



红宝丽（002165）点评报告：硬泡组合聚醚和异丙醇胺稳步扩张，聚氨酯板材和 EVA 想象空间巨大

节能环保主题报告

维持评级：买入

分析师

鄢祝兵 翟卢琼

电话：0755-83704850

邮件：yanzb@ghzq.com.cn

证书编号：S0350210050001

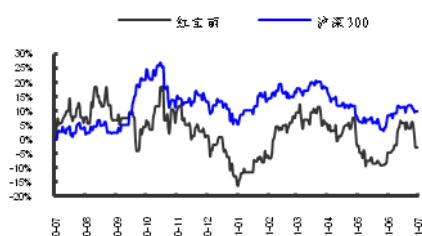
合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

☒ 是

☐ 否

相对沪深 300 表现



市场数据

2011.7.25

当前价格（元）	14.95
52 周价格区间（元）	12.71-18.9
总市值（百万）	4010.05
流通市值（百万）	3690.13
总股本（万股）	26823.08
流通股（万股）	24683.12

财务数据

FYE(%)

毛利率	17.4
净利率	7.5
净资产收益率	15.0
总资产收益率	3.92
资产负债率	28.0
现金分红收益率	0.0

事件

- 2011年7月25日，红宝丽发布公告，公司非公开发行完成，公司本次发行价格为15.16元/股，相当于本次发行底价15.11元/股的100.33%；相当于发行日（2011年7月8日）前20个交易日股票均价14.81元/股的102.36%；相当于发行日公司收盘价16.28元/股的93.12%。本次发行募集资金总额为2.46亿元，扣除发行费用后募集资金净额为2.33亿元。
- 公司本次募集资金投向项目为年产6万吨硬泡组合聚醚，拟利用红宝丽全资子公司南京宝新聚氨酯有限公司的现有土地进行建设，总投资2.33亿元。

点评

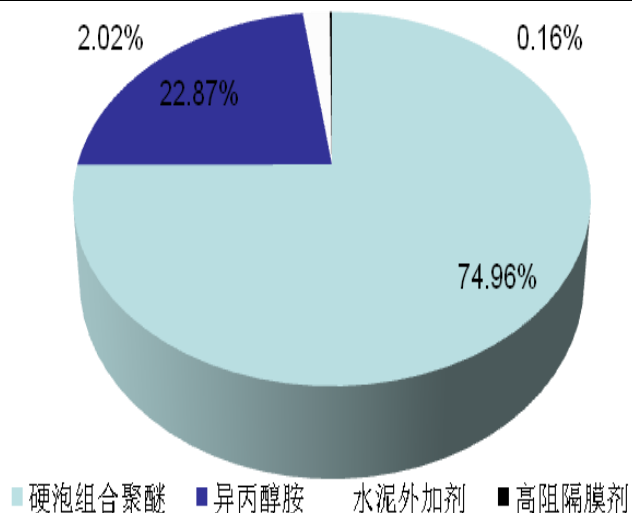
红宝丽作为国内硬泡组合聚醚和异丙醇胺双料冠军

公司主营聚氨酯、异丙醇胺系列产品的研制开发和生产经营。目前公司具有 9 吨硬泡组合聚醚、4 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，异丙醇胺生产规模居全球第一。公司未来将专注于发展聚氨酯硬泡组合聚醚、异丙醇胺、水泥外加剂三大主业产品，加大产品研发力度，积极拓展国内外市场，提高产品市场占有率，实现经营业绩的持续稳定增长。

在 2010 年公司营业收入和利润构成中，硬泡组合聚醚和异丙醇胺合计占比超过 95%以上，2010 年受辅料价

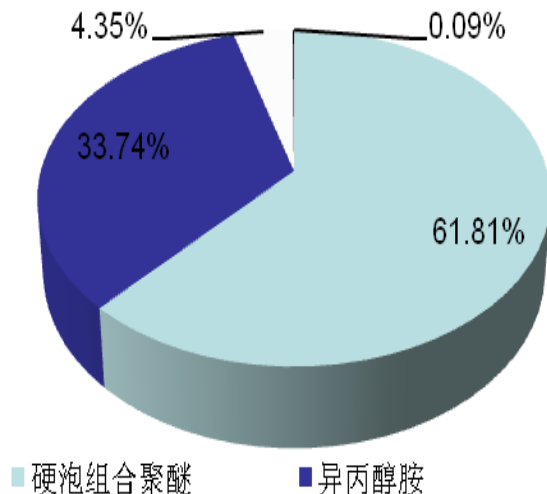
格上扬的影响,公司硬泡组合聚醚和异丙醇胺毛利率出现一定幅度下滑,影响公司 2010 年净利润水平。随着 2011 年一季度公司定价机制的改变,公司毛利率环比出现显著提升,根据公司对于 2011 年半年报业绩预测情况,2011 年二季度公司盈利状况不断好转。

图 1 公司 2010 年营业收入构成



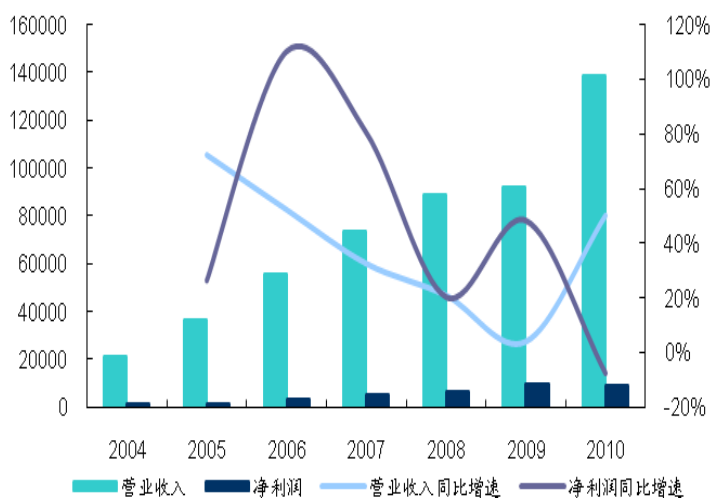
资料来源:公司公告 国海证券研究所

图 2 公司 2010 年营业利润构成



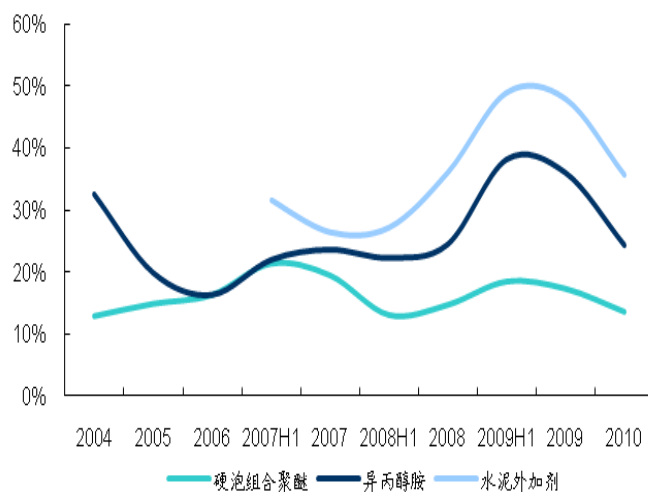
资料来源:公司公告 国海证券研究所

图 3 公司近年来营业收入和净利润增长情况



资料来源:公司公告 国海证券研究所

图 4 公司近年来主要产品毛利率情况

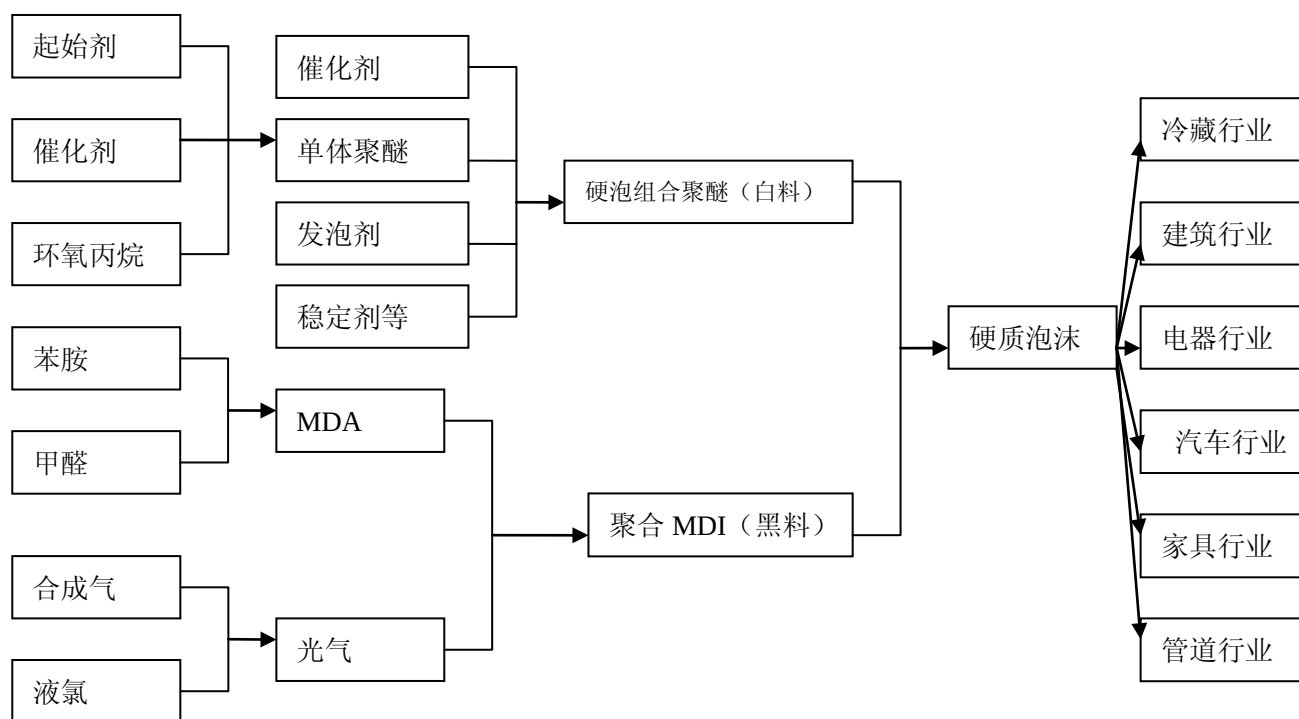


资料来源:公司公告 国海证券研究所

硬泡组合聚醚下游冰箱、冰柜增长强劲,建筑节能需求蓝海或将打开

近年来,聚氨酯产业增长速度高于国民经济增长速度。长远来看,开发利用新能源和环保节能是推动聚氨酯产业快速增长的重要条件,节能环保是当今世界经济发展的主题之一。聚氨酯硬泡构成中,聚合 MDI 与硬泡组合聚醚比例为 1.1:1 ~ 1.3:1 之间,且比例呈逐步下降的趋势,硬泡组合聚醚全部用于合成聚氨酯硬泡,因此,硬泡组合聚醚的下游需求增速应等于或略高于聚氨酯硬质泡沫的需求增速。中国经济发展推动了聚氨酯产业发展。

图5 硬泡组合聚醚上下游产业链

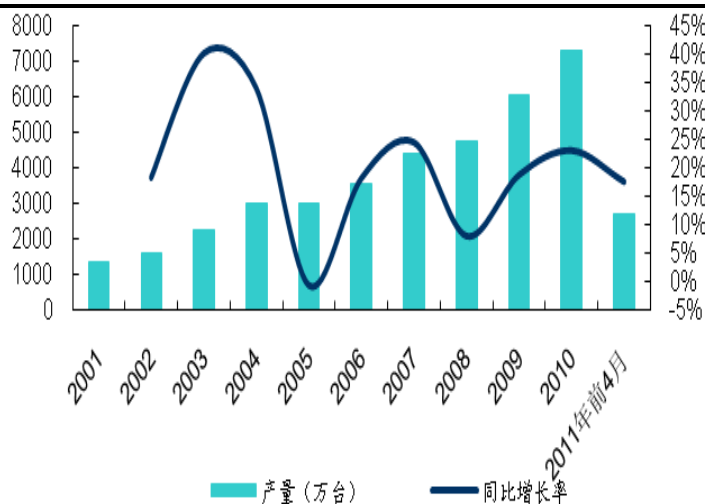


资料来源：国海证券研究所

聚氨酯硬泡组合聚醚可广泛用于制备冰箱、冰柜、冷藏集装箱、保温管道、太阳能热水器、冷藏运输车、冷库、汽车、建筑、包装、装璜等领域。红宝丽作为具有技术和服务竞争优势的国内最大的聚氨酯硬泡组合聚醚供应商，将受益于政府系列经济政策支持和下游行业的发展，面临着新的发展商机。

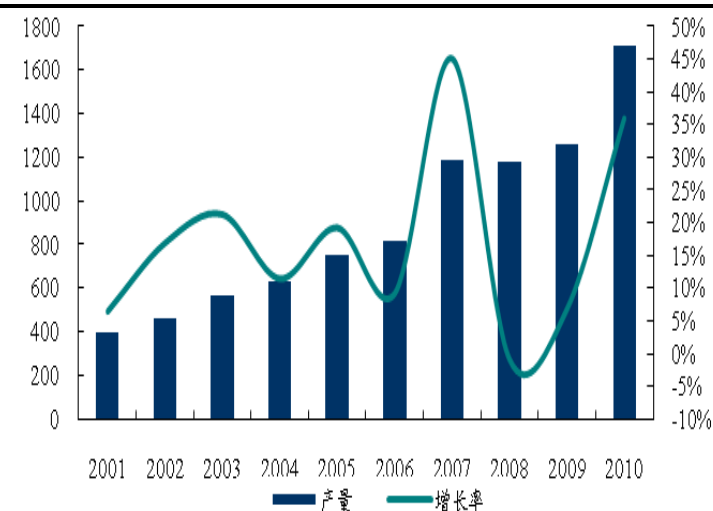
2005年~2009年，中国冰箱产量复合增长率达18.7%，今后也将保持较快的增长速度。国家发展改革委于2010年6月发布《农产品冷链物流发展规划》，加快冷链物流基础设施建设，以促进农民持续增收和保障消费安全。根据上表测算，中国冰箱、冰柜产量按保守估测2012年将超过1.1亿台。按每台冰箱平均耗用3.05公斤，每台冰柜平均耗用4.2公斤硬泡组合聚醚测算，预计2012年冰箱冰柜行业对硬泡组合聚醚需求量将达到35万吨。

图6 国内冰箱产量增速情况



资料来源：国海证券研究所

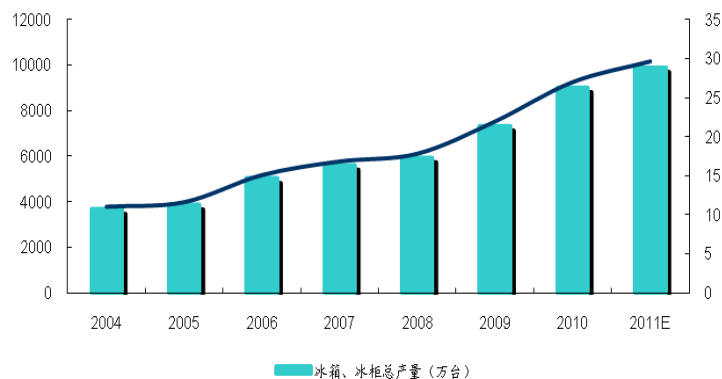
图7 国内冰柜产量增速情况



资料来源：国海证券研究所

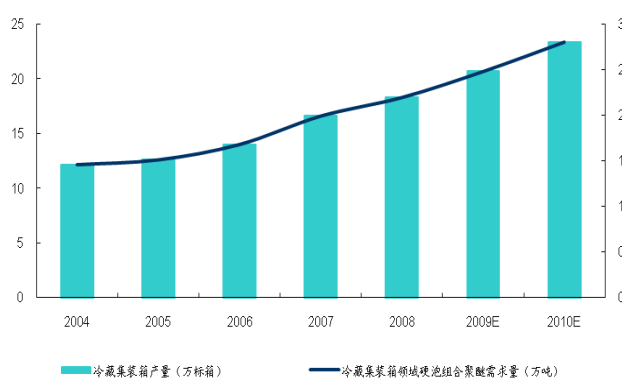
受全球金融危机影响，2009年上半年航运低迷，全球集装箱产量下降较为明显。2009年四季度开始，国际经济开始复苏，国内的集装箱的生产开始恢复到以前水平。我们预计到2012年，冷藏集装箱和冷藏车领域共需消耗硬泡组合聚醚3吨左右。

图8 国内冰箱、冰柜累计产量及硬泡组合聚醚需求量预测



资料来源：国海证券研究所

图9 国内冷藏集装箱产量及硬泡组合聚醚需求量预测

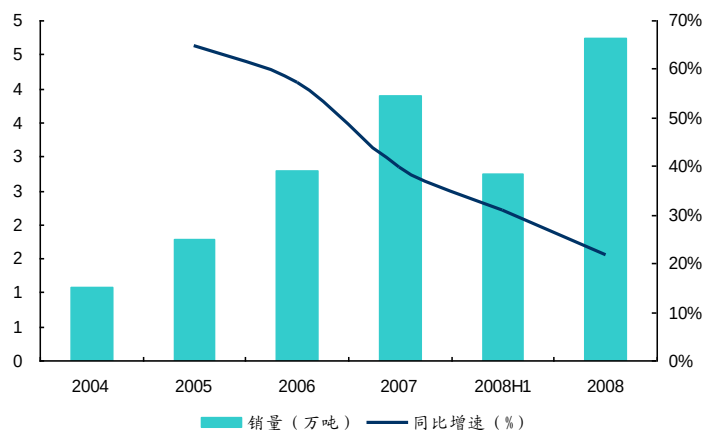


资料来源：国海证券研究所

同时，由于聚氨酯硬质泡沫塑料在建筑保温领域应用上具有的优异性能，建设部等部委推动聚氨酯硬泡在建筑节能上的应用，也给聚氨酯工业发展提供了良好的发展机遇。2009年10月，建设部为全面掌握我国建筑能耗实际状况，做好建筑能耗统计、监测、考核工作，根据《国务院办公厅关于印发2008年节能减排工作安排的通知》精神，起草了《建筑能耗和节能信息统计体系实施方案》、《建筑节能监测体系实施方案》、《建筑节能考核体系实施方案》，修订了《民用建筑能耗和节能信息统计报表制度》，向社会广泛征求意见。有关地方主管部门正在抓紧制订《建筑外墙保温系统用于聚氨酯硬泡的安全技术规范》标准，加大聚氨酯产品在建筑节能保温领域的推广，随着国家节能减排的推广，未来建筑领域大幅使用聚醚保温板是不可逆转的大趋势。

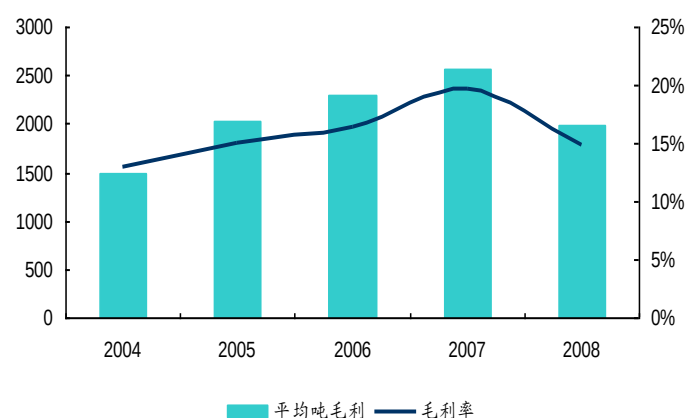
目前公司硬泡组合聚醚装置产能为9万吨/年，公司硬泡组合聚醚开工率接近100%，公司硬泡组合聚醚销售出现产能偏紧的局面，公司此次募投资金项目达产后，公司硬泡组合聚醚产能将扩大到16万吨，公司未来将采取一系列措施消化新增产能，包括提升现有客户采购份额中的占比，同时保证装置开工率逐年提升。同时，公司通过技改提升毛利率和盈利水平，例如，公司研究多年的减压发泡技术在美的集团冰箱生产线产业化试产成功。与传统发泡技术相比，产品综合性能得到大幅提升，冰箱节能5%以上，生产效率提高15%以上。

图10 公司硬泡组合聚醚销量远超行业平均增速



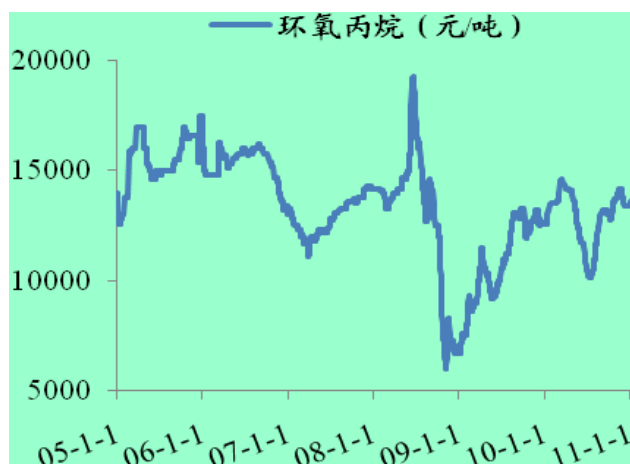
资料来源：国海证券研究所

图11 硬泡组合聚醚毛利和毛利率水平较为稳定



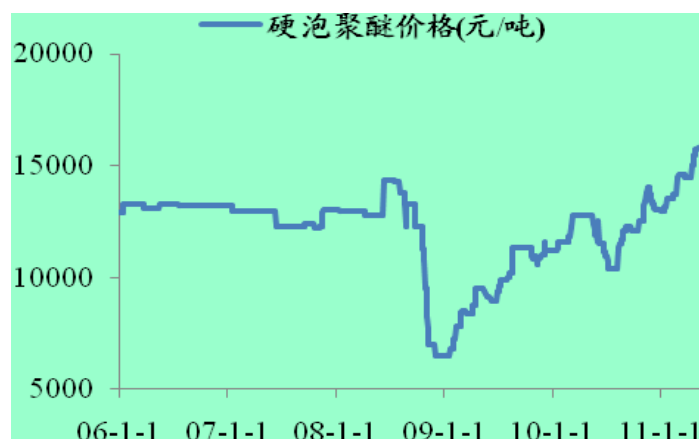
资料来源：国海证券研究所

图 12 环氧丙烷价格走势



资料来源：国海证券研究所

图 13 硬泡聚醚价格走势



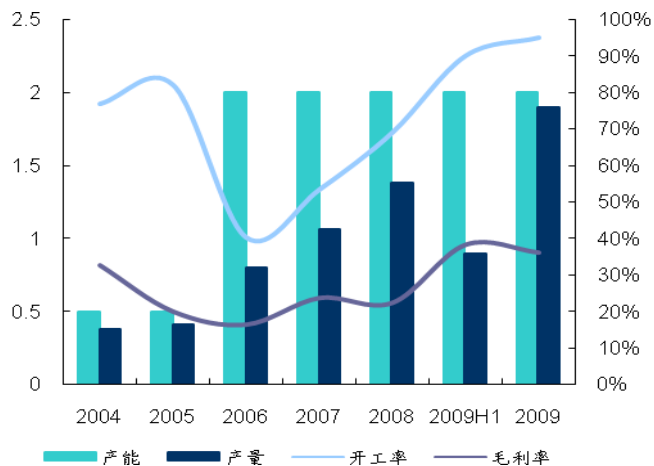
资料来源：国海证券研究所

异丙醇胺需求空间无比广阔，装置开工率不断提升

公司异丙醇胺目前产能为4万吨/年，公司已成为全球最大的异丙醇胺生产企业，项目投产成功将有效提升公司市场竞争能力，提高公司经营业务。随着异丙醇胺技术开发能力的逐步提高（包括延伸开发下游产品技术），异丙醇胺将渗透到更多的应用领域，例如，公司目前一异丙醇胺可以应用到电子等高端领域，二异丙醇胺产品可在轮胎橡胶领域应用。同时，公司加强了下游产品延伸开发力度（如医药中间体等），积极创造条件，做大醇胺产业，并取得了一定的成果，某些研发项目中试已经完成。

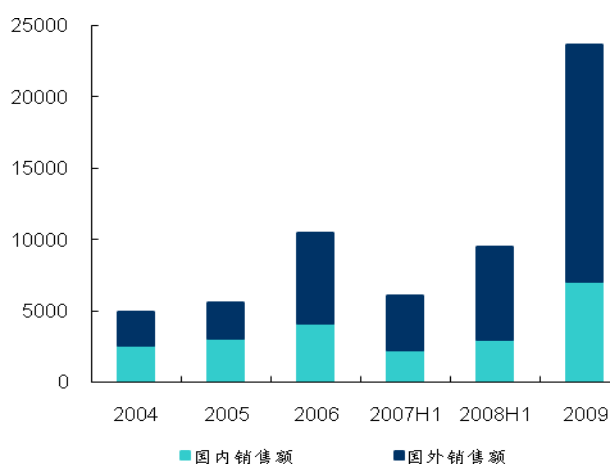
2009 年，受益于产品价格处于低位，公司异丙醇胺毛利率超过 35%，2010 年随着主要原材料环氧丙烷逐步提升，公司异丙醇胺毛利率回复到合理水平，此外，公司目前异丙醇胺出口占比超过 75%以上，面对人民币升值的压力，公司未来可能通过锁定汇率等方式化解人民币升值对业绩造成不利影响。

图 14 公司异丙醇胺开工率提升、毛利率稳中有升



资料来源：国海证券研究所

图 15 公司异丙醇胺国内外销售规模迅速扩大



资料来源：国海证券研究所

聚氨酯板材和 EVA 膜将成为公司未来重要利润来源

公司通过对聚醚分子结构的调整，在不添加阻燃剂的情况下，生产的聚氨酯保温板达到B1级阻燃标准，公司100万平米的聚氨酯保温板材项目于近期投产，2011年国家建筑外墙保温阻燃标准即将出台，聚氨酯保温板材需求即将迎来爆发式增长，聚氨酯板材预计2012年贡献EPS为0.1元~0.15元。

公司1200万平方米EVA太阳能电池封装膜项目有望2011年竣工，公司EVA封装膜产品性能与国际巨头相当，产品售价较国外竞争者相比较低一些，未来EVA封装膜有望成为公司重要利润来源，EVA封装膜预计2012年贡献EPS为0.1元。

二级市场投资建议

随着公司定价模式的完善，公司的毛利率得到明显改善，公司通过定向增发 1700 万股用于扩大环保型硬泡组合聚醚产能。未来公司硬泡组合聚醚产能扩张带来产销量增长，异丙醇胺开工率提升带来销量增加，聚氨酯高阻燃板材与 EVA 膜的达产都将带来公司业绩大幅增长，我们预测公司 2011 年~2013 年 EPS 分别为 0.645 元、0.958 元、1.182 元，我们维持公司买入评级。

。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中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。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征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国海证券所有。