

化工

2017年08月18日

红宝丽 (002165)

——原料 PO 价格大涨带动聚醚上涨，12 万吨共氧法环保 PO 工艺投产有望带动公司业绩大幅提升

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据： 2017年08月17日

收盘价(元)	6.95
一年内最高/最低(元)	9.63/5.73
市净率	2.7
息率(分红/股价)	1.15
流通A股市值(百万元)	3667
上证指数/深证成指	3268.43 / 10653.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	2.58
资产负债率%	41.87
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) 2017 年中报点评：原料价格上涨拖累各产品毛利率，期待 PO 及新材料项目投产》 2017/07/31

《红宝丽 2016 年年报及一季报点评》 2017/04/28

证券分析师

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

- 中央督察组进驻山东，受环保压力主流环氧丙烷厂家纷纷降负荷，导致公司的主要生产原料环氧丙烷供应紧张带动其价格短期快速上涨。截止 8 月 15 日山东滨化环氧丙烷出厂价报于 13000 元/吨，较 8 月 7 日报价大涨 26%，短期看目前行业整体开工负荷仍在下降，厂家库存较低，货源供应十分紧张，预计价格仍将进一步上涨。从长期来看，国内目前 PO (环氧丙烷) 主流技术有三种，氯醇法、共氧化法 (PO/SM 和 PO/MTBE)，直接氧化法 (双氧水法) HPPPO，其中污染最大但成本最低的氯醇法占比高达 60% 左右，随着环保的趋严，预计未来氯醇法装置将逐步淘汰，因此环氧丙烷价格长期仍有望缓慢上涨。
- 公司是国内最大的硬泡组合聚醚生产企业，受原料环氧丙烷上涨带动硬泡聚醚价格出现大涨。根据百川资讯价格监控，截止 8 月 15 日金浦锦湖硬泡聚醚出厂价报于 13000 元/吨，较 8 月 7 日报价上涨 23%。公司目前拥有 15 万吨硬泡组合聚醚产能，国内最大，下游客户主要包括美的、海信、伊莱克斯等国内外知名冰箱企业，近年来随着消费升级，冰箱不断向大容量产品转换加之公司发泡技术的领先，销量持续上涨。同时公司有良好的原料库存管理将帮助公司最大限度的缩小原料价格波动带来的损失。
- 12 万吨环氧丙烷共氧化法新工艺装置配套 2.4 万吨 DCP 项目的达产，将成为公司未来两年净利润增长的新爆点。公司的 PO 项目预计将于 17 年底竣工投产，此项目运用共氧法新工艺技术，整个生产过程仅产生少量的工艺废水，符合严格的环保标准，丙烯转化率高，杂质少，成本低，且产出的环氧丙烷产品纯度高，一期的 12 万吨产能基本自用，将很大程度降低公司生产成本及规避原料剧烈波动的风险，保证毛利率的稳定性，而配套的 2.4 万吨 DCP 交联剂新材料也已开工，将利用 PO 装置的副产异丙苯加氢生产，具有极大的成本优势，目前国内 DCP 年需求量大概 6 万吨，随着上海高桥 2.1 万吨产能的停产 (搬迁导致的永久性停产)，供给缺口出现导致 DCP 价格近一年来出现大涨，因此公司明后两年投产的 DCP 也将为公司贡献部分增量净利润。
- 新产能及产品投产进入密集期，带来公司增长新动能。公司扩建的 5 万吨改性异丙醇胺项目已竣工，明年将正式释放产能，届时公司总产能将达 9 万吨；高阻燃聚氨酯保温板 1H17 销量同比增长 15%，营业收入同比增长 26.22%，虽毛利率同比下滑 13.06 个百分点至 14.61%，但该产品已进入国家中直机关工程改造保温项目，同时也牵头起草冻土路基硬质聚氨酯泡沫板国家标准且已通过评审并上报国家标准委，为开拓冻土路基保温市场做准备，未来聚氨酯保温板销量有望实现翻倍增长。
- 盈利预测及投资评级：原料环氧丙烷价格大涨带动硬泡聚醚大涨，年底投产的 12 万吨共氧法环氧丙装置将显著降低公司未来的生产成本，DCP 项目将进一步完善公司环氧丙烷—聚醚—醇胺及衍生物产业链，同时 18-19 年多种产品的全面竣工投产，也将成为公司未来盈利增长新动力，但短期受 PO 成本影响，今年是整体盈利的低点，未来随着自建原料产能投产，毛利率将大幅提升，业绩即将迎来拐点。因此我们维持公司 17 年的盈利预测，同时上调 18-19 年的盈利预测，维持增持评级。预计 2017-19 年 EPS 为 0.14、0.34 (原为 0.19)、0.51 (原为 0.24) 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 50X、20X、14X。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,834	1,125	2,260	2,970	3,595
同比增长率 (%)	0.35	30.69	23.24	31.42	21.04
净利润 (百万元)	127	41	82	203	308
同比增长率 (%)	23.58	-35.87	-35.32	147.56	51.72
每股收益 (元/股)	0.21	0.07	0.14	0.34	0.51
毛利率 (%)	19.0	15.6	16.8	21.9	23.8
ROE (%)	8.1	2.6	13.0	-	-
市盈率	33		50	20	14

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

表 1：利润表

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,130	1,827	1,834	2,260	2,970	3,595
营业收入同比增长率 (yoy)	-	-14.2%	0.3%	23.2%	31.4%	21.0%
减: 营业成本	1,758	1,457	1,485	1,880	2,320	2,740
毛利率 (%)	17.5%	20.3%	19.0%	16.8%	21.9%	23.8%
减: 营业税金及附加	6	5	9	10	13	16
主营业务利润	367	366	340	370	637	839
主营业务利润率 (%)	17.2%	20.0%	18.5%	16.4%	21.4%	23.3%
减: 销售费用	87	81	91	100	145	175
减: 管理费用	124	130	144	165	220	260
减: 财务费用	27	10	5	6	8	10
经营性利润	129	145	99	99	264	394
经营性利润同比增长率 (yoy)	-	12.3%	-31.6%	0.1%	166.7%	49.2%
经营性利润率 (%)	6.0%	7.9%	5.4%	4.4%	8.9%	11.0%
减: 资产减值损失	3	-0	3	0	0	0
加: 投资收益及其他	-1	-2	-1	0	0	0
营业利润	125	143	95	99	264	394
加: 营业外净收入	5	4	77	10	0	0
利润总额	130	147	172	109	264	394
减: 所得税	30	39	37	22	50	75
净利润	100	109	135	87	214	319
少数股东损益	6	6	8	5	11	11
归属于母公司所有者的净利润	94	103	127	82	203	308
净利润同比增长率 (yoy)	-	9.7%	23.6%	-35.3%	147.6%	51.7%
全面摊薄总股本	541	539	602	602	602	602
每股收益 (元)	0.17	0.19	0.21	0.14	0.34	0.51
归属母公司所有者净利润率 (%)	4.4%	5.6%	6.9%	3.6%	6.8%	8.6%
ROE	9.3%	9.6%	8.1%	13.0%		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

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
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。