

## 化工新材料III



郑方铤

证书号: S0190207120108

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

## 红宝丽 (002165)

业务多点开花,  
原料涨价无碍全年增长

推荐 (维持)

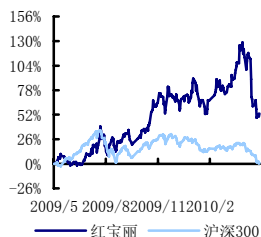
## 市场数据

| 报告日期        | 2010-5-13   |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 15.40       |
| 52周最高/最低(元) | 36.40/14.95 |
| 总股本(百万股)    | 252.00      |
| 流通股本(百万股)   | 134.24      |
| 总市值(百万元)    | 3880.80     |
| 流通市值(百万元)   | 2067.31     |
| 每股净资产(元)    | 2.06        |

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 924    | 1488   | 1785   | 2125   |
| 同比增长(%)    | 3.78%  | 61.13% | 19.97% | 19.03% |
| 净利润(百万元)   | 99     | 147    | 190    | 241    |
| 同比增长(%)    | 48.16% | 48.22% | 29.35% | 26.76% |
| 毛利率(%)     | 22.87% | 20.66% | 21.39% | 21.79% |
| 净利率(%)     | 10.76% | 9.89%  | 10.67% | 11.36% |
| 每股收益(元)    | 0.39   | 0.58   | 0.76   | 0.96   |
| 每股经营现金流(元) | 0.29   | 0.36   | 0.63   | 0.80   |

## 股价走势



## 投资要点

我们于前期赴南京调研了红宝丽,结合公司一季报信息,我们对公司的生产经营状况、业务发展前景和未来发展战略有了更深入的了解,现归纳如下:

- **组合聚醚: 新市场、新领域持续开拓。**红宝丽在冰箱(柜)、冷链集装箱等冷藏行业市场占有率达 25.3%,目前国内该领域市场容量约 24 万吨左右,公司也在不断开拓海外市场,以及太阳能、管道保温、建筑节能等新领域。
- **异丙醇胺: 前景广阔,技术优势突出。**异丙醇胺全球市场容量约 35 万吨,红宝丽生产工艺先进、成本优势突出,且具备定价权,公司通过持续拓展应用领域引导国内需求的战略值得期待。
- **原料涨价无碍全年增长。**2010 年一季度硬泡组合聚醚销量同比增长 69.96%,异丙醇胺销量增长 49.82%,募投项目 5 万吨组合聚醚已经于 4 月批量试生产,2 万吨异丙醇胺将于 5-6 月投产;一季度净利润下滑 10.19%源自原料上涨引致的毛利率下滑,我们预期公司整体毛利率将在二季度回升,加之新增产能陆续贡献利润,公司今年增长可期。
- **维持“推荐”评级。**我们预期公司整体毛利率将在二季度回升,新增产能将陆续贡献利润,而公司在新市场、新领域也在不断尝试突破,增长前景依然良好。我们小幅下调公司 2010-2012 年 EPS 预测至 0.58、0.76、0.96 元(转增摊薄后,未考虑建筑节能市场需求),维持“推荐”的投资评级。

## 相关报告

《产销量持续增长,新产能投放在即》2010-3-4

《季度净利润再创新高》2009-10-29

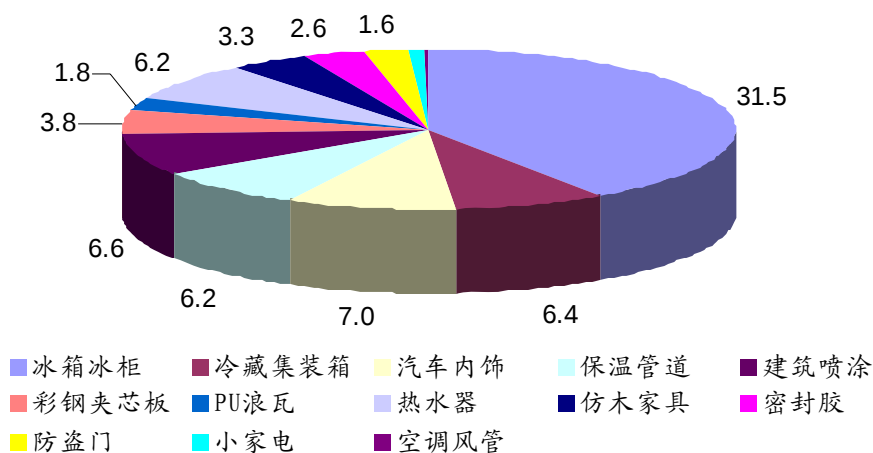
《毛利率提升带动利润大幅增长》2009-7-30

## 1、组合聚醚业务

### 1.1 新市场、新领域持续开拓

红宝丽的组合聚醚产品（制作聚氨酯硬泡）目前主要用于冰箱（柜）、冷链集装箱等冷藏行业，当前国内市场容量约 24 万吨，红宝丽的市场占有率达 25.3%。我们预计红宝丽组合聚醚业务的未来增长除了既有领域占有率的进一步提升（冰箱行业集中度的提升也有利于这一进程）外，还包括：1、海外市场开拓；2、新领域的持续开发，包括太阳能（目前与行业知名企业商谈合作事宜）、管道保温和建筑节能领域。

图 1 2007 年中国聚氨酯硬泡下游消费构成（万吨）



数据来源：兴业证券研发中心

备注：组合聚醚与聚氨酯硬泡的换算比例约 1:2.2-2.4

### 1.2 建筑节能市场需多方助力

按照中性条件（65%节能效果，2010 年全国城镇既有建筑节能改造比例分别为大城市 25%，中等城市 15%，小城市 10%，新建建筑中节能建筑占比 75%，聚氨酯硬泡市场占有率 40%）测算，则建筑节能市场的聚氨酯硬泡年需求约 46 万吨，对应组合聚醚需求约 20 万吨/年。

相比聚苯乙烯等材料，聚氨酯硬泡导热系数低（相应保温层厚度小）、阻燃性能好，但是由于成本较高，下游市场分散，且缺乏统一的行业标准，因此实际推广进度较慢。我们认为建筑节能未来发展取决于三方面：成本的降低、性能（尤其是阻燃）的提升、国家相关政策标准的推动。红宝丽设立新材料公司，就是针对聚氨酯下游巨大市场，利用这一平台延伸拓展聚氨酯保温板、喷涂等产品，在技术、市场等方面做准备。

## 2、异丙醇胺业务

### 2.1 异丙醇胺前景广阔

异丙醇胺分为一异、二异和三异三种，其中一异主要用于杀菌剂、清洗剂，二异主要用于油气脱硫剂、橡胶防老剂，三异主要用于农药、医药中间体和水泥外加剂。全球市场容量约 35 万吨，国内市场尚处导入期；目前欧美、中东等地区 80% 炼油企业使用二异丙醇胺脱硫剂，公司市场占有率约 30%。

公司未来计划在包括水泥外加剂、农药、医药中间体和橡胶防老剂等下游应用持续拓展，引导国内需求。另外，异丙醇胺对于乙醇胺（全球市场容量约 260 万吨）的替代也始终存在（尤其是清洁剂领域）。

### 2.2 超临界生产工艺优势突出

通过市场的持续开拓，特别是东南亚等新兴市场，红宝丽 09 年销量约 1.86 万吨（实际产量超过 1.9 万吨），外销比例 70% 以上，2010 年一季度销量同比增长 49.82%。异丙醇胺作为标准化产品，成本控制是关键竞争要素，公司生产工艺先进（表 1），成本低于陶氏、巴斯夫等竞争对手，产品竞争力较强且具备定价权。

**表 1 异丙醇胺生产工艺比较**

|      | 间歇式低压低浓度氨水法                    | 连续高压高浓度氨水法          | 连续高压超临界法                     |
|------|--------------------------------|---------------------|------------------------------|
| 生产方式 | 间歇法                            | 连续法                 | 连续法                          |
| 反应机理 | 氨水生产法                          | 氨水生产法               | 超临界法                         |
| 原料   | 25%氨水                          | 40%~90%氨水溶液         | 95%~97%氨水溶液                  |
| 能耗   | 高（需大量脱水）                       | 较低                  | 最低                           |
| 规模   | 1500 吨/年以下                     | 5000 吨/年以上          | 5000 吨/年以上                   |
| 产品质量 | 产品的纯度和色泽的稳定性较差，副产物污染较大         | 副产物较多，产品纯度不高        | 产品纯度（99%以上）和色泽达国际先进水平，无任何副产物 |
| 产品结构 | 大部分仅能生产单一产品，且价值较低的三异产量达 20~25% | 连续化生产，分段生成一、二、三异丙醇胺 | 产品窄幅分布，产品结构可自主调整，三异比例低于 5%   |
| 经济性  | 较低                             | 较高                  | 低                            |
| 代表企业 | 国内中小型企业                        | 巴斯夫、陶氏等             | 红宝丽                          |

资料来源：兴业证券研发中心

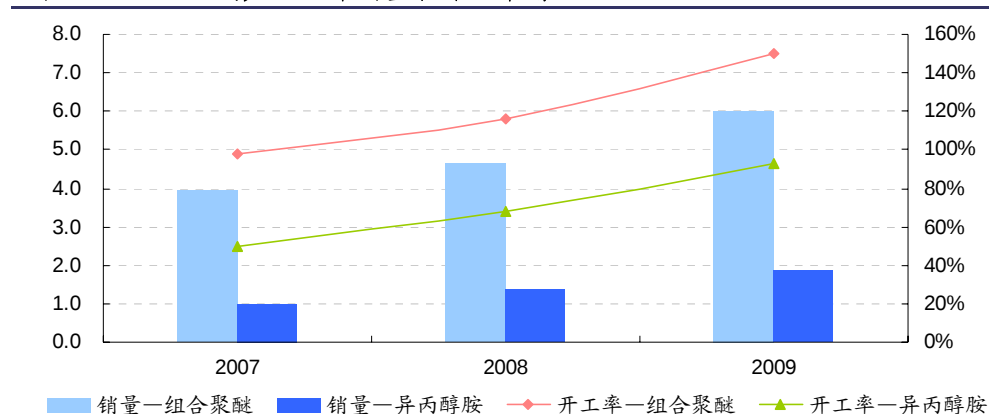
## 3、2010 年公司增长前景分析

### 3.1 今年产能将大幅扩张

红宝丽募投项目 5 万吨组合聚醚已经于 4 月批量试生产，2 万吨异丙醇胺将于 5-6 月投产，产能分别扩大至 9 万吨/年和 4 万吨/年。此前，公司由于聚醚产能不足，

有部分单体聚醚生产外包，影响了产品成本，新增产能将有效解决这一问题，为增长再添动力。而在产能扩大之后，公司的太阳能用聚醚、建筑保温板、喷涂料、高阻隔薄膜等产品也将实现有序开发。

图2 红宝丽主要产品历年销量和开工率情况（万吨）



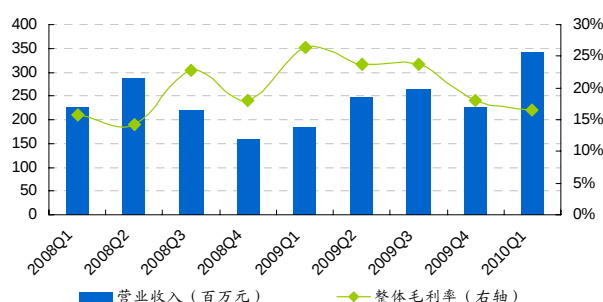
数据来源：兴业证券研发中心

备注：硬泡组合聚醚作为精细化工产品，原有生产线可以通过技改、加班等提升部分产能，同时公司也将部分加工业务外包，故08、09年开工率超过100%；

### 3.2 毛利率将于二季度回升

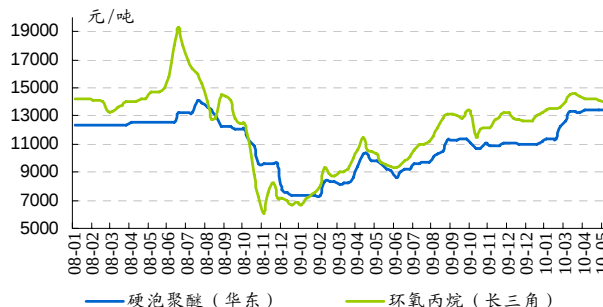
2010年一季度显示，公司实现收入3.43亿元，同比增长85.72%，其中硬泡组合聚醚销量同比增长69.96%，异丙醇胺销量同比增长49.82%；实现归属母公司股东的净利润2165万元，同比下滑10.19%，公司整体毛利率自09年一季度以来呈逐季下滑态势，虽然毛利率较高的异丙醇胺占比不断提升，但是原料价格上涨过快而产品价格调整滞后（定价模式造成）拖累了毛利率，2010年一季度环氧丙烷均价同比上涨76.90%，而硬泡组合聚醚均价同比仅上涨24.82%。

图3 红宝丽逐季营业收入和毛利率情况



资料来源：兴业证券研发中心

图4 环氧丙烷和硬泡聚醚价格走势（元/吨）



资料来源：兴业证券研发中心

一季度整体毛利率逼近历史低谷（2008年二季度为14.28%），4月份以来硬泡聚醚价格普遍有所上涨，而环氧丙烷价格预计将有回落，我们预期公司整体毛利率将在二季度回升，加之新增产能陆续贡献利润，公司今年增长可期。

#### 4、维持“推荐”评级

我们预期公司整体毛利率将在二季度回升，新增产能将陆续贡献利润，公司在新市场、新领域也在不断尝试突破，聚醚出口逐年放量，异丙醇胺下游应用持续拓宽（尤其是橡胶防老剂，我们预计年内很可能就会出现实质进展），公司增长前景依然良好。结合公司一季报信息，我们小幅下调公司 2010-2012 年 EPS 预测至 0.58、0.76、0.96 元（分配摊薄后，未考虑建筑节能市场需求），维持“推荐”的投资评级。

## 附表

**资产负债表**

| 单位: 百万元        | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 503  | 729   | 873   | 1037  |
| 货币资金           | 135  | 223   | 268   | 319   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 135  | 141   | 170   | 202   |
| 其他应收款          | 3    | 4     | 5     | 6     |
| 存货             | 124  | 176   | 209   | 248   |
| <b>非流动资产</b>   | 262  | 272   | 278   | 281   |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 122  | 157   | 173   | 179   |
| 在建工程           | 72   | 43    | 29    | 22    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 65   | 70    | 74    | 79    |
| <b>资产总计</b>    | 765  | 1001  | 1151  | 1319  |
| <b>流动负债</b>    | 223  | 315   | 287   | 230   |
| 短期借款           | 110  | 152   | 95    | 6     |
| 应付票据           | 22   | 47    | 56    | 66    |
| 应付账款           | 63   | 83    | 98    | 116   |
| 其他             | 28   | 33    | 37    | 42    |
| <b>非流动负债</b>   | 7    | 7     | 6     | 5     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 7    | 7     | 6     | 5     |
| <b>负债合计</b>    | 230  | 322   | 292   | 236   |
| 股本             | 158  | 252   | 252   | 252   |
| 资本公积           | 137  | 42    | 42    | 42    |
| 未分配利润          | 188  | 311   | 460   | 649   |
| 少数股东权益         | 21   | 35    | 52    | 73    |
| <b>股东权益合计</b>  | 535  | 680   | 858   | 1083  |
| <b>负债及权益合计</b> | 765  | 1001  | 1151  | 1319  |

**现金流量表**

| 单位: 百万元           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 99   | 147   | 190   | 241   |
| 折旧和摊销             | 14   | 15    | 19    | 22    |
| 资产减值准备            | 2    | 1     | 2     | 2     |
| 无形资产摊销            | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 9    | 5     | 3     | -2    |
| 投资损失              | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 9    | 13    | 18    | 21    |
| 营运资金的变动           | 70   | 89    | 72    | 83    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 64   | 91    | 159   | 201   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -70  | -25   | -25   | -25   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -32  | 22    | -90   | -125  |
| 现金净变动             | -39  | 88    | 45    | 51    |
| 现金的期初余额           | 189  | 135   | 223   | 268   |
| 现金的期末余额           | 150  | 223   | 268   | 319   |

**利润表**

| 单位: 百万元        | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>    | 924  | 1488  | 1785  | 2125  |
| 营业成本           | 712  | 1181  | 1403  | 1662  |
| 营业税金及附加        | 3    | 5     | 6     | 7     |
| 销售费用           | 20   | 31    | 36    | 40    |
| 管理费用           | 40   | 64    | 75    | 87    |
| 财务费用           | 9    | 5     | 3     | -2    |
| 资产减值损失         | 3    | 1     | 1     | 1     |
| 公允价值变动         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>    | 137  | 201   | 261   | 329   |
| 营业外收入          | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 营业外支出          | 2    | 2     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>    | 136  | 201   | 260   | 328   |
| 所得税            | 28   | 40    | 52    | 66    |
| 净利润            | 108  | 161   | 208   | 263   |
| 少数股东损益         | 9    | 13    | 18    | 21    |
| <b>归属母公司净利</b> | 99   | 147   | 190   | 241   |
| <b>EPS (元)</b> | 0.39 | 0.58  | 0.76  | 0.96  |

**主要财务比率**

|                | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 3.8%  | 61.1% | 20.0% | 19.0% |
| 营业利润增长率        | 54.1% | 47.4% | 29.5% | 26.1% |
| 净利润增长率         | 48.2% | 48.2% | 29.3% | 26.8% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 22.9% | 20.7% | 21.4% | 21.8% |
| 净利率            | 10.8% | 9.9%  | 10.7% | 11.4% |
| ROE            | 19.3% | 22.8% | 23.6% | 23.9% |
| <b>偿债能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 30.1% | 32.1% | 25.4% | 17.9% |
| 流动比率           | 2.26  | 2.32  | 3.05  | 4.50  |
| 速动比率           | 1.70  | 1.75  | 2.31  | 3.42  |
| <b>营运能力(次)</b> |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.31  | 1.69  | 1.66  | 1.72  |
| 应收帐款周转率        | 8.08  | 10.23 | 10.91 | 10.87 |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.39  | 0.58  | 0.76  | 0.96  |
| 每股经营现金         | 0.29  | 0.36  | 0.63  | 0.80  |
| 每股净资产          | 2.04  | 2.56  | 3.20  | 4.01  |
| <b>估值比率(倍)</b> |       |       |       |       |
| PE             | 41.50 | 28.00 | 21.65 | 17.08 |
| PB             | 8.03  | 6.39  | 5.11  | 4.08  |

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构客户部

### 上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: [dengyp@xyzq.com.cn](mailto:dengyp@xyzq.com.cn)

盛英君

电话: 021-38565938

Email: [shengyj@xyzq.com.cn](mailto:shengyj@xyzq.com.cn)

过 枫

电话: 021-38565966

Email: [guofeng120@hotmail.com](mailto:guofeng120@hotmail.com)

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: [jydadao@sina.com](mailto:jydadao@sina.com)

### 北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: [hanyh@xyzq.com.cn](mailto:hanyh@xyzq.com.cn)

### 广东地区销售经理

朱元戢

电话: 021-38565941

Email: [zhuyy@xyzq.com.cn](mailto:zhuyy@xyzq.com.cn)

## 重要声明

兴业证券系列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。