

红宝丽 (002165)

异丙醇胺结构调整促业绩大幅增长

——2009 年一季度报点评

魏涛

0755-23976212

weitaotao@gtjas.com

本报告导读:

- 一季度净利润同比增长85.86%；异丙醇胺盈利大增将支持2009年公司业绩快速增长。

投资要点:

- 2009 年一季度公司实现销售收入 1.85 亿元，同比下降 17.8%；实现净利润 2410.6 万元，同比增长 85.86%，摊薄后 EPS 为 0.15 元。公司同时预告 1-6 月份净利润同比增幅在 35-65%。
- 公司收入同比下降的原因主要在于 1、2 月份国内冰箱、冰柜产量负增长，对聚醚需求弱，造成公司硬泡组合聚醚一季度销量同比有一定下滑，且产品价格低于去年同期；一季度因天气原因是建筑施工淡季，水泥外加剂销量也略有下滑。
- 公司净利润反而大幅增长的原因主要有三：1、主要原材料环氧丙烷价格跌幅高于产品价格跌幅，使得综合毛利率提升 11 个百分点；2、异丙醇胺中盈利能力强的一、二异丙醇胺销量大幅上升，使得异丙醇胺盈利同比增加数倍；3、费用控制得当，三项费用同比下降 25.5%。
- 3 月份国内冰箱产量单月大幅增长 26.5%，公司硬泡组合聚醚销售情况明显好于 1、2 月份。3 月份国内环氧丙烷价格从 9000 元/吨上涨至目前的 11600 元/吨，华东市场硬泡组合聚醚价格从 8500 元/吨上涨至 9800 元/吨，“聚醚-环氧丙烷*0.58”价差稳中略增。
- 公司异丙醇胺产品质量可与 BASF、DOW 媲美，价格更低，具有很高的性价比。在国内市场占据绝对龙头地位，在海外市场对 BASF、DOW 产品的替代也在加速，前景看好。
- 公司是国内唯一拥有异丙醇胺产能的水泥外加剂生产商，成本和品质竞争力突出。4 月份开始水泥外加剂销售已明显转好，受益于 4 万亿投资，今年公司水泥外加剂销量预计能够达到 6500 吨。
- 我们预测公司 2009-2011 年 EPS 为 0.62、0.81、1.06 元，给予“谨慎增持”评级。若政府出台建筑节能新政策，公司估值有望得到提升。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	737	890	901	1,145	1,389
(+/-)%	32.5%	20.8%	1.2%	27.2%	21.3%
经营利润 (EBIT)	97	102	137	171	217
(+/-)%	73.3%	5.5%	33.8%	25.1%	26.9%
净利润	56	67	98	127	167
(+/-)%	80.3%	20.1%	45.8%	30.4%	30.9%
每股净收益 (元)	0.35	0.43	0.62	0.81	1.06
每股股利 (元)	0.21	0.21	0.30	0.40	0.40

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011A
经营利润率 (%)	13.1%	11.5%	15.2%	14.9%	15.6%
市盈率	46.6	38.8	26.6	20.4	15.6
股息率 (%)	1.3%	1.3%	1.8%	2.4%	2.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥18.00

上次预测: ¥18.00

当前价格: ¥16.50

2009.04.27

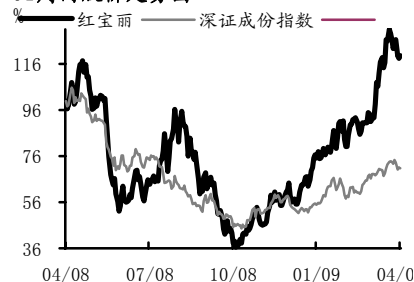
交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.95 ~ 24.49
总市值 (百万元)	1,856
总股本/流通 A 股 (百万股)	113/60
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.53
日均成交量 (百万股)	2.7
日均成交额 (百万元)	38.0

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	447.99
每股净资产	3.98
市净率	4.1
资产负债率	28.0%

52 周内股价走势图



相关报告

领先服务提升市场份额，技术优势带来持续增长

(09.03.01)

成本压力迅速缓解，三季度盈利显著回升

(08.10.23)

估值大幅回落，投资价值初显

(08.7.30)

附图:

图 1: 公司 2004 年以来主营收入及增长

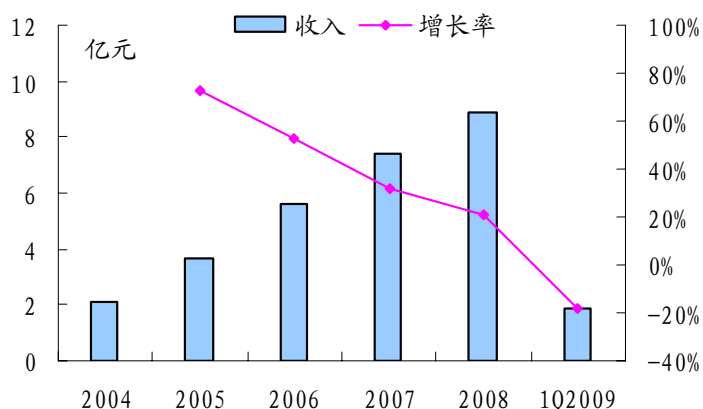


图 2: 公司 2004 年以来净利润及增长

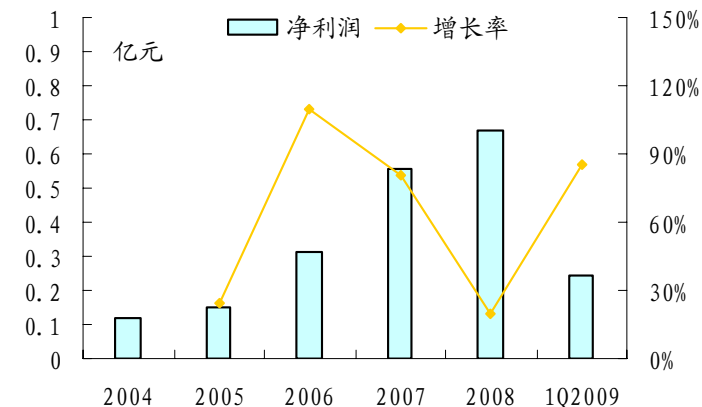


图 3: 公司 2004 年以来组合聚醚销量和增长率

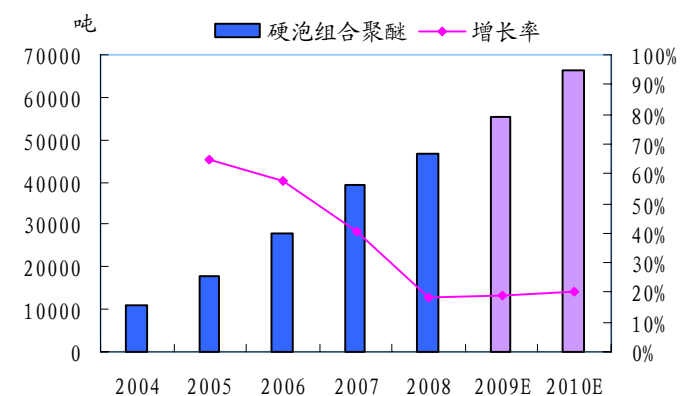


图 4: 公司 2004 年以来异丙醇胺销量和增长率

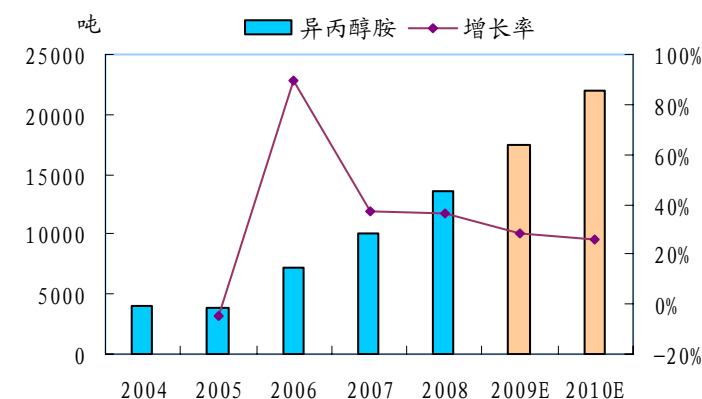


图 5: 2006 年 3 季度以来公司单季综合毛利率

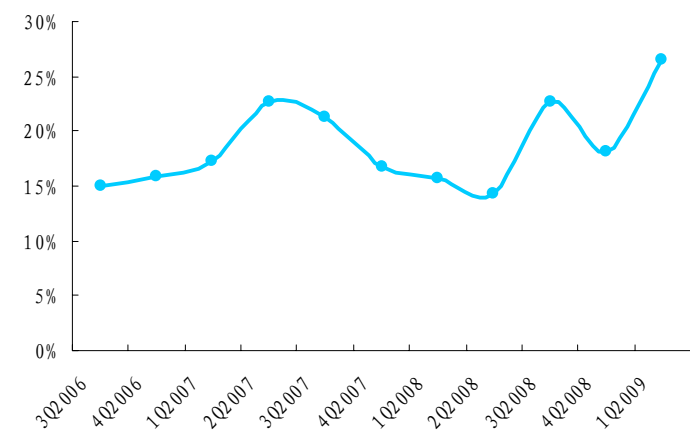
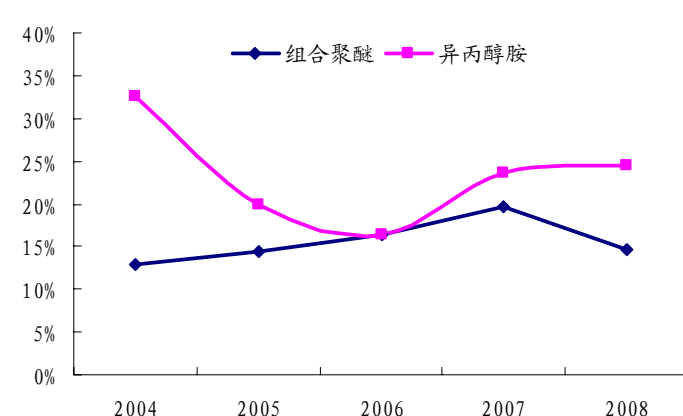


图 6: 公司 2004 年以来组合聚醚、异丙醇胺毛利率



资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

图 7：2004 年以来公司三项费用率

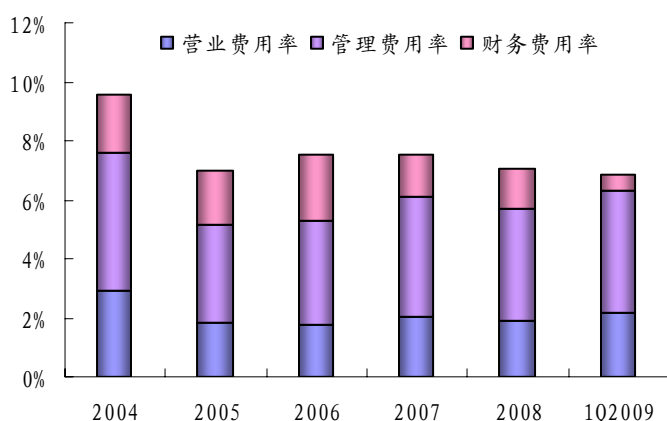


图 8：2005 年以来我国冰箱产量

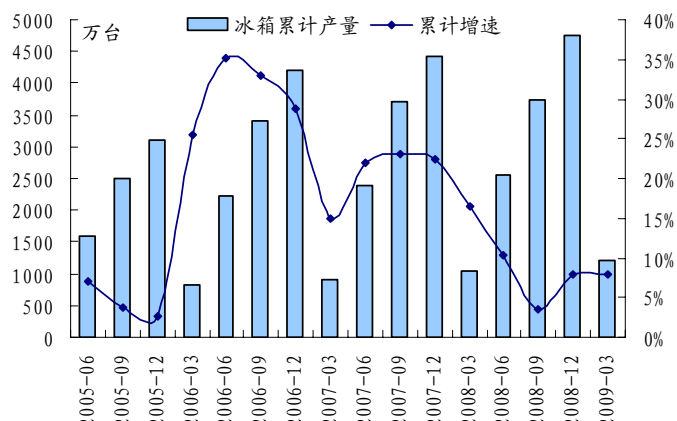


图 9：2004 年以来国内环氧丙烷价格

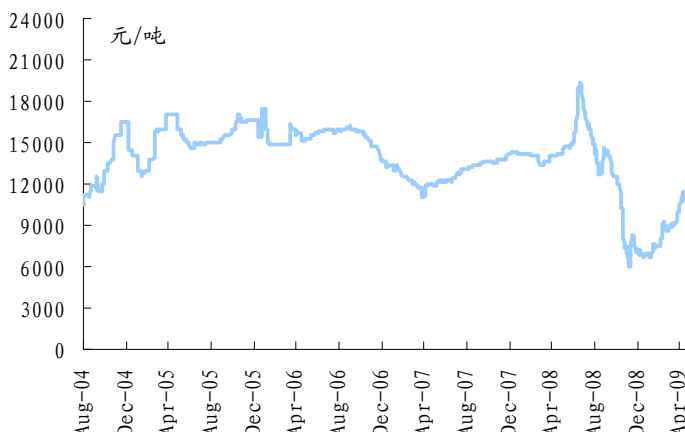


图 10：2005 年以来华东市场硬泡组合聚醚价格

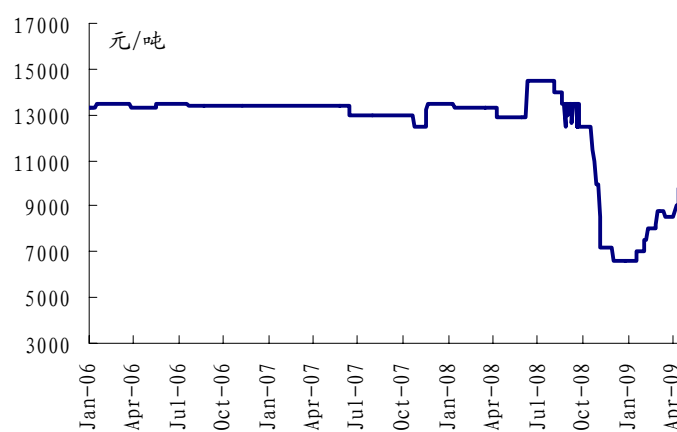
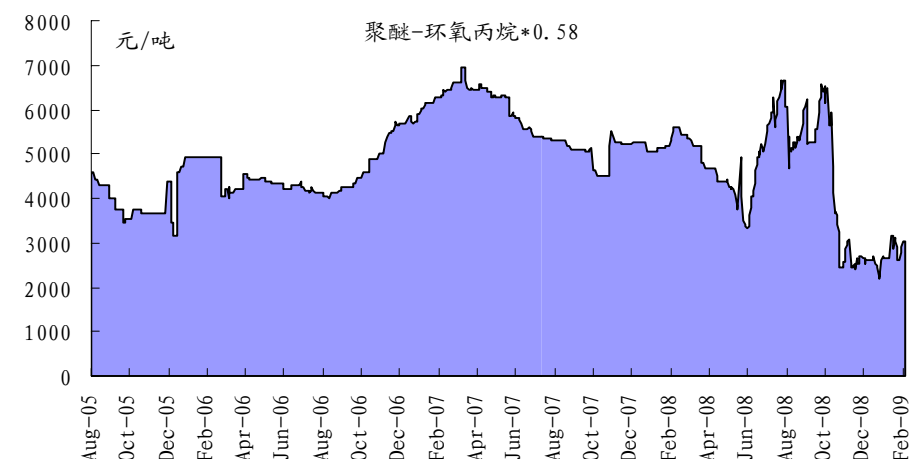


图 11：硬泡组合聚醚与 (0.58*环氧丙烷) 的价差



资料来源：化工在线、环球聚氨酯网、公司财务报告、WIND、国泰君安证券

注：红宝丽硬泡组合聚醚价格高于市场平均价

作者简介:

魏涛: 2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券研究所,基础化工行业研究员。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为国泰君安证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com