

2018 业绩符合预期, 关注 PO 新项目投产

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2018 年度实现收入 24.67 亿元, 同比增长 13.63%, 实现归母净利润 0.29 亿元, 同比下滑 28.91%, 同时公司预告一季度实现归母净利润 0.19-0.20 亿元, 同比增长 539%-589%。
- **营业收入继续增长, PO 延续高位, 毛利率水平下降。** 公司 2018 年实现产品销量 19.64 万吨, 同比增长 6.46%, 其中硬泡聚醚实现营业收入 15.45 亿元, 比上年同期增长 16.26%; 异丙醇胺实现营业收入 7.97 亿元, 比上年同期增长 12.18%。高阻燃保温板材实现营业收入 0.17 亿元, 同比下降 56.61%。据我们数据监测显示, 公司主要原材料环氧丙烷山东地区 2018 年均价位 11816 元/吨, 比 2017 年均价继续上涨 11.25%, 处于 2015 年以来最高水平。由于公司产品营业成本中原材料占比达到 96.23%, 每年采购环氧丙烷达到 10 万吨左右, 因此公司 2018 年毛利率继续下降 1.22 个 PCT 至 13.36%, 为上市以来最低水平。同时 2019 年以来, 环氧丙烷价格持续走低, 较 2018 年一季度均价下降 16%, 因此公司一季度业绩同比提升幅度较大。
- **环氧丙烷项目试车成功, 公司业绩有望迎来拐点。** 2019 年 1 月公司公告, 泰兴子公司 12 万吨环氧丙烷及 2.4 万吨 DCP 项目试车成功。该项目采用公司自主开发的 CHP 共氧化法新工艺, 为国内该工艺首套装置。环氧丙烷是公司主产品硬泡组合聚醚和异丙醇胺的主要原材料, 项目试生产成功, 标志着公司已成功将产业链延伸至上游原料领域, 产业链打造为公司发展增添动力, 打开未来发展空间, 有利于公司进一步扩大资产规模和整体实力, 增强公司竞争力, 促进公司持续发展; 同时, 将对我国环氧丙烷行业全面落实国家环保政策、推进供给侧改革、促进行业发展具有重要意义。
- **DCP 项目拓展公司业务板块。** 泰兴基子公司年产 2.4 万吨 DCP 项目第一条生产线预计 2019 年上半年也将竣工投产, 该项目是利用环氧丙烷生产装置中间品生产 DCP 产品, 将提高生产的整体产出率。该项目在未来能为公司带来较大的经济效益, 通过该项目, 预计能够实现年均销售收入 4.1 亿元, 年均利润总额 1.1 亿元。公司打造环氧丙烷—聚醚、醇胺及衍生物产业链的过程中, 该项目有利于 PO 相关产业链延伸拓展和产业布局的完善, 培育新的利润增长点, 促进公司规模提升和长远发展。
- **盈利预测与评级。** 我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.15 元、0.24 元、0.30 元, 对应 PE 分别为 32X、20X 和 16X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 环氧丙烷价格大幅波动的风险; 新项目投产不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2467.15	2839.70	3035.64	3200.16
增长率	13.63%	15.10%	6.90%	5.42%
归属母公司净利润 (百万元)	29.08	88.99	146.39	183.29
增长率	-28.91%	206.02%	64.51%	25.21%
每股收益 EPS (元)	0.05	0.15	0.24	0.30
净资产收益率 ROE	2.06%	5.71%	8.61%	9.86%
PE	99	32	20	16
PB	1.92	1.82	1.68	1.54

数据来源: Wind, 西南证券

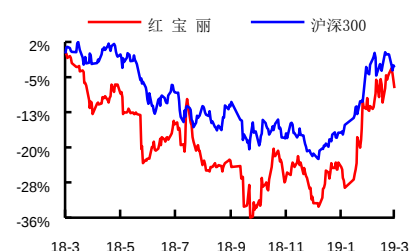
西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-57758571
邮箱: xuec@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)	5.27
52 周内股价区间(元)	3.29-5.18
总市值(亿元)	28.78
总资产(亿元)	36.36
每股净资产(元)	2.49

相关研究

1. 红宝丽 (002165): 环氧丙烷及 DCP 新项目打通产业链, 带来发展新机遇 (2019-01-10)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2467.15	2839.70	3035.64	3200.16	净利润	30.99	90.99	148.39	185.29
营业成本	2137.59	2453.49	2570.71	2678.53	折旧与摊销	64.34	62.17	62.17	62.17
营业税金及附加	15.31	16.46	17.86	22.08	财务费用	34.45	17.04	9.11	9.60
销售费用	92.04	105.07	109.28	112.01	资产减值损失	1.10	1.00	1.00	1.00
管理费用	129.22	144.82	157.85	163.21	经营营运资本变动	-19.47	-123.70	-36.48	-39.03
财务费用	34.45	17.04	9.11	9.60	其他	57.98	-0.18	0.18	-1.73
资产减值损失	1.10	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	169.41	47.31	184.36	217.30
投资收益	1.34	0.00	0.00	0.00	资本支出	-471.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	3.71	0.00	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	-468.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.83	101.82	169.84	213.73	短期借款	437.90	31.62	-137.86	-161.97
其他非经营损益	-1.11	6.76	6.81	7.02	长期借款	135.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	36.72	108.57	176.64	220.75	股权融资	-47.09	0.00	0.00	0.00
所得税	5.72	17.59	28.25	35.46	支付股利	0.00	-5.82	-17.80	-29.28
净利润	30.99	90.99	148.39	185.29	其他	-81.13	-100.10	-9.11	-9.60
少数股东损益	1.91	2.00	2.00	2.00	筹资活动现金流净额	445.54	-74.29	-164.76	-200.85
归属母公司股东净利润	29.08	88.99	146.39	183.29	现金流量净额	143.24	-26.98	19.59	16.45
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	310.95	283.97	303.56	320.02	成长能力				
应收和预付款项	786.11	940.91	991.86	1043.19	销售收入增长率	13.63%	15.10%	6.90%	5.42%
存货	292.82	335.27	350.16	365.65	营业利润增长率	-19.76%	169.15%	66.81%	25.84%
其他流动资产	233.49	268.75	287.30	302.87	净利润增长率	-34.93%	193.57%	63.09%	24.87%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.05%	32.49%	33.19%	18.41%
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	1755.77	1701.13	1646.49	1591.85	毛利率	13.36%	13.60%	15.32%	16.30%
无形资产和开发支出	237.72	230.19	222.66	215.14	三费率	10.36%	9.40%	9.10%	8.90%
其他非流动资产	19.04	19.04	19.04	19.04	净利率	1.26%	3.20%	4.89%	5.79%
资产总计	3635.90	3779.26	3821.07	3857.75	ROE	2.06%	5.71%	8.61%	9.86%
短期借款	841.56	873.18	735.32	573.35	ROA	0.85%	2.41%	3.88%	4.80%
应付和预收款项	807.06	914.39	962.60	1004.46	ROIC	2.50%	3.68%	5.46%	6.83%
长期借款	309.04	309.04	309.04	309.04	EBITDA/销售收入	5.54%	6.37%	7.94%	8.92%
其他负债	170.41	89.88	90.74	91.52	营运能力				
负债合计	2128.07	2186.49	2097.70	1978.37	总资产周转率	0.75	0.77	0.80	0.83
股本	602.06	602.06	602.06	602.06	固定资产周转率	3.71	4.43	5.18	6.02
资本公积	298.21	298.21	298.21	298.21	应收账款周转率	8.50	8.53	8.00	8.07
留存收益	599.77	682.95	811.54	965.55	存货周转率	6.64	7.80	7.47	7.45
归属母公司股东权益	1500.27	1583.22	1711.81	1865.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.33%	—	—	—
少数股东权益	7.56	9.56	11.56	13.56	资本结构				
股东权益合计	1507.83	1592.78	1723.37	1879.38	资产负债率	58.53%	57.85%	54.90%	51.28%
负债和股东权益合计	3635.90	3779.26	3821.07	3857.75	带息债务/总负债	54.07%	54.07%	49.79%	44.60%
					流动比率	0.93	1.01	1.13	1.27
					速动比率	0.76	0.83	0.92	1.04
					股利支付率	0.00%	6.54%	12.16%	15.97%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	136.63	181.02	241.11	285.50	每股收益	0.05	0.15	0.24	0.30
PE	98.97	32.34	19.66	15.70	每股净资产	2.49	2.63	2.84	3.10
PB	1.92	1.82	1.68	1.54	每股经营现金	0.28	0.08	0.31	0.36
PS	1.17	1.01	0.95	0.90	每股股利	0.00	0.01	0.03	0.05
EV/EBITDA	27.68	20.75	14.93	11.98					
股息率	0.00%	0.20%	0.62%	1.02%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn