

新材料业务打开新的成长空间

—— 精细化工和新材料系列报告之五

研究观点

- 公司以高阻燃建筑保温板材和太阳能电池 EVA 封装热熔胶膜面向新材料业务转型，打开新的成长空间。公司的传统硬泡聚醚业务受到上游原料成本居高、下游冰箱增速放缓的双重挑战之下，公司以完善的技术储备和新产品应用推广的经验，进军高阻燃建筑保温板材和太阳能电池 EVA 封装热熔胶膜等新材料领域，其战略转型有助于公司寻求新的利润增长点，完善上下游产业链。
- 建设年产 1500 万平方米高阻燃聚氨酯建筑保温板项目的议案体现了公司进军新材料战略转型的决心。建筑能耗占社会总能耗的比重一直较高（约 20—30%），聚氨酯硬泡保温板是所有保温材料中隔热性能最好的材料，其在保温材料中的份额仅占 10%，未来成长空间广阔。聚氨酯硬泡保温板具有使用寿命长、易于安装成型、防水节能效果持久、节约建筑空间等优点，已经在国外的建筑中广泛的应用。公司的高阻燃建筑保温板材能达到 B1 级防火标准，在氧指数及燃烧烟密度等指标方面已经处于有机材料的最高等级，并接近无机保温材料。
- 太阳能电池 EVA 封装热熔胶膜与行业龙头看齐。EVA 封装胶膜的技术要求配料在 EVA 胶中的分散均匀的同时交联度控制在一定范围，这主要取决于 EVA 封装胶膜的配方体系及设备工艺。公司产品质量定位于行业标杆的 STR、BRIDGESTONE 等公司。随着光伏行业的快速发展，EVA 封装胶膜的国产化趋势明显，公司 1200 万平米/年的生产线投产在即。
- 进一步巩固在硬泡组合聚醚和异丙醇胺的行业地位。公司新募投的 6 万吨/年硬泡组合聚醚项目预计在 2012 年上半年竣工，届时产能规模将达 15 万吨/年；在家电增速放缓的背景之下，公司将以减压发泡技术、新客户拓展、开发海外业务等方式对接产能释放，提高市场占有率。异丙醇胺类产品定位高端，下游应用拓展空间巨大，预计公司 2012 年仍会有 20% 以上的销量增长。
- 由于原料及相关成本上涨，我们下调对公司的预测在 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.41、0.65、1.05（原预测为 0.50、0.78、1.00 元）。我们仍看好公司的长期成长性，参考行业内可比公司的估值水平，我们认为给予红宝丽 12 年 23 倍的 PE 估值较为合理，对应目标价 14.95 元，下调公司评级至增持。
- 风险提示：原材料价格上涨及波动，新业务拓展进程


东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨云
8621-63325888-6071
yangyun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120006
王晶
8621-63325888-6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120030

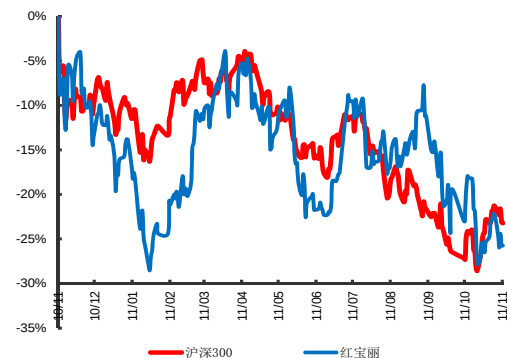
联系人

谢建斌
8621-63325888-8511
xiejianbin@orientsec.com.cn

 投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (下调)

股价 (2011 年 11 月 10 日)	13.36 元
目标价格	14.95 元
总股本/A 股 (百万股)	268
A 股市值 (亿元)	35.80
国家/地区	中国
行业	化工
报告发布日期	2011 年 11 月 14 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1387	1827	2665	3371
同比(%)	50%	32%	46%	26%
归属母公司净利	92	111	175	281
同比(%)	-8%	21%	57%	61%
毛利率(%)	16.4%	15.4%	17.1%	19.3%
ROE(%)	15.1%	11.9%	15.8%	20.2%
每股收益(元)	0.34	0.41	0.65	1.05
P/E (倍)	39.11	32.21	20.47	12.74
P/B (倍)	5.92	3.84	3.23	2.58
EV/EBITDA (倍)	24	20	12	8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

《引领化工新材料、精细化工新发展》

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

1. 高阻燃建筑保温板材符合节能的发展趋势	4
1.1 我国建筑能耗高 保温材料行业亟待规范	4
1.2 公司的聚氨酯高阻燃建筑保温板处于扩张期	5
1.3 盈利能力分析	7
2. EVA 及其太阳能封装胶膜分析	8
2.1 EVA 的主要应用	8
2.2 太阳能 EVA 封装胶膜的主要要求	9
2.3 公司在太阳能 EVA 封装胶膜的优势分析	9
2.4 盈利能力分析	10
3. 传统业务的地位进一步巩固	11
3.1 硬泡组合聚醚谋求新的增速	11
3.2 异丙醇胺类产品面向高端 增速稳定	12
4. 估值与投资建议	14
4.1 预测与假设	14
4.2 投资建议	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1 聚氨酯建筑保温板	6
图 2 国外典型的建筑外墙保温系统	7
图 3 EVA 树脂的主要下游应用	8
图 4 我国 EVA 的进出口数据	9
图 5 我国 EVA 进口来源	9
图 6 EVA 封装胶膜制备的主要流程	9
图 7 我国冰箱生产数据	12
图 8 我国冰柜生产数据	12
图 9 我国的冰箱销售	12
图 10 我国的冰柜销售	12
图 11 异丙醇胺广泛用于个人防护用品	13
图 12 异丙醇胺用于金属加工	13
图 13 中国的水泥产量	13
表 1 主要隔热材料的性能对比	4
表 2 公司高阻燃聚氨酯建筑保温板盈利分析	7
表 3 EVA 的分类	8
表 4 公司的优劣势	10
表 5 EVA 太阳能封装胶膜盈利分析	10
表 6 国内冰箱企业新增产能	11
表 7 销售及预测	14
表 8 可比上市公司估值	15
附表：财务报表预测与比率分析	16

1. 高阻燃建筑保温板材符合节能的发展趋势

1.1 我国建筑能耗高 保温材料行业亟待规范

公司长期立足于聚氨酯建筑保温板材的技术研发，其产品防火性能达到 B1 级标准，同时满足建筑节能要求。该保温材料在高温时会发生碳化，阻止火焰蔓延，而且碳化的过程中仍可以保持不变形、不收缩、不燃烧，产生的烟雾也比较少。

建筑行业是温室气体排放的主要来源之一，对气候变化有着重要的影响。跟据《中国建筑节能年度发展研究报告》，1996—2008 年，我国总的建筑商品能耗从 2.59 亿吨标准煤（tec）增长到 6.55 亿 tec。其中 2008 年的建筑能耗为 6.55 亿 tec（不含生物质能），约占 2008 年社会总能耗的 23%，其中电力消耗为 8230 亿 kWh，约占 2008 年社会总电耗的 21%。

我国拥有世界上最大的建筑市场。全国房屋总面积已超过 420 亿平方米，我国建筑的单位面积能耗相对较高，而我国每年新增的建筑面积 16~20 亿平方米，建筑节能市场空间巨大。

硬泡聚氨酯是目前建筑保温领域中导热系数最低的保温材料。在冬天里能够很明显的减少建筑的热损失，在夏天也能够对建筑保冷以减少空调的能耗。建筑隔热主要是用于：空心墙、屋顶、管道、锅炉、地板等。在欧洲，40%以上的能耗是来自于化石燃料，其中很大部分与建筑的加热或制冷有关。当前欧洲正大力推广聚氨酯硬泡的应用以使二氧化碳的排放减少 10%，以完成对《京都议定书》的承诺。

据 PU World 资料，欧美等发达国家和建筑保温材料中约有 49%采用聚氨酯材料，但在我国目前还不到 10%。EPS/XPS 在欧洲和美国建筑节能保温材料中占有率低于 20%，在中国高达 80%。因此无论从中国的自身要求还是行业发展的趋势来看，聚氨酯尤其是达到阻燃防火等级的保温板是未来节能的发展方向。

表 1 主要隔热材料的性能对比

特征	硬泡聚氨酯泡沫（含 PIR 泡沫）	石棉	聚苯乙烯泡沫	酚醛泡沫	玻璃棉
密度 (kg/m ³)	30-50	40	32	32-80	20
拉伸强度 (kg/cm ²)	1.1-6.7	—	3.8-4.8	1.4-3.8	—
压缩强度 (kg/cm ²)	1.1-4.2 (10%压缩)	—	1.8-2.8 (10%压缩)	1.5-6.0 (10%压缩)	—
耐热温度 (°C)	100-120	600	75-85	150	300
热传导率 (Kcal/mhr°C)	0.014-0.023	0.030-0.035	0.029-0.031	0.025-0.027	0.035-0.040
燃烧性	准不燃（难燃配方）	不燃	可燃	准不燃	不燃
自身粘接性	好	无	无	微	无
优势	隔热材料中热传导率最小； 泡沫强度好； 自身有粘结性与面材粘结良好； 耐久性好，材料变化小；	耐热性高； 不燃； 有吸音性能； 耐久性好，材质变化	强度高； 不易吸水，不易吸潮；	塑料体系的隔热材料 中耐热温度最高； 燃烧时会产生少量有害气体	耐热至 300°C； 不燃； 有吸音性能； 耐久性好，材质变

	跟据配方达到准不燃； 与面材复合形成结构体	小	化小
劣势	耐候性较差（通常加装表面材料 进行改善）； 对强酸及部分有机溶剂耐化学 性差	长期与水接触会吸水	耐热温度低； 可燃，燃烧时产生黑烟并 融化
			泡沫强度较低，有脆 性； 与面材的粘接困难； 吸水性较高； 泡沫中的酸残留造成 面材的腐蚀
			长期与水接触会吸 水

资料来源：《建筑节能》，NPU，东方证券研究所

1.2 公司的聚氨酯高阻燃建筑保温板处于扩张期

公司于 2011 年 10 月 26 日董事会审议通过《关于公司控股子公司南京红宝丽新材料有限公司投资建设年产 1500 万平方米环保型高阻燃聚氨酯建筑保温板项目的议案》。体现了公司进军新材料战略转型的决心。

公司利用原材料优势，延伸下游产业链，已经形成 100 万平米/年的高阻燃建筑保温板材的生产线，在期待国家节能政策扶持、新安全规范标准出台的同时，公司也需突破产能瓶颈，连续化生产，在终端消费地布局网点，推广应用。

聚氨酯建筑保温板的密度约为 40-50 公斤/立方米，比重较轻，长途运输物流成本较高。应布局网点，以组合料（白料硬泡聚醚+黑料聚合 MDI）的形式在经销网点发泡、切割成聚氨酯板高阻燃建筑保温板。

与市场上的其他隔热材料相比，聚氨酯高阻燃建筑保温板的相对造价较高，初步估算聚氨酯保温板售价是发泡聚苯板、酚醛树脂材料的 1.5 倍。但是聚氨酯高阻燃建筑保温板除了隔热性能突出之外，还具有耐久性好、保温性能持久、维护成本低、比重较轻、粘接强度高、易于安装、节约空间、耐潮湿性能突出等优点，综合性价比仍具有优势。

硬质聚氨酯建筑保温板一般是在工厂化状态下（标准配方、标准温度、标准压力）发泡成型的板状泡沫型材。成型方式主要有：

- 1、大体积一次发泡成型，再经切割工艺制定薄板。
- 2、流水线层压成型，液料经流水线连续发泡，经层压机控制，制得一定厚度和宽度的板材，修边切割后制成标准板体。板体厚度一般在 15~50mm 左右，宽度一般在 600~1200mm，长度在 1200~2400mm，也可根据用户要求进行特制。

图 1 聚氨酯建筑保温板



发泡



切割



三明治板（表面复合）

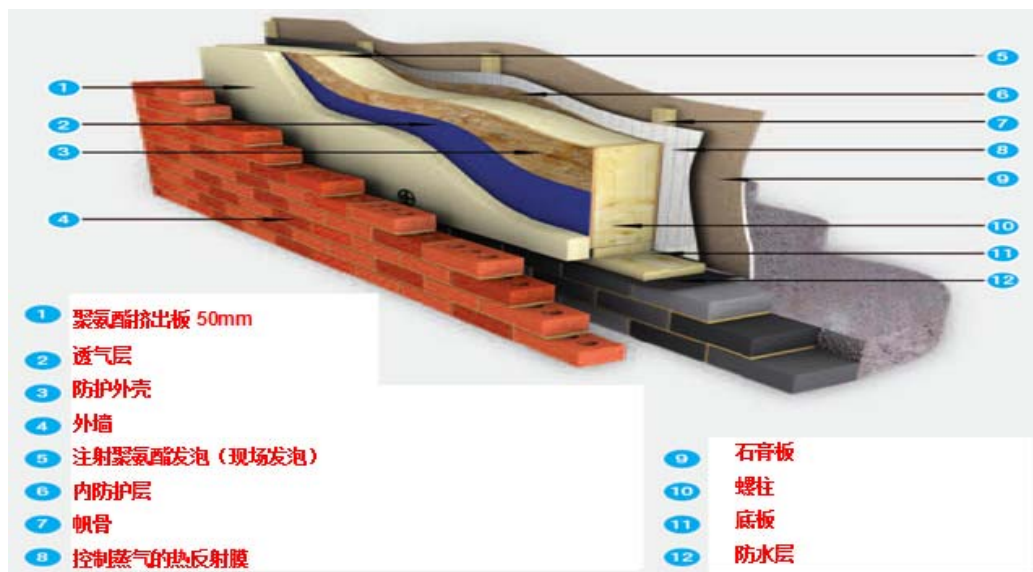


安装

资料来源：BAYER，东方证券研究所

应用于建筑外墙保温工程中的预制板可分为三种形式：

- 1、普通型预制板：板体表面未作任何处理，纯为聚氨酯泡沫切割面。
- 2、复合预制板：板体表面经过界面处理，表面性质已变为无机材料表面或纤维状表面或偶联剂表面等。主要为了提高板体表面性能，提高板体的粘结性或者说亲和力（与粘结砂浆或抹面砂浆）。
- 3、集成预制板：板体表面在界面处理的基础上，再增覆功能性材料，如覆加装饰面层、覆加防水面层等，使预制板成为多功能的新型材料，减少施工环节，提高质量保证系数，降低综合造价。

图 2 国外典型的建筑外墙保温系统


资料来源：东方证券研究所

1.3 盈利能力分析

假设聚氨酯建筑保温板的密度约为 50 公斤/立方米，每平方米板材重量为 2 公斤（厚度约 4cm）为计算，公司的聚氨酯建筑保温板盈利分析如下表：

表 2 公司高阻燃聚氨酯建筑保温板盈利分析

高阻燃聚氨酯建筑保温板	2011	2012	2013
产能（万平米）	100	500	1000
产销量（万平米）	10	350	700
主要原料价格（元/吨）			
硬泡组合聚醚	14103	14103	14103
聚合 MDI	12393	12479	12393
销售价格（元/平米）	85	77	73
原材料成本（元/平米）	26	26	26
加工费用（元/平米）	30	14	7
其他费用（元/平米）	10.00	11.4	8.6
毛利率	22.4%	32.0%	42.0%
利润(百万元)	1.9	86	214
利润(元/平米)	19	25	31

资料来源：东方证券研究所

2. EVA 及其太阳能封装胶膜分析

2.1 EVA 的主要应用

EVA 是乙烯与醋酸乙烯的共聚物，其中按 VA（醋酸乙烯）的含量可分为 EVA 树脂、EVA 弹性体和 EVA 乳液三大类别。太阳能光伏用的 EVA 封装胶膜一般是指 VA 含量在 28-33% 的 EVA 树脂。

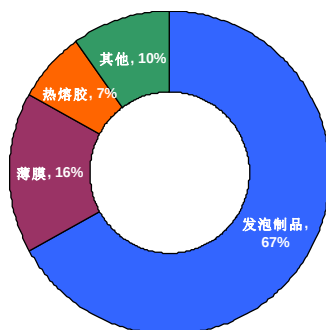
表 3 EVA 的分类

类别	VA 含量	生产工艺	用途
EVA 树脂	5 – 40%	高压法连续本体聚合	制鞋、聚乙烯改性、电缆料、薄膜等
EVA 弹性体	40 – 70%	中压溶液聚合	橡胶弹性体、PVC 改性剂等
EVA 乳液	70 – 95%	乳液聚合	粘合剂、涂料等

资料来源：CCIN，东方证券研究所

EVA 树脂是 EVA 最主要的下游应用，而 EVA 树脂则主要应用于发泡制品，其中 VA 含量在 15%-30%，这类材料具有柔软、弹性好、减震、耐化学品等性能，广泛的用于中高档旅游鞋、登山鞋、拖鞋的鞋底，以及隔音板、体操垫、密封型材和玩具等。近年来光伏行业的快速发展，也拓宽了 EVA 树脂在太阳能封装胶膜领域的应用。

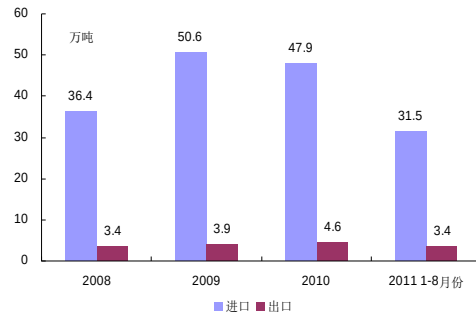
图 3 EVA 树脂的主要下游应用



资料来源：CCIN，东方证券研究所

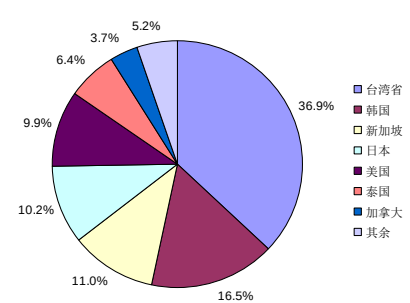
由于国内产能不足，我国的 EVA 长期以来一直依赖进口，国内的主要生产商为扬子巴斯夫、北京东方化工、北京华美聚合物（燕山石化与杜邦合资）等。2010 年我国 EVA 树脂的生产能力约 35 万吨，表观消费约 70 万吨。

图 4 我国 EVA 的进出口数据



资料来源：海关数据，东方证券研究所

图 5 我国 EVA 进口来源



资料来源：海关数据，东方证券研究所

2.2 太阳能 EVA 封装胶膜的主要要求

EVA 封装胶膜的技术要求配料在 EVA 胶膜中的分散均匀同时交联度控制在一定范围，这主要取决于 EVA 封装胶膜的配方体系及设备工艺。公司的设备进口，产品质量定位于行业标杆的 STR、BRIDGESTONE 等公司。公司的 1200 万平米/年的生产线投产在即。

EVA 胶膜的最基本的功能是起粘结密封作用，将硅晶片与大气隔绝。同时，还能起到对玻璃的增透作用，有利于太阳能电池的光电转换效率的提高。EVA 封装胶膜在配方中加入交联剂，在封装固化中受热，产生交联反应，形成热固性胶膜。固化后的胶膜具有相当高的透光率、粘接强度、热稳定性、气密性及耐老化性能。

太阳能 EVA 封装胶膜的组成一般包括 VA 含量在 28-33% 的 EVA 树脂、交联剂、紫外光吸收剂、抗氧化剂（或抗热老化剂）、紫外光稳定剂、增塑剂、增粘剂等。国内生产厂家基本都是从国外进口 EVA 母料，然后加工成膜。母料来源主要是杜邦和三井等公司。

图 6 EVA 封装胶膜制备的主要流程

助剂/EVA 树脂 → 熔融共混 → 挤出切粒 → 改性 EVA → 模压成型 → EVA 胶膜

资料来源：东方证券研究所

EVA 封装胶膜的配方中需添加有机过氧化物交联剂，当 EVA 胶膜加热到一定温度时，交联剂分解产生自由基，引发 EVA 分子间的结合，形成三维网状结构，使 EVA 胶层交联固化，当交联度达到 60% 以上时就能承受大气的变化，不再发生热胀冷缩。

由于 EVA 成膜采用的是挤压成型工艺，跟据不同的 EVA 配方，选择不同的挤压温度。由于原料、辅料、配方、工艺流程、工艺设备、生产环境等各厂家不同，所以不同厂家的 EVA 胶膜在产品质量上的差距较大。在层压参数的设备上也差别较大，其中层压温度的设置最为关键。

2.3 公司在太阳能 EVA 封装胶膜的优势分析

EVA 封装胶膜的竞争主要是依靠原材料和生产过程中的工艺工程。我们分析认为，公司长期从事化工新材料的研发，在原材的配方、工艺及工程管理、营销方法等方面具有一定的积累和沉淀，公司在 EVA 封装胶膜的竞争中能够脱颖而出，得到市场的认可。

表 4 公司的优劣势

优势	说明
配方：添加剂与物料的混合及计量	公司具有研发的积累
工艺及工程：过氧化物提前热交联的预防等	公司的设备优势，螺杆挤出机，即能混合均匀同时又能防止过氧化物交联过度
市场及营销	公司地处江苏，已经和周边光伏组装厂建立了联系
原料优势	和众多原料厂商的合作
劣势	
进入光伏行业时间较晚	
设备成本	公司可以通过产品性能、生产效率的提高，从而有利于产品营销和成本控制

资料来源：东方证券研究所

2.4 盈利能力分析

按 EVA 封装胶膜的厚度 0.5mm 计，每平方米的胶膜重量为 480 克为计算，公司的 EVA 封装胶膜盈利分析如下。

表 5 EVA 太阳能封装胶膜盈利分析

EVA 太阳能薄膜	2011	2012	2013
产能（万平米）	600	1200	1200
产销量（万平米）		600	900
主要原料价格（元/吨）			
EVA 原料	17949	21368	21368
其他			
销售价格（元/平米）	17	16	15
原材料成本（元/平米）	9	10	10
加工费用（元/平米）		1.2	0.8
其他费用（元/平米）		0.8	0.9
毛利率		23.5%	21.4%
利润（百万元）		23	30
利润（元/平米）		4	3

资料来源：东方证券研究所

3. 传统业务的地位进一步巩固

3.1 硬泡组合聚醚谋求新的增速

公司现有聚氨酯硬泡组合聚醚产能 9 万吨/年，为国内产能最大，新募投的 6 万吨/年项目在建，预计 2012 年上半年竣工，届时产能规模将达 15 万吨/年。

公司 2010 年硬泡组合聚醚的销量 8.3 万吨，占国内市场份额约 15.7%，在国内冰箱（柜）冷藏行业的市场占有率达到 27%以上。

从需求面来看，最主要的下游家电行业随着过去几年农村普及、城镇更新、房地产旺销、政策拉动等多因素叠加导致的行业高景气周期随着普及率的逐渐提高、家电下乡政策的逐步退出很难延续。而过去几年行业持续高景气，推动冰箱生产企业快速扩张产能，目前正处于新增产能集中释放的阶段。预计未来几年冰箱行业仍将保持 15%左右增长。

我们认为未来公司除通过建筑保温板带动硬泡组合聚醚的销量增加之外，公司仍将通过一系列的途径提高市场占有率，来实现 2012 年硬泡组合聚醚产能的释放。

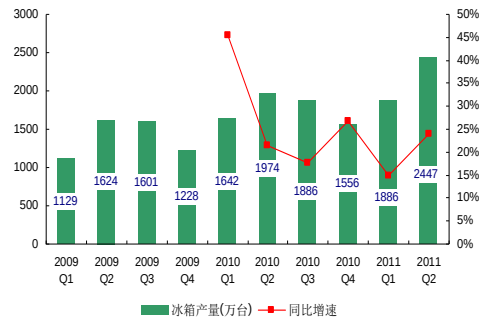
- 1、公司减压发泡技术的应用推广，有助于客户降低发泡成本。从而有利于提高其在客户中的品牌度，提高占有率。
- 2、开展来料加工业务。中国已经成为全球冰箱的生产基地，公司以进口环氧丙烷等原材料加工成硬泡组合聚醚，供应给国内的出口工厂。
- 3、加大硬泡组合聚醚业务的出口。
- 4、开发新客户，尤其是在其新生产线的应用。

表 6 国内冰箱企业新增产能

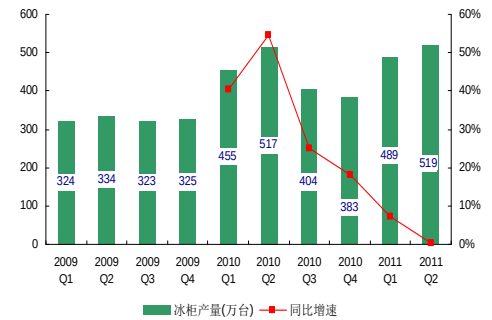
公司	时间	内容	项目单位	达产时间
美的	2010	新增冰箱 500 万台产能，一期 200 万台，二期 500 万台	美的南沙工业园	2011.4-2013
			美的长沙工业园	2011-2013
海尔	2010	新增 300 万台产能	海尔合肥基地	2011
	2011	新增 200 万台冰箱产能	海尔沈阳基地	2012
	2011	新增 200 万台冰柜产能	海尔佛山基地	2012
海信	2010	新增 300 万台产能	海信	2011
美菱	2010	新增 260 万台冰箱、120 万台冰柜产能	美菱	2011
创维	2010	新增 200 万台冰箱产能	创维南京基地	2011
TCL	2011	新增 400 万台冰箱产能	TCL 武汉基地	2012

资料来源：产业在线，东方证券研究所

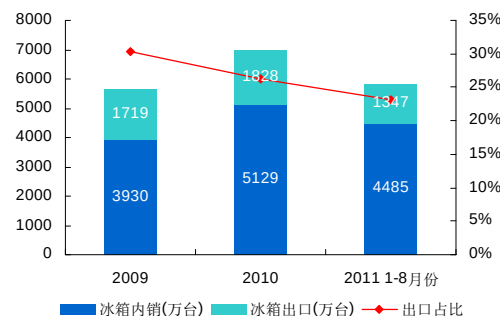
中国的冰箱和冷柜行业在过去几年保持着较快的增长速度，伴随着人民生活水平的提高，冰箱和冷柜行业也朝着大容积的方向发展，单台冰箱中硬泡组合聚醚的使用量也会相应增加。

图 7 我国冰箱生产数据


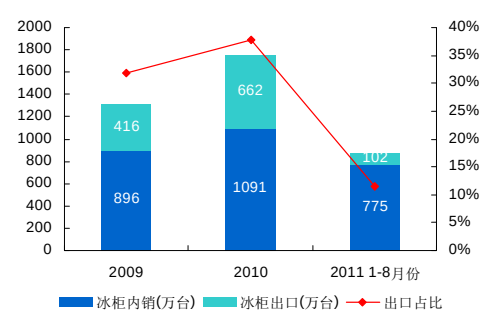
资料来源：产业在线，东方证券研究所

图 8 我国冰柜生产数据


资料来源：产业在线，东方证券研究所

图 9 我国的冰箱销售


资料来源：产业在线，东方证券研究所

图 10 我国的冰柜销售


资料来源：产业在线，东方证券研究所

3.2 异丙醇胺类产品面向高端 增速稳定

公司近年来异丙醇胺销量以 30%左右的速度增长，主要面向出口，相比起于国外 DOW、BASF 等高端应用如个人防护用品等，国内的潜在市场远未打开。

公司拥有 4 万吨异丙醇胺的产能，无论从产能还是生产技术方面，皆处于世界领先地位。异丙醇胺相比于乙醇胺有更为优异的性能，而且对环境及人体的危害较小，在发达国家已经有代替乙醇胺的趋势，成为极力推崇和鼓励发展的一种绿色化工产品。

同比于全球异丙醇胺的生产企业陶氏和巴斯夫，我们认为公司的异丙醇胺产品下游应用拓展空间巨大，主要体现在：

1、随着世界各国对环境问题的日益重视，乙醇胺的应用正逐步受到限制，在石油和天然气炼制脱硫领域，以二异丙醇胺代替乙醇胺用于石油和天然气炼制脱硫，能使溶剂降解变质的情况得到改善，

而且能有效地脱除其中的硫氧化碳，在欧美、中东等地区的炼油业中，80%企业所使用的脱硫剂为二异丙醇胺。同时，由于油品中重硫油的比重越来越高，异丙醇胺的市场需求将不断增加。

2、对比陶氏和巴斯夫的异丙醇胺类产品，其主要是应用于个人防护用品，为与人体直接接触类，产品的附加值也相应更高。异丙醇胺可以应用于皮肤护理、洗发水、防晒霜、止汗剂、睫毛膏等产品中，其性能温和、具有良好的乳化性能、PH 调节等优点。

3、用于一系列的金属加工液，可以提高防腐性能、增加润滑性能、消泡、减少摩擦和 PH 值控制等。还可以用于电子清洗方面，作用明显。

4、用于颜料如钛白粉行业，提高分散性能。

5、农药、医药中间体方面。

图 11 异丙醇胺广泛用于个人防护用品



资料来源：东方证券研究所

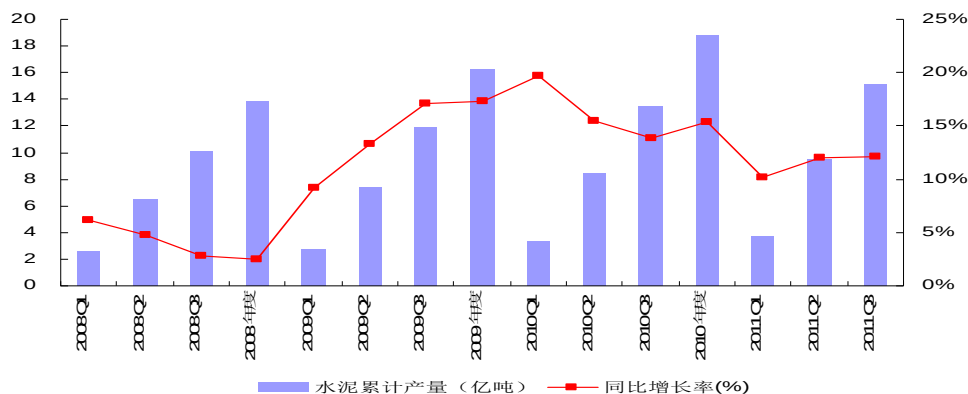
图 12 异丙醇胺用于金属加工



资料来源：东方证券研究所

在水泥外加剂领域，三异丙醇胺的分散性和后期强度均优于三乙醇胺。在国外，拉法基等全球较大的水泥生产商都已经开始批量使用三异丙醇胺作为水泥外加剂，随着水泥新标准的实施，对环境问题的日益重视，三异丙醇胺代替三乙醇胺用于水泥外加剂的发展前景广阔。

图 13 中国的水泥产量



资料来源：WIND，东方证券研究所

4. 估值与投资建议

4.1 预测与假设

硬泡组合聚醚在 2012 年随着募投项目的产能释放，公司正加大市场开发力度，积极应对，我们预测公司硬泡组合聚醚在 2012，2013 年的销量增速分别为 30%，21%。

异丙醇胺产品的下游应用不断开拓，预计 2012，2013 年的销量增速分别为 20%，10%。

公司新材料业务（EVA 太阳能薄膜和高阻燃聚氨酯建筑保温板）的业绩贡献主要在 2012 年之后。我们认为公司将加大对新材料业务战略转型的决心，随着产能的释放，在公司业务的比重也将随之加大。

表 7 销售及预测

		2010	2011E	2012E	2013E
硬泡聚醚	外销量(万吨)	8.32	10.15	13.20	15.97
	单价(元/吨)	12275	13248	13077	13077
	收入(百万)	1021	1345	1726	2088
	成本(百万)	882	1175	1514	1832
	利润(百万)	139	170	211	256
	毛利率	13.6%	12.6%	12.3%	12.3%
异丙醇胺	销量(万吨)	2.38	2.86	3.43	3.77
	单价(元/吨)	13083	14957	14957	14957
	收入(百万)	312	428	513	564
	成本(百万)	236	333	398	438
	利润(百万)	76	95	115	126
	毛利率	24.4%	22.1%	22.3%	22.3%
水泥外加剂(吨)	销量(万吨)	0.34	0.49	0.64	0.76
	单价(元/吨)	8157	9500	9350	9350
	收入(百万)	27	46	59	71
	成本(百万)	18	31	39	47
	利润(百万)	10	16	20	24
	毛利率	35.6%	34.1%	34.0%	34.0%
EVA 太阳能薄膜和高阻燃聚氨酯建筑保温板	收入(百万)		9	367	647
	利润(百万)		2	109	243
其他收入(百万)		26.56	22.36	0.00	0.00
其他支出(百万)		23.36	0.29	0.00	0.00
主要产品总销量(万吨)		11.04	13.50	17.26	20.50
总收入(百万)		1387	1827	2665	3371
总成本(百万)		1159	1545	2210	2721
综合毛利率		16.44%	15.4%	17.1%	19.3%

资料来源：东方证券研究所

4.2 投资建议

公司正面临战略转型，进入新材料领域，我们选取行业内相关新材料及经营 EVA 封装胶膜的爱康科技等相关上市公司，按 11 月 11 日收盘价，对应 12 年平均 22.88 倍的估值水平。

由于原料及相关成本上涨，我们下调对公司的预测在 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.41、0.65、1.05（原预测为 0.50、0.78、1.00 元）。我们仍看好公司的长期成长性，参考行业内可比公司的估值水平，我们认为给予红宝丽 12 年 23 倍的 PE 估值较为合理，对应目标价 14.95 元，下调公司评级至增持。

表 8 可比上市公司估值

公司	当前股价	EPS			PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
天晟新材	24.64	0.6959	0.5341	0.8781	35.41	46.13	28.06
泰和新材	13.87	0.9808	0.5151	0.7643	14.14	26.93	18.15
金发科技	15.37	0.4141	0.7628	0.9904	37.12	20.15	15.52
华峰氨纶	6.62	0.4331	0.1309	0.2442	15.29	50.57	27.11
爱康科技	21.78	0.6764	0.7701	0.8522	32.20	28.28	25.56
平均	16.46	0.64	0.54	0.75	26.83	34.41	22.88

资料来源：东方证券研究所

按 2011 年 11 月 11 日收盘价

5. 风险提示

原材料价格上涨及波动：公司的主要原材料环氧丙烷、糖、EVA 等最近价格有所回落，但仍会受到原料价格上涨或波动的影响。

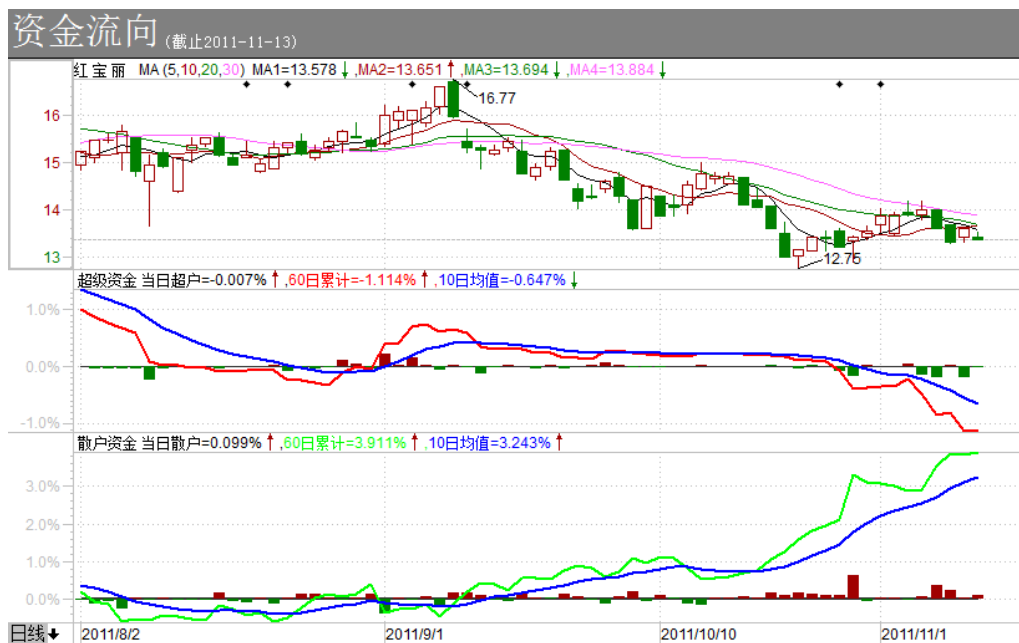
新业务拓展进程：公司体现了战略转型的决心，但是在新产品及业务扩张中仍会面临市场的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	719	1343	1759	1898	营业收入	1387	1827	2665	3371
现金	83	145	236	150	营业成本	1159	1545	2210	2721
应收账款	165	292	329	432	营业税金及附加	3	3	4	5
其它应收款	3	8	8	11	营业费用	30	40	59	71
预付账款	36	46	78	87	管理费用	56	73	108	137
存货	259	340	442	544	财务费用	22	38	50	59
其他	173	512	666	674	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	427	338	520	663	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	311	225	316	369	营业利润	117	126	233	376
无形资产	64	62	73	82	营业外收入	6.7	22.4	6.0	6.0
其他	52	52	131	211	营业外支出	2.1	0.3	2.0	1.9
资产总计	1145	1682	2279	2561	利润总额	121	148	237	380
流动负债	475	668	1073	1038	所得税	23	28	47	76
短期借款	272	374	624	634	净利润	98	120	189	304
应付账款	142	185	331	272	少数股东损益	7	9	14	23
其他	61	109	118	132	归属于母公司净利	92	111	175	281
非流动负债	58	48	52	64	EBITDA	161	195	322	483
长期借款	50	44	47	57	EPS (元)	0.34	0.41	0.65	1.05
其他	8	4	5	7	主要财务比率				
负债合计	533	716	1125	1102	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	23	32	46	69	成长能力				
股本	252	268	268	268	营业收入	50.2%	31.7%	45.8%	26.5%
资本公积	42	259	259	259	营业利润	-14.6%	8.2%	84.3%	61.6%
留存收益	295	406	582	863	归属于母公司净利	-7.8%	21.4%	57.4%	60.6%
归属母公司股	589	933	1108	1390	获利能力				
负债和股东权	1145	1682	2279	2561	毛利率	16.4%	15.4%	17.1%	19.3%
现金流量表					净利率	6.6%	6.1%	6.6%	8.3%
单位:百万元					ROE	15.1%	11.9%	15.8%	20.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	12.0%	9.6%	12.4%	16.2%
经营活动现金	-95	-285	110	142	偿债能力				
净利润	98	120	189	304	资产负债率	46.5%	42.6%	49.3%	43.0%
折旧摊销	22	30	39	48	净负债比率				
财务费用	22	38	50	59	流动比率	1.51	2.01	1.64	1.83
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.97	1.50	1.23	1.30
营运资金变动	-234	-471	-169	-270	营运能力				
其它	-2	-3	1	2	总资产周转率	1.45	1.29	1.35	1.39
投资活动现金	-131	-108	-221	-190	应收账款周转率	9	8	9	9
资本支出	131	108	210	180	应付账款周转率	11.31	9.44	8.55	9.02
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	0	-11	-10	每股收益	0.34	0.41	0.65	1.05
筹资活动现金	174	273	202	-38	每股经营现金流	-0.14	-1.06	0.41	0.53
短期借款	162	102	250	11	每股净资产	2.26	3.48	4.13	5.18
长期借款	50	-6	3	11	估值比率				
普通股增加	95	0	0	0	P/E	39.11	32.21	20.47	12.74
资本公积增	-95	216	0	0	P/B	5.92	3.84	3.23	2.58
其他	-38	-39	-50	-59	EV/EBITDA	24	20	12	8
现金净增加额	-51	-120	91	-86					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均线：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

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：

分析师在本报告中对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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn