

化工

2016年12月26日

红宝丽 (002165)

——收购雄林新材 100% 股权，成为国内 TPU 膜龙头，加快打造聚氨酯新材料产业平台

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据：2016年12月23日

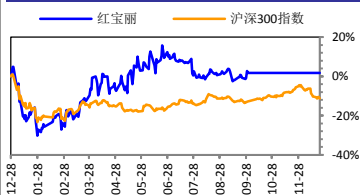
收盘价(元) 8.57
 一年内最高/最低(元) 9.95/5.85
 市净率 3.4
 息率(分红/股价) -
 流通A股市值(百万元) 4522
 上证指数/深证成指 3110.15 / 10199.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元) 2.51
 资产负债率% 33.02
 总股本/流通A股(百万) 602/528
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《红宝丽(002165)点评：进入TPU领域，加快打造聚氨酯新材料产业平台》
 2016/12/02

《红宝丽(002165)点评：原料价格暴涨拖累三季报业绩，各产品销量仍稳步提升》
 2016/10/24

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
 maxy@swsresearch.com
 宋涛 A0230516070001
 songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
 (8621)23297818×7433
 maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**以发行股份和支付现金相结合的方式收购雄林新材 88% 的股权，交易作价 6.40 亿元，其中以现金方式支付 1.92 亿元，以发行股份方式支付 4.48 亿元，每股发行价格为 7.69 元/股。此前，公司通过全资子公司红宝丽聚氨酯受让雄林新材 12% 股权，作价 8724 万元。交易对方何建雄承诺 2017 年、2018 年、2019 年实现税后净利润分别不低于 4800 万元、6000 万元、6900 万元。公司拟通过非公开发行股份募集不超过 3.32 亿元配套资金，用于支付标的资产现金对价、中介机构相关费用和标的公司项目建设，其中 8000 万元用于建设“年产 8000 万吨 TPU 流延薄膜项目”，4000 万元用于建设“年产 3500 万吨环保 TPU 热熔胶膜项目”。
- **雄林新材是国内热塑性聚氨酯弹性体 (TPU) 膜制品龙头。**2014 年公司在 TPU 膜制品市占率为 12.53%，位居内资企业市场份额第一。目前具有 TPU 膜制品年产销量约 8500 吨、TPU 粒子年产销量 7500 吨的经营规模，技术水平突出已拥有 63 项专利，下游客户包括 NIKE、ADIDAS/NB/LV/GUCCI/UA/COACH/李宁、通用汽车、长城汽车等国内外著名品牌生产商。2011 年到 2015 年，我国 TPU 消费规模 CAGR 达 11.84%，产量 CAGR 达 14.21%，至 2018 年，市场规模将达到 28.7 亿元。TPU 材料具备优良的物理性能、环保性能，并且易于加工，TPU 薄膜在众多下游领域成为了传统薄膜和 EVA 膜的替代品。聚氨酯弹性体领域未来发展广阔，进入 TPU 领域将帮助公司加快打造聚氨酯新材料产业平台，延伸拓宽主业，进一步完善产业布局，提高公司整体的盈利水平，同时也彰显公司向新材料方向转型的决心。
- **聚醚和醇胺业务稳定增长，锂电正极材料项目以及 PO 项目稳步推进中，3 万吨特种聚醚项目已经顺利投产，预计将成为公司收入和利润新的增长点。**公司投产的共氧法 PO，工艺环保、丙烯转化率高，产业链向上一体化增强成本优势，帮公司规避原材料价格波动剧烈的风险，更为未来拓展其他材料或者外售打开空间。同时公司的聚氨酯保温板销量同比持续增长，未来随着海绵城市及节能建筑的建设保温材料将继续放量。各项业务的增长保证了公司明年的业绩持续释放。
- **盈利预测及投资评级：**公司在打造环氧丙烷—聚醚、醇胺产业链、聚氨酯保温板的同时转型切入新能源锂电正极材料行业和化工新材料行业，传统业务硬泡聚醚稳定增长提供安全边际，向原料 PO 拓展稳固自身成本优势，聚氨酯保温板受益海绵城市及节能建筑的建设逐步放量，异丙醇胺全球龙头新领域需求放量且替代需求空间大，此次收购彰显了公司向新能源、新材料方向转型的坚定决心，未来五块业务协同发展保障公司业绩持续释放。目前公司仍因筹划重大事项尚处于停牌中，维持盈利预测，维持增持评级。预计 2016-18 年 EPS 为 0.26、0.28、0.37 元，当前股价对应 16-18 年 PE 为 33X、31X、23X。
- **风险提示：**下游需求增长不及预期；新产品投产放量不及预期。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,827	1,312	1,900	2,400	2,940
同比增长率(%)	-14.22	-5.60	3.97	26.32	22.50
净利润(百万元)	103	75	156	166	225
同比增长率(%)	9.67	-9.35	52.04	6.41	35.54
每股收益(元/股)	0.19	0.12	0.26	0.28	0.37
毛利率(%)	20.3	21.0	18.9	19.6	20.4
ROE(%)	9.6	4.9	10.6	13.0	-
市盈率	45		33	31	23

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,916	2,130	1,827	1,900	2,400	2,940
营业收入同比增长率 (yoy)	15.78%	11.18%	-14.22%	4.00%	26.30%	22.50%
减: 营业成本	1,616	1,758	1,457	1,540	1,930	2,340
毛利率 (%)	15.66%	17.50%	20.30%	18.90%	19.60%	20.40%
减: 营业税金及附加	5	6	5	6	7	7
主营业务利润	295	367	366	354	463	593
主营业务利润率 (%)	15.39%	17.22%	20.03%	18.60%	19.30%	20.20%
减: 销售费用	47	87	81	80	90	110
减: 管理费用	116	124	130	112	138	165
减: 财务费用	31	27	10	8	10	12
经营性利润	101	129	145	154	225	306
经营性利润同比增长率 (yoy)	4.93%	27.30%	12.30%	6.50%	46.10%	36.00%
经营性利润率 (%)	5.28%	6.05%	7.92%	8.10%	9.40%	10.40%
减: 资产减值损失	49	3	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	0	-1	-2	0	0	0
营业利润	53	125	143	154	225	306
加: 营业外净收入	7	5	4	66	9	10
利润总额	59	130	147	220	234	316
减: 所得税	14	30	39	55	59	78
净利润	45	100	109	165	175	238
少数股东损益	5	6	6	9	9	13
归属于母公司所有者的净利润	40	94	103	156	166	225
净利润同比增长率 (yoy)	-49.37%	135.65%	9.67%	52.00%	6.40%	35.50%
全面摊薄总股本	544	541	539	602	602	602
每股收益 (元)	0.07	0.17	0.19	0.26	0.28	0.37
归属母公司所有者净利润率 (%)	2.07%	4.39%	5.61%	8.20%	6.90%	7.70%
ROE	4.09%	9.25%	9.61%	10.60%	13.00%	-

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。