

## 强强联合产业链延伸，外延发展之路开启

### 投资要点

- **事件：**公司公告拟以每股 7.69 元的价格发行股份 5824 万股，并搭配支付现金 1.9 亿元等方式购买雄林新材 88% 的股权，该部分股权交易作价 6.4 亿元。本次交易完成后，公司将直接和间接持有雄林新材 100% 股权。交易对方承诺雄林新材 2017、2018、2019 年实现税后净利润分别不低于 4800 万元、6000 万元、6900 万元。同时，公司拟非公开发行募集资金不超过 3.3 亿元，用于支付标的资产现金对价、中介机构相关费用以及标的公司“年产 8000 万吨 TPU 流延薄膜项目”和“年产 3500 万吨环保 TPU 热熔胶膜项目”建设费用。
- **积极布局新材料领域，强强联合打造产业链优势。**雄林新材主营产品 TPU 薄膜是一种新型的高性能环保型薄膜材料，是许多现有薄膜制品的理想替代品，预计 2014-2020 年 TPU 全球消费规模的复合年增长率将达 6%，国内将以超过 10% 的增速发展。标的公司目前具有 TPU 膜制品年产销量约 8500 吨、TPU 粒子年产销量 7500 吨的经营规模，下游客户包括 NIKE、ADIDAS、新百伦、LV、GUCCI、COACH、李宁、通用汽车、长城汽车等国内外著名品牌生产商。2014 年 TPU 膜制品领域的市场占有率为 12.5%，位居内资企业市场份额第一。同时，TPU 材料为上市公司聚醚多元醇业务的下游，本次收购有利于上市公司将其业务领域延伸至新材料方向，迈出由细分领域龙头企业转型为多元化综合性化工新材料企业的重要一步，并将实现聚氨酯产业由聚氨酯聚醚-聚氨酯硬泡向聚氨酯聚醚-聚氨酯弹性体的延伸，产业链优势更为突出。我们认为，此次并购也意味着上市公司发展思路的转变，企业将步入内生式增长与整合外延式并购的双驱动发展模式。
- **打造全 PO 产业链，锂电材料华丽转型在路上。**公司建设年产 12 万吨环氧丙烷项目向上游原材料延伸的同时，3 万吨/年特种聚醚、5 万吨异丙醇胺以及聚氨酯保温板业务将陆续放量，公司积极打造 PO 一聚醚、醇胺及衍生物产业链，打开未来发展空间。此外，公司积极切入高速发展的新能源行业，锂电正极材料业务稳步推进，未来发展值得期待。
- **估值与评级：**不考虑此次收购，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.23 元、0.32 元和 0.45 元，对应的动态 PE 分别为 38 倍、27 倍和 19 倍（若考虑并购，则预计 17 年 PE 为 25 倍），维持“买入”评级。
- **风险提示：**并购整合或不及预期的风险、新增产能消化或不及预期的风险。

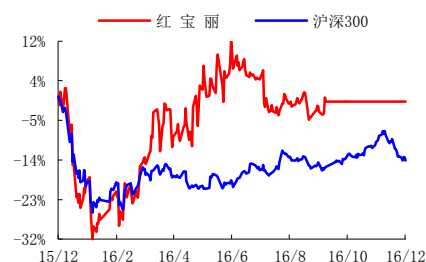
| 指标/年度          | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 1827.48 | 1829.32 | 2324.59 | 2958.24 |
| 增长率            | -14.22% | 0.10%   | 27.07%  | 27.26%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 102.60  | 137.51  | 190.23  | 268.91  |
| 增长率            | 9.67%   | 34.02%  | 38.34%  | 41.36%  |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.17    | 0.23    | 0.32    | 0.45    |
| 净资产收益率 ROE     | 9.95%   | 9.25%   | 11.67%  | 14.71%  |
| PE             | 50      | 38      | 27      | 19      |
| PB             | 4.72    | 3.31    | 3.05    | 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) | 5.88-9.75 |
| 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): 主业平稳发展, 转型动作持续 (2016-10-24)
2. 红宝丽 (002165): 收储落地, 聚醚龙头转型锂电新贵 (2016-08-28)
3. 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)     | 2015A          | 2016E          | 2017E          | 2018E          | 现金流量表 (百万元)       | 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         | 276.41         |
| 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           | 10.41          |
| 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          | 9.01           | 6.70           | -107.74        | -133.81        |
| 财务费用          | 10.32          | 9.81           | 8.01           | 10.41          | 其他                | 9.08           | -1.41          | -0.57          | -0.26          |
| 资产减值损失        | -0.05          | 1.00           | 1.00           | 1.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>193.34</b>  | <b>217.79</b>  | <b>163.95</b>  | <b>226.94</b>  |
| 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           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-178.68</b> | <b>-130.50</b> | <b>-130.40</b> | <b>-130.60</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>142.93</b>  | <b>150.76</b>  | <b>257.36</b>  | <b>362.32</b>  | 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           |
| <b>利润总额</b>   | <b>147.39</b>  | <b>192.50</b>  | <b>264.86</b>  | <b>370.61</b>  | 股权融资              | -9.66          | 366.91         | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 38.64          | 48.49          | 67.62          | 94.20          | 支付股利              | -43.31         | -47.50         | -63.66         | -88.07         |
| 净利润           | 108.75         | 144.01         | 197.23         | 276.41         | 其他                | -7.05          | -29.86         | -8.01          | -10.41         |
| 少数股东损益        | 6.15           | 6.50           | 7.00           | 7.50           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-22.76</b>  | <b>299.55</b>  | <b>-61.67</b>  | <b>-88.49</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 102.60         | 137.51         | 190.23         | 268.91         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-6.48</b>   | <b>386.84</b>  | <b>-28.13</b>  | <b>7.85</b>    |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 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         | 517.69         | 489.57         | 497.41         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 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         | 193.64         | 236.17         | 295.50         | 营业利润增长率           | 14.04%         | 5.48%          | 70.71%         | 40.78%         |
| 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%         | 40.14%         |
| 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           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 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%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>1792.48</b> | <b>2260.24</b> | <b>2480.76</b> | <b>2788.22</b> | 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          | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>699.13</b>  | <b>703.52</b>  | <b>790.47</b>  | <b>909.60</b>  | 总资产周转率            | 1.02           | 0.90           | 0.98           | 1.12           |
| 股本            | 539.27         | 602.06         | 602.06         | 602.06         | 固定资产周转率           | 2.69           | 2.72           | 3.08           | 3.66           |
| 资本公积          | 49.28          | 353.40         | 353.40         | 353.40         | 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         | 884.09         | 存货周转率             | 6.71           | 7.49           | 8.17           | 8.29           |
| 归属母公司股东权益     | 1067.18        | 1524.05        | 1650.61        | 1831.45        | 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          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1093.35</b> | <b>1556.72</b> | <b>1690.29</b> | <b>1878.62</b> | 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        | 2788.22        | 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%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.17           | 0.23           | 0.32           | 0.45           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 1.82           | 2.59           | 2.81           | 3.12           |
|               |                |                |                |                | 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       | 2015A          | 2016E          | 2017E          | 2018E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 209.47         | 218.25         | 331.38         | 445.92         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 50.29          | 37.52          | 27.12          | 19.19          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 4.72           | 3.31           | 3.05           | 2.75           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 2.82           | 2.82           | 2.22           | 1.74           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 22.97          | 22.70          | 15.06          | 11.20          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.84%          | 0.92%          | 1.23%          | 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   | 021-68416922  | 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       |
|    | 任晓  | 机构销售   | 010-57758566  | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
| 广深 | 张婷  | 机构销售   | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁  | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 罗聪  | 机构销售   | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn      |
|    | 刘予鑫 | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |