



化工 化学制品

2016-06-24

公司点评报告

增持/维持

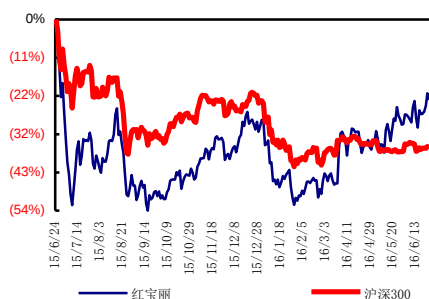
红宝丽(002165)

目标价: -

昨收盘: 9.52

进入锂电正极材料领域，转型意愿强烈

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	605/528
总市值/流通(百万元)	5,758/5,023
12个月最高/最低(元)	12.44/5.68

相关研究报告:

《三大产业战略布局，拉长产业链助力未来业绩提升》—2015/08/21

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

联系人: 陈振华

电话: 010-88321630

E-MAIL: chenzh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080035

事件: 公司近日发布公告，与上海锂景能源科技合伙企业（有限合伙）共同出资设立红宝丽集团锂泰新能源科技有限公司。公司以现金出资人民币 2,100 万元，占合资公司 70% 的股权。

硬泡组合聚醚行业老大，定价模式抗风险能力强。目前公司硬泡组合聚醚产能为 15 万吨，是国内最大的硬泡组合聚醚供应商，也是世界规模最大的硬泡组合聚醚生产企业之一。同时正在建设年产 3 万吨特种聚醚项目，预计下半年投产。产品采用独特的“上个月主原料环氧丙烷平均价格*系数+加工费”模式定价，平抑了价格波动对公司业绩的影响，在去年硬泡组合聚醚产品平均单价下跌 15% 左右的情况下，单吨毛利维持稳定从而使得毛利率反而提升 2.44 个百分点。

异丙醇胺业务稳定，保温板销量获得突破。公司异丙醇胺产能为 4 万吨，生产装置规模居世界首位，国内唯一，装置采用超临界生产工艺，有别于世界同类企业，具有自身特点，当前正在醇胺基地扩建年产 5 万吨醇胺系列产品技改项目，拟生产改性异丙醇胺，同样下半年投产。未来随着原料乙烯-丙烯价差缩窄甚至反转导致异丙醇胺和乙醇胺价差缩小，替代空间有望加大。新材料方面已形成 750 万平方米高阻燃保温板生产能力，后续的 750 平方米项目在建设当中。从去年开始，受《建筑设计规范》强制实施影响，订单开始增多，今年预计销量翻番。

传统业务增长动能稍显不足，转型意愿强烈。公司原有三大业务板块中，除异丙醇胺相对较为稳定外，硬泡聚醚行业产能过剩，价格下跌严重。公司今年的销售目标两者销量均为增长 10% 以上，增长动能稍显不足。保温板虽然放量，但基数还小。向上打通环氧丙烷原料端，有利于降低公司成本，但仍受限于下游聚醚整体行业增长空间。此次参与投资设立新能源材料合资公司表明公司转型意愿强烈，将给公司打开新的成长空间。

估值与评级: 根据我们的预计，公司 2016-2017 年归属母公司净利润为 1.52 亿和 1.82 亿，按最新股本计 EPS 分别为 0.25 元和 0.30 元，对应 6 月 24 日收盘价市盈率分别为 36.6 和 30.7 倍。维持“增持”评级。

风险提示: 产品销售不达预期

■ 主要财务指标

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1916.17	2130.40	1827.48	1637.00
净利润(百万元)	39.70	93.55	102.60	152.30
摊薄每股收益(元)	0.066	0.155	0.170	0.252

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	162.12	91.41	80.48	345.36	112.80	营业收入	1916.17	2130.40	1827.48	1637.00	2256.00
应收和预付款项	578.13	541.32	509.10	388.14	849.22	营业成本	1616.02	1757.57	1456.50	1232.80	1741.30
存货	230.86	244.73	187.03	165.05	332.25	营业税金及附加	5.31	5.89	4.95	4.58	6.32
其他流动资产	16.15	25.95	21.93	21.93	21.93	销售费用	47.12	86.85	81.27	75.30	106.03
流动资产合计	987.25	903.42	798.54	920.48	1,316.20	管理费用	115.58	124.49	129.77	130.96	180.48
长期股权投资	0.00	9.04	7.26	7.26	7.26	财务费用	30.94	26.78	10.32	3.44	-4.76
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	48.66	2.52	-0.05	0.00	0.00
固定资产	706.50	705.84	654.32	725.36	704.81	投资收益	0.00	-0.96	-1.78	0.00	0.00
在建工程	26.95	20.25	81.58	0.00	0.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	86.33	84.40	191.84	171.27	150.69	营业利润	52.53	125.33	142.93	189.91	226.64
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	6.52	4.85	4.47	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	59.06	130.18	147.39	189.91	226.64
资产总计	1807.02	1722.94	1733.54	1824.35	2178.96	所得税	13.88	30.13	38.64	28.49	34.00
短期借款	350.13	252.74	310.00	0.00	14.67	净利润	45.18	100.05	108.75	161.43	192.64
应付和预收款项	392.18	389.97	310.19	269.80	530.21	少数股东损益	5.48	6.50	6.15	9.13	10.90
长期借款	40.00	20.00	0.00	0.00	0.00	归母股东净利润	39.70	93.55	102.60	152.30	181.75
其他负债	30.88	24.26	20.00	20.00	20.00	预测指标					
负债合计	813.18	686.97	640.19	289.80	564.88	毛利率	15.66%	17.50%	20.30%	24.69%	22.81%
股本	543.83	541.41	539.27	604.87	604.87	销售净利率	2.36%	4.70%	5.95%	9.86%	8.54%
资本公积	61.91	42.54	41.18	350.14	350.14	销售收入增长率	15.78%	11.18%	-14.22%	-10.42%	37.81%
留存收益	366.08	427.00	486.72	544.24	612.87	EBIT 增长率	-36.86%	86.60%	8.56%	16.09%	14.75%
归母公司股东权益	971.82	1010.95	1067.18	1499.25	1567.88	净利润增长率	-46.52%	121.47%	8.70%	48.44%	19.34%
少数股东权益	22.03	25.02	26.17	35.30	46.20	ROE	4.09%	9.25%	9.61%	10.16%	11.59%
股东权益合计	993.85	1035.97	1093.35	1534.55	1614.08	ROA	4.55%	8.90%	9.61%	10.60%	10.18%
负债和股东权益	1807.02	1722.94	1733.54	1824.35	2178.96	ROIC	4.72%	8.78%	9.26%	11.71%	14.84%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.066	0.155	0.170	0.252	0.300
经营性现金流	113.29	238.92	184.50	398.54	-38.88	PE (X)	140.32	59.55	54.30	36.58	30.65
投资性现金流	-89.63	-85.30	-178.68	-100.00	-100.00	PB (X)	5.73	5.51	5.22	3.72	3.55
融资性现金流	-92.58	-176.36	-22.76	-33.66	-93.68	PS (X)	2.91	2.61	3.05	3.40	2.47
现金增加额	-68.92	-22.74	-15.32	264.87	-232.56	EV/EBITDA (X)	39.62	25.13	23.80	16.47	15.51

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。