

红宝丽

002165

增持/ 维持评级

股 价	2009/03/30
RMB19.28	

基础数据

总股本（百万股）	112
流通 A 股（百万股）	61
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1180

财务数据

市净率 (X)	4.84
TRACING P/E (X)*	32.35
EPS (元)	0.6
股息率 (%)	1.56

*最近四季盈利计算。

相关研究

《公司研究-红宝丽-技术先锋、服务典

范》080401

《公司研究-红宝丽-业绩见底，上调评

级》080801

分 析 师
 肖 晖
 +755-82493656
 xiaohui@lhzq.com

金融危机中的受益者

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	736.5	889.9	811	1093	1283
(+/-%)	32.5	20.8	-9%	35%	17%
归属母公司净利润(百万元)	55.8	67.0	91	118	141
(+/-%)	80.3	20.1	36%	29%	20%
EPS(元)	0.50	0.60	0.81	1.09	1.28
P/E(倍)	38.9	32.4	22.2	17.1	14.3

■ 红宝丽成为金融危机中的受益者。

■ 公司组合聚醚产品的销量和盈利能力均有提高。受益于家电下乡，国内冰箱需求相对稳定，红宝丽在组合聚醚国内冰箱市场占有率进一步增加。公司组合聚醚在出口韩国、土耳其市场取得突破。同时公司在竞争混乱的太阳能热水器行业与龙头企业合作，牵头制定太阳能热水器领域的聚氨酯硬泡使用标准。独特的定价模式增加了议价能力，组合聚醚毛利率提高。

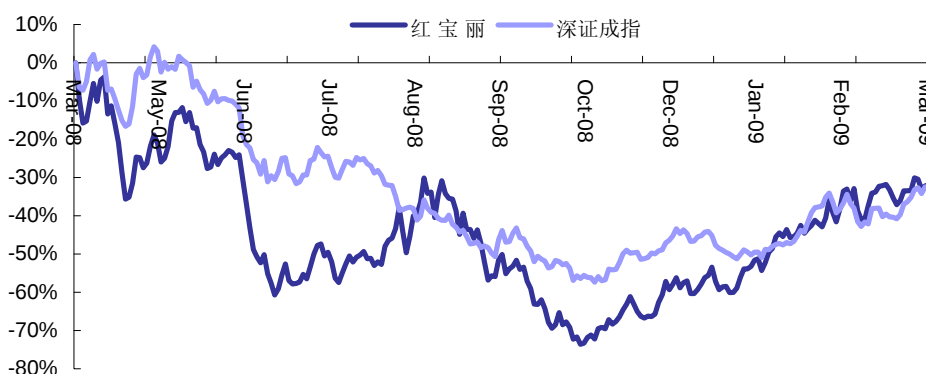
■ 随着国际贸易的深入，公司异丙醇胺销量和盈利能力也均有提高。异丙醇胺应用领域逐渐开拓，公司产品产量调节灵活，适应了异丙醇胺新增的需求。技术运营水平也为公司开拓国际市场赢得了性价比优势。

■ 组合聚醚和异丙醇胺都处于生命的成长周期。组合聚醚在建筑节能领域的蓝海应用呼之欲出。异丙醇胺国内巨大的市场空间有望渐渐显现。

■ 公司清晰定位于中高端的精细化工生产企业。目前研究发展方向主要集中于组合聚醚和异丙醇胺工艺的改进和下游产品延伸。随着公司国际贸易展开和与国际大型企业竞争的深入，公司管理层的信心更加饱满。一个快速发展的中小企业所表现出的勇气和进步着实让我们感到敬佩。

■ 公司未来两年仍将保持较快的增长，我们继续维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现



我们曾经自下而上的将化工企业分为四类，即资源型、技术突破型、技术创新型和技术服务型（参见 20070720 深度报告《跨越周期、持续成长》）。红宝丽凭借技术服务能力和技术突破能力，发展成为国内组合聚醚和异丙醇胺的双料冠军。在金融危机中，红宝丽成为受益者。

组合聚醚以其复杂的技术内涵和突出的服务特性显著区别于其他聚氨酯原料，红宝丽表现出典型的“轻资产、高周转”技术服务型企业特征。如今，公司在国内的组合聚醚市场份额逐步提高。

异丙醇胺是一种应用领域广泛的精细化工原料，全球被巴斯夫、陶氏所垄断，红宝丽研发、掌握了生产工艺进入这一领域，开拓了异丙醇胺的国际市场，也为自已开拓了发展空间。

组合聚醚利润仍将增长

销量持续增长

继续提高国内冰箱行业市场占有率

受益于家电下乡，国内冰箱产量预计 2009 年将保持平稳，因而带来组合聚醚的需求稳定。近几年来红宝丽组合聚醚的销量增速远远高于行业平均增速，三年内组合聚醚在国内冰箱等冷藏行业的市场占有率由 16% 上升至 28%。

表 1、红宝丽组合聚醚市场占有率逐步提高

	组合聚醚销量	增长速度	组合聚醚国内冷藏占有率	冰箱产量增速
2006	2.79	57%	16.16%	7.3%
2007	3.90	40%	20%	28.7%
2008	4.60	18%	28%	3.7%

资料来源：联合证券研究所、产业在线、公司公告

目前红宝丽的组合聚醚已经成为国内绝大多数主要冰箱生产企业同类产品的第一大供应商。

根据我们调研了解，在 2009 年冰箱企业组合聚醚订单中，公司获得订单达到冰箱企业该项需求的 60% 以上。部分冰箱生产企业里所使用的红宝丽产品已经达到 80%，部分冰箱企业使用比例由 2008 年的 60% 上升到 70%。某些靠低价竞争获取订单的企业，因为产品质量达不到要求最终转由红宝丽供应。

出口市场取得突破

全球组合聚醚生产企业主要为巴斯夫、陶氏、拜耳，他们同时也是 MDI 的主要生产企业。2008 年在国际近乎垄断的市场里，红宝丽再次取得突破，与国际冰箱生产企业韩国和土耳其的公司进行技术交流与合作，公司通过代理商渠道已经向韩国和土耳其出口硬泡聚醚产品。

太阳能热水器领域继续探索

太阳能热水器节能环保，国内每年需求增速达到 25% 以上。太阳能热水器现有使用聚氨酯要求不高，行业标准尚未出台，竞争混乱。目前红宝丽已经与皇明太阳能热水器展开合作，提高了公司热水器的保温效率、降低了生产成本。继 2007

年参与制定《建筑板材用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》后，2008 年红宝丽又牵头起草《太阳能热水器用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》。

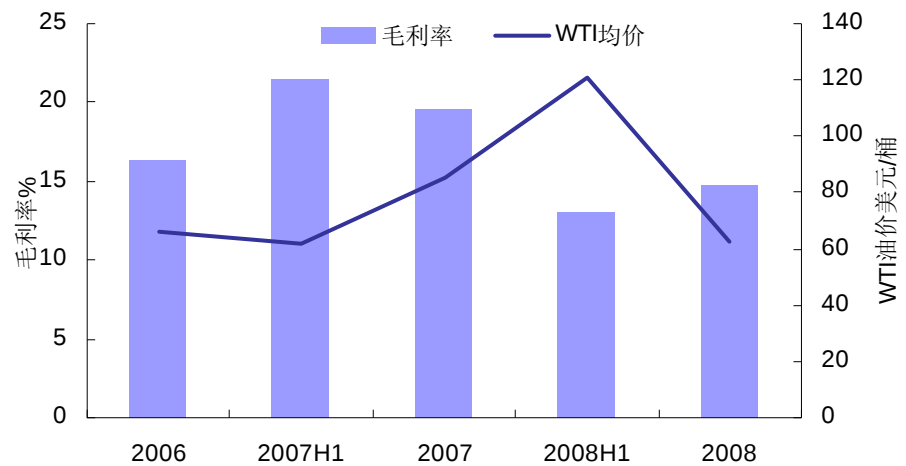
独特的定价模式显示较强的议价能力

红宝丽组合聚醚国内销售中 60%采用“环氧丙烷+加工费”的形式制定。环氧丙烷的价格跟踪中国氯碱网前一月月初到月末的平均价格，公司考虑自己的其他生产成本、费用和合理利润来确定加工费水平。

当原材料价格平稳时，公司盈利能力稳定，增长主要来自于销量增长；当原材料价格快速上升时（2008 年二季度），公司盈利水平短期下降，价格滞后上涨至合理水平；当原材料价格快速下跌时（2008 年三季度-四季度），公司盈利水平短期迅速提高，价格滞后下降至合理盈利。

组合聚醚盈利能力与油价反向变动

图 1、红宝丽组合聚醚盈利能力



资料来源：公司公告、联合证券研究所

为了增加成本的调整能力，公司研发了生物基对环氧丙烷的替代。在当前环氧丙烷价格低位稳定时，公司可以根据动态价格来调整原材料比例。

异丙醇胺应用领域逐渐开拓

作为需求规模较小的精细化工产品，全球异丙醇生产企业除红宝丽外，以巴斯夫、陶氏为主。巴斯夫和陶氏都是大型化工综合性企业，对于异丙醇胺这样全球年需求量 20 万吨左右的产品，他们的专注度是有限的。红宝丽通过技术突破后，以高性价比进入这个行业。

根据公司 2008 年年报披露，公司异丙醇胺 2009 年产量预计增长 20%，达到 80%的开工率。公司异丙醇胺消费客户覆盖行业逐渐增多，需求受全球经济危机的影响较小。

异丙醇胺生产主要有三种产品，分别为一异丙醇胺、二异丙醇胺和三异丙醇胺。红宝丽可以根据市场的需要来调节每种产品的产量，而陶氏的生产工艺是三种产品产量联产、可调节幅度很小。

生产企业少、竞争不激烈，因而在产品成本回落的过程中，价格回落幅度低于成本，盈利能力将有所提高。

随着公司 2 万吨异丙醇胺开工率逐渐增加，全球异丙醇胺应用领域逐渐增多，我们预计红宝丽有继续扩大异丙醇产能的动力。

表 2、异丙醇胺产品竞争格局

产品	应用领域	应用季节性	2009 供需格局
一异丙醇胺	表面活性剂、合成洗涤剂、医药农药中间体	应用领域广、季节性不强	应用领域扩大
二异丙醇胺	炼油企业脱硫、医药农药中间体	季节性不强	应用领域扩大
三异丙醇胺	水泥添加剂、建筑涂料、印染助剂、皮革助剂等	一季度淡季	国内竞争激烈

资料来源：公司公告、联合证券研究所

长远发展动力

硬泡组合聚醚和异丙醇胺都处于成长期

我们曾经在 2008 年 4 月的红宝丽深度研究报告中（《公司研究-红宝丽 080410：技术先锋、服务典范》），重点描述过聚氨酯硬泡和异丙醇胺的成长空间，在这里简单概括如下。

硬泡组合聚醚的蓝海呼之欲出——建筑节能

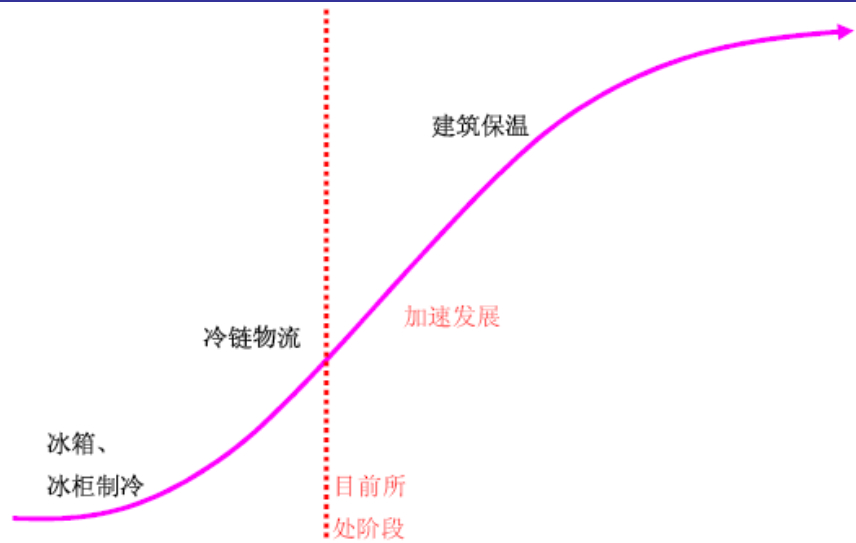
家电下乡农村市场的启动，冰箱产量平稳，已经使红宝丽当前受益。

冷链物流成为物流行业的新兴领域，冷藏市场也一直由巴斯夫、拜耳跨国企业把持。红宝丽已经进入该市场，占比 20% 左右。短期受金融危机影响，集装箱需求下降，影响了硬泡组合聚醚在冷链物流中的应用。

建筑节能保温市场的启动有赖于政府节能环保措施力度的加强、居民节能意识的增强。建筑节能的巨大空间已经成为业界共识。我国建筑节能占社会总能耗的 1/3，已有建筑中 95% 是没有采取任何保温措施的高耗能建筑，空调、暖气是城市的耗能大户。

红宝丽在建筑保温领域处于起步阶段，2007 年参与了国家在此方面的标准制定。我们预计建筑保温领域对组合聚醚的性能要求和服务要求会低于冰箱领域，如果国家聚氨酯在建筑保温领域应用制定较高的标准壁垒，具体可能会表现为高温适用性、阻燃性等，这些对组合聚醚的性能要求更高，将会有利于组合聚醚行业的发展。反之，如果开始制定的标准较低，则组合聚醚行业也会先由激烈的竞争逐渐过渡到高度集中，正如组合聚醚在冰箱行业的发展历程。

图 2、我国硬泡聚氨酯还处于导入期



资料来源：联合证券研究所

异丙醇胺国内潜在需求巨大

异丙醇胺主要应用于表面活性剂、医药农药中间体、纺织印染助剂、石化脱硫剂、水泥外加剂等。当前消费市场主要集中于欧美发达国家，红宝丽的异丙醇胺目前 70%用于出口。

中国未来可能成为世界上最大的异丙醇胺市场。中国巨大的水泥产量、逐渐增加的高硫原油加工能力、医药、轻工将可能孕育全球最大的市场空间。

清晰定位于中高端精细化工产品

在调研中，我们强烈的感到随着公司国际贸易展开和与国际大型企业竞争的深入，公司管理层的信心更加饱满。一个快速发展中的小企业所表现出的勇气和进步着实让我们感到敬佩。

在组合聚醚这个精专的市场里，红宝丽在国际市场的开拓打破了由巴斯夫、拜耳、陶氏大型聚氨酯硬泡垄断的局面，公司的技术服务能力得到了国外客户的认可，这也为 09 年底即将建成的 5 万吨组合聚醚市场开拓作了铺垫。

异丙醇胺是同质化较强的产品，不需要组合聚醚一样的技术服务能力，但是公司依靠自身的研发能力在该产品上具有一定的性价比优势，打破了由巴斯夫和陶氏化学垄断的局面。

红宝丽越来越清晰的定位于做一个依靠中高端精细化工产品企业，在某一细分领域做到最好，即公司倡导的“做专、做精、做特、做优”。正如公司 2008 年报中披露的：近三年公司研发新产品、新技术 52 项，共申报专利 28 项，获得专利权专利 8 项。新产品新技术主要为组合聚醚和异丙醇胺工艺的改进和下游产品延伸。这些正是红宝丽长远发展之动力。

维持“增持”评级

组合聚醚市场份额的增长和议价能力提高、异丙醇胺市场开拓和竞争缓和将

帮助红宝丽在 2009 年仍然能维持稳定的盈利水平, 5 万吨组合聚醚在 2009 年底投产将在 2010 年和 2011 年逐渐达到满负荷运行, 公司仍将在未来两年保持高速增长。我们维持“增持”评级。

投资风险:

- 1、成本迅速上升将影响公司短期盈利。
- 2、全球经济继续衰退将影响短期产品需求。
- 3、新技术开发周期和应用周期将影响公司中长期发展速度。

图 3、红宝丽盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	450	522	534	737	营业收入	890	811	1093	1283
现金	189	263	243	420	营业成本	735	642	870	1020
应收账款	82	84	92	96	营业税金及附加	3	2	3	4
其他应收款	3	3	4	5	营业费用	17	16	22	26
预付账款	11	10	13	15	管理费用	34	32	44	51
存货	60	58	61	71	财务费用	12	3	7	5
其他流动资产	106	105	120	128	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	193	342	487	466	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	127	199	384	383	营业利润	89	115	148	177
无形资产	63	63	63	63	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	3	80	40	20	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	643	865	1021	1203	利润总额	90	115	148	177
流动负债	174	279	290	302	所得税	18	17	22	27
短期借款	100	200	200	200	净利润	72	97	126	150
应付账款	34	39	43	51	少数股东损益	5	6	7	9
其他流动负债	40	41	47	51	归属母公司净利润	67	91	118	141
非流动负债	6	25	45	65	EBITDA	113	126	170	203
长期借款	0	20	40	60	EPS (元)	0.60	0.81	1.05	1.26
其他非流动负债	6	5	5	5					
负债合计	180	304	335	367	主要财务比率				
少数股东权益	15	21	29	37		2008	2009E	2010E	2011E
股本	113	113	113	113	成长能力				
资本公积	182	182	182	182	营业收入	20.8%	-8.9%	34.8%	17.4%
留存收益	154	245	363	504	营业利润	3.8%	29.2%	29.0%	19.7%
归属母公司股东权益	448	539	657	799	归属于母公司净利润	20.1%	36.0%	29.5%	19.7%
负债和股东权益	643	865	1021	1203	获利能力				
					毛利率(%)	17.4%	20.7%	20.4%	20.5%
					净利率(%)	7.5%	11.3%	10.8%	11.0%
					ROE(%)	15.0%	16.9%	18.0%	17.7%
					ROIC(%)	21.4%	19.1%	19.1%	22.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	28.0%	35.2%	32.8%	30.5%
					净负债比率(%)	55.62%	72.26%	71.57%	70.88%
					流动比率	2.59	1.87	1.84	2.44
					速动比率	2.24	1.66	1.63	2.20
					营运能力				
					总资产周转率	1.39	1.08	1.16	1.15
					应收账款周转率	11	9	12	13
					应付账款周转率	20.08	17.76	21.20	21.59
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.60	0.81	1.05	1.26
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.04	1.13	1.44
					每股净资产(最新摊薄)	3.98	4.79	5.84	7.10
					估值比率				
					P/E	30.20	22.21	17.15	14.33
					P/B	4.52	3.76	3.08	2.54
					EV/EBITDA	17	16	11	10

资料来源: 联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。