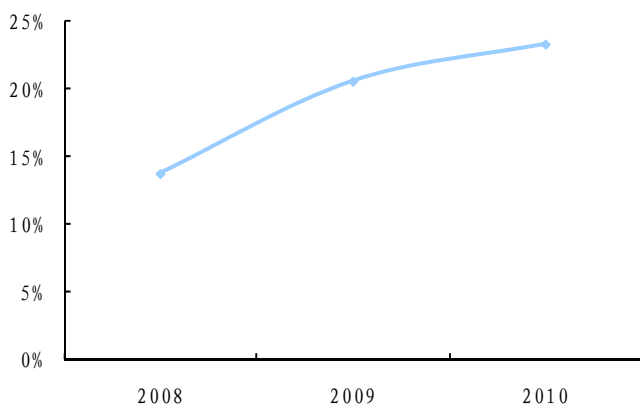
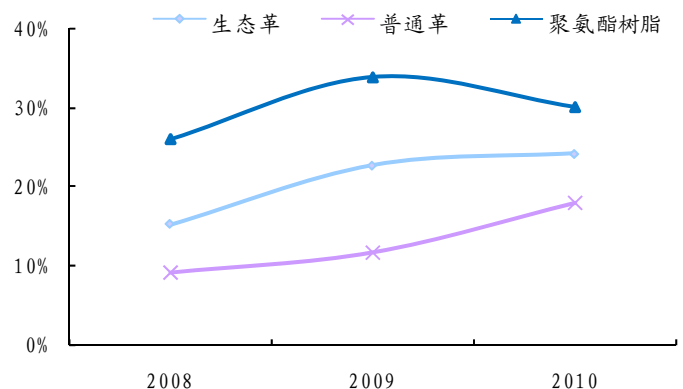


图 18: 2008-2010 年公司主要产品毛利率



数据来源: Wind 资讯、招股说明书、国泰君安证券

3.3. PU 合成革需求旺盛, 产能亟待扩充

公司主要产品为生态功能性 PU 合成革、普通 PU 合成革。报告期内, 公司产品产销形势良好, 2008-2010 公司生态功能性 PU 合成革产量分别为 2035.4 万米、2469.65 万米、3182.78 万米, 普通 PU 合成革分别为 919.03 万米、823.11 万米、692.8 万米, 合计 PU 合成革分别为 2954.43 万米、3292.76 万米、3875.58 万米, PU 合成革产能分别为 105.52%、102.90%、110.73%。

报告期内,限于资金压力,公司通过技术改造和调整产品结构的方式,小幅提高了合成革尤其是生态功能性 PU 合成革的产能,但仍然面临产能紧张局面。

图 19: 公司 PU 合成革产能利用情况

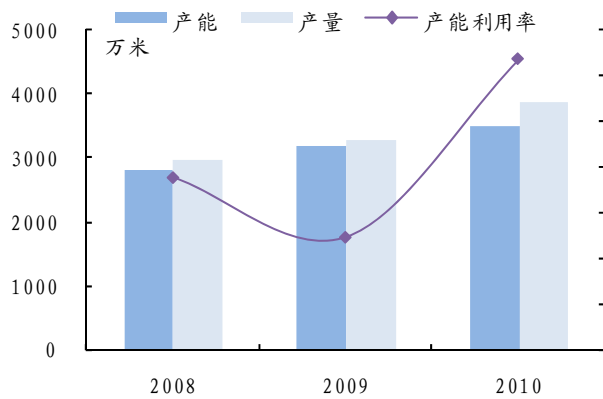
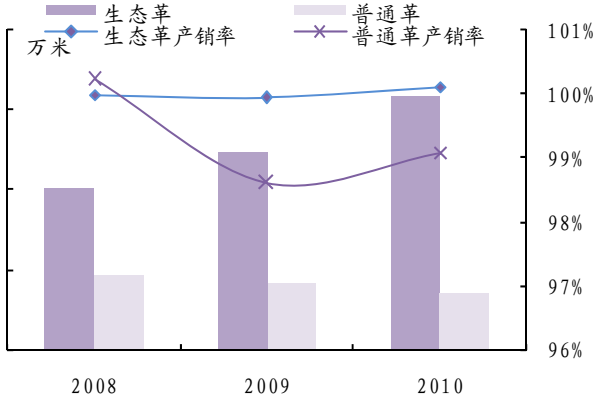


图 20: 公司生态革、普通革产销情况



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券

4. 募集资金项目

本次公司将发行 2640 万股社会公众股,募集资金将投向生态功能性 PU 合成革扩产项目、年产 3 万吨 PU 树脂建设项目、技术中心创新能力建设项目,项目总投资合计 34474.18 万元。

表 4: 募集资金项目情况

序号	项目	建设期	项目总投资/万元
1	生态功能性 PU 合成革扩产项目	18 个月	23,940.40
2	年产 3 万吨 PU 树脂建设项目	18 个月	6,501.78
3	技术中心创新能力建设项目	18 个月	4,032.00
4	生态功能性 PU 合成革扩产项目	18 个月	23,940.40
合计			34,474.18

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券

未来随着全球宏观经济的复苏,出口需求的回暖,人造革合成革对皮革的替代趋势,以及国内市场进一步开发,主要下游行业对合成革的需求将会逐渐回升,市场对 PU 合成革产品的需求将不断增长。近几年来,公司 PU 合成革产品产量快速增长,产能日趋紧张,目前已处于高负荷运转,生态功能性 PU 合成革扩产项目有助于公司缓解产能紧张局势,项目前景较好。3 万吨 PU 树脂建设项目有利于优化公司的原材料供给状况,完善公司产业链,提高产品毛利率;技术中心创新能力建设项目有利于提升公司研发实力,提高公司整体竞争实力,项目前景看好。

5. 盈利预测及估值

主要假设:

1、2011-2012 年公司项目建设稳步推进。2010、2011、2012 年各产品销量如下表所示。

2、公司为高新技术企业，所得税率按 15%测算。

盈利预测假设:

		2010	2011E	2012E	2013E
生态功能性 PU 合成革	单价 (元/米)	22.64	23.50	24.00	24.00
	销量 (万米)	3182.78	3755.68	4431.70	5229.41
	收入 (百万元)	720.45	882.58	1063.61	1255.06
	毛利率 (%)	24.17%	25.00%	25.50%	27.00%
普通 PU 合成革	单价 (元/米)	16.24	17.00	18.00	18.00
	销量 (万米)	692.80	796.72	916.23	1053.66
	收入 (百万元)	112.54	135.44	164.92	189.66
	毛利率 (%)	17.94%	18.00%	19.00%	20.00%
其他	收入 (百万元)	21.10	22.00	24.00	30.00
	毛利率 (%)	18.55%	19.00%	20.00%	22.00%

我们预测公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.92、1.15、1.5 元，近期可比上市公司估值水平在 2011 年 26-35 倍市盈率左右。公司上市后可给予 2011 年 26-31 倍 PE，合理股价为 24-28.50 元，建议申购价为 22.80-27 元。

风险提示:

公司主要原材料为 PU 树脂和基布，其中 PU 树脂为石化相关产品，价格受原油价格波动的影响较大，如果未来原油价格上涨引起公司原材料价格上升，将导致经营成本增加，从而对公司盈利能力造成不利影响。另外，公司产品下游行业受出口影响较大，如果全球宏观经济放缓将导致公司下游行业对公司产品需求较少，将使公司的销售跟不上公司产能的扩张，从而对公司盈利产生不利影响。

作者简介:**魏涛:**

S0880511010033

0755-23976212

weitao@gtjas.com

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。2010年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		