

# 环氧丙烷价格下跌，公司盈利能力大幅提升

2011年11月25日

强烈推荐/维持

红宝丽

事件点评

——红宝丽（002165）

杨若木 化工行业分析师

执业证书编号：S1480510120014

[yangrm@dxzq.net.cn](mailto:yangrm@dxzq.net.cn) 010-66554032

## 事件：

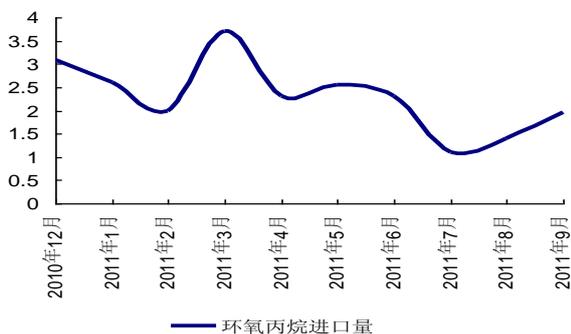
环氧丙烷近期价格出现大幅度下跌，从 16000 元/吨跌至 12800 元/吨。

## 观点：

### 1.原材料价格出现大幅度下跌，盈利能力明显恢复

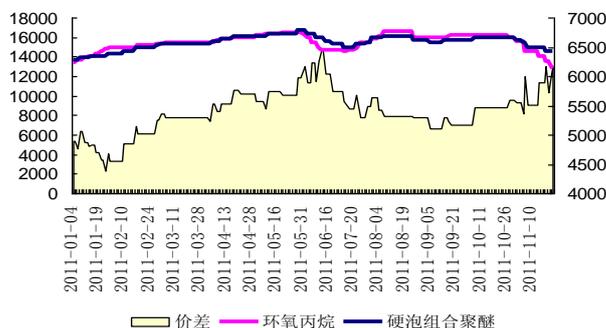
环氧丙烷近期价格出现了大幅度的下跌，国内的供给增长放缓，国外方面，新加坡 25 万吨装置遭遇事故、泰国 39 万吨新建装置受洪水影响停车、沙特 20 万吨的产能突然停产，现在已经复工，9 月份开始进口至中国的环氧丙烷的量在增加。四季度以来，环氧丙烷价格从最高的 1.60 万元/吨跌至 1.28 万元/吨，进口价格为 1.20 万元/吨左右，成本价格在 1 万元左右，价格还有下降空间。原材料丙烯价格出现比较大的降幅，成本也出现了一定的下降。下游需求方面，软泡组合聚醚受困于沙发和汽车行业需求增速放缓，而硬泡组合聚醚需求相对稳定，硬泡组合聚醚和环氧丙烷的价差在拉大，盈利能力在上升。目前看，价差较三季度环比增加 650 元/吨左右，单季度增厚业绩 0.05 元。

图 1：环氧丙烷进口量



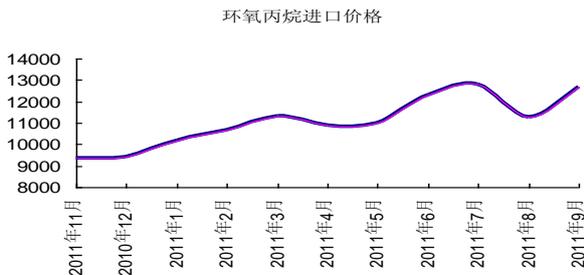
资料来源：隆众石化商务网

图 2：硬泡组合聚醚和环氧丙烷价差



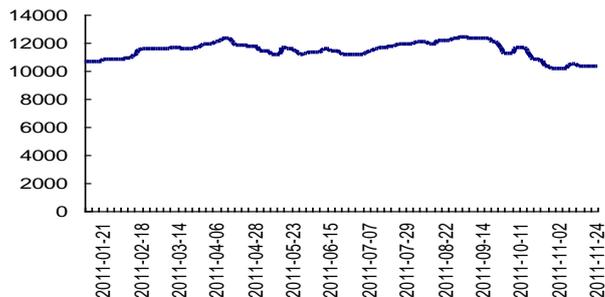
资料来源：隆众石化商务网，东兴证券研究所

图 3：环氧丙烷进口价格



资料来源：隆众石化商务网

图 4：丙烯价格走势



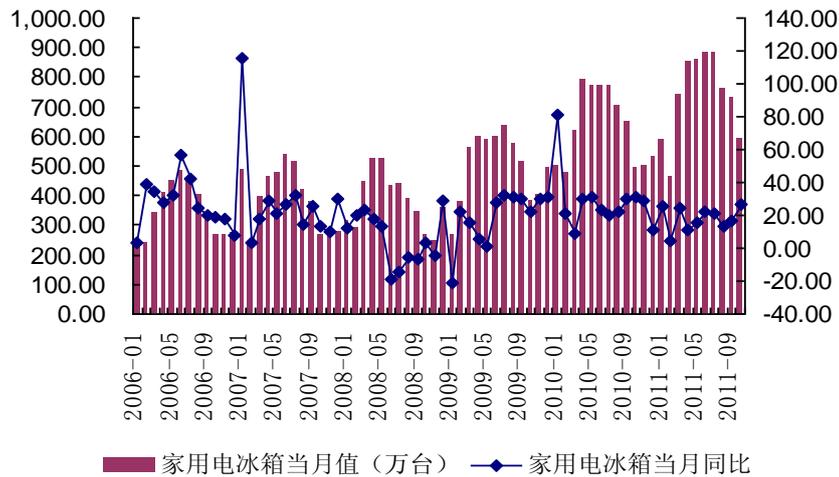
资料来源：Wind 数据库

## 2.目前冰箱市场需求良好，市场需求增速为20%以上

冰箱行业在延续维持着家电下乡的影响，一直保持良好的增长，今年单月一直保持10-20%的同比增速。并且，未来冰箱的容量在逐渐提高，使对硬泡组合聚醚的需求增加。另外，单个冰箱的容量在提高，未来硬泡组合聚醚的需求会增加。

公司开发新的工艺，开展减压发泡技术产业化试验，携手“美的集团”，在美的冰箱生产线应用冰箱减压发泡技术，取得了成功。与传统发泡技术相比，产品的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。预计这块业务可以在明年贡献比较好的业绩。

图 5：冰箱产量及同比增长



资料来源：北京塑料工业协会，东兴证券研究所

## 3.公司未来的新项目看点比较多

公司的 1200 万平米 EVA 胶膜已经在 11 月份投产、6 万吨硬泡组合聚醚和 1500 万平米的高阻燃聚氨酯板材预计在明年投产。高阻燃板材的销售情况还在等待政策方面的正式通知。聚氨酯阻燃板材仍然是世界上公认的最好的保温材料。无机材料虽然并不燃烧，例如玻璃棉和岩棉，在火灾高温攻击下，玻璃棉超过 350 度泡沫脆化，岩棉超过 600 度以上会粉化，抗不了火灾高温攻击，而且寿命比较短，大概可以达到 10 多年使用寿命，而聚氨酯阻燃板材的寿命可以达到 25 年的使用寿命，只要在施工方面对聚氨酯板材进行完善的水泥砂浆保护，加上聚氨酯阻燃板材，防火的安全性是没有问题的，而且红宝丽生产的聚氨酯板材是不易燃烧，难燃级别的。

## 4.盈利预测及投资评级

我们预计 11-13 年的每股收益分别为 0.47 元、0.77 元、1.05 元，目前价格为 13.30 元，对应 12 年的市盈率为 17 倍，我们认为公司可以依据化工行业平均 25 倍市盈率来估值，可以目标价格 17.71 元，给予“强烈推荐”评级。

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	923.53	1,387.06	2,008.58	2,600.03	3,139.77
营业成本	712.30	1,159.02	1,671.09	2,116.10	2,530.82
营业费用	19.71	29.64	48.21	62.40	75.35
管理费用	40.48	55.62	84.36	109.20	131.87
财务费用	8.66	21.73	28.12	31.54	26.74
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.08	0.08
营业利润	136.63	116.72	167.79	270.07	362.66
利润总额	136.13	121.36	169.29	271.57	364.16
所得税	28.18	23.12	33.86	54.31	72.83
净利润	107.95	98.24	135.43	217.25	291.33
归属母公司所有者的 净利润	99.34	91.62	126.43	207.25	280.33
NOPLAT	115.22	112.08	156.72	241.28	311.51
每股净收益（元）	0.63	0.36	0.47	0.77	1.05

资产负债表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	135.24	82.66	361.55	468.00	565.16
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	134.96	164.96	220.12	284.93	344.08
预付款项	34.10	36.27	36.27	36.27	36.27
存货	124.35	258.80	183.13	231.90	277.35
流动资产合计	503.18	718.89	998.21	1,276.31	1,531.04
非流动资产	261.67	426.52	399.30	374.80	349.65
资产总计	764.85	1,145.41	1,397.52	1,651.11	1,880.69
短期借款	110.00	272.00	622.58	450.21	496.53
应付帐款	62.80	142.08	91.57	115.95	138.67

预收款项	6.54	5.84	5.84	5.84	5.84
流动负债合计	222.78	475.23	771.61	671.38	749.52
非流动负债	7.25	57.50	57.84	58.15	58.45
少数股东权益	21.24	23.24	32.24	42.24	53.24
母公司股东权益	513.57	589.44	535.84	879.33	1,019.50
净营运资本	280.40	243.65	226.60	604.93	781.52
投入资本 IC	509.58	852.01	879.10	953.78	1,054.10

现金流量表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	107.95	98.24	135.43	217.25	291.33
折旧摊销	13.59	22.11	0.00	39.51	40.14
净营运资金增加	4.09	(36.75)	(17.05)	378.32	176.60
经营活动产生现金流	72.13	(94.51)	149.63	191.72	235.36
投资活动产生现金流	(91.66)	(130.72)	(13.00)	(17.92)	(17.92)
融资活动产生现金流	(36.11)	173.85	142.25	(67.34)	(120.29)
现金净增（减）	(55.64)	(51.37)	278.88	106.46	97.15

## 分析师简介

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。