



证券研究报告·上市公司调研简评

化学纤维

成本控制强劲的合成革龙头， 稳健扩张成长可期

调研目的

我们于近期调研了**安利股份**，参观了公司生产装置，与公司就企业经营、发展规划及行业情况等问题进行了沟通。

调研结论

高速发展的合成革龙头，2012 年实现产能翻番

公司是合成革专业制造领域无可置疑的龙头，现有合成革产能约 4550 万米（包括前期的 3500 万米和 6 月份左右投产的 2 千 2 湿计 4 条生产线，约 1050 万米），仅次于业内排行第一的**温州人造革公司**。公司正处于产能快速扩张期，募投项目完全投产后公司将拥共 6650 万米产能，较之 2011 年初接近翻番。

根据合成革行业的生产规律，装置订货周期一般在 4-8 个月，设备安装调试 3 个月左右。目前，公司募投项目已经先期利用自有资金建成 2 千 2 湿共 4 条生产线，其余设备已开始订货，预计 2012 年实现投产。届时，公司募投 3 万吨聚氨酯树脂产品也将投产，基本实现公司 PU 树脂原料的全自给。

多管齐下控制成本，盈利能力称誉业内

公司具有称誉业内的成本控制能力：公司地处安徽，与合成革产业最密集的温州一带相比，人力、煤炭等资源成本低廉；DMF 回收效率高达 99.8%，节约了溶剂成本；通过库存和原料采购管理规避原料成本的大幅波动。

产品价格方面，公司凭借生态合成革的高性能优势，对下游保持了一定议价能力。目前，公司基本采用“成本+合理利润”的定价模式，实行一单一签；同时，公司不断推出新产品，力求引领潮流，获得较高利润。

凭借其强大的成本控制优势和一定的议价能力，公司的盈利能力称誉业内。据我们了解，今年以来，公司承接了大量其他企业不能接的订单，且保持了较好的盈利水平。

生态合成革：需求增速较快，前景广阔

生态合成革具有生产过程环保、性能优异、寿命长等一系列优势，产品定位在价格、性能与成长性综合优势显著的合成革中高端市场。受到 PU 取代 PVC、生态 PU 取代普通 PU 的“双重替代”效应作用，市场增长迅猛，2010 年国内生态 PU 销量接近 6 万米，预计未来数年内将保持 20% 左右的需求增速。

短期来看，受到外需不振和国内信贷紧缩的影响，今年合成革领域需求承受一定压力。我们从行业内了解到，今年淡季从往年的 5 月提前到 4 月。部分小企业受制于流动性和订单的萎缩已经出现生存发展难题。生态合成革作为合成革领域的中高端产品，受到压力较小。

请参阅最后一页的重要声明

安利股份 (300218)

首次评级

增持

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

联系人：胡彧

huyu@csc.com.cn

010-85130575

当前股价：18.77 元

目标价格 6 个月：22.8 元

调研日期：2011 年 8 月 11 日

发布日期：2011 年 8 月 15 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.27/7.50	0.00/9.68	0.00/0.52
12 月最高/最低价 (元)		19.48/15.99
总股本 (万股)		10560.00
流通 A 股 (万股)		2112.00
总市值 (亿元)		19.82
流通市值 (亿元)		3.96
近 3 月日均成交量 (万)		204.83
主要股东		
安徽安利科技投资集团股份有限		22.50%
公司		

股价表现



相关研究报告

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



综合考虑，我们认为生态合成革处于“需求增速较快，前景广阔”的阶段，能够在行业内率先进入的企业，必将在不久的将来会获得丰厚回报。

专注主业，稳健发展，功力深厚

公司沉浸于合成革领域多年，一直专注于主业，谋求稳健发展。公司的生产控制能力强劲，产品盈利水平多年来一直非常稳定；重视研发，大量领先产品处于酝酿和不断推出状态；信用管理稳健，且直销比例远高于行业平均，多年来基本没有坏帐。我们认为，公司种种优势都是在行业内专注经营、稳健积累的结果，其深厚功力可见一斑。

2011 年上半年，合成革领域普遍出现毛利率下降现象，而公司的生态 PU 产品毛利率达到 22.52%，同比不降反增 0.7 个百分点，足以作为一个佐证。

扎实稳健的投资标的，给予增持评级

我们认为，公司风格扎实、盈利能力稳健，受周期影响较小，是具有稳健增长特点的投资标的。我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.91、1.18 和 1.46 元，按 2011 年 25 倍计，目标价格 22.8 元，给予“增持”评级。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	854.00	1,046.43	1,299.46	1,573.78
营业收入增长率	23.82%	22.53%	24.18%	21.11%
EBITDA（百万）	87.52	113.64	143.67	179.42
EBITDA 增长率	57.53%	29.85%	26.43%	24.88%
净利润（百万）	70.90	95.80	124.17	153.76
净利润增长率	46.40%	35.11%	29.62%	23.83%
ROE	28.10%	12.61%	14.66%	16.24%
EPS（元）	0.895	0.907	1.176	1.456
P/E	21.00	20.72	15.99	12.91
P/B	5.90	2.61	2.34	2.10
EV/EBITDA	16.93	13.46	10.00	7.41



分析师介绍

研究服务

梁斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。