

主业平稳发展, 转型动作持续

投资要点

- 事件: 公司发布三季报, 2016年前三季度实现营业收入13.1亿元, 同比减少5.6%; 归属净利润7450万元, 同比减少9.3%。目前公司正停牌筹划重大资产重组事项, 预计1个月披露重组预案。
- 涨价传导滞后, 公司业绩平稳发展。公司Q3业绩大幅下滑, 主要是由产品定价模式导致, Q3公司产品主要原材料环氧丙烷价格大涨, 而公司聚氨酯产品与客户定价采用上月PO均价*系数+加工费的模式, 原料价格传递至下游客户有一个月的滞后时间。我们预计公司Q4产品价格上涨, 同时营收会随着产品销量增加而有一定幅度提升, 保持全年业绩稳定增长。后续随着公司产业链一体化的完善和新材料业务的突破, 我们认为聚醚龙头有望步入发展新纪元。
- 打造全PO产业链, 下游延伸打开发展空间。PO盈利能力在产业链中较强, 同时PO是公司最大的原材料。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。同时, 公司积极向下游延伸, 3万吨/年特种聚醚技改项目生产线安装调试完毕, 并于近日投料一次性试车成功, 产品主要运用于高端涂料、胶黏剂、弹性体等附加值较高领域。此外, 公司5万吨异丙醇胺技改项目也将建成投产, 聚氨酯保温板产能未来也将扩建一倍至1500万平米。我们认为随着新装置的投产, 特种聚醚在高端涂料、聚氨酯弹性体领域的应用, 以及改性异丙醇胺在水泥市场、乙醇胺替代应用, 公司产业链末端产品下游市场有望迅速扩张, 公司打造PO-聚醚、醇胺及衍生物产业链, 打开未来发展空间。
- 锂电材料新贵, 华丽转型在路上。公司以股权占比70%与上海锂电合作成立合资公司, 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, 在保证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: 预计公司16-18年EPS分别为0.23元、0.31元和0.44元, 对应的动态PE分别为38倍、27倍和19倍(考虑收储收益), 维持“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。

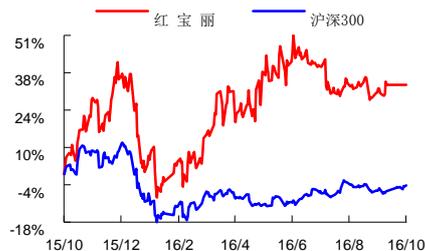
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1827.48	1829.32	2324.59	2958.24
增长率	-14.22%	0.10%	27.07%	27.26%
归属母公司净利润(百万元)	102.60	137.51	190.23	268.92
增长率	9.67%	34.02%	38.34%	41.36%
每股收益EPS(元)	0.17	0.23	0.31	0.44
净资产收益率ROE	9.95%	9.25%	11.67%	14.71%
PE	51	38	27	19
PB	4.74	3.26	3.04	2.73

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: zwq@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)	5.88-9.75
总市值(亿元)	51.60
总资产(亿元)	22.92
每股净资产(元)	2.51

相关研究

1. 红宝丽(002165): 收储落地, 聚醚龙头转型锂电新贵 (2016-08-28)
2. 红宝丽(002165): 毛利率持续提升, 下游市场进一步扩展 (2016-04-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1827.48	1829.32	2324.59	2958.24	净利润	108.75	144.01	197.23	276.42
营业成本	1456.50	1440.90	1770.19	2217.89	折旧与摊销	56.22	57.68	66.01	73.18
营业税金及附加	4.95	5.01	6.35	8.08	财务费用	10.32	9.81	8.01	10.40
销售费用	81.27	85.98	109.26	139.04	资产减值损失	-0.05	1.00	1.00	1.00
管理费用	129.77	135.37	172.02	218.91	经营营运资本变动	11.57	5.41	-107.19	-133.19
财务费用	10.32	9.81	8.01	10.40	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	217.78	164.28	227.45
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	150.76	257.36	362.33	短期借款	57.26	10.00	10.00	10.00
其他非经营损益	4.47	41.74	7.49	8.29	长期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	147.39	192.50	264.86	370.62	股权融资	-9.66	366.91	0.00	0.00
所得税	38.64	48.49	67.62	94.21	支付股利	-43.31	-47.50	-63.66	-88.07
净利润	108.75	144.01	197.23	276.42	其他	-7.05	-29.86	-8.01	-10.40
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	299.55	-61.67	-88.48
归属母公司股东净利润	102.60	137.51	190.23	268.92	现金流量净额	-6.48	386.82	-27.79	8.37
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	130.86	517.68	489.89	498.26	成长能力				
应收和预付款项	509.10	511.06	647.25	823.11	销售收入增长率	-14.22%	0.10%	27.07%	27.26%
存货	187.03	193.66	235.85	294.66	营业利润增长率	14.04%	5.48%	70.71%	40.79%
其他流动资产	21.93	21.95	27.90	35.50	净利润增长率	8.70%	32.42%	36.96%	40.15%
长期股权投资	7.26	7.26	7.26	7.26	EBITDA 增长率	0.23%	4.19%	51.83%	34.56%
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%	21.23%	23.85%	25.03%
无形资产和开发支出	191.84	218.89	245.57	271.87	三费率	12.11%	12.64%	12.44%	12.45%
其他非流动资产	8.57	8.57	8.57	8.57	净利率	5.95%	7.87%	8.48%	9.34%
资产总计	1792.48	2260.24	2480.76	2788.23	ROE	9.95%	9.25%	11.67%	14.71%
短期借款	310.00	320.00	330.00	340.00	ROA	6.07%	6.37%	7.95%	9.91%
应付和预收款项	319.51	334.15	405.87	507.88	ROIC	7.46%	7.58%	11.35%	13.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.46%	11.93%	14.26%	15.07%
其他负债	69.62	49.37	54.61	61.72	营运能力				
负债合计	699.13	703.52	790.47	909.60	总资产周转率	1.02	0.90	0.98	1.12
股本	539.27	604.87	604.87	604.87	固定资产周转率	2.69	2.72	3.08	3.66
资本公积	49.28	350.59	350.59	350.59	应收账款周转率	6.35	6.85	7.63	7.65
留存收益	486.68	576.68	703.25	884.10	存货周转率	6.75	7.56	8.23	8.36
归属母公司股东权益	1067.18	1524.05	1650.62	1831.46	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	1556.72	1690.29	1878.63	资产负债率	39.00%	31.13%	31.86%	32.62%
负债和股东权益合计	1792.48	2260.24	2480.76	2788.23	带息债务/总负债	44.34%	45.49%	41.75%	37.38%
					流动比率	1.26	1.84	1.83	1.87
					速动比率	0.98	1.55	1.52	1.54
					股利支付率	42.21%	34.54%	33.47%	32.75%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.23	0.31	0.44
					每股净资产	1.81	2.57	2.79	3.11
					每股经营现金	0.32	0.36	0.27	0.38
					每股股利	0.07	0.08	0.11	0.15
业绩和估值指标									
EBITDA	209.47	218.25	331.38	445.92					
PE	50.52	37.70	27.25	19.28					
PB	4.74	3.33	3.07	2.76					
PS	2.84	2.83	2.23	1.75					
EV/EBITDA	22.97	22.81	15.13	11.25					
股息率	0.84%	0.92%	1.23%	1.70%					

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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@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