

2010年5月17日

红宝丽

聚氨酯白料龙头

A
未有评级

002165.SS - 人民币 16.56

陈恬*

(8621) 68604866-8503

tian.chen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(4)	(26)	(2)	64
相对新华富时A50指数(%)	18	(10)	11	66

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	252
流通股 (%)	53.2
流通股市值 (人民币 百万)	2,155.3
3个月日均交易额 (人民币 百万)	65
净负债比率 (%)	21.6
主要股东 (%)	
江苏宝元投资管理有限公司	26.7

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*苏文捷为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

红宝丽是国内硬泡组合聚醚最大的供应商，硬泡组合聚醚目前产能为4万吨/年，新增5万吨/年产能今年4月份开始试生产，达产后公司将进一步巩固国内第一大硬泡组合聚醚供应商的地位。对于异丙醇胺来说，公司采用的连续高压超临界合成工艺，具有较高的技术壁垒，产能由2万吨扩4万吨预计将于今年6月份完成。

主要发现

- **行业概述。**聚氨酯硬质泡沫塑料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。异丙醇胺是一种绿色精细化工原料，与乙醇胺同为醇胺类产品，应用性能优异、环保性能好、具有亲和性，对环境及人体的危害较其他类似产品要小，是目前世界发达国家极力推崇和鼓励发展的一种绿色化工产品，逐渐被用于与乙醇胺应用领域相同的部分产品。
- **产能水平。**公司是硬泡组合聚醚、异丙醇胺的龙头企业，新建5万吨/年组合聚醚装置已于今年4月份试生产，公司产能将达到9万吨/年，进一步巩固龙头地位。异丙醇胺装置2万吨/年技改扩建计划预计将于今年6月份完成，届时公司异丙醇胺产能达到4万吨/年，巩固国内龙头地位。
- **收入和利润分析。**从2005年至2009年，公司的产能和营业收入不断增长，营业收入年均增长率达到26.13%，而净利润水平提升幅度更大，2005至2009年年均增长率达到64.51%，这一方面是由于公司产能利用率不断提高，另外就是组合聚醚对于环氧丙烷的依赖程度不断降低。
- **未来展望。**今年公司组合聚醚4万吨扩9万吨、异丙醇胺2万吨扩4万吨即将完成，公司的产能瓶颈问题将得以缓解，预计公司未来三年的营业收入将以20-30%的增速进行增长。
- **主要风险。**公司原材料环氧丙烷价格主要受到上游石油价格波动的影响，从而导致公司业绩波动。另外，建筑保温领域将是未来组合聚醚下游应用的一个重要部分，其进展程度受国家政策实施效果的影响。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日：12月31日	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	736.51	889.9	923.53	1,340.81	1,696.63
增长率(%)	(32.48)	(20.83)	3.78	45.18	26.54
归属于母公司的净利润(百万元)	55.81	67.05	99.34	152.75	200.41
增长率(%)	(80.27)	20.14	48.16	53.77	31.2
每股收益(元)	0.744	0.596	0.631	0.606	0.795
市盈率(倍)	20.6	25.7	24.3	25.2	19.2
每股经营现金流量(元)	(0.62)	0.86	0.46	0.41	0.69

资料来源：公司数据及万得资讯

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

公司背景

红宝丽前身是南京市聚氨酯化工厂，具有 20 年研究、开发聚氨酯产品的历史，目前主营聚氨酯、异丙醇胺系列产品的研制开发和生产经营，拥有 4 万吨硬泡组合聚醚、2 万吨异丙醇胺、1 万吨水泥外加剂的生产能力，公司硬泡组合聚醚生产规模居国内第一，异丙醇胺生产规模排名亚洲第一、全球第三。公司是国内硬泡组合聚醚主要供应商，是世界上异丙醇胺产品主要生产企业之一，位列中国化工企业 500 强。

行业概览

聚醚是由起始剂(含活性氢基团的化合物)与环氧丙烷(PO)等在催化剂存在下经加聚反应制得。组合聚醚是合成聚氨酯的主要原料之一，硬泡组合聚醚(俗称白料)和聚合 MDI(俗称黑料)通过发泡可制成聚氨酯硬质泡沫塑料。聚氨酯硬质泡沫塑料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。聚氨酯泡沫塑料的密度大小及软硬程度均可以随着原料及配方的不同而改变，加上成型施工方便，优于其它塑料品种。

我国自 90 年代开始，随着万吨级的异氰酸酯和聚醚装置以及数量众多的先进发泡生产线的引进投产，聚氨酯工业步入了快速发展阶段，并逐步开始生产聚氨酯硬泡。我国聚氨酯硬质泡沫塑料消费主要应用在家电、建筑、汽车、大型工程等行业，其中家电行业中的冰箱、冰柜是聚氨酯硬泡消费的最大应用领域。随着国内建筑节能标准的出台，建材行业将是聚氨酯硬泡消费增长潜力最大的应用领域。

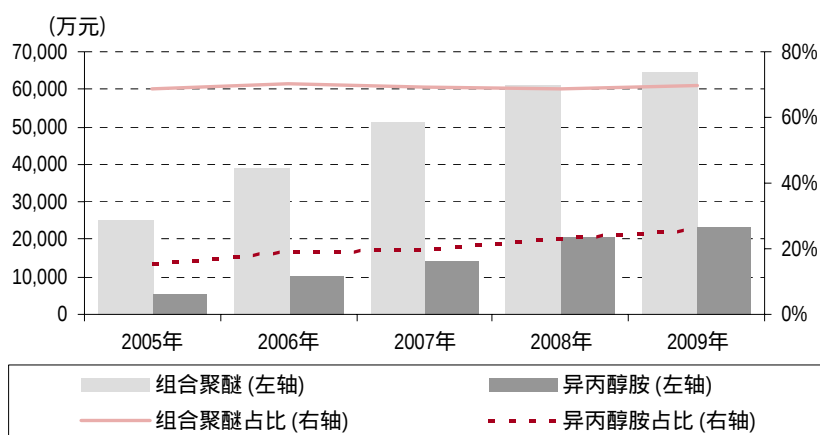
异丙醇胺是一种绿色精细化工原料，是一异丙醇胺(MIPA)、二异丙醇胺(DIPA)、三异丙醇胺(TIPA)的统称。异丙醇胺与乙醇胺同为醇胺类产品，具有应用性能优异、环保性能好、亲和性好等特点，成为目前世界发达国家极力推崇和鼓励发展的一种绿色化工产品，逐渐被用于与乙醇胺应用领域相同的部分产品。

异丙醇胺目前已被广泛应用于生产表面活性剂、化妆品/个人护理用品、染料及颜料、医药及农药中间体、纺织助剂、工业与民用洗涤剂、酸性气体脱硫剂、金属保护剂、聚醚多元醇起始剂、水泥外加剂等多种产品。

主业分析

公司的主营业务按照大类可以分为：组合聚醚业务、异丙醇胺业务，从 2009 年年报来看，上述两项业务收入分别占到公司营业收入的 70%和 26%。从 2005 年以来的营业收入占比来看，组合聚醚业务在公司营业收入中占比一直维持在 70%左右看，而异丙醇胺业务收入占比不断提升，从 2005 年的 15% 提高到 2009 年的 26%。

图表 2.公司营业收入构成



资料来源: 公司半年报

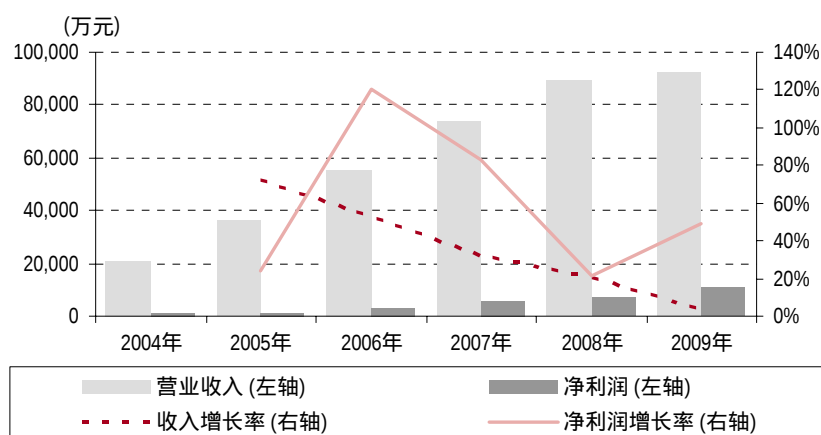
产能水平

公司是硬泡组合聚醚、异丙醇胺的龙头企业，新建 5 万吨/年组合聚醚装置已于今年 4 月份试生产，公司产能将达到 9 万吨/年，进一步巩固龙头地位。异丙醇胺装置 2 万吨/年技改扩建计划预计将于今年 6 月份完成，届时公司异丙醇胺产能达到 4 万吨/年，巩固国内龙头地位。

财务分析

公司在 2007 年 9 月上市，募集资金 2 亿元用于 5 万吨组合聚醚及 2 万吨异丙醇胺的产能扩张，募投项目今年即将投产，未来三年公司营业收入将呈现稳定增长的局面。从 2004 年至 2009 年，公司的产能及产能利用率不断提高，使得营业收入不断增长，但后期由于受产能限制，使得公司营业收入的增速有所放缓，但随着新增产能即将投产，营业收入未来三年仍将保持较高增速。而产能利用率提高及成本控制越来越好，使得净利润水平大幅度提升，每年都保持较高速度增长。

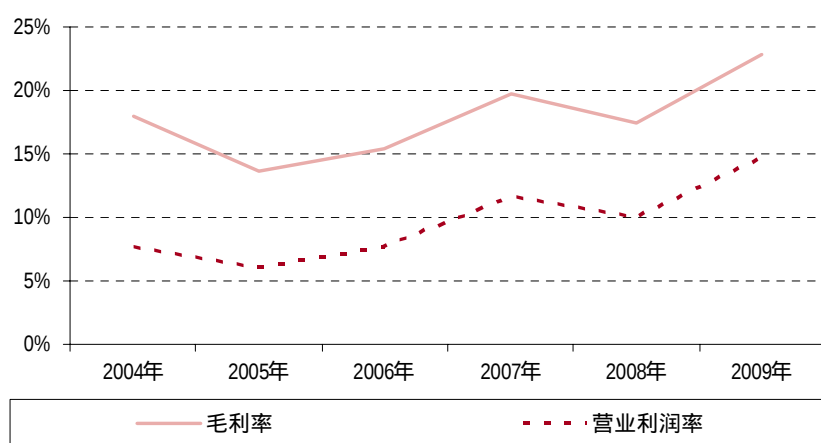
图表 3. 公司营业收入和净利润水平



资料来源：公司年报

从 2004 年至 2009 年，虽然金融危机给消费品行业带来一定影响，但家用电冰箱、冷冻箱的年均增速分别达到 14.86%、13.39%，冰箱冰柜的较快速度发展使得公司的毛利率及营业利润率从 2004 年以来稳步提高，体现了公司高成长性的特点。

图表 4. 公司年度利润率水平



资料来源：公司季报及中银国际研究

风险

公司原材料环氧丙烷价格主要受到上游石油价格波动的影响，从而导致公司业绩波动。另外，建筑保温领域将是未来组合聚醚下游应用的一个重要部分，其进展程度受国家政策实施效果的影响。

初步结论

作为国内组合聚醚、异丙醇胺的双料国内冠军，公司组合聚醚 4 扩 9、异丙醇胺 2 扩 4 项目将于今年完成，这将解决目前公司的产能瓶颈问题。从组合聚醚需求方面来说，冰箱、冰柜、太阳能热水器等行业迅速发展，公司个性化服务更是在市场中占据优势，预计公司在冷藏链中的市场占有率会继续提高。公司异丙醇胺采用的连续高压超临界合成工艺，具有较高的技术壁垒。目前正积极拓展下游需求空间，在液晶、轮胎、荧光增白剂等方面的应用也在拓展。随着公司新增产能逐步投产，我们看好公司的发展前途。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 5 月 13 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371