

毛利率持续提升, 下游市场进一步扩展

- **业绩总结:** 2015年公司实现营业收入18.3亿元, 同比减少14.2%; 实现归属于上市公司股东的净利润1.03亿元, 同比增长9.7%; 每股收益0.19元。
- **毛利率持续提升, 高阻燃保温材料销量增长。** 2015年净利润增长的主要原因是营业成本的下降和财务费用的减少。由于石油价格下跌, 原料环氧丙烷平均采购价格下降19.8%, 致使公司聚氨酯硬泡组合聚醚、异丙醇胺、高阻燃聚氨酯保温板的毛利率分别同比增长2.5、2.9和15.9个百分点。因产生汇兑收益1056万元, 2015年公司财务费用减少61.3%。另外, 高阻燃保温材料受益于国家推行建筑节能, 销售增加30%以上, 实现营业收入3400万元, 同比增长8.7%, 公司在建筑保温市场的竞争优势逐步显现。
- **定增建设环氧乙烷项目, 向一体化延伸支撑产业发展。** 2015年6月公司公告拟投资9.5亿元建设年产12万吨环氧丙烷项目, 其中非公开发行募集资金3.8亿元。2016年1月公司非公开发行股票申请获证监会审核通过, 投资项目预计2017年6月建成投产。在丙烯-环氧丙烷-硬泡聚醚的产业链上, 环氧丙烷的盈利能力最强, 毛利率高达25%, 同时环氧丙烷是公司最大的原材料, 每年需要采购11万吨, 我们认为此次定增募项目通过向上游原材料延伸, 有利于降低成本, 提高公司的盈利能力及抗风险能力。
- **三大项目建设稳步推进, 下游市场进一步拓展。** 2016年公司新增产能3万吨特种聚醚单体和5万吨异丙醇胺技改项目将建成投产, 聚氨酯保温板产能未来将扩建一倍至1500万平米。特种聚醚单体主要应用在涂料、TPU弹性体等领域, 异丙醇胺的应用领域主要于水泥助磨剂, 市场前景广阔。随着冰箱消费升级、冷链物流发展、新型城镇化的推进及《建筑设计防火规范》的落实, 三大业务下游市场有望迅速扩张, 我们认为公司未来业绩将保持稳定增长。
- **估值与评级:** 暂不考虑非公开发行的影响, 预计公司2016-2018年EPS分别为0.26元、0.30元和0.36元, 对应的动态PE分别为31倍、27倍和22倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动的风险、下游需求低迷的风险、定增项目进展不及预期的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1827.48	2137.31	2455.92	2788.33
增长率	-14.22%	16.95%	14.91%	13.54%
归属母公司净利润(百万元)	102.60	138.17	161.75	191.81
增长率	9.67%	34.67%	17.06%	18.58%
每股收益EPS(元)	0.19	0.26	0.30	0.36
净资产收益率ROE	9.95%	12.15%	13.03%	14.07%
PE	42	31	27	22
PB	3.93	3.61	3.31	3.02

数据来源: Wind, 西南证券

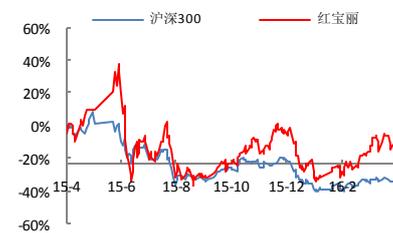
西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	5.39
流通A股(亿股)	5.27
52周内股价区间(元)	5.58-13.4
总市值(亿元)	42.93
总资产(亿元)	18.37
每股净资产(元)	2.04

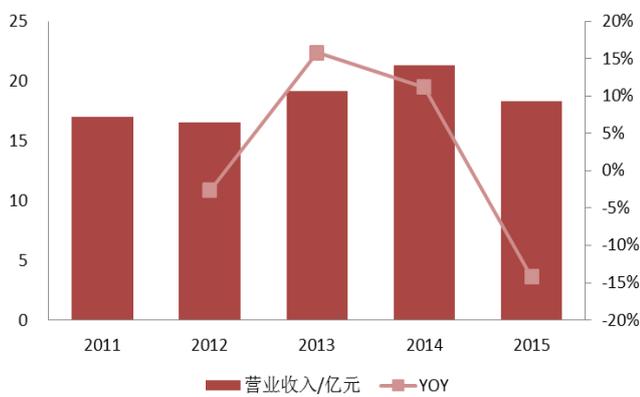
相关研究

1. 红宝丽(002165): 定增环氧丙烷延伸主业, 期待保温材料迎来突破 (2015-08-27)

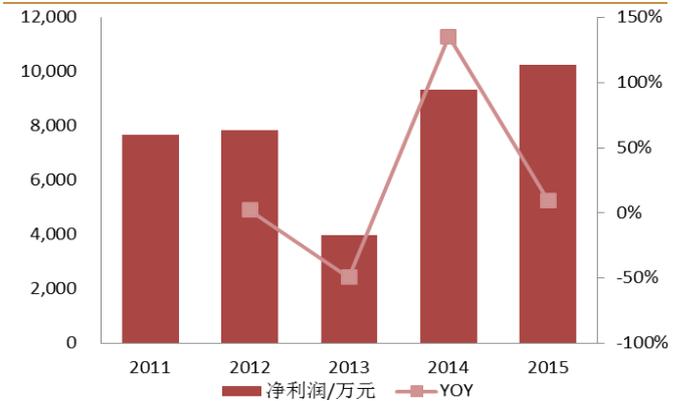
表 1: 相关建筑节能政策

发布时间	政策内容
2004.11.25	《节能中长期专项规划》
2008.04.01	《节约能源法》
2008.10.01	《民用建筑节能条例》
2012.05.09	《“十二五”建筑节能专项规划》
2013.10.01	《建筑材料及制品燃烧性能分级》（GB8624-2012） 《建筑外墙保温系统的防火性能试验方法》（GB/T29416）
2015.05.01	《建筑设计防火规范》（GB50016-2014）

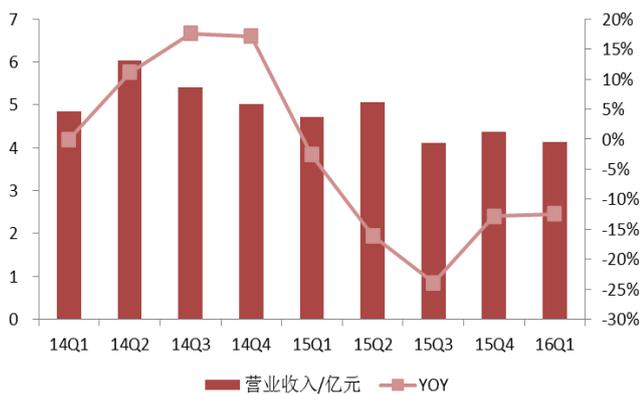
数据来源: 西南证券

图 1: 2011-2015 年营业收入及增速


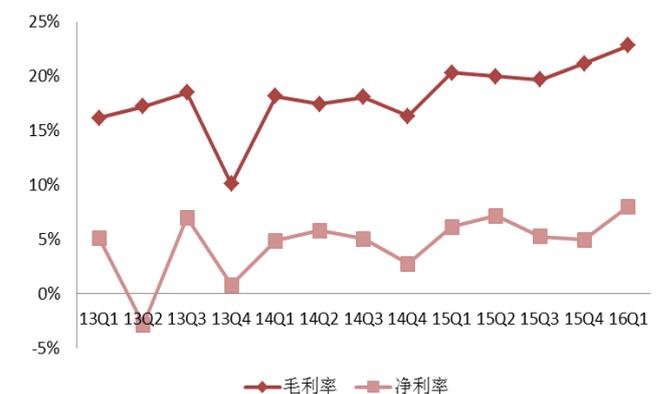
数据来源: 公司公告、西南证券

图 2: 2011-2015 年净利润及增速


数据来源: 公司公告、西南证券

图 3: 2014 年以来单季营业收入及增速


数据来源: 公司公告、西南证券

图 4: 2013-2016 单季毛利率、净利率


数据来源: 公司公告、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1827.48	2137.31	2455.92	2788.33	净利润	108.75	144.67	168.75	199.81
营业成本	1456.50	1703.14	1952.59	2206.02	折旧与摊销	56.22	104.33	114.59	122.12
营业税金及附加	4.95	5.79	6.65	7.55	财务费用	10.32	11.74	10.96	12.16
销售费用	81.27	92.41	107.19	121.32	资产减值损失	-0.05	3.00	3.00	3.00
管理费用	129.77	139.01	161.92	185.37	经营营运资本变动	-11.77	-40.36	-70.56	-72.61
财务费用	10.32	11.74	10.96	12.16	其他	29.87	-12.10	1.04	0.68
资产减值损失	-0.05	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	193.34	211.28	227.78	265.15
投资收益	-1.78	-0.70	0.00	0.00	资本支出	-9.82	-108.34	-90.00	-110.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-168.87	-0.70	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-178.68	-109.04	-90.00	-110.00
营业利润	142.93	181.53	213.61	252.92	短期借款	57.26	59.91	-30.99	-34.86
其他非经营损益	4.47	1.60	0.00	0.00	长期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	147.39	183.13	213.61	252.92	股权融资	-9.66	0.00	0.00	0.00
所得税	38.64	38.46	44.86	53.11	支付股利	-43.31	-47.50	-63.97	-74.89
净利润	108.75	144.67	168.75	199.81	其他	-7.05	-31.78	-10.96	-12.16
少数股东损益	6.15	6.50	7.00	8.00	筹资活动现金流净额	-22.76	-19.37	-105.92	-121.90
归属母公司股东净利润	102.60	138.17	161.75	191.81	现金流量净额	-6.48	82.87	31.86	33.24
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	130.86	213.73	245.59	278.83	成长能力				
应收和预付款项	509.10	597.59	685.23	777.62	销售收入增长率	-14.22%	16.95%	14.91%	13.54%
存货	187.03	220.04	252.48	285.33	营业利润增长率	14.04%	27.01%	17.67%	18.40%
其他流动资产	21.93	25.65	29.47	33.46	净利润增长率	8.70%	33.03%	16.64%	18.40%
长期股权投资	7.26	7.26	7.26	7.26	EBITDA 增长率	0.23%	42.07%	13.96%	14.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	735.90	760.48	756.47	764.93	毛利率	20.30%	20.31%	20.49%	20.88%
无形资产和开发支出	191.84	171.27	150.69	130.12	三费率	12.11%	11.38%	11.40%	11.43%
其他非流动资产	8.57	8.57	8.57	8.57	净利率	5.95%	6.77%	6.87%	7.17%
资产总计	1792.48	2004.59	2135.77	2286.12	ROE	9.95%	12.15%	13.03%	14.07%
短期借款	310.00	369.91	338.92	304.07	ROA	6.07%	7.22%	7.90%	8.74%
应付和预收款项	319.51	390.67	444.09	500.36	ROIC	7.98%	10.17%	11.22%	12.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.46%	13.92%	13.81%	13.89%
其他负债	69.62	53.54	57.50	61.53	营运能力				
负债合计	699.13	814.12	840.52	865.95	总资产周转率	1.02	1.13	1.19	1.26
股本	539.27	539.27	539.27	539.27	固定资产周转率	2.69	3.08	3.37	3.87
资本公积	49.28	49.28	49.28	49.28	应收账款周转率	6.14	7.00	7.00	6.95
留存收益	486.68	577.35	675.13	792.05	存货周转率	6.71	8.28	8.21	8.15
归属母公司股东权益	1067.18	1157.80	1255.58	1372.50	销售商品提供劳务收到现金营业收入	83.02%	—	—	—
少数股东权益	26.17	32.67	39.67	47.67	资本结构				
股东权益合计	1093.35	1190.47	1295.25	1420.17	资产负债率	39.00%	40.61%	39.35%	37.88%
负债和股东权益合计	1792.48	2004.59	2135.77	2286.12	带息债务/总负债	44.34%	45.44%	40.32%	35.11%
					流动比率	1.26	1.34	1.49	1.64
					速动比率	0.98	1.06	1.18	1.30
					股利支付率	42.21%	34.38%	39.55%	39.04%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	209.47	276.08	310.79	343.34	每股收益	0.19	0.26	0.30	0.36
PE	41.42	33.83	28.17	23.91	每股净资产	2.03	2.21	2.40	2.63
PB	3.89	3.61	3.33	3.05	每股经营现金	0.36	0.00	0.00	0.00
PS	2.33	2.01	1.74	1.54	每股股利	0.08	0.09	0.12	0.14
EV/EBITDA	21.20	15.68	13.61	12.02					
股息率	1.02%	1.12%	1.37%	1.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn