

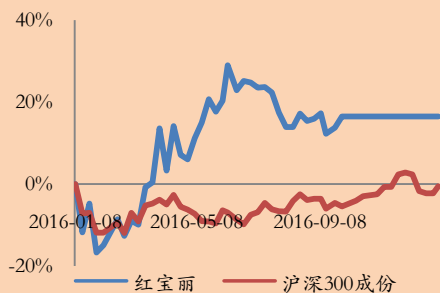


## 红宝丽 (002165)

投资评级: 买入 (首次覆盖)

报告日期: 2017-01-05

### 股价走势:



研究员: 宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

联系人: 蒋园园  
0551-65161836  
jiangyy\_1987@163.com

联系人: 李超齐  
0551-65161591  
lichaoqi.2008@163.com

## 收购雄林新材, 完善产业链布局

**事件:** 公司拟作价 63976 万元收购东莞市雄林新材料科技股份有限公司 88% 股权, 其中红宝丽以新发行股份方式支付 44,783.20 万元、以现金方式支付 19,192.80 万元。股票每股发行价格为 7.69 元, 发行股份 58,235,631 股。同时, 公司拟非公开发行募集资金不超过 3.3 亿元, 用于支付标的资产现金对价、中介机构相关费用以及标的公司“年产 8000 万吨 TPU 流延薄膜项目”和“年产 3500 万吨环保 TPU 热熔胶膜项目”建设费用。本次交易完成前, 公司通过全资子公司红宝丽聚氨酯受让何建雄持有的雄林新材 12% 股权, 本次交易完成后, 公司将直接和间接持有雄林新材 100% 股权, 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。

### 主要观点:

#### □ 收购 TPU 龙头, 完善全产业链整合

雄林新材是国内专业从事热塑性聚氨酯弹体 (TPU) 膜制品的研发、生产及销售的国家高新技术企业, 公司是内资企业中在 TPU 薄膜行业市场占有率最高的企业, 2014 年雄林新材 TPU 薄膜行业市场占有率为 12.53%, 遥遥领先与其他公司。TPU 材料具备优良的物理性能、环保性能, 并且易于加工, TPU 膜制品的下游应用领域十分广泛, 包括日常消费品、电子电器、医疗卫生、汽车、建筑、铁路等, 是传统 PVC、EVA 等塑料膜制品的理想替代品, 发展空间广阔。2011 年到 2015 年, 我国 TPU 消费规模 CAGR 达 11.84%, 产量 CAGR 达 14.21%, TPU 薄膜的产量目前在塑料薄膜行业占比较小, 仍处在成长期, 至 2018 年, 预计市场规模将达到 28.7 亿元。此次收购将有利于雄林新材 TPU 膜制品“全产业链”整合战略的迈进, 并形成“聚酯/聚醚多元醇—TPU 粒子—TPU 膜制品”完整产业链。

#### □ 新增项目投产在即, 业绩释放一触即发

公司 3 万吨特种聚醚项目正在准备, 即将试车生产, 产品主要应用于涂料、弹性体等领域, 同时公司年产 5 万吨改性异丙醇胺项目正在建设中, 产品主要用于水泥市场, 是零排放绿色产品, 符合日趋严厉的环保趋势。另一方面公司积极布局上游, 年产 12 万吨环氧丙烷项目正在开工建设, 预计明年下半年即可投产, 环氧丙烷是公司产品的主要原料, 公司通过国际国内采购保证生产需要, 年采购量约 11 万吨, 该项目投产后将大幅减少公司成本, 预计可增加 1 亿元净利润。在下游产品方面, 高阻燃聚氨酯保温板是公司近几年重点培育发展的产品, 现有产能 750 万平方米, 2016 年上半年高阻燃保温板材实现营业收入 1,624.43 万元, 同比增长 213.68%。各项业务的齐头并进将保证明年公司业绩实现快速增长。

#### □ 设立锂电合资公司, 踏足新能源材料领域

公司与上海锂景能源科技合伙企业共同出资设立红宝丽集团锂泰新能源科技有限公司，同时拟投资 8,795.01 万元建设年产 2,000 吨锂离子电池正极材料项目，项目全面达产后，预计实现营业收入 25,640 万元（不含税），利润总额 7,100 万元。公司设立合资公司建设锂离子电池正极材料项目，标志着公司进入锂电池正极材料领域，有利于公司拓宽主业范围，打造新能源材料产业，培育新的利润增长点。

#### □ 盈利预测与估值

考虑到公司着力打造环氧丙烷—聚醚、醇胺—高阻燃保温板及衍生产业链正在不断完善，新增产能也将于近期陆续释放，同时公司积极向新能源、新材料领域发起转型，未来公司业绩有望迎来大幅提升。不考虑此次增发，我们预计 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.19 元、0.31 元、0.45 元，对应的 PE 分别为 45.45 倍、27.70 倍、18.91 倍，给予“买入”评级。

#### 盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1827	1866	2316	2846
收入同比(%)	-14%	2%	24%	23%
归属母公司净利润	103	113	186	273
净利润同比(%)	10%	11%	64%	47%
毛利率(%)	20.3%	21.0%	23.2%	24.8%
ROE(%)	9.9%	10.1%	15.0%	19.7%
每股收益(元)	0.17	0.19	0.31	0.45
P/E	50.29	45.45	27.70	18.91
P/B	4.83	4.37	4.03	3.64
EV/EBITDA	24	25	18	13

资料来源：wind、华安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	849	1,117	1,363	1,682	<b>营业收入</b>	1,827	1,866	2,316	2,846
现金	131	373	463	569	营业成本	1,457	1,474	1,779	2,140
应收账款	267	282	343	423	营业税金及附加	5	4	5	6
其他应收款	3	3	3	4	销售费用	81	84	97	114
预付账款	20	14	15	16	管理费用	130	131	162	199
存货	190	203	242	288	财务费用	10	16	19	20
其他流动资产	238	241	296	381	资产减值损失	(0)	(1)	0	1
<b>非流动资产</b>	944	960	907	854	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	5	7	7	投资净收益	(2)	0	0	0
固定资产	654	613	571	530	<b>营业利润</b>	143	158	253	366
无形资产	192	179	167	156	营业外收入	10	0	0	0
其他非流动资	90	163	162	161	营业外支出	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	1,792	2,077	2,270	2,536	<b>利润总额</b>	147	158	253	366
<b>流动负债</b>	673	833	899	994	所得税	39	35	53	73
短期借款	310	469	480	509	<b>净利润</b>	109	123	200	293
应付账款	128	144	173	202	少数股东损益	6	10	13	20
其他流动负债	234	219	246	283	<b>归属母公司净利润</b>	103	113	186	273
<b>非流动负债</b>	26	27	41	56	EBITDA	209	229	326	439
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.17	0.19	0.31	0.45
其他非流动负	26	27	41	56					
<b>负债合计</b>	699	860	940	1,050					
少数股东权益	26	36	50	70	<b>主要财务比率</b>				
股本	539	602	602	602	<b>会计年度</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
资本公积	49	49	49	49	<b>成长能力</b>				
留存收益	487	530	629	765	营业收入	-14.22%	2.10%	24.10%	22.90%
归属母公司股东权	1,067	1,181	1,281	1,416	营业利润	14.04%	10.77%	59.67%	44.83%
<b>负债和股东权益</b>	1,792	2,077	2,270	2,536	归属于母公司净利润	9.67%	10.62%	64.09%	46.53%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	20.30%	21.00%	23.16%	24.80%
					净利率(%)	5.61%	6.08%	8.04%	9.59%
					ROE(%)	9.95%	10.15%	15.01%	19.71%
					ROIC(%)	10.05%	10.53%	12.65%	16.91%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	39.00%	41.41%	41.40%	41.40%
					净负债比率(%)	30.13%	-0.33%	-6.43%	-8.47%
					流动比率	1.26	1.34	1.52	1.69
					速动比率	0.98	1.10	1.25	1.40
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.02	0.96	1.07	1.18
					应收账款周转率	6.35	6.87	7.48	7.51
					应付账款周转率	11.64	13.69	14.60	15.18
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.17	0.19	0.31	0.45
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.29	0.30	0.39
					每股净资产(最新摊薄)	1.77	1.96	2.13	2.35
					<b>估值比率</b>				
					P/E	50.3	45.5	27.7	18.9
					P/B	4.8	4.4	4.0	3.6
					EV/EBITDA	23.81	24.82	17.53	13.12

资料来源: 华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。