

红宝丽(002165)调研报告

家电下乡的直接受益者

推荐

维持评级

原材料/化工

2009 年 5 月 11 日

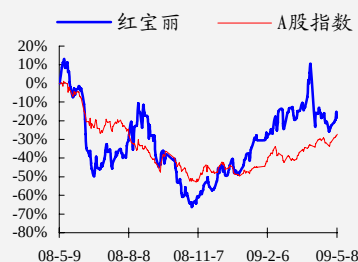
投资要点:

- 公司主营硬泡组合聚醚和异丙醇胺。
- 组合聚醚主要应用于冰箱(柜)、集装箱领域,受益于家电下乡,未来我国冰箱需求仍将保持稳定增长。行业市场集中度高,竞争对手主要是国外化工巨头;产品定制度高,销售过程与服务紧密相连,因此下游客户忠诚度高。除了在冰箱(柜)、集装箱行业继续提高市场份额,公司已经进入太阳能热水器行业和建筑节能行业,市场前景十分广阔。
- 异丙醇胺应用领域宽广,除了自身的应用领域外,还在某些领域替代乙醇胺,产能主要集中于少数几个欧美国家,公司 70% 销量在国外市场。公司生产规模居亚洲第一、世界第三,异丙醇胺和乙醇胺价差的缩小将加速替代进程。
- 由于几大产品需求有保障,市场格局稳定,我们认为目前的毛利率能够维持。公司未来的成长来自新建 5 万吨聚醚项目的逐步达产和 2 万吨异丙醇胺产能利用率的提高。
- 我们预计公司 2009 年和 2010 年的 EPS 分别为 0.55 元和 0.63 元,给予推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	88,990	20.83	6,705	20.14	0.60		39.6	
2009E	105,300	18.33	8,707	29.86	0.55		30.9	
2010E	139,600	32.57	9,903	13.73	0.63		27.0	
2011E								

走势图



市场数据

2009-5-8

收盘价:	16.98 元
52 周最高价:	24.49 元
52 周最低价:	6.95 元
平均持仓成本:	

基本数据

2009Q1

总股本(万股):	15,750
A 股(万股):	15,750
每股收益(元):	0.15
每股净资产(元):	2.78
每股经营现金流(元):	0.04
市净率(除权):	8.55

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6336 7000-264

FAX: (8621)6337 3209

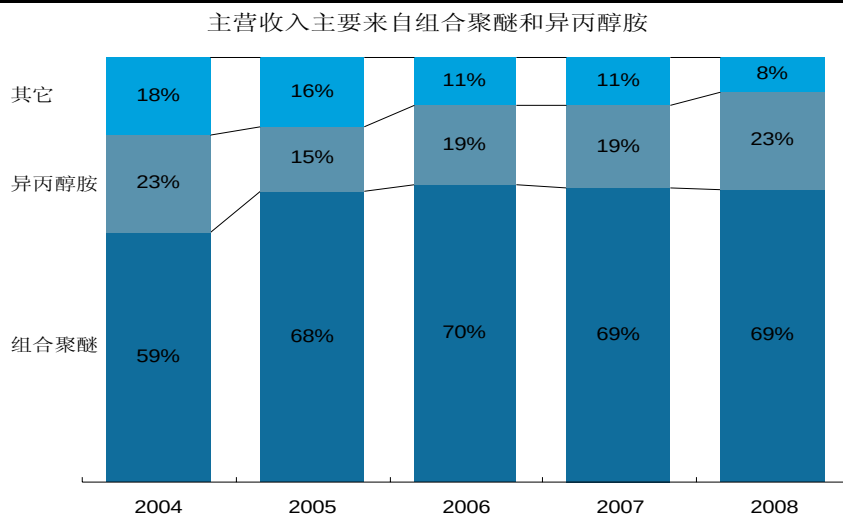
Email: shaozhenhua@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

公司主营硬泡组合聚醚和异丙醇胺，两者收入占主营收入 90%左右，其中组合聚醚大约占 70%，异丙醇胺大约占 20%。

图1：公司主营收入构成



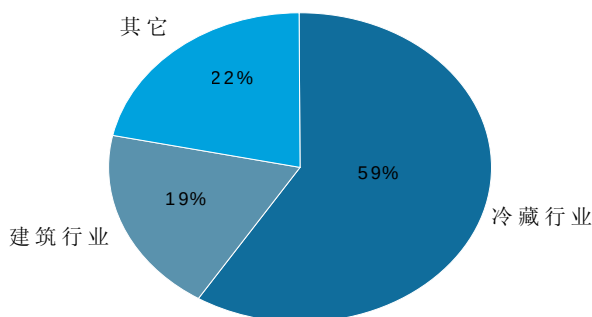
数据来源：公司公告

聚氨酯硬泡组合聚醚是生产聚氨酯硬质泡沫塑料的重要原料。在聚氨酯硬泡生产过程中，聚合 MDI 和聚氨酯硬泡组合聚醚各占 50%左右。由于聚合 MDI 的成分单一、性能固定、可调整余地极小，所以泡沫塑料性能的改进主要是靠聚氨酯硬泡组合聚醚来调节。

聚氨酯硬泡具有优良的物理力学、声学、电学和耐化学性能，尤其是导热系数极低，是一种优良的绝热保温材料。它的成本比普通塑料高，目前的应用领域主要集中于对隔热要求较高的领域，如冰箱冰柜、冷藏设备、太阳能热水器和建筑保温材料等。

图2：我国聚氨酯硬泡消费结构

冷藏行业占据绝对优势，建筑行业有待发掘



数据来源：中国聚氨酯硬泡市场研究报告

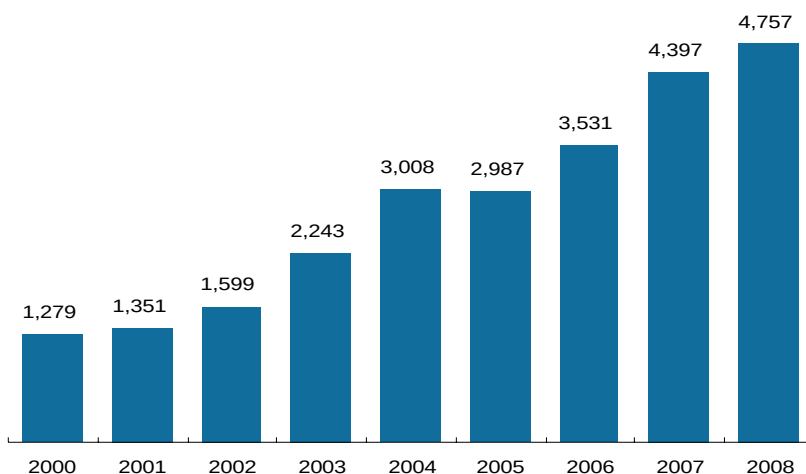
冷藏行业不但是我国聚氨酯硬泡用量最大的领域,也是对聚氨酯硬泡隔热指标要求最高的领域。欧盟早在 2003 年就提高了家用电器能耗标准,我国新的能耗标准也于 2009 年开始实施,全球能源紧张已经成为各国的共识,一系列节能减排的要求和标准相继推出,已经成为许多制造业的门槛和竞争要素;能源价格高涨,消费者对家电能耗的关注度越来越高,能耗等级直接影响到产品的销售。

聚氨酯硬泡对电冰箱的绝热保温性能有决定性的作用,最简单的做法就是增加聚氨酯硬泡的用量与厚度,然而电冰箱行业激烈的竞争对企业的成本控制提出了严峻的考验,这些企业的目标是通过控制发泡过程尽可能的提高聚氨酯硬泡的隔热性能,或者是在同样的隔热性能的情况下尽可能的减少价格相对较贵的 MDI 用量。因此,需要专业的聚醚企业根据不同的要求提供配方。红宝丽组合聚醚下游中冰箱冰柜厂家占比接近 90%,因此国内冰箱行业的发展直接决定了组合聚醚的前景。

我国已经是全球冰箱产量第一大国。随着我国经济的发展,家电行业全球产能转移的趋势逐渐明显。一方面,国内有良好的配套条件和物美价廉的人力资源,成本优势明显,另一方面我国人口基数大,且正处于快速城市化的过程中,市场广阔,需求旺盛。国内冰箱企业中形成了海尔、海信、科龙、新飞和美菱五大巨头,国际冰箱企业中如西门子、伊莱克斯、三星等也都在中国设有生产基地。国内冰箱产量由 2000 年的 1279 万台增长到 2008 年的 4757 万台,年均复合增长率为 17.8%,远高于同期 GDP 增速。国内优势品牌已经走出国门,参与到全球市场中的竞争中,并占据一席之地,近几年出口数量接近总产量的三分之一。

图3：我国冰箱产量（2000-2008）

年均复合增长率为17.8



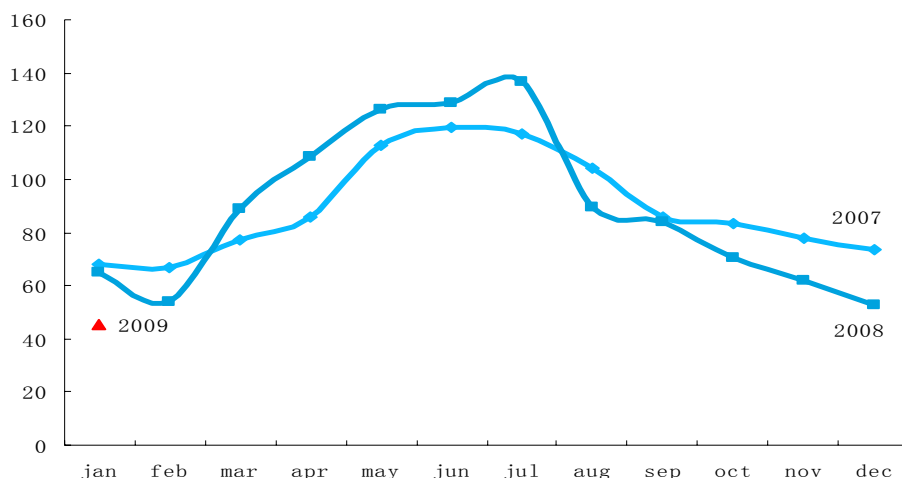
数据来源：国家统计局

随着金融危机的蔓延,欧美民众消费力萎缩,进口需求大幅下降,对我国冰箱出口造成严重影向。从 2008 年 8 月份期,我国冰箱出口量就开始同比下降,到 2008 年 12 月份,同比下降幅度到达 28.7%。2009 年 1 月份同比下降超过 30%,下滑的

趋势仍在延续。如果 2009 年保持这一状况，冰箱需求或将下降 10%，既 500 万台。

图4：我国冰箱出口量（税号841821）

2009年1月份冰箱出口量延续2008年下半年下滑趋势



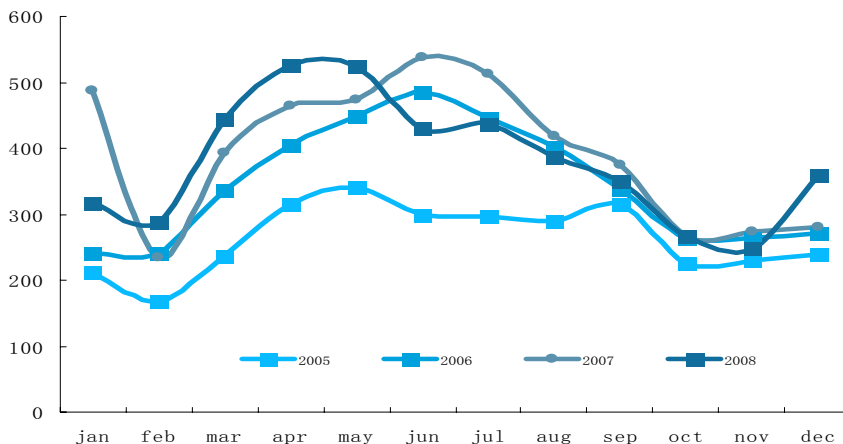
数据来源：中国海关

为了刺激经济，扩大内需，政府采取了一系列针对性措施。其中对冰箱行业刺激最大的莫过于“家电下乡”。2008年11月底，财政部、商务部、工业和信息化部联合发文，在全国推广“家电下乡”，家电下乡产品为电视机、洗衣机、电冰箱、手机四类产品，按产品销售价格13%补贴。

尽管没有家电下乡销售数量的第一手数据，但从冰箱月度产量可以观察到企业对家电下乡政策的快速反应。2008年四季度以来，经济预期恶化，出口大幅下降，但是12月份冰箱产量却创出四年以来的新高，同比增加28%。上一次异动是在2007年1月，正是家电下乡试点对应的时点，同比增幅超过100%。由于试点只局限于山东、河南、四川三省，对产量的刺激并没有维持太长时间，现在适用区域已经扩大到全国，我们认为将对家电需求有持续拉动。

图5：我国冰箱月度产量（2005-2008）

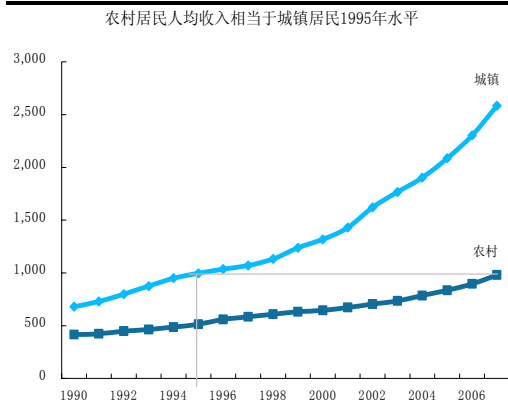
2008年12月冰箱产量出人意外的强劲反弹



数据来源：Wind

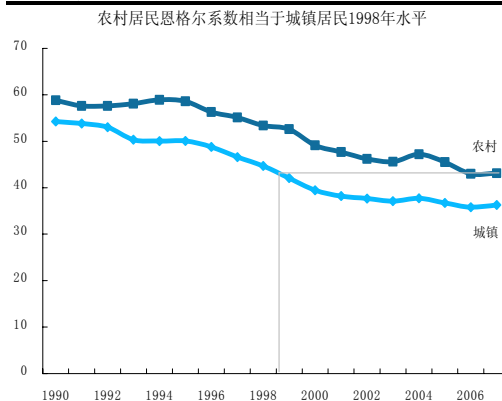
城乡二元结构已经成为制约我国经济发展的一大障碍。2007 年农村居民的人均收入相当于城镇居民 1995 年的水平，农村居民恩格尔系数相当于城镇居民 1998 年的水平，即农村居民的生活水平和消费能力至少比城镇居民落后十年。具体到冰箱消费上，2007 年底农村每百户冰箱保有量为 26.12 台，而城镇每百户的冰箱保有量在 1995 年底就已经是 66.02 台，2007 年的数字是 95.03 台。农村每百户冰箱保有量要达到城镇居民 1995 年的水平，就至少新增冰箱需求 7000 万台，如果分五年完成，平均每年新增需求 1400 万台，相当于每年的出口量。

图6：城乡居民人均收入水平（1990-2007）



数据来源：国家统计局 东北证券整理

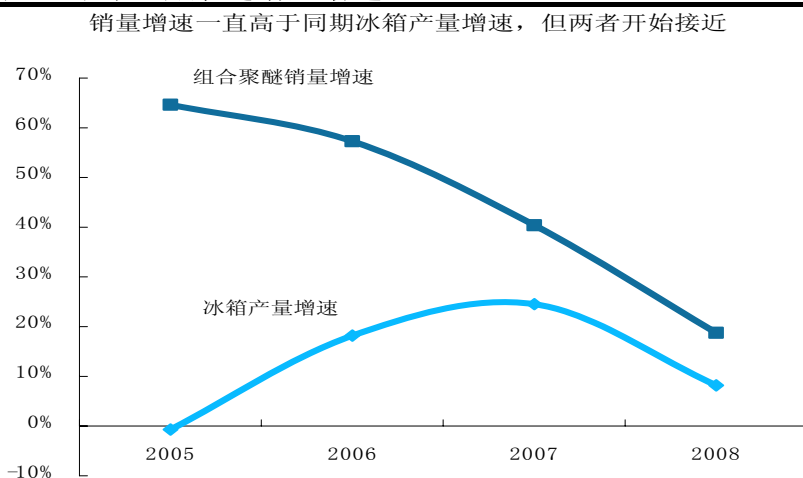
图7：城乡居民恩格尔系数（1990-2007）



数据来源：国家统计局 东北证券整理

公司在市场开拓方面一直处于领先地位。2008 年公司销售组合聚醚 4.65 万吨，同比增长 18.75%。公司的主要客户有苏州三星、合肥荣事达、合肥美菱、河南新飞、星星集团等。从 2005 年起，公司组合聚醚的销量增速就一直高于同期国内冰箱产量的增速，在国内冰箱（柜）等冷藏行业的市场占有率由上市之前的 16% 上升到 2008 年的 28%，公司的目标是占据国内冰箱市场 40% 的份额，未来成长空间非常巨大。

图8：公司组合聚醚销量增速（2005-2008）

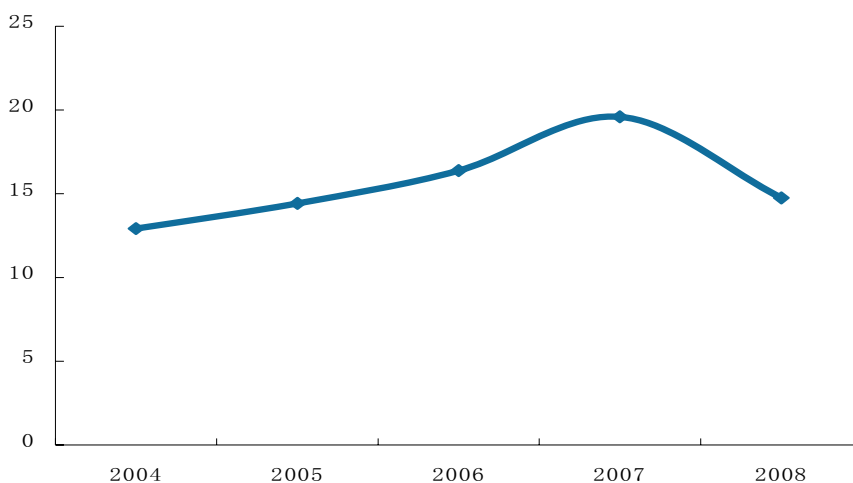


数据来源：东北证券整理

2008 年公司硬泡组合聚醚的毛利率 14.7%，尽管在销售过程中采用“环氧丙烷价格×系数+加工费”的定价方案，仍然在很大程度上受原材料环氧丙烷的影响。公司通过技术创新开发出生物基多元醇的新技术，使硬泡组合聚醚中环氧丙烷的消耗率逐渐下降，但环氧丙烷在聚醚成本中占比仍然超过 50%。环氧丙烷以石油产品丙烯为原料，因此价格受原油价格影响，2008 年上半年，环氧丙烷价格一直维持在 14000 元/吨左右，7 月份上旬是高达 19000 元/吨，以后跟随原油价格一起下跌，最低跌倒 6000 元/吨以下，目前的价格在 9000 元/吨左右。预期未来石油价格保持稳定，组合聚醚毛利率保持在 15%。

图9：组合聚醚毛利率（2004-2008）

毛利率变动较大，主要受原材料环氧丙烷影响



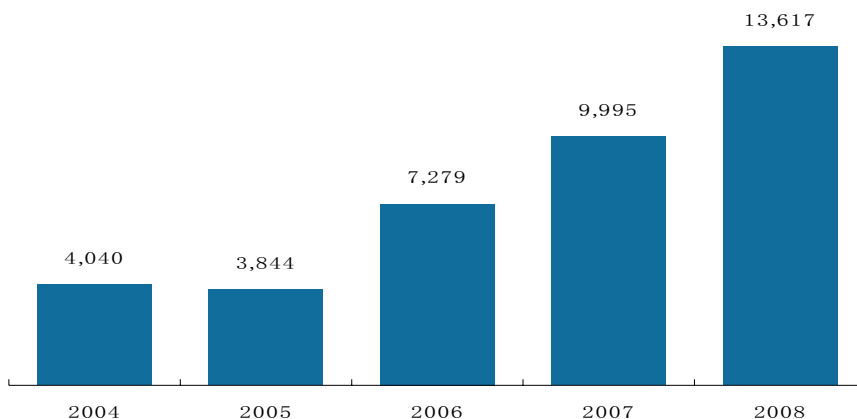
数据来源：公司公告

异丙醇胺包括一异丙醇胺、二异丙醇胺和三异丙醇胺，作为一种更环保、性能更优异的基础性化工原料，被广泛用于合成表面活性剂、石油天然气炼制中的脱硫剂、清洗剂、水泥外加剂、医药农药中间体、电子清洗等行业，国内市场引入较晚，尚需培养，公司产品 70% 出口。

异丙醇胺与乙醇胺属烷基醇胺类同系物，但具有比乙醇胺更为优异的性能，而且对环境及人体的危害较小，逐渐成为发达国家极力推崇和鼓励发展的一种绿色化工产品，已有替代乙醇胺的趋势。石油和天然气炼制脱硫领域，以二异丙醇胺用于石油和天然气炼制脱硫，能使溶剂降解变质的情况得到改善，而且能有效地脱除其中的硫氧化碳。在水泥外加剂领域，国外普遍使用醇胺类化合物作为水泥外加剂的主要原料，即以醇胺类为优，在醇胺类化合物中三异丙醇胺的分散性和后期强度均优于三乙醇胺，是比三乙醇胺更好的添加剂。我国庞大的水泥市场将给水泥外加剂生产企业带来巨大的发展机会，从而也将带动三异丙醇胺产量的增长。几年来，随着公司异丙醇胺市场不断拓展，产品应用领域不断增加，销售区域逐步扩大，预计公司异丙醇胺 2 万吨/年装置在 2010 年前达到满负荷运作状态。

图10：异丙醇胺销量（2004-2008）

2万吨/年产能利用率不高，国内市场有待开拓



数据来源：公司公告

盈利预测。我们预测公司 2009 和 2010 年净利润同比增加 18%和 32%，对应 EPS 分别为 0.55 元和 0.63 元，给予推荐评级。

表1：利润表预测

	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	73,651	88,990	105,600	140,000
减：主营业务成本	59,144	73,468	86,304	116,550
营业税金及附加	258	251	318	387
销售费用	1,510	1,683	2,112	2,800
管理费用	2,980	3,409	4,224	5,600
财务费用	1,069	1,208	1,584	2,100
资产减值损失	150	107	100	101
营业利润(元)	8,539	8,865	10,958	12,462
加：营业外收入	335	425	0	0
减：营业外支出	261	280	0	0
利润总额	8,613	9,010	10,958	12,462
减：所得税	2,659	1,772	1,644	1,869
净利润	5,954	7,238	9,314	10,593
减：少数股东损益	373	533	559	636
归属于母公司所有者的净利润	5,581	6,705	8,755	9,957

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209