

化工新材料 II

**红宝丽 (002165.SZ) / 16.87 元**

## 原料成本上涨 盈利面临考验

### 事 项

红宝丽发布业绩预告修正公告，前三季度净利润增长 0-20%修改为同期相比下降幅度在 10% 以内。

### 主要观点

#### 1、主要原料环氧丙烷价格涨幅较大

7 月份以来，红宝丽主要原料环氧丙烷价格涨幅超过产品硬泡组合聚醚，主要产品硬泡组合聚醚毛利率下降，我们在化工行业月报中已经做过相关提示。

#### 2、产能释放在一定程度上压制了价格上涨空间

公司 2010 年 6 月份 5 万吨硬泡组合聚醚正式投产，公司产能由 4 万吨扩为 9 万吨。产能扩张在一定程度上抑制了产品价格上涨。

#### 3、关注人民币升值对公司出口产品的影响

公司另一主要产品异丙醇胺 70% 以上出口，在人民币升值的背景下，人民币升值对公司出口产生负面影响，另一方面，汇率波动在一定程度上影响公司盈利稳定。

#### 4、下游需求增速值得关注

数据显示，冰箱产量 7 月份同比增速为 26.79%，同比增速已经出现连续两个月下滑（5 月同比增速为 29.29%，6 月同比增速为 28.21%）。红宝丽硬泡组合聚醚主要用于冰箱生产，冰箱增速值得关注。

#### 5、盈利预测与投资评级

下调公司盈利预测 20%，预测公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 0.38 元、0.51 元和 0.65 元（之前预测公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 0.46 元、0.62 元和 0.78 元）。

由于公司正在向太阳能等新领域拓展，正在建设的 EVA 太阳能电池胶膜项目完全达产后将增加公司 EPS 为 0.09 元；我们推测，在该项目运行稳定后，公司将进一步向太阳能领域拓展，或将给公司带来较大发展空间，维持推荐评级。

研究员：高利

联系人：何多粮

Tel: 010-59370862

Email: heduoliang@hczq.com

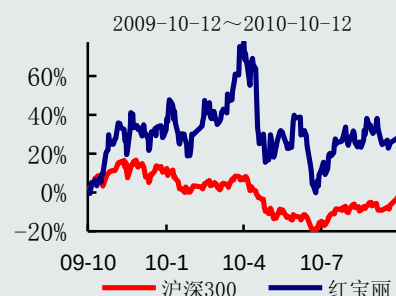
### 投资评级

|       |    |
|-------|----|
| 投资评级: | 推荐 |
| 评级变动: | 维持 |

### 公司基本数据

|                |           |
|----------------|-----------|
| 总股本(万股)        | 25200     |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 24651/0   |
| 资产负债率(%)       | 30.08     |
| 每股净资产(元)       | 3.26      |
| 市盈率(倍)         | 42.80     |
| 市净率(倍)         | 5.17      |
| 12 个月内最高/最低价   | 36.5/12.7 |

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

- 《太阳能领域带来新的亮点》  
2010-07-30
- 《低碳经济新材料 高转增回报股东》  
2010-02-28
- 《产能将翻倍 成长性良好》  
2010-01-19
- 《生产销售良好 产能明年翻倍》  
2009-11-27

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 503  | 809   | 985   | 1186  |
| 现金             | 135  | 300   | 342   | 384   |
| 应收账款           | 135  | 156   | 208   | 260   |
| 其它应收款          | 3    | 4     | 6     | 6     |
| 预付账款           | 34   | 52    | 63    | 94    |
| 存货             | 124  | 164   | 197   | 256   |
| 其他             | 72   | 133   | 171   | 186   |
| <b>非流动资产</b>   | 262  | 247   | 235   | 223   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 122  | 111   | 100   | 88    |
| 无形资产           | 65   | 65    | 65    | 65    |
| 其他             | 74   | 71    | 71    | 70    |
| <b>资产总计</b>    | 765  | 1056  | 1221  | 1409  |
| <b>流动负债</b>    | 223  | 424   | 434   | 426   |
| 短期借款           | 110  | 417   | 428   | 420   |
| 应付账款           | 63   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 50   | 7     | 7     | 7     |
| <b>非流动负债</b>   | 7    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 7    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 230  | 424   | 434   | 426   |
| 少数股东权益         | 21   | 30    | 41    | 55    |
| 股本             | 158  | 252   | 252   | 252   |
| 资本公积金          | 137  | 53    | 67    | 84    |
| 留存收益           | 219  | 299   | 427   | 592   |
| 归属母公司股东权益      | 514  | 603   | 746   | 928   |
| <b>负债和股东权益</b> | 765  | 1056  | 1221  | 1409  |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 72   | -113  | 40    | 60    |
| 净利润            | 108  | 103   | 140   | 179   |
| 折旧摊销           | 14   | 12    | 12    | 12    |
| 财务费用           | 9    | 23    | 24    | 27    |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -61  | -247  | -135  | -158  |
| 其它             | 3    | -5    | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -92  | 0     | 0     | 0     |
| 资本支出           | 94   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 2    | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -36  | 278   | 1     | -18   |
| 短期借款           | 10   | 307   | 11    | -8    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 45   | 95    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -45  | -84   | 14    | 18    |
| 其他             | -46  | -39   | -24   | -27   |
| <b>现金净增加额</b>  | -56  | 165   | 41    | 43    |

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 924  | 1384  | 1781  | 2076  |
| 营业成本            | 712  | 1145  | 1473  | 1697  |
| 营业税金及附加         | 3    | 4     | 5     | 6     |
| 营业费用            | 20   | 28    | 36    | 43    |
| 管理费用            | 40   | 57    | 73    | 87    |
| 财务费用            | 9    | 23    | 24    | 27    |
| 资产减值损失          | 3    | 5     | 5     | 5     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 137  | 122   | 164   | 210   |
| 营业外收入           | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 2    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 136  | 122   | 164   | 210   |
| 所得税             | 28   | 18    | 25    | 32    |
| <b>净利润</b>      | 108  | 103   | 140   | 179   |
| 少数股东损益          | 9    | 8     | 11    | 14    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 99   | 95    | 128   | 164   |
| EBITDA          | 159  | 157   | 200   | 249   |
| EPS（元）          | 0.63 | 0.38  | 0.51  | 0.65  |

主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 3.8%   | 49.9%  | 28.6%  | 16.6%  |
| 营业利润           | 54.1%  | -10.9% | 34.9%  | 28.1%  |
| 归属母公司净利润       | 48.2%  | -4.2%  | 34.9%  | 28.1%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 22.9%  | 17.3%  | 17.3%  | 18.2%  |
| 净利率            | 10.8%  | 6.9%   | 7.2%   | 7.9%   |
| ROE            | 19.3%  | 15.8%  | 17.2%  | 17.7%  |
| ROIC           | 22.4%  | 19.3%  | 21.5%  | 23.3%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 30.1%  | 40.1%  | 35.6%  | 30.2%  |
| 净负债比率          | 47.82% | 98.46% | 98.49% | 98.46% |
| 流动比率           | 2.26   | 1.91   | 2.27   | 2.78   |
| 速动比率           | 1.70   | 1.52   | 1.82   | 2.18   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 1.31   | 1.52   | 1.56   | 1.58   |
| 应收帐款周转率        | 9      | 10     | 10     | 9      |
| 应付帐款周转率        | 14.74  | 36.47  | -      | -      |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.39   | 0.38   | 0.51   | 0.65   |
| 每股经营现金         | 0.29   | -0.45  | 0.16   | 0.24   |
| 每股净资产          | 2.04   | 2.39   | 2.96   | 3.68   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 26.75  | 44.66  | 33.11  | 25.85  |
| P/B            | 5.17   | 7.05   | 5.70   | 4.58   |
| EV/EBITDA      | 27     | 27     | 21     | 17     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801