

化工新材料 II
红宝丽 (002165.SZ) / 16.03 元
产能迅速扩张，未来业绩持续增长
事项

12月14日，华创证券化工研究员对南京红宝丽公司进行了实地调研，就公司经营现状及未来的发展方向与公司高管进行了交流，并参观了公司的生产线。

主要观点

原料价格大幅上涨，盈利能力有所下降。今年环氧丙烷等主要原材料价格大幅上涨，公司主要产品毛利率有所下降。目前公司聚合聚醚产品的定价模式是紧盯环氧丙烷价格：主要采取上个月的环氧丙烷的平均价格乘以一个系数，再加上一定的加工费用，这一定价模式导致了公司产品提价有一定的滞后性，在一定程度上影响了公司组合聚醚的盈利能力，未来公司将采取更为灵活的定价策略应对原料价格上涨带来的压力，同时随着明年环氧丙烷价格涨速的趋缓，公司盈利能力有望得到恢复。

5万吨组合聚醚装置运行正常，产能瓶颈得到一定程度的缓解。公司90%的聚醚产品下游为冰箱、冰柜等领域。近年来我国冰箱、冰柜产量迅速增加，预计到2012年，国内冰箱、冰柜对组合聚醚需求量将达到35.5万吨。目前公司产品供不应求，预计今年销量将超过7.5万吨。随着公司6万吨非公开发行项目的投产，公司组合聚醚产能将达到15万吨，产能瓶颈将得到有效缓解，并且公司明年有望向聚氨酯板材等下游领域扩张，进一步加强盈利能力。

太阳能热水器、建筑等领域未来需求巨大。公司积极介入太阳能热水器等其它下游领域，参与制定了太阳能聚氨酯硬泡国家标准的制定。目前皇明等热水器厂商已经成为公司客户。未来随着太阳能热水器品质要求的提高，对高端组合聚醚的需求将随之增加。另外，建筑领域管材、板材、密封胶等下游对组合聚醚的需求量也将大幅提升。综合预计明后两年国内组合聚醚需求量将分别达到65万吨和76万吨。公司新增产能的消化不成问题。

异丙醇胺将是公司未来重要的盈利增长点。异丙醇胺下游用途广泛，可应用于清洗剂、杀菌剂、医药、农药中间体、石化脱硫、水泥外加剂等多个下游，并且有新的应用领域不断被开发出来。公司异丙醇胺去年销量约为1.85万吨，今年销量将提高20%，明年销量将超过3万吨，未来完全达产后将达到4万吨的产能。目前公司产品70%以上用于出口，每吨价格在2000美金以上，定价策略上公司倾向于保持稳定合理的毛利率水平。同时，近年来国内异丙醇胺需求迅速增长，公司国内销量增速超过35%，国内异丙醇胺市场的逐渐成熟为公司的发展提供了良好的机遇。公司是国内唯一的连续法异丙醇胺生产企业，自主开发的“连续法高压超临界合成异丙醇胺”2万吨级的工业化装置，解决了异丙醇胺工艺中的产品质量、副产物数量、能耗控制、氨回收等问题，可以灵活生产高品质一、二、三异丙醇胺等多种产品。

水泥外加剂市场需进一步扩展。水泥外加剂是异丙醇胺的下游，公司目前拥有

证券分析师： 高利

执业编号： S0360209120018

联系人： 何多粮

Tel： 010-59370839

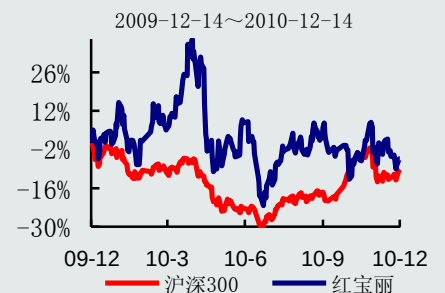
Email： zhouzheng@hczq.com

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)	40.66
市净率(倍)	4.92
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

《原料成本上涨 盈利面临考验》	2010-10-12
《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

产能 1 万吨，水泥生产中加入该产品可以提高球磨速度，起到降低能耗的作用，并且可以起到增加水泥强度等作用，且添加量仅为 0.02%。公司每年销量为 3000-4000 吨，正在大力进行市场拓展，目前客户主要为华新、盘古等公司。该产品目前国内竞争较为严重，但公司作为唯一的拥有主要原料异丙醇胺生产的水泥外加剂企业，有望在激烈的市场竞争中脱颖而出。

EVA 太阳能电池封装膜有望带来新的亮点。公司 1200 万平方米 EVA 膜生产线明年下半年将有望产生收益，该产品主要应用于太阳能电池的封装，技术壁垒较高，盈利能力较强。目前国内需求量为 3000-4000 万平方米，增速为 30%以上，国内产量难以满足需求，70%以上需要国外进口，价格为 20-30 元/平方米（含税价）。按 30%的毛利率计算，该项目达产后将增加公司收入 2.64 亿元，毛利 7900 万元。

盈利预测与投资评级。调高 2010-2012 年 EPS 至 0.39 元、0.54 元与 0.75 元（之前预测分别为 0.38 元、0.51 元和 0.65 元），以最新收盘价 16.03 元计算，对应的 PE 分别为 41 倍、30 倍和 21 倍，维持“推荐”的投资评级。

风险提示。原材料价格上涨超预期，新增项目不能按时投产，汇率大幅波动。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	503	739	901	1295
现金	135	273	312	422
应收账款	135	142	190	286
其它应收款	3	4	5	7
预付账款	34	50	60	94
存货	124	149	177	281
其他	72	121	156	204
非流动资产	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
资产总计	765	986	1137	1519
流动负债	223	417	406	566
短期借款	110	411	399	560
应付账款	63	0	0	0
其他	50	7	7	7
非流动负债	7	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	7	0	0	0
负债合计	230	417	406	566
少数股东权益	21	30	41	55
股本	158	252	252	252
资本公积金	137	-4	10	28
留存收益	219	292	428	618
归属母公司股东权益	514	540	690	898
负债和股东权益	765	986	1137	1519

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	72	-74	59	-37
净利润	108	106	148	204
折旧摊销	14	12	12	12
财务费用	9	17	22	31
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-61	-204	-123	-284
其它	3	-5	0	0
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-36	212	-20	147
短期借款	10	301	-12	160
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	45	95	0	0
资本公积增加	-45	-141	14	18
其他	-46	-43	-22	-31
现金净增加额	-56	138	39	110

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	924	1260	1628	2283
营业成本	712	1038	1327	1868
营业税金及附加	3	4	6	8
营业费用	20	26	34	49
管理费用	40	47	61	87
财务费用	9	17	22	31
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
营业利润	137	123	172	235
营业外收入	2	3	0	0
营业外支出	2	2	0	0
利润总额	136	124	172	235
所得税	28	18	25	32
净利润	108	106	148	204
少数股东损益	9	8	11	14
归属母公司净利润	99	98	137	189
EBITDA	159	152	206	278
EPS（元）	0.39	0.39	0.54	0.75

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	3.8%	36.4%	29.2%	40.3%
营业利润	54.1%	-10.3%	40.6%	36.6%
归属母公司净利润	48.2%	-1.6%	39.7%	38.8%
获利能力				
毛利率	22.9%	17.6%	18.5%	18.2%
净利率	10.8%	7.8%	8.4%	8.3%
ROE	19.3%	18.1%	19.8%	21.1%
ROIC	22.4%	19.8%	23.8%	24.4%
偿债能力				
资产负债率	30.1%	42.3%	35.7%	37.3%
净负债比率	47.82%	98.43%	98.39%	98.84%
流动比率	2.26	1.77	2.22	2.29
速动比率	1.70	1.41	1.78	1.79
营运能力				
总资产周转率	1.31	1.44	1.53	1.72
应收帐款周转率	9	9	10	10
应付帐款周转率	14.74	33.06	-	-
每股指标(元)				
每股收益	0.39	0.39	0.54	0.75
每股经营现金	0.29	-0.29	0.23	-0.15
每股净资产	2.04	2.14	2.74	3.56
估值比率				
P/E	26.75	43.49	31.14	22.43
P/B	5.17	7.88	6.16	4.74
EV/EBITDA	27	28	21	15

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。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司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,并不构成对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预期收入可能会波动。

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,未经本公司事先书面许可,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。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

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