

红宝丽

002165

增持/ 维持评级

股 价	2009/07/30
RMB18.85	

基础数据

总股本（百万股）	158
流通 A 股（百万股）	86
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）	1615

财务数据

市净率 (X)	6.34
TRACING P/E (X)*	32.39
EPS (元)	0.34
股息率 (%)	1.59

*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@lhqz.com

盈利能力进一步提高

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	889.9	433.1	810.6	1093.0	1282.7
(+/-%)	20.8	-15.0	-8.9	34.8	17.4
归属母公司净利润(百万元)	67.0	53.7	90.6	116.9	140.1
(+/-%)	20.1	84.7	35.2	29.0	19.9
EPS(元)	0.43	0.34	0.58	0.74	0.89
P/E(倍)	44.3	55.3	26.1	20.2	16.9

■ 红宝丽中期业绩超出市场预期，成为金融危机中的受益者。公司在 2009H1 实现毛利率 25.1%，净利润率 13.4%，ROE11.47%。与 2008 年 H1 相比，盈利能力进一步提高。

■ 主要产品产量增长、市场占有率提高，反映了公司较强的竞争能力。毛利率同比小幅提高，反映了技术服务类公司盈利稳定的特征。

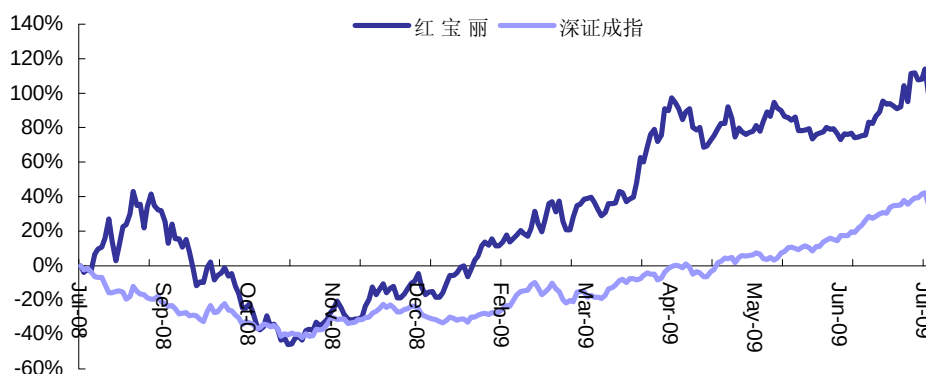
■ 2009H1 公司主要产品异丙醇胺毛利率高达 38.31%，超出我们预期的 26%，这成为公司业绩超预期的主要因素。异丙醇胺毛利率超出我们的预期，主要源于实际成本低于我们预期，即主要原材料环氧丙烷（PO）价格低于我们预期。

■ 公司主营产品组合聚醚和异丙醇胺都处于生命的成长周期。5 万吨组合聚醚项目将于 2009 年底或 2010 年初竣工，4 万吨异丙醇胺扩能改造项目已经开始。2010-2011 年，公司组合聚醚和异丙醇胺产品生产能力将各增长一倍。

■ 产量增长将为公司未来两年将持续高成长带来保证，高端产品的不断研发将继续提高公司的盈利能力，业绩有望继续超出预期。我们预计 2009 年全年的盈利能力也将继续好于 2008 年。

■ 公司当前估值合理，股价具有较大安全边际。我们继续维持当前的盈利预测，维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	450	488	499	700	营业收入	890	811	1093	1283
现金	189	228	208	383	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	8	7
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	114	146	175
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	830	986	1166	利润总额	90	114	146	175
流动负债	174	279	290	302	所得税	18	17	22	26
短期借款	100	200	200	200	净利润	72	97	124	149
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	117	140
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	0.58	0.74	0.89
其他非流动负债	6	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	180	304	335	367	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	15	21	28	37	成长能力				
股本	113	158	158	158	营业收入	20.8%	-8.9%	34.8%	17.4%
资本公积	182	137	137	137	营业利润	3.8%	28.4%	28.5%	19.9%
留存收益	154	211	327	468	归属于母公司净利润	20.1%	35.2%	29.0%	19.9%
归属母公司股东权益	448	505	622	762	获利能力				
负债和股东权益	643	830	986	1166	毛利率(%)	17.4%	20.7%	20.4%	20.5%
现金流量表					净利率(%)	7.5%	11.2%	10.7%	10.9%
单位: 百万元					ROE(%)	15.0%	17.9%	18.8%	18.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	21.4%	19.1%	19.1%	22.7%
经营活动现金流	97	117	128	162	偿债能力				
净利润	72	97	124	149	资产负债率(%)	28.0%	36.7%	34.0%	31.5%
折旧摊销	12	8	15	21	净负债比率(%)	55.62%	72.26%	71.57%	70.88%
财务费用	12	3	8	7	流动比率	2.59	1.75	1.72	2.32
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.24	1.54	1.51	2.08
营运资金变动	-6	7	-21	-14	营运能力				
其他经营现金流	5	1	0	0	总资产周转率	1.39	1.10	1.20	1.19
投资活动现金流	-45	-160	-160	0	应收账款周转率	11	9	12	13
资本支出	45	160	160	0	应付账款周转率	20.08	17.76	21.20	21.59
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.58	0.74	0.89
筹资活动现金流	-78	83	12	13	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.74	0.81	1.03
短期借款	-10	100	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.21	3.95	4.84
长期借款	0	20	20	20	估值比率				
普通股增加	38	45	0	0	P/E	35.24	26.07	20.21	16.86
资本公积增加	-38	-45	0	0	P/B	5.27	4.68	3.80	3.10
其他筹资现金流	-68	-37	-8	-7	EV/EBITDA	14	13	9	8
现金净增加额	-26	39	-21	176					

数据来源: 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 3870 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。