

## 基础化工：红宝丽（002165）中报点评

2015年07月30日

## 一体化产业链逐步形成，毛利率提升明显

**⑤ 收入下滑，利润提升**

2015年1-6月，公司实现营业收入9.78亿元，同比下滑10.05%；实现归属于上市公司股东的净利润6213万元，同比增长11.62%；实现每股收益0.11元。公司同时预计2015年1-9月归属于上市公司股东的净利润为变化幅度为0%-20%。

**⑤ 主营产品销量平稳、价格下降，引发收入同比下滑**

目前公司主营产品为硬泡组合聚醚、异丙醇胺和保温材料，上半年占公司收入近七成的硬泡组合聚醚产品受原油价格低迷影响，原料环氧丙烷价格较去年同期下降9%，而公司的定价方式是“上个月主原料环氧丙烷平均价格\*系数+加工费”，因此与去年同期相比，公司硬泡组合聚醚产品价格下降8.5%，使得该业务收入较去年同期下降7.76%；公司另一主营产品异丙醇胺收入也下滑13.36%，因此中期公司收入出现10.05%的下滑。

**⑤ 成本控制能力强，收入下滑但毛利率提升**

在收入下降的同时，公司利润却出现上涨，主要原因是公司成本控制能力较好，加之上半年国际油价低迷，主要产品原料来自于石油路径，原料价格下跌程度高于产品价格下跌程度，使得公司毛利率提升明显，上半年公司硬泡组合聚醚毛利率同比提升2.08个百分点，异丙醇胺毛利率同比提升3.38个百分点，综合毛利率同比提升2.41个百分点，毛利率的提升是公司上半年业绩增长的主要原因。

**⑤ 多个产能在建，未来产业链将更加完善、产品也将更为丰富**

目前公司积极向上下游延伸，在江苏泰兴经济开发区投资建设“年产12万吨环氧丙烷项目”，环氧丙烷是公司重要原料，项目建成后公司原料自给率将显著提高，能够有效抵御原料价格波动风险；下游聚氨酯高阻燃保温板方面，公司计划产能1500万平米，目前一期750万平米已经建成投产，但上半年受累于行业低迷，销售不及预期，二期750万平米产能正在抓紧建设；另外，公司还有年产5万吨的异丙醇胺在建，建成后公司异丙醇胺产能将达到年产9万吨。各在建项目达产后，公司产业链将更加完善，产品线也将更加丰富，为未来业绩增长提供了动力。

**⑤ 盈利预测及估值**

我们假设公司各在建产能建设顺利，预计2015-2017年公司每股收益分别为0.24元、0.34元和0.39元，以昨日收盘价计算，对应的动态市盈率为31倍、22倍和19倍，首次给予公司“推荐”评级。

推荐（首次）

市场表现 截至 2015.07.29



市场数据 2015-7-29

	2015-7-29
A股收盘价(元)	7.60
一年内最高价(元)	13.40
一年内最低价(元)	5.59
上证指数	3,789.17
市净率	3.9
总股本(万股)	53,927
实际流通A股(万股)	52,748
限售流通A股(万股)	1,180
流通A股市值(亿元)	40.1

分析师：丁思德

执业证书号：S1490515070002

电话：010-58566865

邮箱：dingside@hrsec.com.cn

证券研究报告

## ⑤ 风险提示

1、在建项目进度不达预期风险；2、安全生产风险；3、原油价格波动风险。

图表：盈利预测简表

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	1,916.2	2,130.4	2,242.7	2,533.2	2,948.1
同比增长 (+/-%)	15.8%	11.2%	5.3%	13.0%	16.4%
归属净利润 (百万元)	39.7	93.6	131.0	186.6	211.6
同比增长 (+/-%)	-49.4%	135.6%	40.1%	42.4%	13.3%
每股收益 (元)	0.07	0.17	0.24	0.34	0.39
PE	103.65	43.98	31.40	22.05	19.45
PB	4.25	4.07	3.80	3.53	3.30



**盈利预测表：**
**资产负债表**

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>998.7</b>	<b>952.3</b>	<b>1,185.5</b>	<b>1,291.5</b>	<b>1,484.0</b>
现金	173.6	140.3	179.4	202.7	235.8
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	258.6	215.5	330.6	337.7	380.9
应收账款	303.0	311.3	341.8	368.5	444.3
其他应收款	5.3	2.1	4.0	4.5	5.4
存货	230.9	244.7	264.9	299.9	332.6
其他	27.4	38.3	64.7	78.3	84.9
<b>非流动资产</b>	<b>835.3</b>	<b>832.8</b>	<b>976.1</b>	<b>1,114.6</b>	<b>1,245.5</b>
长期股权投资	0.0	9.0	9.0	9.0	9.0
固定资产	706.5	705.8	818.6	802.4	928.9
无形资产	86.3	84.4	87.6	87.5	87.6
其他	42.5	33.5	60.9	215.7	219.9
<b>资产总计</b>	<b>1,834.0</b>	<b>1,785.2</b>	<b>2,161.6</b>	<b>2,406.1</b>	<b>2,729.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>773.3</b>	<b>693.9</b>	<b>985.6</b>	<b>1,141.6</b>	<b>1,362.7</b>
短期负债	350.1	252.7	545.0	624.0	751.0
应付账款	161.3	185.7	211.7	238.8	254.2
预收账款	28.1	9.2	22.9	30.8	30.4
其他	233.8	246.3	206.0	247.9	327.2
<b>长期负债</b>	<b>66.9</b>	<b>28.1</b>	<b>45.2</b>	<b>44.5</b>	<b>44.3</b>
长期借款	40.0	20.0	20.0	20.0	20.0
其他	26.9	8.1	25.2	24.5	24.3
<b>负债合计</b>	<b>840.2</b>	<b>722.0</b>	<b>1,030.8</b>	<b>1,186.1</b>	<b>1,407.0</b>
<b>股本</b>	<b>543.8</b>	<b>541.4</b>	<b>541.4</b>	<b>541.4</b>	<b>541.4</b>
资本公积	61.9	56.8	56.8	56.8	56.8
留存收益	366.0	426.9	499.4	581.8	663.8
少数股东权益	22.0	25.0	36.8	54.2	74.7
母公司所有者权益	971.8	1,011.0	1,083.4	1,165.8	1,247.8
<b>负债及权益合计</b>	<b>1,834.0</b>	<b>1,785.2</b>	<b>2,151.0</b>	<b>2,406.1</b>	<b>2,729.5</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	<b>56.9</b>	<b>232.9</b>	<b>19.7</b>	<b>286.4</b>	<b>278.9</b>
净利润	45.2	100.1	142.8	204.0	232.1
折旧摊销	52.9	56.9	70.2	71.7	77.9
财务费用	25.5	21.7	21.0	30.0	35.2
投资收益	0.4	1.1	0.1	0.2	0.2
营运资金变动	-60.7	51.6	-210.1	-0.4	-83.8
其他	-6.4	1.5	-4.4	-19.0	17.4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-89.6</b>	<b>-85.3</b>	<b>-210.5</b>	<b>-207.4</b>	<b>-207.6</b>
资本支出	-89.3	-75.1	-210.4	-207.2	-207.4
其他投资	-0.4	-10.2	-0.1	-0.2	-0.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-36.5</b>	<b>-154.7</b>	<b>229.9</b>	<b>-55.8</b>	<b>-38.1</b>
借款变动	-20.6	-117.4	292.2	79.0	126.9
普通股增加	-0.1	-2.4	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	1.7	-5.1	0.0	0.0	0.0
股利分配	-43.5	-32.6	-58.5	-104.2	-129.6
其他	26.1	2.8	-3.8	-30.6	-35.5

**利润表**

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>1,916.2</b>	<b>2,130.4</b>	<b>2,242.7</b>	<b>2,533.2</b>	<b>2,948.1</b>
营业成本	1,616.0	1,757.6	1,790.2	1,988.2	2,290.3
营业税金及附加	5.3	5.9	6.7	7.6	8.8
营业费用	47.1	86.8	93.1	104.2	121.8
管理费用	115.6	124.5	140.4	153.3	178.2
财务费用	30.9	26.8	21.0	30.0	35.2
资产减值损失	48.7	2.5	15.6	-4.4	20.2
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	-1.0	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>52.5</b>	<b>125.3</b>	<b>175.7</b>	<b>254.4</b>	<b>293.4</b>
营业外收入	8.7	5.7	7.2	8.8	7.6
营业外支出	2.2	0.8	1.1	1.2	1.3
<b>利润总额</b>	<b>59.1</b>	<b>130.2</b>	<b>181.8</b>	<b>261.9</b>	<b>299.7</b>
所得税	13.9	30.1	39.0	57.9	67.6
<b>净利润</b>	<b>45.2</b>	<b>100.1</b>	<b>142.8</b>	<b>204.0</b>	<b>232.1</b>
少数股东权益	5.5	6.5	11.8	17.4	20.5
归属母公司所有者净利润	39.7	93.6	131.0	186.6	211.6
EPS (元)	0.07	0.17	0.24	0.34	0.39

**主要财务比率**

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	15.8%	11.2%	5.3%	13.0%	16.4%
营业利润	-43.7%	138.6%	40.2%	44.8%	15.3%
净利润	-46.5%	121.5%	42.7%	42.9%	13.8%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	15.7%	17.5%	20.2%	21.5%	22.3%
净利率	2.4%	4.7%	6.4%	8.1%	7.9%
ROE	4.1%	9.3%	12.1%	16.0%	17.0%
ROIC	6.5%	11.8%	11.9%	15.4%	15.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.8%	42.0%	47.7%	49.3%	51.5%
流动比率	1.29	1.37	1.20	1.13	1.09
速动比率	0.97	0.98	0.90	0.83	0.80
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.04	1.19	1.04	1.05	1.08
存货周转率	7.00	7.18	6.76	6.63	6.89
应收账款周转率	3.41	4.04	3.34	3.59	3.57
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.07	0.17	0.24	0.34	0.39
每股经营现金	0.19	0.43	0.04	0.53	0.52
每股净资产	1.79	1.87	2.00	2.15	2.30
每股盈利	0.08	0.06	0.11	0.18	0.22
估值比率					
PE	103.65	43.98	31.40	22.05	19.45
PB	4.25	4.07	3.80	3.53	3.30

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

丁思德，在此声明，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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受到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)