

高分子新材料制造业

报告原因: 年报公布点评

红宝丽 (002156)

增持

绿色节能冲锋号, 产业调整收益高

维持评级

2009年3月2日

09年目标价 17.64 元/股

市场数据: 2009年3月2日

盈利预测:

单位: 亿元、亿元、百万元、元、倍

开盘价(元)	15.40
收盘价(元)	15.70
一年内最高/最低(元)	54.80/6.95
市净率	3.94
息率(分红/股价)	1.91%

注: “息率”以最近一年已公布分红计算

	主营收入	主营成本	净利润	每股收益	市盈率
2008A	8.90	7.35	72.38.	0.60	26.17
2009E	9.85	7.41	148.89	0.88	17.84
2010E	16.21	12.32	236.00	1.39	11.29
2011E	23.44	17.84	349.50	2.06	7.62

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● 基础数据: 2008年12月31日

● 每股净资产(元)	● 3.98
● 资产负债率%	● 27.95
● 总股本/流通 A 股	● 112.5/
(百万)	56.7
● 流通B股/H股(百	● -/-
万)	

● 相关研究

景气领域享增长, 新材天地求未来——基础
化工行业研究报告 (09.20.08)

短线看政策, 中期间市场, 长远需转型

——化工行业 09 年投资策略报告 (01.09.09)

● 执笔人

● 裴云鹏

● 0351-8686990

● peiyunpeng@sxzq.com

● 地址: 太原市府西街 69 号国贸中心
A 座 28 层

● 山西证券股份有限公司

● <http://www.i618.com.cn>

● 联系人

● 焦春成

● 0351-8686986

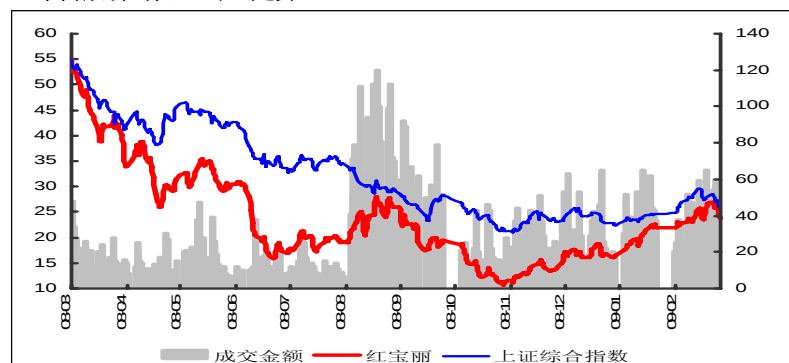
● sxzqyjfb@i618.com.cn

● 地址: 太原市府西街 69 号国贸中心
A 座 28 层

● 山西证券股份有限公司

● <http://www.i618.com.cn>

- 公司目前拥有硬泡聚醚年产能 4 万吨, 异丙醇胺 2 万吨, 水泥外加剂 1 万吨; 08 年实际产量分别为 4.65 万吨, 1.45 万吨, 0.42 万吨。公司 5 万吨聚醚生产线预计 09 年 12 月才能竣工。高阻隔薄膜、聚氨酯板等新项目前景看好。
- 公司三大主要产品聚醚硬泡、异丙醇胺、水泥外加剂均具有节能降耗、绿色环保的功能, 应用前景非常广泛。其中聚醚将极大受益于建筑保温降耗的强制要求和冰箱、热水器等家电的下乡。
- 作为目前主流厂商中唯一采用高压超临界工艺制备异丙醇胺的厂商, 公司的异丙醇胺相比同业具有更高的纯度, 更低的能耗、水耗, 具有非常明显的技术、成本优势。在金融风暴席卷全球的 9 月份之后, 收入仍能保持超过 25% 的同比增长。
- 公司市场优势突出, 主要产品硬泡聚醚市场份额逐年提高, 冰箱冰柜行业用硬泡组合聚醚已由 06 年 16% 强的市场份额, 提高到 08 年的 27% 左右, 而在完全竞争、产能扩张较快的聚醚行业整体市场份额也有 1 个百分点的提高。
- 公司区位优势明显: 地处华东中心地带的南京; 同时所在工业园区配套设施完备, 园区中主要原料发泡剂、液氨及环氧丙烷生产厂家具备。
- 公司目前财务状况良好, 08 年公司负债率 28% 左右, 资金及存货周转率都有提高。
- 当前股价为 15.70 元/股, 我们上调公司 09 年、10 年的 EPS 分别为 0.88 元和 1.39 元。维持“增持”评级。
- 一年内股价与大盘对比走势:





- **公司产能、市场优势明显：**公司目前拥有硬泡聚醚年产能 4 万吨，异丙醇胺 2 万吨，水泥外加剂 1 万吨；08 年实际产量分别为 4.65 万吨，1.45 万吨，0.42 万吨。同时公司正建设 5 万吨/年的聚醚生产线，据介绍目前已解决拆迁相关事宜，工程已进入土方建设阶段，预计极有可能在公司承诺的 09 年 12 月底之前完工。

主要产品硬泡聚醚市场份额逐年提高，冰箱冰柜行业用硬泡组合聚醚已由 06 年 16% 强的市场份额，提高到 08 年的 27% 左右，而在完全竞争、产能扩张较快的聚醚行业整体市场份额也由 9% 左右，提高到 10% 强。

公司市场地位也得到国家权威部门认可：参与制订《建筑板材用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》；牵头起草《太阳能热水器用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》。

- **公司运营、财务状况良好：**公司成本控制、运营能力提升明显：存货下降幅度超过 40%，应收账款增长被控制在 10% 以下，远低于收入近 21% 的增长幅度。

公司现金流充裕，08 年经营活动产生的现金净流量达到 9658.55 万元，流动比率和速动比率有较大程度提高。母公司资产负债率 25.33%，偿债能力较强。

公司股权结构清晰，11 年 9 月之前无解禁之忧。

- **主要产品聚醚供不应求：**硬泡组合聚醚与异氰酸酯是生产聚氨酯硬泡的主要原料，聚氨酯硬泡是目前性能最好的隔热保温材料，被广泛用于建筑、制冷、保温、包装与运输等行业。在我国，目前冰箱、冰柜等冷藏行业是聚氨酯硬泡的最大应用领域，该领域 2008 年消费量占总消费量的 50.22% 以上。目前冰箱业在家电下乡中迅速回暖：冰箱全年产量在不平凡的 08 年仍然达到 4756.9 万台，增长 8%；而 08 年 12 月我国生产冰箱 358.54 万台，同比增长 28.6%，更加显示了我国冰箱业强劲复苏的势头。

欧美等发达国家在建筑保温领域的消费量占 55% 以上，伴随节能意识兴起，这一领域正慢慢壮大，我国 2008 年建筑领域聚氨酯的消费量占总消费量的 19.54%，比 2007 年增加了 1.6 个百分点。而《民用建筑节能设计标准》、《公用建筑节能设计标准》更明确要求新建建筑必须达到 50% 节能率，2010 年节能率要达到 65%。给聚氨酯带来巨大的发展空间。

此外目前热水器产品保温材料也是公司聚氨酯硬泡组合聚醚的应用领域，相关产品已获得标志性太阳能企业山东皇明的认可。08 年 12 月 31 日，国务院办公厅下发《关于搞活流通扩大消费的意见》，从 2009 年 2 月 1 日起，将热水器（含太阳能、燃气、电力类）、空调等产品列入“家电下乡”政策补贴范围，热水器产品消费的预计增加将扩大聚氨酯硬泡组合聚醚的消费量。

- **主要产品异丙醇胺竞争优势明显：**公司是中国乃至亚洲唯一拥有核心规模化生产工艺技术异丙醇胺厂商，产能居世界第三、亚洲第一。异丙醇胺生产主要原材料是液氨和环氧丙烷，成本占比分为 20%、80%。作为目前主流厂商中唯一采用高压超临界工艺制备异丙醇胺的厂商，采用高浓氨水为原料，公司的异丙醇胺相比同业具有更高的纯度，更低的能耗、水耗，具有非常明显的技术、成本优势。在金融风暴席卷全球的 9 月份之后，收入仍能保持超过 25% 的同比增长。

异丙醇胺被认为是乙醇胺的绿色替代品，被广泛用于脱硫剂、增塑剂、医药中间体等多方面，目前国内市场可发掘潜力很大，公司目前正需求农药中间体相关应用。目前公司该产品 70% 以上销往国外市场，伴随 09 年国外公司逐渐收缩高成本生产线以及市场对低价产品的需求增长，我们预计公司产品份额将加大。

- **主要产品水泥外加剂前途无量：**水泥外加剂主要应用于水泥生产过程中，其作用是有利于提高水泥在生产过程中的分散度，从而降低生产能耗、提高产品品质和生产效率，同时也将提高水泥产品的耐磨性能。当前国际大型企业 65—70% 采用了三异丙醇胺的外加剂，使用结果表明具有较好的效益比。

公司该产品主要也是外销，但在国家逐渐强制推行节能降耗，同时企业认真进行成本核算之后，该产品在国内也将打开市场。以 08 年 13.9 亿吨水泥产量为基数，预计水泥在 4 万亿投资刺激下，考虑当前产能过剩的因素，年增长也将至少有 10%。如果 35% 的水泥使用外加剂，而外加剂使用量以万分之二计，这也将 01 年拥有 11.8 万吨的市场容量，可以说这是一个确定而又发展迅速的市场。以公司占有 30% 的市场份额计，公司这一块将拥有 3.5 万吨左右市场。

- **新建聚氨酯板、高阻隔薄膜项目大有可为：**公司目前开拓的两大块新业务是聚氨酯板材和高阻隔薄膜。前者预计将主要应用于建筑及大型设备保温，后者则主要应



用于保鲜食品、药品、农药、化妆品等高附加值产品的包装。前者将直接受益于建筑保温的发展和机械、装备业的振兴。后者下游的高端包装市场上外资占主导地位，需求大、发展快、要求高，在国内是一个典型的朝阳产业。

➤ **盈利预测：**当前股价为 15.70 元/股，以本次转增股本之后股本计算，考虑到国外市场的替代效应逐渐显现，此外家电下乡计划效果超过该计划未出台前我们的预想，我们上调公司 09 年、10 年的 EPS 分别由 0.71 元、1.15 元/股至 0.88 元、1.39 元/股。公司是国家重点扶持的绿色节能概念企业，下游需求比较确定，可对应 20—23 倍市盈率；考虑到公司外贸市场的不确定性，如：国外经济的进一步恶化、汇兑损益等，我们选择对应 20 倍市盈率，目标股价 17.64 元/股，维持“增持”评级。

➤ **预测主要假设：**

1. 公司 2009 年底，5 万吨聚醚生产线竣工；10 年可释放 75%左右产能；11 年完全达产。

2. 公司在 09、10 年有可能扩建异丙醇胺生产线，预计 11 年底部分投产。

3. 公司本年度报告之后不再公告股本结构的变化。

4. 环氧丙烷主要下游之一为聚醚，其价格预计将会随聚醚销售走强而提升，但提升幅度应小于终端的聚醚。

5. 公司高阻隔膜业务预计将以 25%左右复合速度增长。

➤ **风险提示：**世界经济 2010 年中仍不能有效回暖；国内宏观经济 09 年第 3 季度仍不能见底反弹或 2 季度前出现较快 V 型反转；环氧丙烷价格超预期的大幅变动；公司 09 年 3 月之后股本结构的变化；公司高阻隔膜、聚氨酯板产能扩张超出预期；高阻隔膜项目的技术、市场风险；聚醚产能建设不能按时达产；异丙醇胺生产线不扩建；内部挖潜或新建产能不能提前释放，导致预期的全年聚醚 5.35 万吨左右产量不能达到。

公司利润表（单位：万元 币种：人民币）

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	73650.54	88990.49	98469.2	162072.39	234386.05
其中：组合聚醚	51018.33	61215.29	65077.78	121762.35	168776.49
异丙醇胺	14341.08	20551.93	23913.64	28115.04	48890.57
高阻隔薄膜	340.6	364.45	382.67	528.08	728.76
水泥外加剂	2949	3669.1	6224.36	8365.54	12292.7
其他营业成本	5001.53	3189.72	2870.75	3301.36	3697.53
二、营业总成本	65111.78	80125.08	80796.01	133975.89	192604.62
其中：组合聚醚	41021.67	52186.28	50535.58	95311.94	133782
异丙醇胺	10948.56	15514.26	16982.2	19846.97	34230.04
高阻隔薄膜	331.81	332.28	315.67	416.68	550.02
水泥外加剂	2172.01	2346.52	3512.79	4657.96	6537.37
其他营业成本	4670.39	3088.77	2718.12	2989.93	3288.92
营业税金及附加	258.01	251.1	263.95	457.31	661.35
销售费用	1509.96	1682.53	1768.66	2911.07	3999.44
管理费用	2980.17	3408.53	3526.44	5804.23	7974.27
财务费用	1069.21	1207.58	1086.82	1467.21	1452.54
资产减值损失	149.99	107.23	85.78	112.59	128.67
三、公允价值变动收益					
投资收益					
四、营业利润	8538.76	8865.41	17673.19	28096.49	41781.43
营业外收入	335.09	425.06	488.82	488.82	488.82
营业外支出	261.03	280.44	308.48	339.33	373.27
五、利润总额	8612.81	9010.03	17853.52	28245.97	41896.98
所得税费用	2659.25	1772.41	2964.84	4646.01	6946.7
六、净利润	5953.56	7237.62	14888.68	23599.96	34950.29
归属于母公司所有者的净利润	5580.74	6704.75	13792.49	21862.4	32377.05
少数股东损益	372.82	532.88	1096.19	1737.56	2573.24
七、每股收益：					
（一）基本每股收益	0.6	0.6	0.88	1.39	2.06
（二）稀释每股收益	0.6	0.6	0.88	1.39	2.06

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构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。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。