

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

红宝丽 (002165)

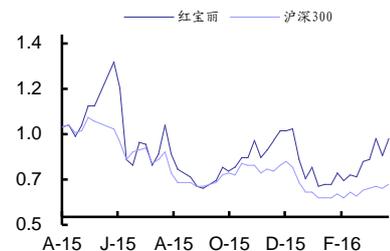
买入

2015 年报及 2016 年第 1 季报点评

(维持评级)

2016 年 04 月 21 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	539/527
总市值/流通 (百万元)	4,314/4,220
上证综指/深圳成指	2,973/10,165
12 个月最高/最低价	13.40/5.58

相关研究报告:

《红宝丽-002165-新增产能投产, 开启新一轮成长》——2016-03-22
《红宝丽-002165-2015 年半年报点评: 进军环氧丙烷, 增强产业链优势》——2015-08-03

证券分析师: 苏淼

电话: 021-60933150

E-MAIL: sumiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

保温材料回暖远超市场预期

● 短期看产能释放, 长期看环氧丙烷带来的成本优势

2016 年聚氨酯保温板收入同比增长 1 倍, 销售回暖远超市场预期, 3 万吨特种聚醚单体、5 万吨异丙醇胺改性项目将逐步释放产能, 长期来看, 2017 年的业绩增长来源于 12 万吨环氧丙烷建成投产, 全部达产后, 公司新增净利润 1 个亿左右, 不考虑非公开发行的影响, 预计 16-18 年的每股收益为 0.27/0.37/0.53 元, 给予 40 倍的 PE, 目标价 11 元, 维持“买入”评级。

● 2016 年净利润同比增长 40%左右

公布 2015 年报及 2016 年第 1 季报, 2015 年实现销售收入 18.28 亿, 同比减少 14.22%, 归属于上市公司股东的净利润为 1.03 亿, 同比增长 9.67%, 每股收益为 0.19 元。2016 年第 1 季度实现销售收入 4.14 亿, 同比减少 12.42%, 归属于上市公司股东的净利润为 3104.5 万, 同比增长了 11.93%, 每股收益为 0.06 元。预计 2016 年 1-6 月归属上市公司股东的净利润为 6200-7450 万, 同比增长 0-20%。维持原有业绩预测, 2016 年净利润同比增长 40%左右。

● 异丙醇胺、特种聚醚大单体将建成投产, 销量同比增加 10%-20%

2015 年硬泡组合聚醚的销量大约为 11 万吨, 异丙醇胺的销量大约为 4 万吨, 2016 年下半年新增产能 3 万吨特种聚醚单体和 5 万吨异丙醇胺技改项目将建成投产, 特种聚醚单体主要应用在涂料、TPU 弹性体等领域, 市场前景非常广阔, 5 万吨异丙醇胺的应用领域主要于水泥助磨剂, 根据我们的测算, 异丙醇胺的潜在市场空间大约为 13 万吨左右。预计 2016 年硬泡组合聚醚的销量同比增长 10%左右, 异丙醇胺的销量同比增长 20%左右。

● 聚氨酯保温板销售收入提升 1 倍, 毛利率稳定在 30%以上

聚氨酯保温板的现有产能为 750 万平米, 2016 年将扩建到 1500 万平米, 预计 2016 年聚氨酯保温板的收入大约为 7000 万左右, 销量同比增长 100%以上, 毛利率大约为 30%左右, 随着开工率的逐步提升, 毛利率至少保持 30%以上。《建筑设计防火规范》于 2015 年 5 月开始强制执行, 聚氨酯等有机保温材料将进入高速增长期, 西北市场、北京市场将是未来业绩增长的重要来源。

● 风险提示

聚氨酯保温板的销售收入低于预期, 新建产能释放进度低于预期

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,130	1,827	2,095	2,395	2,792
(+/-%)	11.2%	-14.2%	14.6%	14.3%	16.5%
净利润(百万元)	94	103	144	197	288
(+/-%)	135.6%	9.7%	40.8%	36.7%	46.1%
摊薄每股收益 (元)	0.17	0.19	0.27	0.37	0.53
EBITMargin	7.4%	8.6%	9.5%	11.2%	13.8%
净资产收益率 (ROE)	9.3%	9.6%	12.4%	15.1%	19.1%
市盈率 (PE)	46.1	42.0	29.9	21.8	15.0
EV/EBITDA			18.2	14.2	11.2
市净率 (PB)	4.3	4.0	3.7	3.3	2.9

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	131	100	100	411
应收款项	489	560	640	746
存货净额	187	211	235	265
其他流动资产	42	49	56	65
流动资产合计	849	919	1031	1487
固定资产	736	860	971	1069
无形资产及其他	192	185	178	172
投资性房地产	9	9	9	9
长期股权投资	7	7	7	7
资产总计	1792	1981	2196	2743
短期借款及交易性金融负债	330	380	156	100
应付款项	280	316	352	397
其他流动负债	62	70	341	700
流动负债合计	673	766	848	1197
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	26	18	9	0
长期负债合计	26	18	9	0
负债合计	699	784	857	1197
少数股东权益	26	29	32	38
股东权益	1067	1168	1307	1508
负债和股东权益总计	1792	1981	2196	2743

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.19	0.27	0.37	0.53
每股红利	0.13	0.08	0.11	0.16
每股净资产	1.98	2.17	2.42	2.80
ROIC	8%	11%	14%	22%
ROE	10%	12%	15%	19%
毛利率	20%	21%	23%	25%
EBIT Margin	8%	10%	11%	14%
EBITDA Margin	12%	13%	15%	18%
收入增长	-14%	15%	14%	17%
净利润增长率	10%	41%	37%	46%
资产负债率	40%	41%	41%	45%
息率	2%	1%	1%	2%
P/E	42.0	29.9	21.8	15.0
P/B	4.0	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	23.7	18.2	14.2	11.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1827	2095	2395	2792
营业成本	1457	1653	1850	2085
营业税金及附加	5	6	6	8
销售费用	81	93	107	124
管理费用	130	144	163	189
财务费用	10	11	11	7
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)
资产减值及公允价值变动	0	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	143	185	255	375
营业外净收支	4	5	5	5
利润总额	147	190	260	380
所得税费用	39	38	52	76
少数股东损益	6	8	11	16
归属于母公司净利润	103	144	197	288

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	103	144	197	288
资产减值准备	(3)	0	0	0
折旧摊销	56	81	95	108
公允价值变动损失	0	2	2	2
财务费用	10	11	11	7
营运资本变动	5	(67)	187	250
其它	5	3	4	5
经营活动现金流	166	163	485	654
资本开支	(61)	(201)	(201)	(201)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(60)	(201)	(201)	(201)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(20)	0	0	0
支付股利、利息	(69)	(43)	(59)	(87)
其它融资现金流	62	50	(225)	(56)
融资活动现金流	(116)	7	(284)	(142)
现金净变动	(9)	(31)	0	311
货币资金的期初余额	140	131	100	100
货币资金的期末余额	131	100	100	411
企业自由现金流	114	(27)	296	465
权益自由现金流	157	14	63	404

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	郑灿	0755-82133043 13421837630		
				zhengcan@guosen.com.cn			
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252				
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				