



东兴证券
DONGXING SECURITIES

实际控制人及员工持股计划大比例认购， 锁定三年彰显未来信心

——红宝丽（002165）事件点评

事件：

公司拟以 8.17 元/股（前 20 个交易日股票交易均价的 90%）非公开发行 A 股股票 6119.9510 万股，募集资金总额约为 5 亿元，扣除发行费用后将全部用于对全资子公司红宝丽集团泰兴化学有限公司（筹）出资，以建设“年产 12 万吨环氧丙烷项目”。本次非公开发行对象分别为宝源投资、红宝丽员工持股计划、金证汇通、智筵投资和瑞鑫丰泰共 5 名特定投资者，认购股份将锁定 3 年。

主要观点：

1. 募投项目将对公司生产安全提供原料保障，有利于形成产业链优势。

公司是国内最大的硬泡组合聚醚供应商，并拥有全球规模最大的异丙醇胺生产装置。环氧丙烷是公司主营产品硬泡组合聚醚和异丙醇胺的主要原材料，受石油价格、市场供需等影响波动较大，而且随国家环保法规的严格执行，在一定程度上会对公司产品安全生产和成本控制产生影响。2014 年公司环氧丙烷的采购量达 11 万吨，本次募集资金建设的“年产 12 万吨环氧丙烷”项目实施并达产后将基本能满足公司主产品现有生产规模对环氧丙烷的需求。此外，公司产业链也将延伸至上游原材料领域，有利于更好地掌握行业资源。经测算，项目全部达产后正常年份可实现销售收入约 13 亿元，实现净利润约 1.46 亿元，显著提高公司盈利能力。

2. 实际控制人及员工持股计划认购比例大，股份锁定 3 年彰显未来发展信心。

公司此次非公开发行股份数量不超过 6119.9510 万股，其中宝源投资认购比例为 60.75%、红宝丽员工持股计划 17.25%、金证汇通 12%、智筵投资 8%、瑞鑫泰丰 2%。宝源投资是公司的第一大股东，直接持有公司 24.29% 的股份，公司实际控制人芮敬功持有宝源投资 55.18% 的股权。同时公司部分董事、监事和高级管理人员将积极参与员工持股计划的认购。此次认购的股份将锁定 3 年，彰显了实际控制人、管理层及员工对公司未来发展的信心。

3. 公司三大板块业务发展战略清晰。

2015 年 06 月 18 日

强烈推荐/上调

红宝丽

事件点评

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

王逸萌

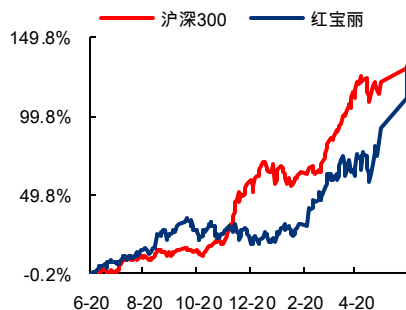
010-66554039

wangym@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	10.98-5.2
总市值（亿元）	59.21
流通市值（亿元）	57.92
总股本/流通 A 股（万股）	53927/52748
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.41

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《红宝丽（002165）调研快报：三大业务板块产能齐投产，保温材料销售有望突破》2015-03-17
- 2、《红宝丽（002165）事件点评：扩展新业务，增加发展新动力》2014-02-17
- 3、《红宝丽调研快报：期待高阻燃外墙保温材料爆发》2013-01-21

今年以来，公司已在硬泡聚醚领域配置力量，主要拓展冷藏物流、冷库等市场。目前我国冷藏运输率仅为10%-20%，而欧美日等发达国家均达到80%-90%，该领域未来市场空间巨大。公司即将投产的5万吨改性异丙醇胺可用作水泥外加剂，其兼具三乙醇胺和三异丙醇胺的性能特点，可形成替代优势，抢占我国100多万吨外加剂的需求。此外，公司聚氨酯保温板产品将受益于国家建筑设计防火规范的出台，重点布局京津冀地区，产品销售有望迈上一个新台阶。

结论：

此次定增将有助于公司向上游产业链延伸，满足公司产品对原材料的稳定需求，并为公司进一步扩大经营规模以实现快速发展奠定基础。同时，公司第一大股东及公司员工持股计划合计认购比例高达78%，将有效地提高员工的凝聚力和公司竞争力，并彰显了实际控制人及高管对公司未来3年的发展信心。2015年，公司三大业务板块都将有新产能投产，通过销售团队的努力拓展，公司营收有望实现较快增长。我们预计公司2015-2017年的每股收益分别为0.23元、0.32元、0.42元，对应PE分别为48X、34X、26X，上调至“强烈推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	999	952	1632	2491	2572	营业收入	1916	2130	2525	2955	3319
货币资金	174	140	627	1287	1194	营业成本	1616	1758	2105	2426	2697
应收账款	303	311	374	437	491	营业税金及附加	5	6	7	8	9
其他应收款	5	2	3	3	3	营业费用	47	87	83	89	83
预付款项	11	12	33	58	85	管理费用	116	124	146	177	199
存货	231	245	294	339	377	财务费用	31	27	13	16	22
其他流动资产	16	26	46	67	85	资产减值损失	48.66	2.52	2.50	2.50	2.50
非流动资产合计	835	833	843	929	1003	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	9	9	9	9	投资净收益	0.00	-0.96	0.00	0.00	0.00
固定资产	706.50	705.84	744.61	839.12	921.64	营业利润	53	125	168	236	307
无形资产	86	84	76	68	59	营业外收入	8.74	5.69	6.00	6.00	6.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.21	0.84	1.00	1.00	1.00
资产总计	1834	1785	2475	3419	3575	利润总额	59	130	173	241	312
流动负债合计	773	694	516	584	642	所得税	14	30	43	60	78
短期借款	350	253	0	0	0	净利润	45	100	130	181	234
应付账款	161	186	219	253	281	少数股东损益	5	6	6	6	6
预收款项	28	9	9	9	9	归属母公司净利润	40	94	124	175	228
一年内到期的非	4	16	16	16	16	EBITDA	221	291	271	366	454
非流动负债合计	67	55	828	1628	1628	BPS（元）	0.07	0.17	0.23	0.32	0.42
长期借款	40	20	820	1620	1620	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	840	749	1344	2212	2270	成长能力					
少数股东权益	22	25	31	37	43	营业收入增长	15.78%	11.18%	18.52%	17.01%	12.35%
实收资本（或股	544	541	539	539	539	营业利润增长	-43.67%	138.57%	34.25%	40.27%	30.03%
资本公积	62	57	57	57	57	归属于母公司净利	32.48%	41.00%	32.48%	41.00%	30.42%
未分配利润	316	369	344	309	264	获利能力					
归属母公司股东	972	1011	1073	1143	1234	毛利率（%）	0.00%	如能预	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	1834	1785	2448	3392	3547	净利率（%）	2.36%	4.70%	5.15%	6.12%	7.05%
现金流量表						总资产净利润（%）	2.16%	5.24%	5.01%	5.11%	6.38%
单位：百万元						ROE（%）	4.09%	9.25%	11.55%	15.29%	18.47%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	106	235	117	184	267	资产负债率（%）	46%	42%	55%	65%	
净利润	45	100	130	181	234	流动比率	1.29	1.37	3.16	4.26	4.00
折旧摊销	137.35	139.32	0.00	113.92	125.92	速动比率	0.99	1.02	2.59	3.68	3.42
财务费用	31	27	13	16	22	营运能力					
应收账款减少	0	0	-62	-64	-54	总资产周转率	1.07	1.18	1.19	1.01	0.96
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	8	7	7	7	7
投资活动现金流	-90	-85	-103	-203	-203	应付账款周转率	10.14	12.28	12.47	12.53	12.45
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益（最新摊	0.07	0.17	0.23	0.32	0.42
投资收益	0	-1	0	0	0	每股净现金流（最新	-0.14	-0.05	0.90	1.22	-0.17
筹资活动现金流	-93	-176	472	679	-158	每股净资产（最新摊	1.79	1.87	1.99	2.12	2.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	800	800	0	P/E	156.86	64.59	47.78	33.88	25.98
普通股增加	0	-2	-2	0	0	P/B	6.14	5.88	5.52	5.18	4.80
资本公积增加	2	-5	0	0	0	EV/EBITDA	28.04	20.91	22.64	17.13	14.00
现金净增加额	-77	-26	487	660	-93						

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

王逸萌

美国密歇根州立大学化学博士，2014 年 6 月加入东兴证券，从事基础化工方面研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。