

红宝丽 (002165)**未来三年主业规模再翻一番，成长性看好**

——2009 年中报点评

✍ 魏涛

☎ 0755-23976212

✉ weitao@gtjas.com

- 盈利增长屡超预期，未来三年主业规模有望再翻一番，成长性看好。

本报告导读：**投资要点：**

- 2009 上半年公司实现销售收入 4.33 亿元，同比下降 15%；实现归属于母公司所有者净利润 5368 万元，同比增长 84.74%，净资产收益率 11.47%，摊薄后 EPS 为 0.34 元，高于我们的预期；实现每股经营性现金流量净额 0.2 元。
- 利润大幅增长一方面在于销量增长且毛利率大幅上升；另一方面在于异丙醇胺产品结构调整，高毛利率的一、二异丙醇胺比例大幅上升，使得异丙醇胺产品获得的利润翻番增长。
- 上半年主要产品毛利率同比均大幅提高，其中硬泡组合聚醚毛利率上升 5.45 个百分点；异丙醇胺毛利率上升 15.97 个百分点；水泥外加剂毛利率上升 21.8 个百分点。
- 公司上市募集资金将投资建设 5 万吨环保型聚氨酯硬泡组合聚醚项目将于今年底建成投产。公司目前拥有 4 万吨硬泡组合聚醚产能，今年销量可达到 5 万吨，募集资金项目建成后产能将达到 9 万吨。
- 公司公告计划投入 8400 万元将异丙醇胺产能从目前的 2 万吨扩至 4 万吨，2010 年 1 月可建成投产。两个项目建成后，明年公司聚醚和异丙醇胺产能双双翻番，未来三年发展的基础已然具备。
- 中长期看，硬泡组合聚醚的蓝海在建筑节能领域，市场空间巨大；异丙醇胺在水泥外加剂、石油脱硫领域的应用前景也十分乐观，公司主要产品未来发展拥有市场和技术双重基础，未来三年公司业务规模有望再翻一番，长期成长看好。我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.68、0.95、1.26 元，给予“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	737	890	873	1,180	1,494
(+/-)%	32.5%	20.8%	-1.9%	35.2%	26.6%
经营利润 (EBIT)	97	102	153	204	262
(+/-)%	73.3%	5.5%	50.1%	32.8%	28.6%
净利润	56	67	107	150	198
(+/-)%	80.3%	20.1%	59.7%	40.0%	32.1%
每股净收益 (元)	0.35	0.43	0.68	0.95	1.26
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%	17.6%	17.3%	17.5%
净资产收益率 (%)	13.8%	15.0%	20.5%	23.9%	25.4%
投入资本回报率 (%)	19.6%	21.6%	27.1%	31.4%	36.3%
EV/EBITDA	48.9	46.6	31.8	23.4	20.2
市盈率	51.1	42.5	26.6	19.0	14.4
股息率 (%)	1.2%	1.2%	1.7%	2.2%	2.2%

评级：**增持**

上次评级：谨慎增持

目标价格：**¥ 24.00**

上次预测：¥ 18.00

当前价格：

¥ 18.11

2009.07.30

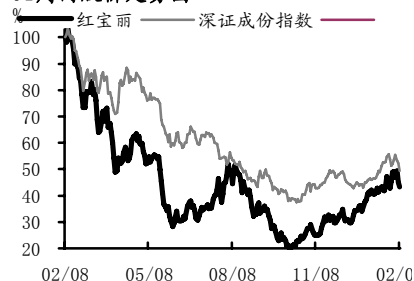
交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.95 ~ 23.60
总市值 (百万元)	2,205
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)	3.1
日均成交值 (百万元)	46.2

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	4.5
资产负债率	28.0%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.11	0.15
Q2	0.06	0.19
Q3	0.14	0.18
Q4	0.12	0.16
全年	0.43	0.68

52 周内股价走势图

升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	21.0	24.0	119.0
相对指数	1.8	-23.5	77.7

相关报告

领先服务提升市场份额，技术优势带来持续成长

(09.2.27)

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)

模型更新时间: 2009.07.30

股票研究

石化工业

化学原料及化学制品制造业

红宝丽(002165)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **¥24.00**

上次预测: ¥18.00

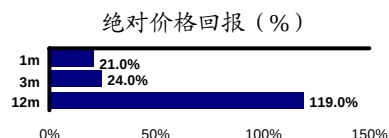
当前价格: **¥18.11**

公司网址:

www.hongbaoli.com

公司简介:

公司是我国聚氨酯硬泡组合聚醚和异丙醇胺的主要生产基地



52 周价格范围 6.95~23.60
市值 (百万) 2,205

财务预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表						
营业收入	556	737	890	873	1,180	1,494
营业成本	470	591	735	664	908	1,151
税金及附加	1	3	3	2	3	4
营业费用	10	15	17	17	22	28
管理费用	20	30	34	36	42	49
EBIT	56	97	102	153	204	262
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	37	0	0	0	0	0
财务费用	12	11	12	8	10	10
营业利润	43	85	89	139	192	251
所得税	11	27	18	22	31	40
少数股东损益	0	4	5	10	11	13
净利润	31	56	67	107	150	198
资产负债表						
货币资金、交易性金融	78	215	189	78	124	228
其他流动资产	153	278	261	269	340	393
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	123	121	128	230	258	298
无形及其他资产	24	23	63	61	60	58
资产合计	382	641	643	641	785	981
流动负债	201	226	174	87	115	146
长期负债	30	0	0	1	1	1
股东权益	143	403	448	521	626	779
投入资本(IC)	185	340	380	475	545	607
现金流量表						
NOPLAT	41	67	82	129	171	220
折旧与摊销	13	12	12	14	23	1
流动资金增量	2	(157)	6	5	(43)	(23)
资本支出	(35)	(10)	(58)	(114)	(50)	(40)
自由现金流	21	(88)	42	34	101	158
经营现金流	(47)	(74)	104	150	153	200
投资现金流	(36)	(11)	(60)	(120)	(52)	(41)
融资现金流	221	210	138	(141)	(55)	(55)
现金流净增加额	0	125	182	(111)	46	104
财务指标						
成长性						
收入增长率	#REF!	32.5%	20.8%	-1.9%	35.2%	26.6%
EBIT 增长率	#REF!	73.3%	5.5%	50.1%	32.8%	28.6%
净利润增长率	#REF!	80.3%	20.1%	59.7%	40.0%	32.1%
利润率						
毛利率	15.4%	19.7%	17.4%	23.9%	23.0%	23.0%
EBIT 率	10.0%	13.1%	11.5%	17.6%	17.3%	17.5%
净利润率	5.6%	7.6%	7.5%	12.3%	12.7%	13.3%
收益率						
净资产收益率(ROE)	#REF!	13.8%	15.0%	20.5%	23.9%	25.4%
总资产收益率(ROA)	8.1%	8.7%	10.4%	16.7%	19.1%	20.2%
投入资本回报率	22.4%	19.6%	21.6%	27.1%	31.4%	36.3%
运营能力						
存货周转天数	51	59	40	32	26	27
应收账款周转天数	31	30	33	35	30	31
总资产周转天数	233	254	263	268	220	216
净利润现金含量	(1.51)	(1.32)	1.55	1.40	1.02	1.01
资本支出/收入	6%	1%	7%	13%	4%	3%
偿债能力						
资产负债率	60.7%	35.3%	28.0%	14.7%	15.6%	15.6%
净负债率	27.2%	-18.6%	-19.8%	-15.0%	-19.9%	-29.3%
估值比率						
PE	#REF!	51.1	42.5	26.6	19.0	14.4
PB	9.5	3.4	4.5	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	#REF!	48.9	46.6	31.8	23.4	20.2
P/S	1.82	1.84	2.29	2.33	1.73	1.36
股息率	#REF!	1.2%	1.2%	1.7%	2.2%	2.2%

1、上半年经营回顾

1.1. 收入虽降，利润大增

2009 上半年公司实现销售收入 4.33 亿元，同比下降 15%；实现归属于母公司所有者净利润 5368 万元，同比增长 84.74%，净资产收益率 11.47%，摊薄后 EPS 为 0.34 元，高于我们的预期；实现每股经营性现金流量净额 0.2 元。

今年上半年原材料、产品价格受金融危机影响显著低于去年同期，导致虽然公司主导产品销量均有增长，但收入仍然出现下降。上半年公司硬泡组合聚醚和异丙醇胺的销量分别达到 2.93 万吨和 9002 吨，同比分别增长 8%和 39.1%，主要得益于政府家电下乡政策刺激下冰箱、冰柜产销量增长，以及国际市场对异丙醇胺的旺盛需求。利润大幅增长一方面在于销量增长且毛利率大幅上升；另一方面在于异丙醇胺产品结构调整，高毛利率的一、二异丙醇胺比例大幅上升，使得异丙醇胺产品获得的利润翻番增长。

分季度看，一季度实现收入 1.85 亿元，二季度为 2.48 亿元，环比增长 34.1%；一季度实现毛利 4885 万元，二季度为 5912 万元，环比增长 21%。

图 1：公司 2004 年以来主营收入及增长

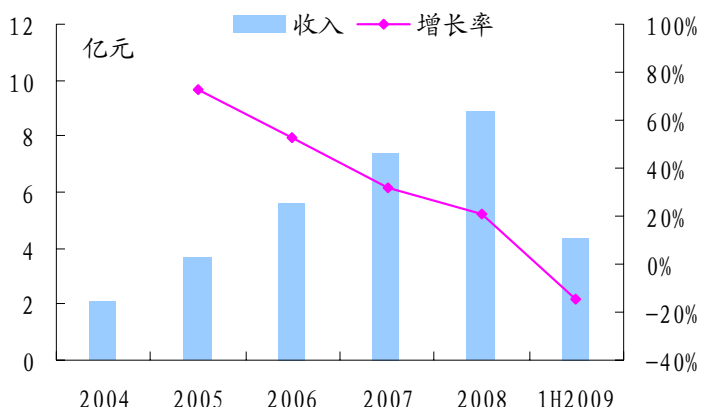


图 2：公司 2004 年以来净利润及增长

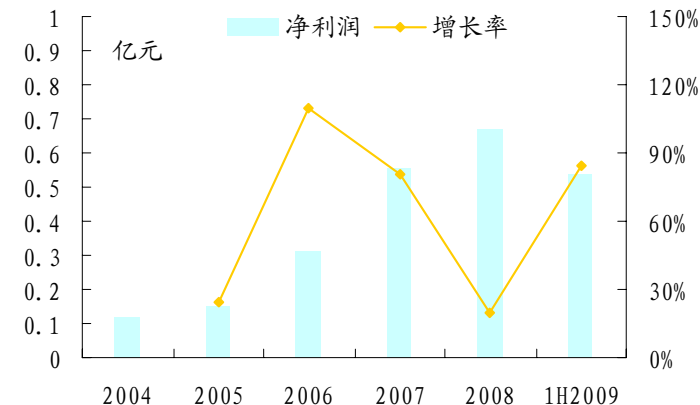


图 3：公司 2006 年以来单季度主营收入

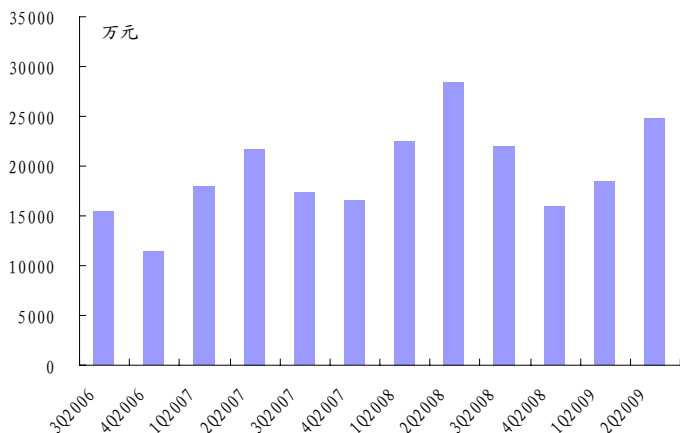


图 4：公司 2006 年以来单季度毛利

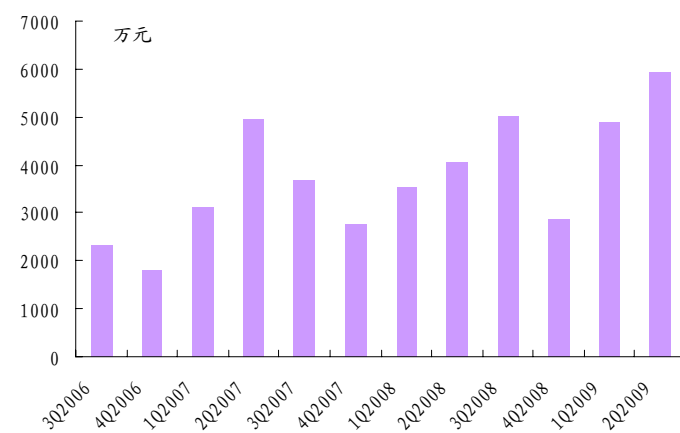


图 5: 公司 2004 年以来组合聚醚销量和增长率

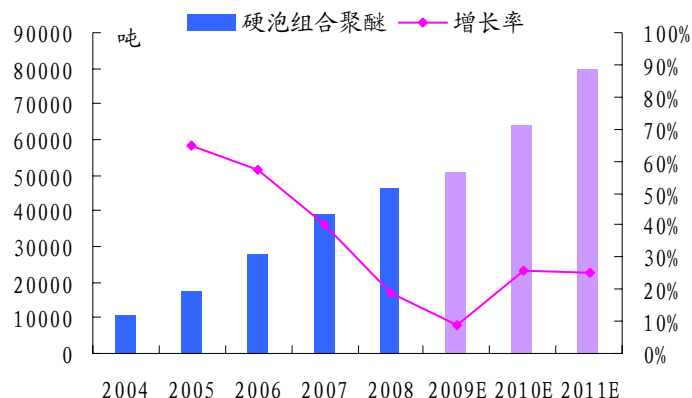


图 6: 公司 2004 年以来异丙醇胺销量和增长率

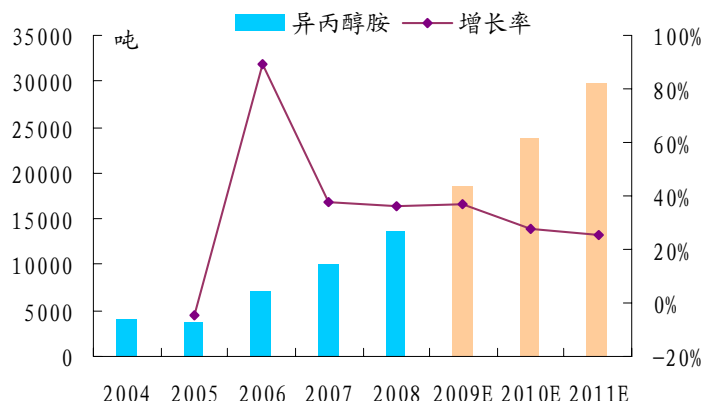


图 7: 2006 年以来公司水泥外加剂销量及预测

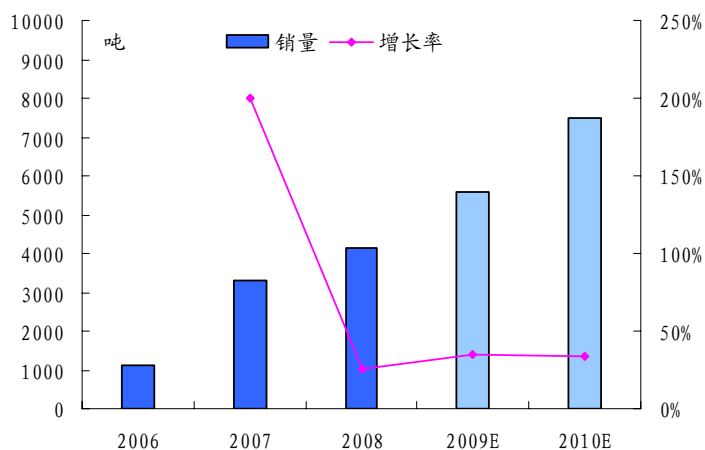
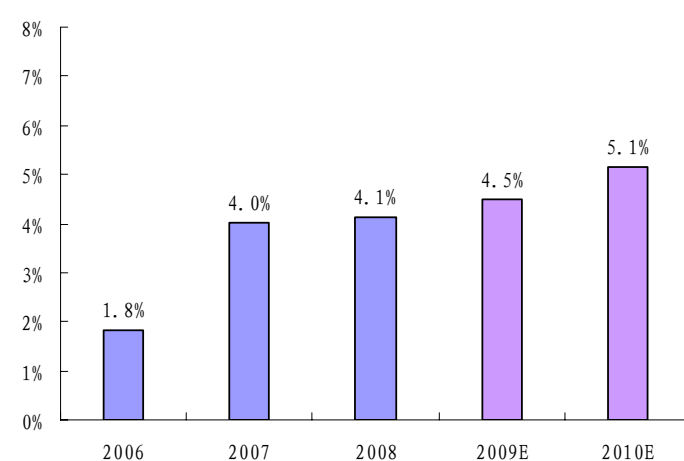


图 8: 2006 年以来公司水泥外加剂占总收入比重



资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

注: 产品销量 2009-2011 年为预测值

1.2. 上半年毛利率大幅上升

环氧丙烷是公司主要原材料，在硬泡组合聚醚成本中占比达到 50%，在异丙醇胺成本中占比更高达 70%以上。2008 年下半年，环氧丙烷价格暴跌，从高点 17000 元/吨跌至 6000 元/吨，今年一季度在低位徘徊，二季度有所回升，目前已回升至 10500 元/吨。比较而言，公司主导产品组合聚醚和异丙醇胺产品价格波动幅度不如环氧丙烷剧烈，使得公司一季度综合毛利率高达 26.5%，二季度有所回落，单季毛利率为 23.8%。

分产品看，上半年主要产品毛利率同比均大幅提高，其中硬泡组合聚醚毛利率上升 5.45 个百分点；异丙醇胺毛利率上升 15.97 个百分点；水泥外加剂毛利率上升 21.8 个百分点。异丙醇胺毛利率大增的原因一方面在于原材料环氧丙烷价格跌幅更大，另一方面在于单价更高的一、二异丙醇胺销量占比大幅提升，单价低的三异丙醇胺销量占比下降（一、二、三异丙醇胺生产成本相近）。水泥外加剂毛利率大幅上升除了原材料价格下降的原因外，公司开发出的新品种和部分高浓度品种也拥有更高的盈利能力。

图 9: 2004 年以来国内环氧丙烷价格

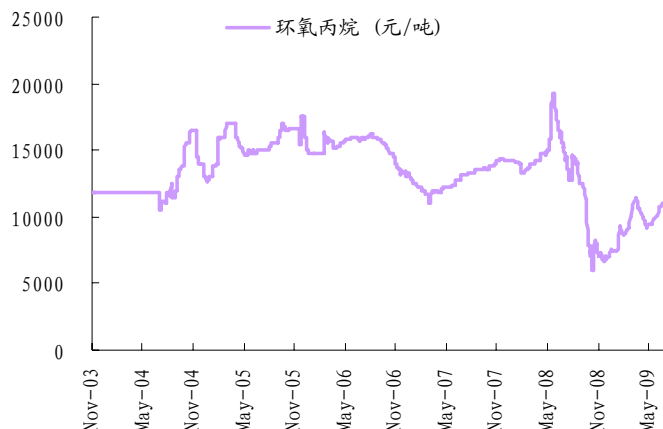


图 10: 2005 年以来华东市场硬泡单体聚醚价格

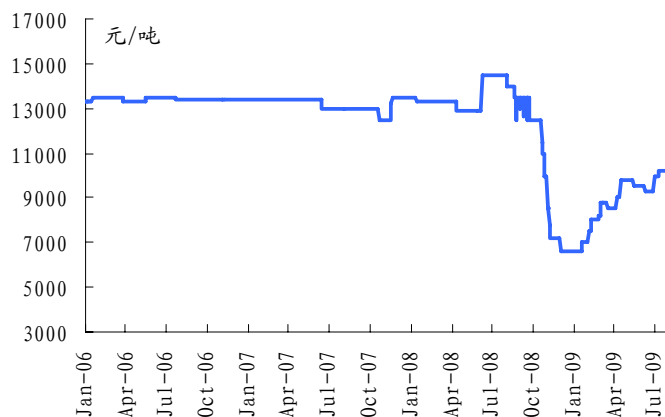


图 11: 2006 年 3 季度以来公司单季综合毛利率

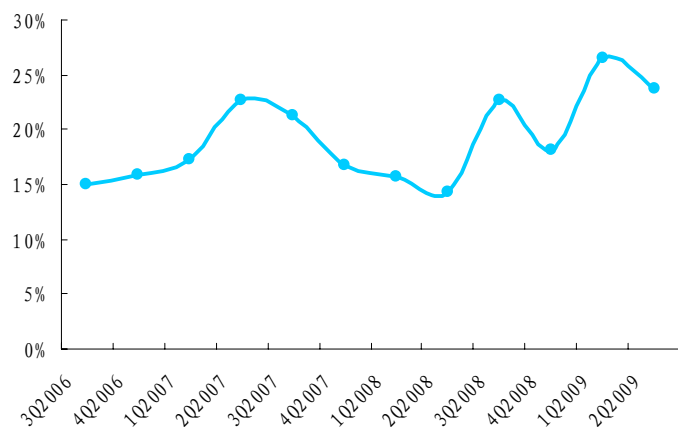
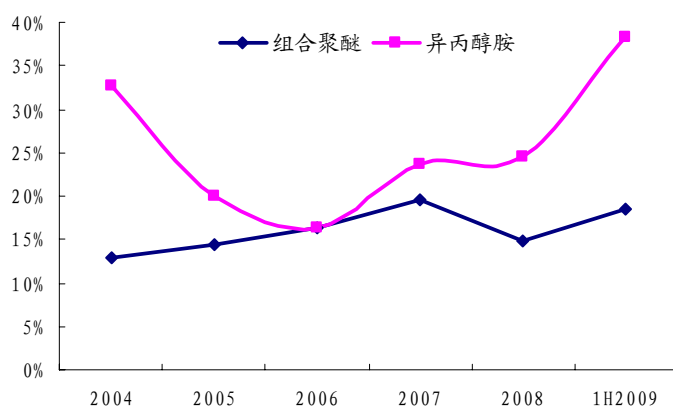


图 12: 公司 2004 年以来组合聚醚、异丙醇胺毛利率

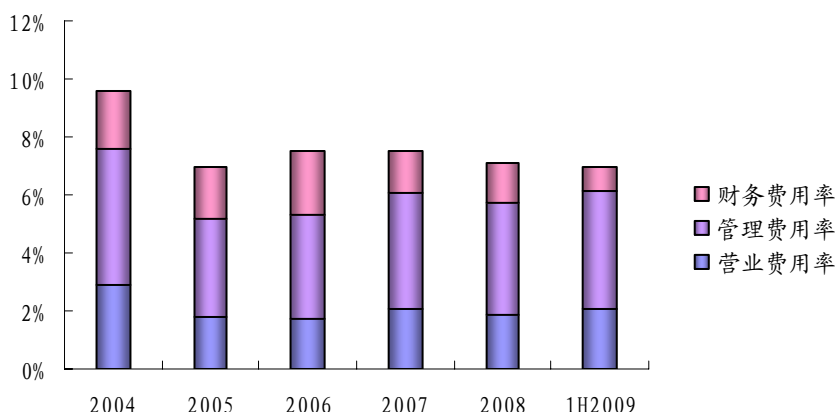


资料来源: 化工在线、环球聚氨酯网、公司财务报告、国泰君安证券

1.3. 费用率微降, 现金流状况良好

公司资产负债率为 32.8%, 属于稳健的低水平; 应收账款和存货保持在正常水平, 且应收账款中 98.72% 为一年内债权, 坏账风险低。上半年三项费用率为 6.94%, 继续保持微降态势; 实现经营活动净现金流 3159 万元, 而 2008 年同期为 1814 万元显示出良好的经营管理能力。

图 13: 公司 2004 年以来三项费用率情况



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

2. 5万吨聚醚年底投产，扩建2万吨异丙醇胺产能

公司上市募集资金将投资建设5万吨环保型聚氨酯硬泡组合聚醚项目将于今年年底建成投产。公司目前拥有4万吨硬泡组合聚醚产能，今年销量可达到5万吨，募集资金项目建成后产能将达到9万吨。

公司公告计划投入8400万元（其中1200万元为铺底流动资金）将异丙醇胺产能从目前的2万吨扩至4万吨，2010年1月可建成投产。由于公司在建设一期2万吨项目时就已预留了土地和公用工程，因此本次扩建只需对部分装置进行技术改造，并新建一条1万吨生产线。具体做法为将老的2万吨装置技改至3万吨，用于生产一、二异丙醇胺；新建一条1万吨生产线，用于生产三异丙醇胺。建设过程中老装置不用长时间停产，只需在对接管道和更新部分设备时阶段性停车，不会影响下半年异丙醇胺的销售。

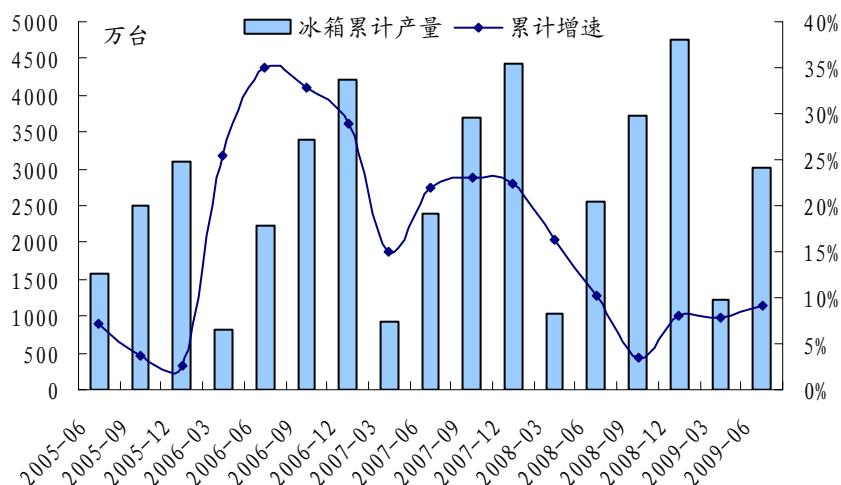
两个项目建成后，明年公司聚醚和异丙醇胺产能双双翻番，未来三年发展的基础已然具备。

3. 消化新增产能的举措

新增5万吨（实际为4万吨）硬泡组合聚醚产能的消化举措：

- 冰箱、冰柜行业自然增长提供一定需求增量。
- 继续提升在现有客户采购份额中的占比。
- 海尔、澳柯玛等目前还不是公司客户，未来将可能发展为公司客户。
- 海外市场方面，三星已在位于韩国的工厂开始试用公司组合聚醚产品；公司正在开拓欧洲家电制造中心土耳其的部分冰箱、冰柜制造商，目前进展良好，明年有望提供部分增量。
- 积极开拓快速增长的电热水器保温业务，增长较快。AO-Smith是公司的客户。
- 已成立子公司积极开发建筑节能市场。

图 14：2005 年以来我国冰箱累计产量和增速



资料来源：WIND，国泰君安证券

新增 2 万吨异丙醇胺产能的消化举措:

- 现有应用领域中, 异丙醇胺需求仍将保持快速增长。
- 一异丙醇胺在液晶清洗领域的应用增长很快。
- 三异丙醇胺在水泥外加剂领域对乙醇胺继续替代。
- 三异丙醇胺在非洲市场新开发用于生产农药。

4. 给予“增持”评级

中长期看, 硬泡组合聚醚的蓝海在建筑节能领域, 市场空间巨大; 异丙醇胺在水泥外加剂、石油脱硫领域的应用前景也十分乐观, 公司主要产品未来发展拥有市场和技术双重基础, 未来三年公司业务规模有望再翻一番, 长期成长看好。我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.68、0.95、1.26 元, 给予“增持”评级。

盈利预测假设:

	2007	2008	2009E	2010E
组合聚醚 (万吨)	3.92	4.65	5.10	6.40
不含税单价 (元/吨)	13022	13157	10800	11700
毛利率	19.6%	14.7%	18.3%	17.5%
异丙醇胺 (万吨)	1.00	1.36	1.88	2.38
不含税单价 (元/吨)	14348	15093	12930	13800
毛利率	23.7%	24.5%	36.6%	35.2%
水泥外加剂 (万吨)	0.33	0.42	0.56	0.75
不含税单价 (元/吨)	8934	8838	7000	8100
毛利率	26.3%	36.0%	45.7%	38.3%
环氧丙烷含税均价 (元/吨)		13000	9800	10800

5. 风险提示

环氧丙烷是公司最主要的原材料, 其价格受石油价格影响很大, 如果国际油价出现急速上涨, 公司生产成本将随之增加, 将影响公司盈利。

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,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。

国泰君安证券销售交易部

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) 23976666

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

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com