

红宝丽 (002165)

减压发泡技术将提升毛利率，板材和EVA膜将步入收获期

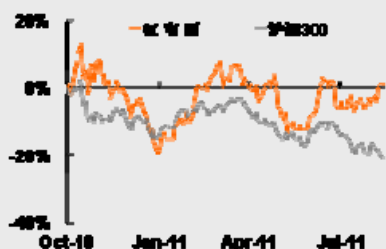
推荐 (维持)

现价：13.40 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.hongbaoli.com
大股东/持股	江苏宝源投资管理有限公司 /25.11%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	268
流通 A 股(百万股)	247
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	35.91
流通 A 股市值(亿元)	33.10
每股净资产(元)	3.39
资产负债率(%)	40.3

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

陈建文 S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

伍颖 S1060511010017
010-66299575
Wuying467@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 三季报业绩基本符合预期

前三季度公司实现营业收入 13.97 亿元，同比增长 27.7%，净利润 0.87 亿元，同比增长 10.3%，EPS 0.34 元。其中第三季度营业收入同比增长 21.2%，净利润同比下降 14.2%，EPS 0.06 元，业绩基本符合我们预期。

■ 产品销量增加带来营收提升，成本上扬致净利增幅低于营收

前三季度，公司主要产品（包括硬泡组合聚醚和异丙醇胺）销量增加使得营业收入快速增长，但由于原材料、人力资源等生产要素价格上涨，营业成本增幅高于营业收入增幅，所以净利润增幅低于营业收入增幅。

■ 硬泡组合聚醚募投项目计划于 2012 年上半年投产

公司是国内最大的硬泡组合聚醚供应商，规模优势突显，目前正在加快新建的 6 万吨/年项目预计将于 2012 年上半年竣工投产，届时硬泡组合聚醚总产能将达 15 万吨/年。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，该技术推广后，硬泡组合聚醚毛利率将有望提升 2~5%。

■ 聚氨酯板材和 EVA 膜将从 2012 年开始大幅贡献利润

通过调整聚醚分子结构，公司聚氨酯保温板的阻燃标准达到 B1 级，目前 100 万平方米聚氨酯保温板材项目试生产顺利，未来 3 年内将计划新建 1500 万平方米聚氨酯板材。另外，公司 1200 万平方米 EVA 膜生产线近期将竣工投产，未来有望成为另一利润来源。综合来看，新材料将从 2012 年开始大幅贡献利润。

■ 维持“推荐”投资评级

随着减压发泡技术大规模推广，公司硬泡组合聚醚毛利率将回升到较高水平，6 万吨/年硬泡组合聚醚有望于 2012 年上半年投产，聚氨酯板材和 EVA 膜也将从 2012 年开始大幅贡献利润。我们预测 2011~2013 年 EPS 分别为 0.37、0.73、0.96 元，维持“推荐”投资评级。风险因素：需求放缓、原材料价格波动。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	924	1387	1717	2539	3129
YoY(%)	3.8%	50.2%	23.8%	47.9%	23.2%
净利润(百万元)	99	92	98	196	256
YoY(%)	48.2%	-7.8%	7.3%	99.0%	31.1%
毛利率(%)	22.9%	16.4%	15.1%	17.7%	18.3%
净利率(%)	10.8%	6.6%	5.7%	7.7%	8.2%
ROE(%)	19.3%	15.5%	10.7%	17.5%	18.7%
EPS(摊薄/元)	0.37	0.34	0.37	0.73	0.96
P/E(倍)	36.15	39.20	36.53	18.36	14.01

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	719	993	1362	1658
现金	83	155	140	158
应收账款	165	223	330	407
其他应收款	3	5	8	9
预付账款	36	58	84	102
存货	259	328	470	575
其他流动资产	173	223	330	407
非流动资产	427	510	584	579
长期投资	0	0	0	0
固定资产	311	344	477	477
无形资产	64	66	69	71
其他非流动资产	52	100	38	31
资产总计	1145	1503	1946	2237
流动负债	475	493	725	741
短期借款	272	224	346	275
应付账款	142	160	230	281
其他流动负债	61	109	149	185
非流动负债	58	60	60	41
长期借款	50	50	50	50
其他非流动负债	8	10	10	-9
负债合计	533	553	785	782
少数股东 权益	23	30	45	63
股本	252	268	268	268
资本公积	42	259	259	259
留存收益	295	393	589	845
归属母公司股东权	589	920	1116	1372
负债和股东权益	1145	1503	1946	2237

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-95	20	2	164
净利润	98	105	210	275
折旧摊销	22	30	40	49
财务费用	22	17	25	31
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-234	-126	-273	-191
其他经营现金流	-2	-6	-0	0
投资活动现金流	-131	-114	-114	-44
资本支出	131	110	110	40
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-4	-4	-4
筹资活动现金流	174	166	97	-102
短期借款	162	-48	122	-71
长期借款	50	0	0	0
普通股增加	95	16	0	0
资本公积增加	-95	216	0	0
其他筹资现金流	-38	-18	-25	-31
现金净增加额	-51	73	-15	18

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1387	1717	2539	3129
营业成本	1159	1458	2090	2556
营业税金及附加	3	5	8	9
营业费用	30	36	53	66
管理费用	56	69	102	125
财务费用	22	17	25	31
资产减值损失	2	2	2	2
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	117	130	259	340
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	121	130	259	340
所得税	23	25	49	65
净利润	98	105	210	275
少数股东损益	7	7	14	19
归属母公司净利润	92	98	196	256
EBITDA	161	178	325	420
EPS (元)	0.34	0.37	0.73	0.96

主要财务比率				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	50.2%	23.8%	47.9%	23.2%
营业利润	-14.6%	11.6%	99.0%	31.1%
归属母公司股东权益	-7.8%	7.3%	99.0%	31.1%
获利能力				
净利率 (%)	6.6%	5.7%	7.7%	8.2%
ROE (%)	15.5%	10.7%	17.5%	18.7%
ROIC (%)	13.1%	11.1%	16.2%	18.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.5%	36.8%	40.3%	35.8%
净负债比率 (%)	60.4%	49.5%	50.4%	40.5%
流动比率	1.5	2.0	1.9	2.2
速动比率	1.0	1.4	1.2	1.5
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.3	1.5	1.5
应收账款周转率	8.8	8.6	9.2	8.5
应付账款周转率	11.3	9.6	10.7	10.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.37	0.73	0.96
每股经营现金流	-0.35	0.08	0.01	0.61
每股净资产	2.20	3.43	4.16	5.12
估值比率				
P/E	39.2	36.6	18.4	14.0
P/B	6.1	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	24	22	12	9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257