

投资评级 优于大市 首次覆盖

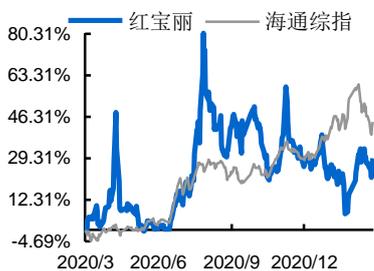
硬泡聚醚行业领先，环氧丙烷投产完善产业链结构

股票数据

03月12日收盘价(元)	5.61
52周股价波动(元)	4.23-7.98
总股本/流通A股(百万股)	602/594
总市值/流通市值(百万元)	3378/3333

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.7	2.6	-0.9
相对涨幅(%)	24.0	10.6	-6.1

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

投资要点:

- **公司主营“环氧丙烷-聚醚多元醇/异丙醇胺”产业链，新产品投产有望增厚利润。**公司拥有硬泡组合聚醚产能为15万吨，异丙醇胺合计产能为9万吨。2020年9月30日，泰兴子公司“年产12万吨环氧丙烷项目”投入生产，该项目采用共氧化法新工艺，配套DCP装置依托PO装置产生的卞醇，经提纯后与CHP生成DCP，投资节省，消耗减少，安全性提高，环保投入大幅减少。环丙装置运营平稳，自20年10月起基本处于满负荷生产状态，1.2万吨DCP(一期)装置于2021年1月正式投产，有望贡献新的增量。
- **市场供应偏紧，环氧丙烷价格大幅上涨。**目前我国环氧丙烷产能主要是氯醇法工艺，该工艺相对落后且污染较大，已被国家列入限制发展目录，导致氯醇法环氧丙烷产能受限，市场供给偏紧，20年由于下游聚醚消费端冰箱(柜)冷链物流需求旺盛，对原料环氧丙烷刚需支撑稳定，供不应求带动行业景气度提升。2021年2月26日，华东地区环氧丙烷市场价格为18700元/吨，较2020年华东地区环氧丙烷均价上涨52.33%。
- **公司硬泡组合聚醚产品销量、市场占有率连续多年居行业第一。**公司聚醚产品下游主要应用于冰箱、冰柜冷藏集装箱等领域。根据统计局数据，2019年我国冰箱总产量为7904.3万台，2020年增长到了9014.7万台，同比增速为14%。产量保持快速增长。出口方面，根据海关总署数据，20年冰箱出口6954万台，同比增长35.6%。公司聚醚多元醇配套原料环氧丙烷，同时产品综合性能更优、型号齐全，能够根据冰箱升级及时调整产品和技术的研发方向，并积极开拓热水器、冷藏车应用领域。
- **公司是国内规模化全系列生产异丙醇胺的企业，主要竞争对手为陶氏、巴斯夫等。**公司异丙醇胺包括一异、二异、三异，产品结构可调，一异、二异主要用于表面活性剂、清洗剂、钛白粉、医药农药中间体、脱硫剂等，三异和二乙醇单异丙醇胺主要用于水泥外加剂等领域。近几年公司异丙醇胺销量保持增长，根据公司年报，2017年异丙醇胺销量同比增速达30%以上，2018年销量依然保持同比增长，2019年的销量同比增速为15%以上。
- **盈利预测与估值区间。**公司是国内硬泡组合聚醚龙头企业，具备产业链配套优势，同时规划定增投资“12万吨聚醚多元醇项目”，保障后续成长性。我们预测公司2020-2022年归母净利润为1.24、2.32、2.67亿元，EPS为0.21、0.38、0.44元。参考同行业公司，我们认为合理估值为2021年20-25倍PE，价值区间为7.60-9.50元，首次覆盖“优于大市”评级。
- **风险提示。**原材料价格波动风险、技术流失风险、环氧丙烷项目不达效风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2467	2383	2592	3094	3506
(+/-)YoY(%)	13.6%	-3.4%	8.8%	19.4%	13.3%
净利润(百万元)	29	89	124	232	267
(+/-)YoY(%)	-28.9%	207.0%	38.6%	87.2%	15.2%
全面摊薄EPS(元)	0.05	0.15	0.21	0.38	0.44
毛利率(%)	13.4%	20.8%	22.0%	23.3%	23.5%
净资产收益率(%)	1.9%	5.7%	7.3%	12.1%	12.2%

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

- (1) 随着环氧丙烷价格大幅上涨以及下游聚醚消费端冰箱(柜)冷链物流需求的增加,我们假设硬泡组合聚醚 21 年将延续 20 年涨势,价格保持高位销量小幅增加,22 年公司销量继续增长,价格将出现小幅下降。
- (2) 随着下游水泥行业对二乙醇单异丙醇胺和三异丙醇胺需求的增加,我们假设异丙醇胺 21 年、22 年销量继续增长,21 年产品价格有所上涨,22 年保持稳定。由于 21 年 1 月 1.2 万吨 DCP(一期)装置于正式投产,21 年、22 年将会贡献增量。

表 1 红宝丽分业务盈利预测(百万元)

项目	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	2382.80	2592.29	3094.05	3506.22
总成本	1887.03	2021.53	2372.99	2683.96
总毛利	495.77	570.75	721.06	822.26
总毛利率	20.81%	22.02%	23.30%	23.45%
硬泡组合聚醚				
收入	1,455.43	1,575.00	1,825.22	2,078.76
成本	1,212.86	1,291.50	1,478.43	1,683.80
毛利	242.57	283.50	346.79	394.96
毛利率	16.67%	18.00%	19.00%	19.00%
异丙醇胺				
收入	838.96	922.46	1008.85	1061.95
成本	594.94	645.72	696.11	727.43
毛利	244.02	276.74	312.74	334.51
毛利率	29.09%	30.00%	31.00%	31.50%
保温材料				
收入	12.88	12.88	12.88	12.88
成本	12.21	10.57	10.57	10.57
毛利	0.68	2.32	2.32	2.32
毛利率	5.26%	18.00%	18.00%	18.00%
DCP				
收入			150.00	240.00
成本			100.5	180.00
毛利			49.50	60.00
毛利率			33.00%	25.00%
其他				
收入	75.52	81.94	97.10	112.63
成本	67.02	73.74	87.39	101.37
毛利	8.50	8.19	9.71	11.26
毛利率	11.25%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源:公司年报(2019),海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值表

代码	简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601678.SH	滨化股份	5.77	0.28	0.31	0.34	18.00	16.85	16.91
600309.SH	万华化学	116.33	3.23	3.08	5.09	17.41	37.76	22.48
	均值					17.71	27.31	19.88

注:收盘价为 2021 年 03 月 12 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源:WIND,海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2383	2592	3094	3506
每股收益	0.15	0.21	0.38	0.44	营业成本	1887	2022	2373	2684
每股净资产	2.60	2.81	3.19	3.63	毛利率%	20.8%	22.0%	23.3%	23.5%
每股经营现金流	0.43	0.18	0.49	0.58	营业税金及附加	16	18	21	25
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	106	108	121	133
P/E	37.83	27.30	14.58	12.66	营业费用率%	4.4%	4.2%	3.9%	3.8%
P/B	2.16	2.00	1.76	1.54	管理费用	142	156	170	186
P/S	1.42	1.30	1.09	0.96	管理费用率%	6.0%	6.0%	5.5%	5.3%
EV/EBITDA	15.23	14.98	13.15	11.10	EBIT	173	207	316	373
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	61	72	55	69
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.5%	2.8%	1.8%	2.0%
毛利率	20.8%	22.0%	23.3%	23.5%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	3.7%	4.8%	7.5%	7.6%	投资收益	2	2	2	3
净资产收益率	5.7%	7.3%	12.1%	12.2%	营业利润	103	149	278	323
资产回报率	2.3%	2.8%	4.6%	5.1%	营业外收支	0	2	4	2
投资回报率	4.9%	4.8%	6.4%	7.4%	利润总额	103	151	282	325
盈利增长 (%)					EBITDA	240	303	385	445
营业收入增长率	-3.4%	8.8%	19.4%	13.3%	所得税	13	27	48	55
EBIT 增长率	198.3%	19.7%	52.6%	18.0%	有效所得税率%	12.6%	17.5%	17.0%	17.0%
净利润增长率	207.0%	38.6%	87.2%	15.2%	少数股东损益	1	1	2	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	89	124	232	267
资产负债率	58.8%	61.0%	61.6%	57.9%					
流动比率	0.97	0.99	0.81	0.89	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.77	0.81	0.64	0.69	货币资金	447	700	500	450
现金比率	0.29	0.35	0.20	0.19	应收账款及应收票据	588	781	932	1057
经营效率指标					存货	276	304	348	397
应收帐款周转天数	49.48	50.00	50.00	50.00	其它流动资产	178	217	220	225
存货周转天数	53.40	54.83	53.55	53.95	流动资产合计	1489	2002	2001	2128
总资产周转率	0.62	0.60	0.61	0.67	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.00	1.39	1.48	1.33	固定资产	596	1863	2085	2634
					在建工程	1473	232	704	232
					无形资产	231	225	219	213
					非流动资产合计	2329	2349	3037	3108
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3818	4351	5038	5236
净利润	89	124	232	267	短期借款	713	1101	1433	1255
少数股东损益	1	1	2	3	应付票据及应付账款	578	649	757	852
非现金支出	69	95	69	71	预收账款	13	28	32	34
非经营收益	61	58	72	78	其它流动负债	234	238	247	256
营运资金变动	36	-169	-78	-71	流动负债合计	1538	2016	2469	2398
经营活动现金流	256	108	297	348	长期借款	619	549	549	549
资产	-368	-112	-752	-139	其它长期负债	87	87	87	87
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	706	636	636	636
其他	97	2	2	3	负债总计	2244	2652	3105	3034
投资活动现金流	-271	-110	-750	-136	实收资本	602	602	602	602
债权募资	1417	318	332	-178	归属于母公司所有者权益	1566	1690	1921	2188
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	8	9	12	14
其他	-1291	-63	-80	-84	负债和所有者权益合计	3818	4351	5038	5236
融资活动现金流	126	255	252	-261					
现金净流量	114	253	-200	-50					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 12 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
 邓勇 石油化工行业
 李智 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学, 诺普信, 扬农化工, 中盐化工, 浙江医药, 亚钾国际, 新洋丰, 梅花生物, 双一科技, 建龙微纳, 东岳硅材, 玲珑轮胎, 皇马科技, 联瑞新材, 泛亚微透, 山东赫达, 确成股份, 利安隆, 东来技术, 合盛硅业, 龙蟠科技, 七彩化学, 浙江龙盛, 元力股份, 雅本化学, 万润股份, 昊华科技, 江山股份, 双星新材, 东华能源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。