

收储落地，聚醚龙头转型锂电新贵

投资要点

- **事项:** 公司公告董事会通过《关于签订南京市高淳区城市房屋征收补偿协议的议案》，同意政府有偿征收公司太安路老厂区土地及房屋建筑物。
- **收储落地，聚醚龙头步入发展新纪元。** 本次收储资产征收作价 8730 万元，短期增加利润 6000 多万元，补偿价值公允，且公司聚氨酯硬泡组合聚醚生产已转移至南京化工园区，收储不会对公司聚氨酯硬泡组合聚醚生产产生影响，亦有利于公司提高资产使用效率。公司上半年实现营收 8.6 亿元，同比减少 12%，实现归属净利润 6329 万元，同比增长 1.9%，业绩表现平稳。我们预计随着公司产业链一体化的完善和新材料业务的突破，聚醚龙头有望步入发展新纪元。
- **环氧丙烷项目完善产业链，三大产品投放打开发展空间。** 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。公司建设年产 12 万吨环氧丙烷项目向上游原材料延伸，掌控产业链关键环节，既有利于降低成本，也将提高公司的盈利能力及抗风险能力。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，汽车领域是弹性体的主要应用市场，异丙醇胺的应用领域主要为水泥助磨剂，市场前景广阔。随着冰箱消费升级、冷链物流发展、新型城镇化的推进与落实，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。
- **锂电材料新贵，华丽转型在路上。** 公司成立合资企业切入锂电池正极材料领域，在主业稳定增长的情况下，积极切入高速发展的新能源行业。合资公司项目产品通过与三元材料复合使用，可有效解决三元材料安全性等问题，在提高能量密度的同时降低锂电池综合成本，有望成为新一代锂电池用正极材料主流趋势。我们认为公司以容纳与开放的心态布局新材料领域，转型态度积极，预期强烈。
- **估值与评级:** 调整公司盈利预测，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.20 元、0.31 元和 0.44 元（未考虑收储收益对 2016 年业绩贡献），对应的动态 PE 分别为 43 倍、27 倍和 19 倍，上调至“买入”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、新增产能消化或不及预期的风险。

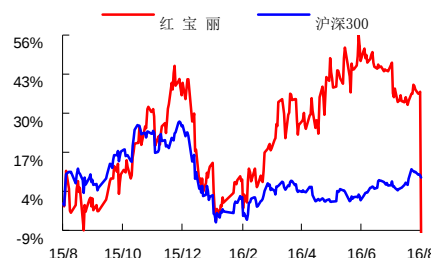
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1827.48	1670.31	2306.15	2950.81
增长率	-14.22%	-8.60%	38.07%	27.95%
归属母公司净利润 (百万元)	102.60	120.32	189.27	268.34
增长率	9.67%	17.27%	57.31%	41.77%
每股收益 EPS (元)	0.17	0.20	0.31	0.44
净资产收益率 ROE	9.95%	8.24%	11.68%	14.76%
PE	50	43	27	19
PB	4.70	3.34	3.06	2.75

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.02
流通 A 股(亿股)	5.28
52 周内股价区间(元)	5.68-9.75
总市值(亿元)	51.11
总资产(亿元)	22.11
每股净资产(元)	2.48

相关研究

1. 红宝丽 (002165): 毛利率持续提升, 下游市场进一步扩展 (2016-04-26)
2. 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)

关键假设：

假设 1：硬泡聚醚产品价格稳定，新增产能的投放促进公司发展，17 年消化新增产能的 1/3，18 年新增产能达产，上游成本端逐渐掌控，毛利率逐步提升。

假设 2：异丙醇胺产品价格稳定，新增产能投放大幅提升公司营收，17 年消化新增产能的 1/3，18 年消化新增产能的 2/3，毛利维持稳定；

假设 3：保温材料下游市场应用逐渐打开，发展迅速，16 年生产 200 万平米，17 年生产 400 万平米；

假设 4：三费率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 16-18 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
硬泡组合聚醚	收入	1,272.11	1,043.13	1,303.91	1,460.38
	增速	-11.98%	-18.00%	25.00%	12.00%
	毛利率	19.12%	18.80%	20.00%	21.00%
异丙醇胺	收入	474.22	478.96	670.55	871.71
	增速	-19.78%	1.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	24.20%	32.00%	31.00%	31.00%
保温材料	收入	33.89	101.67	284.68	569.35
	增速	8.73%	200.00%	180.00%	100.00%
	毛利率	29.80%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	收入	47.26	46.55	47.02	49.37
	增速	-24.83%	-1.50%	1.00%	5.00%
	毛利率	6.01%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	1,827.48	1,670.31	2,306.15	2,950.81
	增速	-14.22%	-8.60%	38.07%	27.95%
	毛利率	20.30%	22.76%	23.88%	25.04%

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	1670.31	2306.15	2950.81	净利润	108.75	126.82	196.27	275.84
营业成本	1456.50	1290.14	1755.44	2212.01	折旧与摊销	56.22	57.68	66.01	73.18
营业税金及附加	4.95	4.57	6.30	8.06	财务费用	10.32	9.21	7.89	10.53
销售费用	81.27	78.50	108.39	138.69	资产减值损失	-0.05	1.00	1.00	1.00
管理费用	129.77	123.60	170.65	218.36	经营营运资本变动	11.57	35.36	-133.42	-135.40
财务费用	10.32	9.21	7.89	10.53	其他	6.52	-0.13	-0.78	-0.37
资产减值损失	-0.05	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	193.34	229.94	136.97	224.78
投资收益	-1.78	-0.50	-0.40	-0.60	资本支出	-9.82	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-168.87	-0.50	-0.40	-0.60
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	-130.50	-130.40	-130.60
营业利润	142.93	162.78	256.08	361.56	短期借款	57.26	10.00	10.00	10.00
其他非经营损益	4.47	6.74	7.49	8.29	长期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	147.39	169.53	263.57	369.85	股权融资	-9.66	366.91	0.00	0.00
所得税	38.64	42.71	67.30	94.01	支付股利	-43.31	-47.50	-55.71	-87.63
净利润	108.75	126.82	196.27	275.84	其他	-7.05	-29.26	-7.89	-10.53
少数股东损益	6.15	6.50	7.00	7.50	筹资活动现金流净额	-22.76	300.15	-53.60	-88.16
归属母公司股东净利润	102.60	120.32	189.27	268.34	现金流量净额	-6.48	399.59	-47.02	6.02
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	530.45	483.43	489.45	成长能力				
应收和预付款项	509.10	466.34	642.10	821.04	销售收入增长率	-14.22%	-8.60%	38.07%	27.95%
存货	187.03	173.36	233.88	293.88	营业利润增长率	14.04%	13.89%	57.31%	41.19%
其他流动资产	21.93	20.05	27.68	35.41	净利润增长率	8.70%	16.61%	54.76%	40.54%
长期股权投资	7.26	7.26	7.26	7.26	EBITDA 增长率	0.23%	9.65%	43.67%	34.94%
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	781.17	818.48	849.00	毛利率	20.30%	22.76%	23.88%	25.04%
无形资产和开发支出	191.84	218.89	245.57	271.87	三费率	12.11%	12.65%	12.44%	12.46%
其他非流动资产	8.57	8.57	8.57	8.57	净利率	5.95%	7.59%	8.51%	9.35%
资产总计	1792.48	2206.07	2466.97	2776.48	ROE	9.95%	8.24%	11.68%	14.76%
短期借款	310.00	320.00	330.00	340.00	ROA	6.07%	5.75%	7.96%	9.93%
应付和预收款项	319.51	299.57	402.50	506.54	ROIC	7.46%	8.26%	11.49%	13.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.46%	13.75%	14.31%	15.09%
其他负债	69.62	46.98	54.37	61.63	营运能力				
负债合计	699.13	666.54	786.87	908.17	总资产周转率	1.02	0.84	0.99	1.13
股本	539.27	604.87	604.87	604.87	固定资产周转率	2.69	2.48	3.06	3.65
资本公积	49.28	350.59	350.59	350.59	应收账款周转率	6.35	6.54	7.90	7.67
留存收益	486.68	559.50	693.06	873.78	存货周转率	6.75	7.15	8.61	8.38
归属母公司股东权益	1067.18	1506.86	1640.43	1821.14	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	47.17	资本结构				
股东权益合计	1093.35	1539.53	1680.10	1868.31	资产负债率	39.00%	30.21%	31.90%	32.71%
负债和股东权益合计	1792.48	2206.07	2466.97	2776.48	带息债务/总负债	44.34%	48.01%	41.94%	37.44%
					流动比率	1.26	1.86	1.82	1.86
					速动比率	0.98	1.59	1.52	1.53
					股利支付率	42.21%	39.48%	29.43%	32.66%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.20	0.31	0.44
					每股净资产	1.81	2.55	2.78	3.09
					每股经营现金	0.32	0.38	0.23	0.37
					每股股利	0.07	0.08	0.09	0.14
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	209.47	229.67	329.97	445.28					
PE	50.05	42.68	27.13	19.14					
PB	4.70	3.34	3.06	2.75					
PS	2.81	3.07	2.23	1.74					
EV/EBITDA	22.77	21.41	15.07	11.18					
股息率	0.84%	0.93%	1.08%	1.71%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn