

公司研究/公告点评

2017年07月30日

基础化工/化工新材料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 6.38
合理价格区间(元): 7.5-8.8

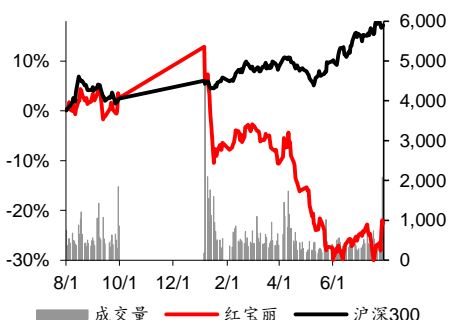
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793949
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《红宝丽(002165,增持): 年报符合预期, PO 涨价制约业绩增长》2017.04
- 2 《红宝丽(002165,增持): 业绩符合预期, 关注 PO 项目进展》2017.02
- 3 《红宝丽(002165): 稳健前行的聚氨酯细分领域龙头》2017.01

股价走势图



资料来源: Wind

原料涨价致业绩下滑, 关注 PO 项目进展

红宝丽(002165)

上半年净利降 33.1%, 业绩符合预期

红宝丽发布 2017 年中报, 实现营收 11.25 亿元, 同比增 30.7%; 净利 0.41 亿元, 同比降 35.9%。以最新股本 6.02 亿股计算, 对应 EPS 为 0.07 元(扣非后为 0.07 元), 每股经营性净现金流量为 -0.15 元。其中 Q2 实现营收 5.84 亿元, 同比增 30.8%; 净利 0.22 亿元, 同比降 33.1%, EPS 为 0.04 元。公司同时预计 2017 年 1-9 月净利 0.51-0.75 亿元, 同比下降 0-30%, 对应 2017Q3 净利 0.10-0.34 亿元。

产品销量及价格提升带动营收增长

报告期内, 公司积极开拓国内外市场, 主产品销量同比增 18.9%。其中异丙醇胺销量同比增 40% 以上, 实现营收 3.64 亿元, 同比增 42.7%。2017H1 硬泡聚醚华东市场均价为 10085 元/吨, 同比上涨 21.7%, 该业务实现营收 6.91 亿元, 同比增 24.0%。保温材料销量同比增 15% 左右, 实现营收 0.21 亿元, 同比增 26.2%。

环氧丙烷涨价拖累利润下滑

2017 年 H1 环氧丙烷华东市场均价为 10100 元/吨, 同比增 26.7%, 对公司盈利造成不利影响: 2017H1 综合毛利率同比下降 7.1pct 至 15.5%, 其中硬泡聚醚毛利率下降 7.2pct 至 11.6%, 异丙醇胺毛利率同比下降 8.5pct 至 24.1%。2017Q2 环氧丙烷均价为 9754 元/吨, 同比增 18.4%, 同期公司综合毛利率同比下降 6.2pct 至 16.2%。

环氧丙烷等新项目是未来主要看点

公司年产 12 万吨环氧丙烷项目正在抓紧建设中, 目前已完成工程进度的 70%, 预计于 2017 年底竣工, 建成后 will 实现环氧丙烷的完全自给。后续氯醇法环氧丙烷工艺或将持续面临环保压力(尤其是华北地区), 部分落后装置或退出市场。公司在建的环氧丙烷生产线采用较为先进的共氧化法工艺, 环保优势显著, 整体盈利前景良好。

维持“增持”评级

红宝丽是国内聚氨酯细分领域的龙头企业, 聚醚业务保持稳健发展; 异丙醇胺业务替代乙醇胺前景广阔; 环氧丙烷项目有望受益于行业格局变化, 是未来主要看点。由于公司中止通过发行股份收购雄林新材, 且环氧丙烷等原料价格上涨超预期, 我们相应调整公司 2017-2019 年 EPS 分别至 0.15/0.25/0.32 元(前值 0.22/0.33/0.38 元), 考虑到 2017 年受环氧丙烷涨价影响公司业绩短期下滑, 而公司环氧丙烷项目投产后将构建完整产业链并享有上游利润, 结合可比公司估值水平我们给予 2018 年 30-35 倍 PE, 对应目标价 7.5-8.8 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求下滑风险, 原料价格波动风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	602.06
流通 A 股(百万股)	527.60
52 周内股价区间(元)	5.77-9.43
总市值(百万元)	3,841
总资产(百万元)	2,716
每股净资产(元)	2.58

资料来源: 公司公告

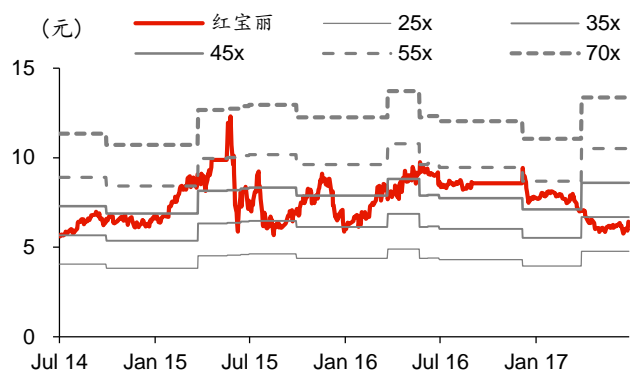
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,827	1,834	2,007	2,122	2,304
+/-%	(14.22)	0.35	9.46	5.69	8.62
归属母公司净利润(百万元)	102.60	126.79	90.83	150.64	190.98
+/-%	9.67	23.57	(28.36)	65.85	26.78
EPS (元, 最新摊薄)	0.17	0.21	0.15	0.25	0.32
PE (倍)	37.44	30.30	42.29	25.50	20.11

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

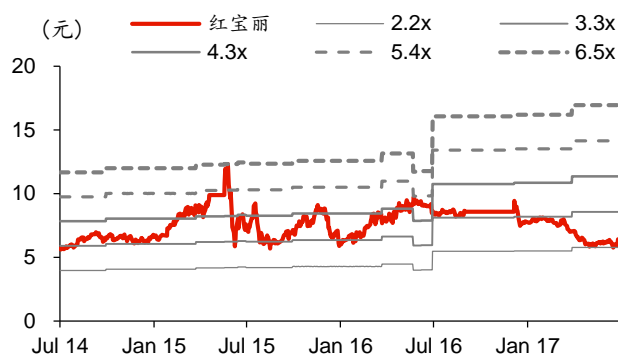
PE/PB - Bands

图表1: 红宝丽历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 红宝丽历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	848.91	1,334	1,087	1,136	1,237
现金	130.86	451.93	253.79	274.68	313.06
应收账款	264.33	303.93	289.06	305.51	331.83
其他应收账款	2.79	2.21	0.00	0.00	0.00
预付账款	20.50	85.98	49.72	49.41	52.00
存货	187.03	273.56	248.62	247.04	260.00
其他流动资产	243.42	216.52	245.81	259.37	280.48
非流动资产	943.57	1,164	1,297	1,423	1,592
长期投资	7.26	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	654.32	690.53	859.69	999.07	1,145
无形资产	191.84	183.96	183.96	183.96	183.96
其他非流动资产	90.15	289.87	253.57	239.81	262.93
资产总计	1,792	2,498	2,384	2,559	2,829
流动负债	672.65	880.39	716.42	730.45	799.56
短期借款	310.00	310.00	320.00	335.00	385.00
应付账款	128.28	183.66	165.75	164.69	173.33
其他流动负债	234.38	386.72	230.67	230.76	241.23
非流动负债	26.48	28.90	27.51	27.63	28.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26.48	28.90	27.51	27.63	28.02
负债合计	699.13	909.29	743.93	758.09	827.58
少数股东权益	26.17	27.63	36.07	45.90	56.06
股本	539.27	602.06	602.06	602.06	602.06
资本公积	49.28	345.30	345.30	345.30	345.30
留存公积	486.68	614.08	656.85	807.49	998.48
归属母公司股	1,067	1,562	1,604	1,755	1,946
负债和股东权益	1,792	2,498	2,384	2,559	2,829

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	193.34	116.54	23.53	219.41	263.11
净利润	108.75	135.24	99.27	160.47	201.14
折旧摊销	56.22	56.56	58.37	74.38	90.73
财务费用	10.32	5.34	8.92	13.52	14.73
投资损失	1.78	1.03	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	0.37	(25.51)	(137.82)	(30.91)	(46.81)
其他经营现金	15.89	(56.11)	(5.20)	1.95	3.31
投资活动现金	(178.68)	(146.63)	(180.00)	(200.00)	(260.00)
资本支出	180.57	178.62	180.00	200.00	260.00
长期投资	0.00	59.22	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1.88	91.21	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(22.76)	310.52	(41.67)	1.48	35.27
短期借款	57.26	0.00	10.00	15.00	50.00
长期借款	(20.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(2.14)	62.78	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(7.52)	296.02	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(50.36)	(48.28)	(51.67)	(13.52)	(14.73)
现金净增加额	(6.48)	284.48	(198.14)	20.89	38.38

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,827	1,834	2,007	2,122	2,304
营业成本	1,457	1,485	1,657	1,647	1,733
营业税金及附加	4.95	9.50	5.02	5.30	5.76
营业费用	81.27	91.09	88.32	98.65	110.61
管理费用	129.77	144.25	146.54	159.12	177.44
财务费用	10.32	5.34	8.92	13.52	14.73
资产减值损失	(0.05)	3.02	3.00	3.00	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.78)	(1.03)	0.00	0.00	0.00
营业利润	142.93	94.83	98.09	195.06	259.54
营业外收入	9.68	79.62	35.00	20.00	10.00
营业外支出	5.21	2.45	5.00	8.00	10.00
利润总额	147.39	172.00	128.09	207.06	259.54
所得税	38.64	36.76	28.82	46.59	58.40
净利润	108.75	135.24	99.27	160.47	201.14
少数股东损益	6.15	8.46	8.44	9.83	10.16
归属母公司净利润	102.60	126.79	90.83	150.64	190.98
EBITDA	209.47	156.73	165.38	282.97	365.00
EPS (元)	0.19	0.21	0.15	0.25	0.32

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(14.22)	0.35	9.46	5.69	8.62
营业利润	14.04	(33.65)	3.43	98.86	33.06
归属母公司净利润	9.67	23.57	(28.36)	65.85	26.78
获利能力 (%)					
毛利率	20.30	19.03	17.43	22.37	24.78
净利率	5.61	6.91	4.52	7.10	8.29
ROE	9.61	8.12	5.66	8.58	9.81
ROIC	8.67	5.70	5.08	9.04	10.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.00	36.39	31.20	29.63	29.25
净负债比率 (%)	47.20	34.09	43.01	44.19	46.52
流动比率	1.26	1.52	1.52	1.56	1.55
速动比率	0.98	1.20	1.17	1.22	1.22
营运能力					
总资产周转率	1.02	0.85	0.82	0.86	0.86
应收账款周转率	5.76	6.01	6.20	6.42	6.51
应付账款周转率	9.28	9.52	9.49	9.97	10.26
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.17	0.21	0.15	0.25	0.32
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.32	0.19	0.04	0.36	0.44
每股净资产 (最新摊薄)	1.77	2.59	2.66	2.91	3.23
估值比率					
PE (倍)	37.44	30.30	42.29	25.50	20.11
PB (倍)	3.60	2.46	2.39	2.19	1.97
EV_EBITDA (倍)	17.38	23.22	22.01	12.86	9.97

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com