

首次评级 红宝丽 (002165.SZ)

中性

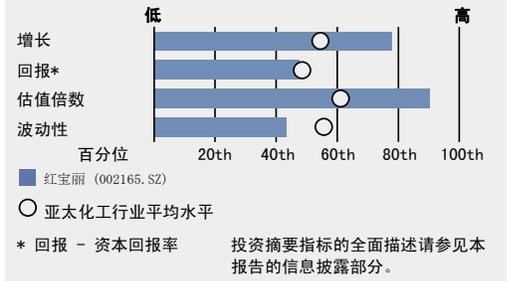
证券研究报告

主业受需求拖累，新业务崭露头角，首次覆盖给予“中性”评级

投资观点

我们首次覆盖红宝丽，给予中性评级，基于 P/B vs. ROE 的 12 个月目标价为人民币 11.45 元，潜在上行空间 3.7%。占公司收入比重超过 70% 的硬泡组合聚醚受下游冰箱、冰柜需求疲软影响，未来两年增速将有所放缓，2011-13 年复合增速 11%。凭借高性价比产品和服务优势，公司奠定异丙醇胺全球龙头地位，2011-13 年收入年均复合增速 19%。2011 年公司新进入太阳能 EVA 胶膜和高阻燃保温板市场，均实现正常生产，前景广阔，但目前尚处于市场开拓初期，进展仍待观察。我们预计 2011/12/13 年每股收益分别为人民币 0.38/0.43/0.53 元。

投资摘要



主要增长动力

(1) **硬泡组合聚醚增长主要来自市场份额扩张。**受下游需求疲软影响，我们预计 2012 年销售均价有所下滑，收入增长来自新技术推广带来的销量提升，2011-13E 销量增长 11%/14%/14%，市场份额升至 15.7%/17.0%/18.2%。(2) **异丙醇胺业务竞争优势突出，行业龙头地位稳固。**公司该业务具备明显优势。随着异丙醇胺对乙醇胺逐步替代及水泥添加剂使用率提升，异丙醇胺有望成为可持续的业绩贡献因素。我们预计 2011-13E 销售收入增长 39%/11%/24%。(3) **新材料业务市场空间大，但拓展进度存在一定不确定性。**太阳能 EVA 胶膜及 PU 高阻燃保温板项目将从 2012 年开始贡献收入。但由于太阳能市场需求低迷及防火材料政策存在不确定性，我们保守预计 2012E/13E 年收入贡献 7%/11%。

风险

上行风险：下游需求反弹超预期。**下行风险：**技术推广慢于预期；太阳能行业低迷；新的建筑外墙保温材料防火标准确立为 A 级导致 PU 保温板销售困难。

估值

我们基于 P/B vs ROE 估值方法，根据 3.0 倍的市净率和 2012 年 11.8% 的预期 ROE，得出 12 个月目标价 11.45 元，潜在上行空间为 3.7%，首次评级中性。

行业背景

下游家电、房地产需求疲软，硬泡组合聚醚行业未来两年将呈小幅增长态势。

所属投资名单

中性

行业评级：谨慎

魏涛 执业证书编号: S1420511090002
+86(21)2401-8923 tao.wei@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

主要数据

当前	
股价 (Rmb)	11.05
12个月目标价格 (Rmb)	11.45
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	2,964.0 / 469.4
外资持股比例 (%)	--

	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
每股盈利 (Rmb)	0.34	0.38	0.43	0.53
每股盈利增长 (%)	(7.8)	11.8	11.5	23.4
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.34	0.38	0.43	0.53
每股基本盈利 (Rmb)	0.34	0.38	0.43	0.53
市盈率 (X)	32.4	28.9	25.9	21.0
市净率 (X)	5.0	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA (X)	28.2	16.0	12.8	10.7
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.8	1.0
净资产回报率 (%)	16.6	13.5	11.8	13.1
CROCI (%)	20.5	17.1	16.1	16.6

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(21.4)	(32.0)	(24.9)
相对于沪深300指数	(17.7)	(13.1)	(3.6)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为1/11/2012收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

红宝丽：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E	资产负债表 (Rmb mn)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入	1,387.1	1,734.3	1,963.8	2,447.4	现金及等价物	82.7	282.3	313.0	309.6
主营业务成本	(1,159.0)	(1,476.0)	(1,655.1)	(2,062.1)	应收账款	377.4	570.2	591.8	670.5
销售、一般及管理费用	(87.9)	(112.7)	(123.7)	(161.5)	存货	258.8	222.4	294.8	367.2
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
其它营业收入/ (支出)	(1.7)	0.0	0.0	0.0	流动资产	718.9	1,074.9	1,199.6	1,347.4
EBITDA	160.6	194.0	245.2	292.9	固定资产净额	359.8	455.0	543.3	585.7
折旧和摊销	(22.1)	(48.4)	(60.3)	(69.1)	无形资产净额	63.7	62.3	61.0	59.6
EBIT	138.5	145.6	184.9	223.8	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
利息收入	0.6	0.4	1.3	1.5	其它长期资产	3.0	3.0	3.0	3.0
财务费用	(22.4)	(35.6)	(39.7)	(41.0)	资产合计	1,145.4	1,595.2	1,806.9	1,995.7
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	200.6	202.2	240.3	299.4
其它	4.6	25.4	6.0	4.0	短期贷款	272.0	377.0	377.0	377.0
税前利润	121.4	135.8	152.5	188.3	其它流动负债	2.7	2.7	25.5	30.9
所得税	(23.1)	(25.1)	(29.0)	(35.8)	流动负债	475.2	581.9	642.9	707.3
少数股东损益	(6.6)	(8.2)	(9.3)	(11.6)	长期贷款	50.0	50.0	100.0	100.0
优先股股息前净利润	91.6	102.4	114.3	141.0	其它长期负债	7.5	7.5	7.5	7.5
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	57.5	57.5	107.5	107.5
非经常性项目前净利润	91.6	102.4	114.3	141.0	负债合计	532.7	639.4	750.4	814.8
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	91.6	102.4	114.3	141.0	普通股权益	589.4	924.4	1,015.8	1,128.6
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.34	0.38	0.43	0.53	少数股东权益	23.2	31.4	40.7	52.3
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.34	0.38	0.43	0.53	负债及股东权益合计	1,145.4	1,595.2	1,806.9	1,995.7
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.34	0.38	0.43	0.53	每股净资产 (Rmb)	2.20	3.45	3.79	4.21
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.09	0.11					
股息支付率 (%)	0.0	0.0	20.0	20.0					
自由现金流收益率 (%)	(5.2)	(4.6)	(0.6)	0.6					
增长率和利润率 (%)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E	比率	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入增长率	50.2	25.0	13.2	24.6	GROCI (%)	20.5	17.1	16.1	16.6
EBITDA增长率	1.1	20.8	26.4	19.5	净资产回报率 (%)	16.6	13.5	11.8	13.1
EBIT增长率	(4.7)	5.1	27.0	21.0	总资产回报率 (%)	9.6	7.5	6.7	7.4
净利润增长率	(7.8)	11.8	11.5	23.4	平均运用资本回报率 (%)	17.0	14.3	13.3	14.4
每股盈利增长	(7.8)	11.8	11.5	23.4	存货周转天数	60.3	59.5	57.0	58.6
毛利率	16.4	14.9	15.7	15.7	应收账款周转天数	81.7	99.7	108.0	94.1
EBITDA利润率	11.6	11.2	12.5	12.0	应付账款周转天数	48.7	49.8	48.8	47.8
EBIT利润率	10.0	8.4	9.4	9.1	净负债/股东权益 (%)	39.1	15.1	15.5	14.2
					EBIT利息保障倍数 (X)	6.4	4.1	4.8	5.7
现金流量表 (Rmb mn)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E	估值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
优先股股息前净利润	91.6	102.4	114.3	141.0	基本市盈率 (X)	32.4	28.9	25.9	21.0
折旧及摊销	22.1	48.4	60.3	69.1	市净率 (X)	5.0	3.2	2.9	2.6
少数股东权益	6.6	8.2	9.3	11.6	EV/EBITDA (X)	28.2	16.0	12.8	10.7
运营资本增减	(234.3)	(154.7)	(55.8)	(92.1)	企业价值/总投资现金 (X)	4.8	2.5	2.2	2.0
其它	19.5	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.8	1.0
经营活动产生的现金流	(94.5)	4.3	128.0	129.6					
资本开支	(130.7)	(142.2)	(147.3)	(110.1)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	0.0	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(130.7)	(142.2)	(147.3)	(110.1)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(15.1)	0.0	0.0	(22.9)					
借款增减	212.0	105.0	50.0	0.0					
普通股发行 (回购)	0.0	16.2	0.0	0.0					
其它	(23.0)	216.3	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	173.9	337.5	50.0	(22.9)					
总现金流	(51.4)	199.7	30.7	(3.4)					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

魏涛

tao.wei@ghsl.cn

目录

投资摘要: 主业受需求拖累, 新业务拓展尚需观察	3
红宝丽: 主业进入稳健发展期, 新材料业务崭露头角	4
硬泡组合聚醚: 下游行业增速放缓, 增长主要依靠市场份额提升	5
异丙醇胺: 行业空间广阔, 红宝丽奠定全球龙头地位	8
新材料业务: EVA 胶膜、阻燃硬泡空间大, 红宝丽崭露头角	10
环氧丙烷: 价格预计总体强势, 毛利率承压	12
盈利预测: 预计 2011-13 年净利润复合增速 17%	15
估值及投资建议: 12 个月目标价人民币 11.45 元, 给予“中性”评级	17
风险	21
信息披露附录	22

本报告股价为截至 2012 年 1 月 10 日收盘价, 除非另有说明。

作者感谢方竹静对本报告的贡献。

图表 1: 同业比较

公司	代码	评级	Currency	CP 1/10/12	12-m TP	Up/Dow nside	P/E		P/B		ROE			EPS growth
							2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2013E	2011E-13E
全球聚氨酯同业														
红宝丽	002165.SZ	Neutral	Rmb	11.04	11.45	4%	28.91	25.92	3.20	2.92	13.5%	11.8%	13.1%	17.3%
Mitsui Chemicals	4183.T	Buy	¥	227.00	310.00	37%	9.2X	10.8X	0.6X	0.6X	6.5%	5.4%	6.2%	1.3%
Huntsman	HUN	Buy	\$	10.20	16.00	57%	6.0X	5.2X	1.1X	0.9X	18.7%	19.8%	19.9%	16.7%
BASF SE	BASFn.DE	Buy	€	57.49	66.00	15%	9.2X	10.1X	2.1X	2.0X	26.3%	16.0%	17.9%	1.8%
Tosoh	4042.T	Neutral	¥	205.00	255.00	24%	12.2X	11.7X	0.7X	0.7X	6.1%	6.2%	6.4%	7.2%
Dow Chemical Company	DOW	Neutral	\$	30.98	28.00	-10%	11.9X	12.0X	1.8X	1.8X	16.2%	15.2%	19.2%	13.9%
Bayer AG	BAYGn.DE	Neutral	€	53.89	60.00	11%	11.2X	10.6X	2.2X	2.0X	13.8%	15.7%	17.6%	9.8%
全球聚氨酯同业中值							10.2X	10.7X	1.5X	1.4X	15.0%	15.5%	17.8%	8.5%
中国化工同业														
红宝丽	002165.SZ	Neutral	Rmb	11.04	11.45	4%	28.9X	25.9X	3.2X	2.9X	13.5%	11.8%	13.1%	17.3%
烟台万华	600309.SS	Buy	Rmb	13.21	16.64	26%	14.7X	12.5X	3.8X	3.2X	28.7%	28.0%	28.9%	20.4%
联化科技	002250.SZ	Buy	Rmb	18.50	29.80	61%	25.2X	16.9X	4.1X	3.5X	21.3%	22.4%	23.6%	35.0%
华鲁恒升	600426.SS	Neutral	Rmb	7.72	10.70	39%	18.8X	14.6X	1.5X	1.4X	7.9%	9.6%	11.4%	28.9%
金发科技	600143.SS	Sell	Rmb	12.75	14.90	17%	18.1X	21.2X	2.4X	2.2X	17.0%	10.9%	12.5%	3.5%
云天化	600096.SS	Sell	Rmb	14.11	15.20	8%	40.7X	36.2X	1.5X	1.4X	4.0%	4.0%	4.7%	17.0%
中国玻纤	600176.SS	NC	Rmb	12.82	NC	NC	11.7X	9.0X	2.2X	1.8X	18.0%	19.5%	22.9%	27.4%
海利得	002206.SZ	NC	Rmb	8.19	NC	NC	15.7X	11.1X	3.0X	2.6X	16.0%	20.0%	22.5%	33.8%
中国化工同业中值							18.4X	15.8X	2.7X	2.4X	16.5%	15.6%	17.8%	23.9%

资料来源: 公司数据、万得、高华证券研究预测、高盛研究预测

投资摘要: 主业受需求拖累, 新业务拓展尚需观察

红宝丽主要从事聚氨酯硬泡组合聚醚、异丙醇胺和水泥外加剂系列产品的生产和销售。公司拥有硬泡组合聚醚产能 9 万吨, 是国内最大的硬泡组合聚醚生产商; 另有 6 万吨产能在建, 我们预计 2012 年中期建成。公司拥有 4 万吨异丙醇胺产能, 全球第一, 是国内唯一能够同时生产一异、二异和三异丙醇胺的企业。

- 公司主导产品硬泡组合聚醚 90%销售给冰箱、冰柜客户。2011 年三季度以来，欧美需求低迷，我国冰箱、冰柜出口疲软；国内由于城市更新换代需求减弱，“家电下乡”政策逐步退出，冰箱、冰柜产量增速迅速下滑。鉴于此，我们预计 2012/13 年硬泡组合聚醚需求增速将由 2011 年预期的 10.5%回落至 5.3%/7.2%。公司目前硬泡组合聚醚产能 9 万吨，另有 6 万吨在建，我们预计 2012 年中期建成。未来三年公司将通过推广低压发泡技术继续扩大硬泡组合聚醚在冰箱、冰柜市场的份额，但销量增速仍将有所下滑，我们预计 2011E/2012E/2013E 年分别为 10.6%/14.1%/14.3%。
- 由于在国内基本无竞争对手，相对 BASF、DOW 等国际厂商也有明显的质量、价格优势，公司异丙醇胺产品具备全球竞争力，近几年产销量复合增速超过 30%，产品 60%以上出口国际市场。异丙醇胺的消费增长动力一方面在于对乙醇胺的替代；另一方面在于中国水泥市场对助磨剂使用的逐步普及。我们预计未来两年，公司凭借在产能，技术，销售以及种类上的竞争优势，产销仍将保持较快增长，我们预计 2011E/2012E/2013E 年销量增速分别为 30.1%/19.4%/21.6%。
- 2011 年公司进入 EVA 胶膜和高阻燃聚氨酯硬泡行业，其中高阻燃聚氨酯硬泡 2011 上半年成功投产，目前已有销售；EVA 胶膜于 2011 年 11 月一次性试生产成功。这两个产品的下游行业均有广阔的市场空间。目前公司处于市场开拓阶段，前景值得期待，但具体进展仍有待进一步观察。

我们预测公司 2011E/2012E/2013E 年 EPS 分别为 0.38/0.43/0.53 元，考虑到占公司收入超过 70%的硬泡组合聚醚产品下游行业增速显著放缓，对公司产品销量增长将产生较明显影响，而 EVA 胶膜和高阻燃聚氨酯硬泡新材料业务尚处于市场开拓期，进展有待观察。

我们对 EPS 预测显著低于市场一致预期，2011E/12E/13E 的 EPS 预测相比万得一致预期分别低 21%/43%/47%。主要是因为我们充分考虑了目前下游需求疲软导致公司主要产品收入增速下滑，以及鉴于太阳能行业需求及高阻燃建筑保温板政策出台的不确定性，对公司新材料项目的收入贡献预测较为谨慎。

我们采用与我们所覆盖的中国化工股板块一致的针对个股的 P/B vs ROE 估值方法。考虑到公司 PU 阻燃建筑保温板项目存在的政策不确定性，我们使用了情境分析，充分考虑政策风险。我们的 12 个月目标价人民币 11.45 元是基于 3.0 倍的 2012 年预期市净率以及基本情形下 11.8% 的 2012 年预期 ROE 和悲观情形下 10.2% 的 2012 年预期 ROE 得出的，相对当前股价有 3.7% 的上行空间，首次评级为中性。

图表 2: 重要财务数据对比

高华预测与市场一致预期对比

	每股盈利(Rmb)			收入(Rmb mn)			净利率(%)			净利润(Rmb mn)		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
GH 预测	0.38	0.43	0.53	1,734	1,964	2,447	6%	6%	6%	102	114	141
万得一致预期	0.49	0.75	1.00	1,851	2,424	3,094	7%	8%	9%	130	200	268
GH vs. 一致预期	-21%	-43%	-47%	-6%	-19%	-21%	-1ppt	-2ppt	-3ppt	-21%	-43%	-47%

资料来源：万得、高华证券研究预测

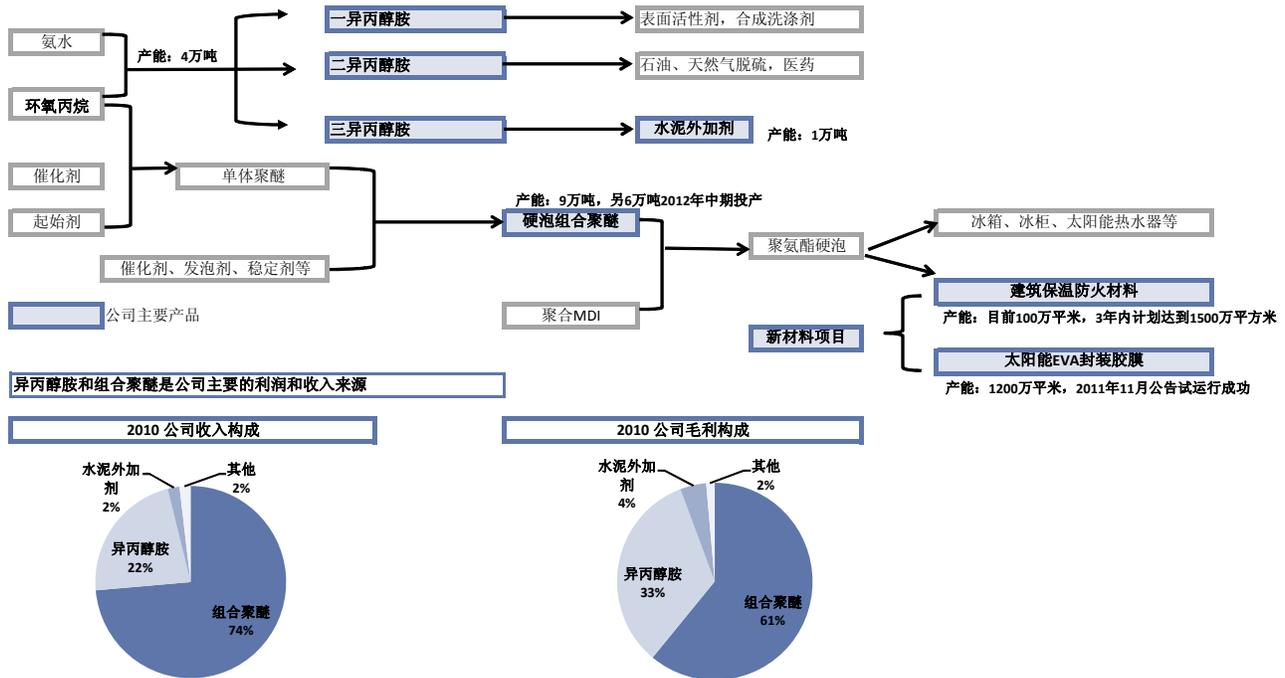
红宝丽:主业进入稳健发展期，新材料业务崭露头角

红宝丽主要从事聚氨酯硬泡组合聚醚、异丙醇胺和水泥外加剂系列产品的生产和销售。公司现有硬泡组合聚醚产能 9 万吨，规模国内最大，另有 6 万吨产能在建，我们预计 2012 年中期投产，届时将拥有 15 万吨硬泡组合聚醚产能。公司异丙醇胺产能 4 万吨，全球第一，是国内唯一能够同

时生产一异、二异和三异丙醇胺的企业。两类产品是公司收入与利润的主要来源，2010年合计占收入的96%，毛利的94%。

2011年公司正式进入太阳能EVA封装胶膜和高阻燃型聚氨酯外墙保温板两个市场。其中，1200万平米太阳能EVA封装胶膜项目于2011年11月试产成功。100万平米高阻燃型聚氨酯外墙保温板2011年上半年投产，已实现销售，公司公告未来3年计划扩产至1500万平方米。

图表 3: 公司产业链及业务情况概览



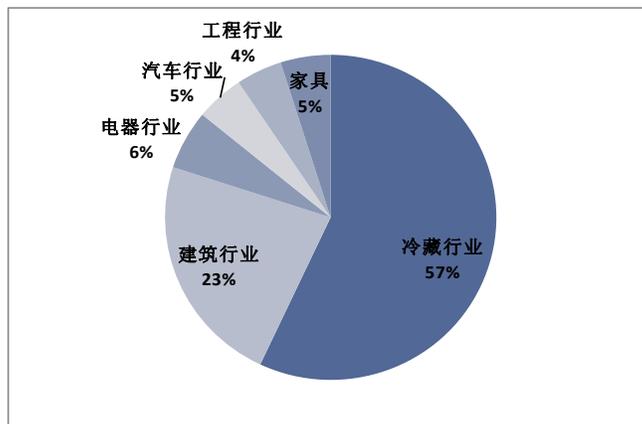
资料来源: 公司数据、高华证券研究

硬泡组合聚醚：下游行业增速放缓，增长主要依靠市场份额提升

硬泡组合聚醚由聚醚多元醇、催化剂、稳定剂、发泡剂等原料组合而成，是生产聚氨酯硬泡的主要原料之一，俗称聚氨酯白料，属于政策鼓励类产品。其下游产品聚氨酯硬泡具有优良的物理力学、声学、电学和耐化学性能，尤其导热系数极低，是最优良的绝热保温材料，主要用于各类保温用途，广泛应用于冰箱、冰柜，冷链物流，建筑、管道保温，热水器、汽车、家具等领域。

中国市场硬泡聚醚最主要的应用领域是冷藏行业。由于产业结构和社会发展阶段不同，我国聚氨酯硬泡消费结构与欧美发达国家差异很大。欧、美硬泡最大的消费市场是建筑业，占半壁江山，用于建筑外墙保温，而我国最大的消费领域是冷藏行业（冰箱、冰柜、冷链物流等）。根据 PU World 数据，2010年中国聚氨酯硬泡消费量约122万吨，对应硬泡组合聚醚消耗量约53万吨，其中30%应用于冰箱。2004年以来，冰箱、冰柜用硬泡聚醚一直占据中国PU硬泡组合聚醚总体消费量的50%以上。

图表 4: 硬泡组合聚醚应用领域
冷藏行业占比 57%，是最主要的应用领域(2009)

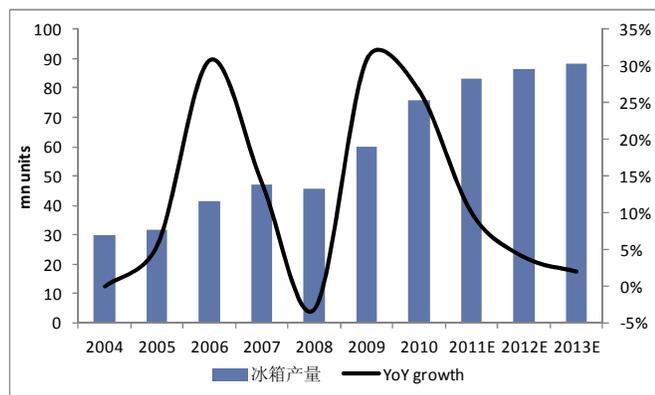


资料来源：公司数据、高华证券研究

2011-13 年硬泡组合聚醚销量受冰箱冰柜行业增速下滑影响，我们预计将呈现 10.5%/5.3%/7.2% 的温和增长。冰箱行业在 2009 及 2010 年经历政策（如“家电下乡”及“以旧换新”）刺激下的高增长。2011 年以来受欧美市场需求低迷、人民币升值等影响，出口市场疲软；国内市场由于城市更新换代需求减弱，农村保有量大幅上升，“家电下乡”政策逐步退出等因素影响，行业未来三年增速显著下滑，我们预计 2011-2013 年冰箱冰柜行业整体增速为 10%/4%/2%。作为硬泡组合聚醚最主要的消费市场，冰箱、冰柜行业与硬泡组合聚醚增速的相关性比较高，按每台冰箱消耗约 3 千克，每台冰柜消耗约 4 千克进行测算，我们预计 2011E/12E/13E 硬泡组合聚醚需求增速为 10.5%/5.3%/7.2%。

图表 5: 冰箱行业产量增长及预测

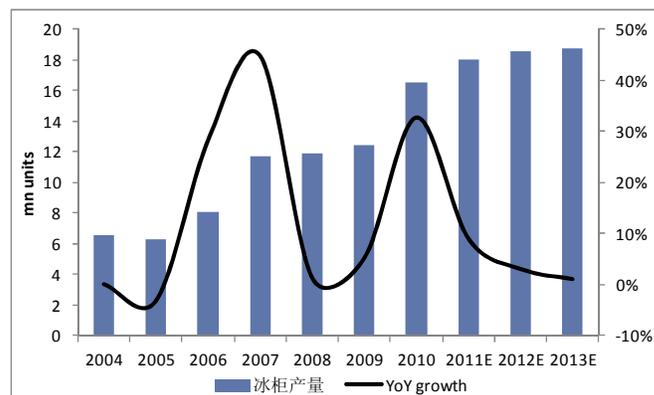
我们预计 2011E/12E/13E 冰箱产量增速为 10%/4%/2%。



资料来源：万得、高华证券研究预测

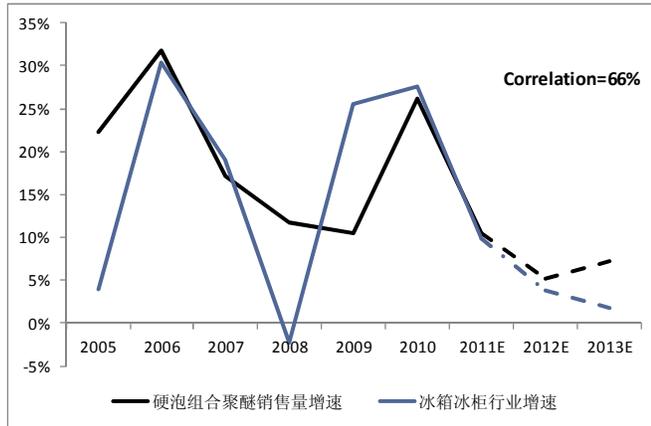
图表 6: 冰柜行业产量增长及预测

我们预计 2011E/12E/13E 冰柜产量增速为 9%/3%/1%。



资料来源：万得、高华证券研究预测

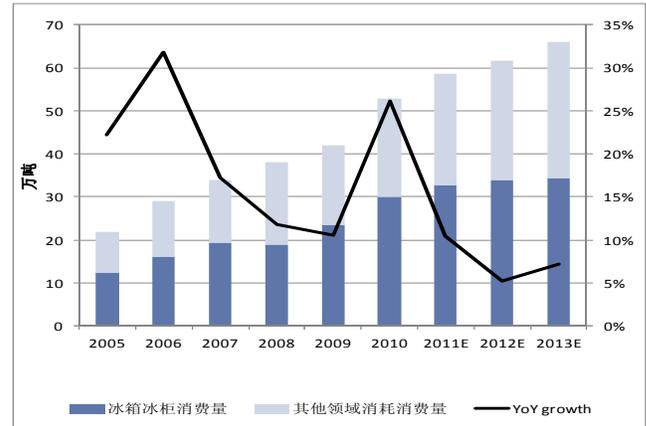
图表 7: 冰箱冰柜行业产量增速与硬泡组合聚醚销售量增速



资料来源: 万得、高华证券研究预测

图表 8: 硬泡组合聚醚消费量增长及预测

我们预计 2011E/12E/13E 硬泡组合聚醚消费量增速为 10.5%/5.3%/7.2%



资料来源: 万得、高华证券研究预测

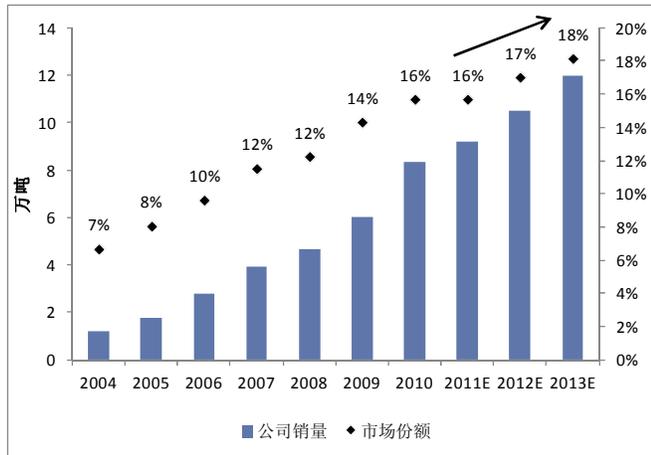
硬泡组合聚醚的蓝海在建筑节能市场, 当前发展需政策推动。聚氨酯硬泡在保温性能和使用寿命上相比其他建筑保温材料具有明显优势, 是欧美发达国家使用最广泛的建筑保温材料。欧美发达国家建筑保温材料中, 聚氨酯硬泡约占 75%, 聚苯乙烯约占 5%, 玻璃棉约占 10%, 而聚氨酯硬泡在我国建筑保温领域的应用还处于起步阶段, 虽经多年发展, 但使用比例仍不足 10%。建筑保温未来将是硬泡组合聚醚最具潜力的市场。

红宝丽作为硬泡组合聚醚行业龙头, 未来三年主要依靠新技术推广提升市场份额, 我们预计该项业务保持稳定增长。公司目前 90% 的硬泡组合聚醚销售给冰箱、冰柜企业, 2004-2010 年硬泡组合聚醚销量从 1.2 万吨增长至 8.32 万吨, 年复合增速达 38%。公司凭借成熟的产品组合, 强大的研发能力及优质的定制化服务在充分享受行业内生增长的同时, 不断提高市场占有率, 从在硬泡组合聚醚市场份额由 2004 年的 7% 提升至 2010 年的 16%。公司在冰箱、冰柜行业的市场占有率从 2004 年的 10% 提升至 2010 年的 28%, 居首位。

未来三年在冰箱、冰柜行业增速放缓的背景下, 公司硬泡组合聚醚销量增长主要依赖新技术推广带来的市场份额提升。在“快速脱模”技术近两年逐渐为竞争对手所模仿, 相对优势缩小的情况下, 公司于今年 7 月携手美的集团, 成功应用冰箱减压发泡技术。相比传统发泡技术, 能够使冰箱节能 5% 以上, 生产效率提升 15% 以上, 同时能够减少用量, 降低成本。未来两年, 公司将在国内大型冰箱、冰柜企业中推广减压发泡技术, 实现市场份额提升。

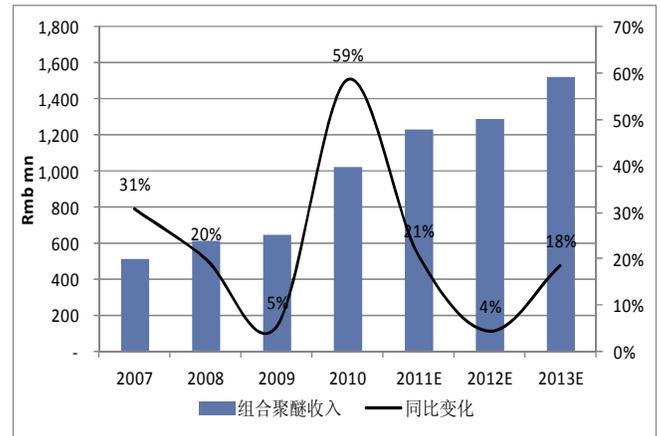
公司目前 9 万吨产能 2011 年即可实现满产, 2012 年中期新的 6 万吨产能将建成投产, 届时产能将达到 15 万吨, 提升 67%, 满足未来三年增产需要。我们预计凭借优质的定制化服务和性价比高的产品, 2011E/12E/13E 年公司硬泡组合聚醚销量分别为 9.2 万吨/10.5 万吨/12 万吨, 市场份额分别为 15.7%/17%/18.2%, 销量增速分别达 11%/14%/14%。

图表 9: 公司硬泡组合聚醚销量及市场份额



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 10: 公司硬泡组合聚醚销售收入



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

异丙醇胺: 行业空间广阔, 红宝丽奠定全球龙头地位

异丙醇胺属于烷基醇胺类化学品, 由环氧丙烷与氨反应而成, 分为一异丙醇胺、二异丙醇胺和三异丙醇胺, 是精细化工原料, 下游用途十分广泛, 在物性上与乙醇胺相似, 对乙醇胺有替代作用。主要应用于表面活性剂、石油脱硫、合成纺织助剂、金属清洗、医药、农药等领域。

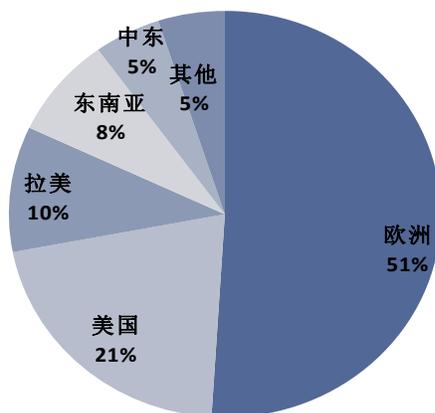
图表 11: 异丙醇胺应用领域
异丙醇胺应用领域广泛

类别	应用领域
一异丙醇胺	水处理、表面活性剂、合成洗涤剂、医药农药中间体、中和剂, 除草剂等
二异丙醇胺	石油及天然气脱硫剂、医药农药中间体、表面活性剂、纺织过程应用等
三异丙醇胺	水泥及混凝土外加剂、合成树脂、聚氨酯助剂、涂料交联剂等

资料来源: 公司数据、高华证券研究

异丙醇胺的生产和消费主要集中在德国、美国、英国等欧美发达国家。国外主要有德国巴斯夫、美国陶氏化学、德国朗盛、英荷壳牌、英国卜内门 5 家公司生产。欧美消费的异丙醇胺占世界总消费的 70% 以上。我国异丙醇胺消费量较小, 2005 年仅 2000 多吨, 2011 年超过 1 万吨, 增速较快但基数低。

图表 12: 世界异丙醇胺消费区域分布 (2009 年)



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

异丙醇胺的消费增长具有持续性强的特点, 从长周期的角度看会有很大的潜力空间。异丙醇胺的消费增长动力一方面在于对乙醇胺的替代; 另一方面在于中国水泥市场对助磨剂使用的逐步普及。在医药合成中, 异丙醇胺因异丙醇基的存在, 存在同分异构体, 在合成某些药物方面, 药性比乙醇胺高十倍以上。因异丙醇基的存在, 异丙醇胺的沸点比乙醇胺低。相应地, 由异丙醇胺合成的化合物比乙醇胺合成的化合物熔点低, 因此用异丙醇酰胺作为原料进行合成, 所用工艺条件比乙醇胺要缓和。异丙醇胺碱度比乙醇胺小, 异丙醇胺类表面活性剂基本为中性, 对皮肤、眼睛等无刺激, 对人体友好, 在发达国家用异丙醇胺代替乙醇胺合成表面活性剂。

在国内市场, 红宝丽的竞争优势非常突出。从生产工艺上看, 国内企业中仅有红宝丽采用连续法高压超临界工艺, 产品纯度高、颜色乳白且能耗低; 其他几家企业均采用落后的间歇式低压氨水法, 产品能耗高、纯度不高、色泽泛黄。目前红宝丽的产品与巴斯夫、陶氏处于同一水平, 产品质量、色泽甚至好于巴斯夫和陶氏, 且价格具备竞争力, 因此 2010 年国外公司基本放弃了中国市场。因此, 红宝丽在国内市场占据绝对优势。从产品种类上看, 国内企业中仅红宝丽能够同时生产一异、二异和三异丙醇胺, 且产品比例可根据需求灵活调节, 而其他企业只能生产其中某一种产品。从产能上看, 红宝丽有 4 万吨, 抚顺佳化 0.15 万吨, 其他企业仅数百吨, 规模差距巨大。目前国内在产的异丙醇胺企业只有红宝丽和抚顺佳化, 其他基本停产。

在国际市场上, 红宝丽凭借高性价比比产品不断增加市场份额。目前公司的异丙醇胺在日本市场占有率已超过 50%。由于产品竞争力相差悬殊, 美国气体公司和日本三井逐步停止了生产, 巴斯夫和陶氏也停止了扩产, 红宝丽在异丙醇胺市场已成为全球龙头, 保持着年均近 30% 的销量增速, 也是全球唯一仍在计划扩产的公司。

图表 13: 全球异丙醇胺主要产能统计 (2010 年)

红宝丽产能全球最大

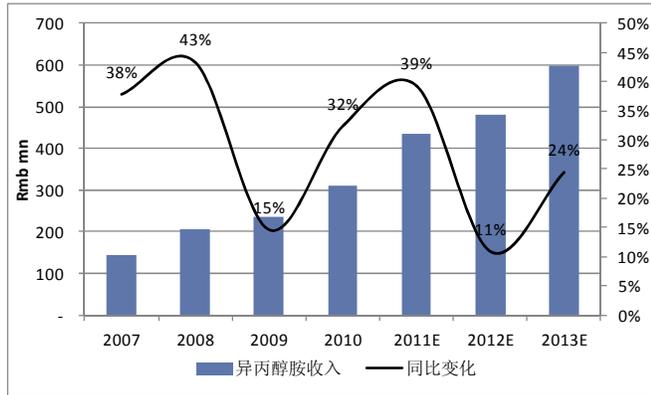
企业名称	产能(万吨/年)	全球异丙醇胺主要产能统计	
		技术路线	备注
国外市场			
德国巴斯夫	3.5	连续高压高浓度氨水法	三种产品比例可调
美国陶氏化学	2.5	连续高压高浓度氨水法	三种产品比例不可调
德国朗盛	1.5	连续高压高浓度氨水法	
英荷壳牌	1	连续高压高浓度氨水法	
英国卜内门	0.5	连续高压高浓度氨水法	
国内市场			
南京红宝丽	4	连续法高压超临界工艺	三种产品比例可调, 产能规模全球最大
抚顺佳化聚氨酯	0.15	间歇式低压氨水法	只能生产TIPA
浙大化工厂	0.05	间歇式低压氨水法	基本停产
常州巨顺化工	0.05	间歇式低压氨水法	基本停产
常州中兴	0.05	间歇式低压氨水法	基本停产

资料来源: 公司数据、高华证券研究

红宝丽目前拥有4万吨产能，按照目前的发展趋势，我们预计2013年可实现满产，届时公司会继续扩产，巩固市场地位，增加盈利。

凭借公司在异丙醇胺市场的绝对龙头地位以及在技术、产品种类、销售等方面的优势，我们预计2011E/12E/13E公司异丙醇胺销量达3.1/3.7/4.5万吨，增速30%/19%/22%；销售收入4.34/4.81/5.99亿元，增速39%/11%/24%。

图表 14: 公司异丙醇胺销售收入预测



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 15: 公司异丙醇胺销量预测



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

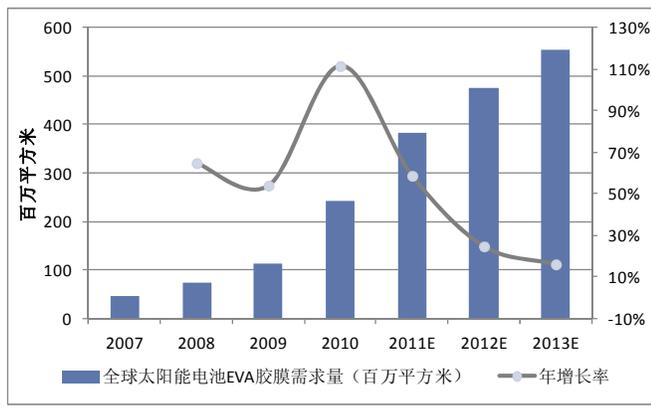
新材料业务: EVA 胶膜、阻燃硬泡空间大, 红宝丽崭露头角

EVA 胶膜市场空间巨大, 或成未来盈利亮点

EVA 胶膜是光伏组件封装主要材料。在晶硅电池与背板玻璃叠合装配过程中, 用 EVA 胶膜进行封装, 在封装时, 先裁切所需尺寸的胶膜, 按玻璃—EVA 胶膜—电池片—EVA 胶膜—背板的顺序叠放。

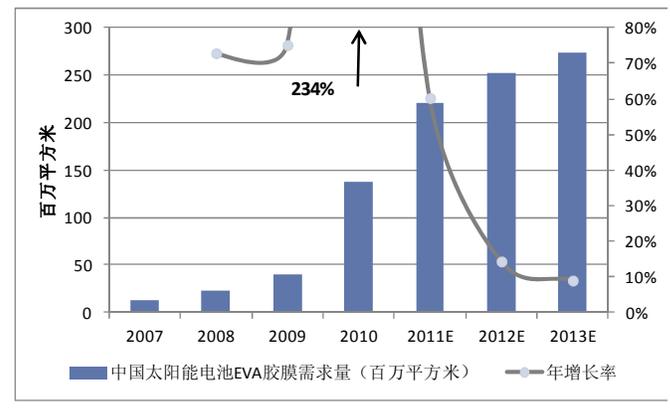
EVA 胶膜需求的下游客户为太阳能组件制造商, 其需求受到中国太阳能光伏电池产量的影响。高盛高华新能源团队预测全球光伏装机容量 2011E/12E/13E 分别为 19.5GW/20.8GW/23.2GW, 年均增速 3%/6%/11%; 中国市场光伏装机容量 2011E/12E/13E 分别为 2.5GW/4GW/5GW, 年均增速 400%/60%/25% (参见报告“2012 年展望: 关注现金状况以及结构性优胜者: 首次覆盖中国太阳能设备企业”, 2011 年 12 月 19 日)。1 套太阳能电池组件为 180W, 需要 3 平方米左右 EVA 胶膜, 我们估算了中国及全球 EVA 胶膜的市场规模, 我们预计 2011E/12E/13E EVA 胶膜全球市场可达 3.8/4.8/5.5 亿平方米, 中国市场规模可达 2.2/2.5/2.7 亿平方米, 市场空间巨大。

图表 16: 全球太阳能电池 EVA 胶膜需求量预测



资料来源：高华证券研究预测

图表 17: 中国太阳能电池 EVA 胶膜需求量预测



资料来源：高华证券研究预测

国内 EVA 生产商逐渐实现进口替代。国外 EVA 胶膜研发较早，产品性能、品质、产能有较大优势，目前国际上主要的 EVA 胶膜生产商有：日本积水化学、三井化学、普利司通，意大利 Tecnofimes 和美国杜邦等公司，国际市场高品质 EVA 胶膜供不应求。2009 年杜邦、三井和普利司通三家公司占据了中国市场近 50% 的份额。国内 EVA 胶膜厂商近两年取得长足发展，胶膜依赖进口的局面得到改观。其中杭州福斯特公司表现最佳，其产品得到市场一致认可，2011 年国内市场占有率超过 50%。

据红宝丽公司公告，公司年产 1200 万平方米 EVA 胶膜项目于 2011 年 11 月一次性投料试产成功，产品主要性能指标达到国际先进企业同类产品水平。由于下游太阳能行业目前处于“冬季”，2012 上半年仍难有明显改善，且公司新进入 EVA 胶膜行业，产品性能和客户开拓情况仍有待观察，因此对 2012/2013 年 EVA 胶膜销量我们暂时采取谨慎预测，预计为 300/700 万平米，2012/2013 年销售收入贡献 4,200/7,800 万元，占比总收入分别为 2%/3%。

图表 18: 中国 EVA 胶膜主要生产商介绍

公司名称	地址	产能	说明
福斯特	临安	3000 万平方米	2009 年销售 EVA 膜 3000 多万平方米，2010 年 10 月公司兴建年产 8000 万平方米
飞宇光电	衢州	3000 万平方米	计划 2011/2012 年年产能分别达到 6000 万/1 亿平方米
斯威克	深圳，常州	6000 万平方米	2010 年公司投资了 2 个亿在江苏常州设立第二生产基地，年产能达到 6000 万平方米
瑞阳光伏材料	温州	3000 万平方米	浙江中立集团，与杜邦公司合作
鑫富药业	临安	6000 吨/年（约 1300 万平方米）	2010 年 1 月介入，EVA 胶片项目已正式投产
爱康科技	江阴	65 万平米	2011-2013 年公司产能可达 1000/2300/3330 万平方米
红宝丽	南京	1200 万平方米	2011 年 11 月公告项目一次性投料试产成功

资料来源：公司数据、高华证券研究

PU 建筑保温板市场空间有待扩展，公司或将受益于新标准出台

2011 年上半年，公司年产 100 万平方米聚氨酯保温板材生产线试生产成功，并生产出合格的高阻燃（B1 级，即难燃级）聚氨酯建筑保温板，得到江苏省消防局认证，能够耐 1000 度以上高温，满足建筑阻燃要求。公司于 2011 年 10 月 26 日董事会审议通过年产 1500 万平方米环保型高阻燃聚氨酯建筑保温板项目的议案，我们预计 3 年建成。目前公司正在进行扩产建设。

节约能源已成社会重点趋势，建筑领域节能保温市场面临巨大的商机。国务院决定到 2020 年中国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%，2011 年 7 月份，财政部、住房城乡建设部《关于进一步推进公共建筑节能工作的通知》要求，国家将启动一批公共建筑节能改造重点城市。根据该《通知》要求，到 2015 年，这些城市公共建筑单位面积能耗将下降 20% 以上。其中，大型公共建筑单位建筑面积能耗将下降 30% 以上。全国房屋总面积已超过 420 亿平方米，至少有 1/3 的建筑需要进行节能改造，建筑节能保温市场空间巨大。

发达国家经验显示，达到阻燃防火等级的聚氨酯保温板有望成为外墙保温主力品种。中国建筑外墙保温材料最常用的是 EPS（可发性聚苯乙烯板）、XPS（挤塑聚苯乙烯泡沫塑料板）和 PU（聚氨酯），它们均属有机保温材料，占据外墙保温大部份市场。据 PU World 数据，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%。从发达国家发展经验看，聚氨酯硬泡保温板有望成为建筑外墙保温材料的主力品种。当然，在我国外墙保温材料频繁发生火灾的环境下，解决好阻燃问题是聚氨酯保温板获得发展的前提条件。

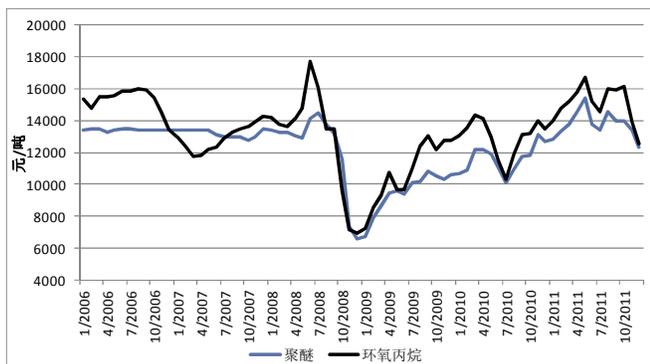
高阻燃 PU 建筑保温板或将受益于政策出台，凭高性价比产品有望占领市场。聚氨酯保温材料在保温性能上拥有其他材料无可比拟的优势，但阻燃性差于岩棉等无机材料。红宝丽生产的阻燃保温板采取的技术是在聚醚多元醇分子中接枝磷系阻燃分子，无需额外添加阻燃剂，能达到 B1 级阻燃标准。据了解，该板成本低于通过添加阻燃剂达到 B1 阻燃标准的聚氨酯保温板，与通过添加阻燃剂达到 B2 阻燃标准的聚氨酯保温板的成本接近。

中国外墙保温材料防火标准由住建部、公安部共同制定，目前仍未正式出台。我们认为 A 级防火标准过于严苛，而 B2 级过于宽松，B1 级最符合我国国情。如果新标准定为 B1 级将十分有利于红宝丽生产的阻燃保温板扩大市场份额。由于标准尚未出台，我们采取谨慎预测，预计 2012、2013 年公司阻燃保温板销量分别为 200/400 万平方米，2012/2013 年销售收入贡献 1.04/1.92 亿元，占总收入之比分别为 5%/8%。

环氧丙烷: 价格预计总体强势，毛利率承压

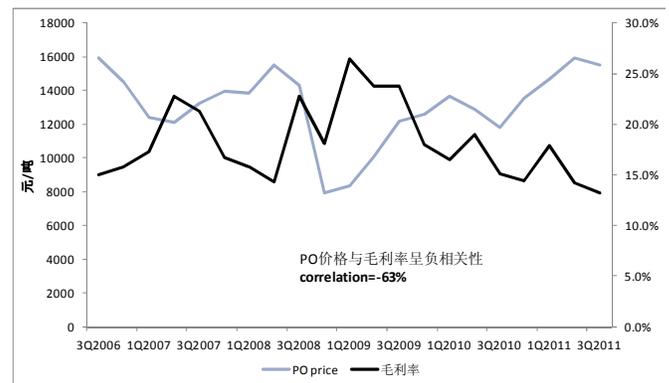
环氧丙烷价格波动对公司毛利率影响明显。环氧丙烷(PO)是硬泡组合聚醚以及异丙醇胺的主要原料，占到组合聚醚、异丙醇胺成本的 60%、80% 左右。虽然公司与非氯醇法大型石化企业如中海壳牌、中石化镇海利安德、壳牌新加坡等建立稳定、多元的 PO 采购合作关系；同时通过灵活的定价销售模式（本月聚醚价格=上月环氧丙烷均价×系数+加工费），部分规避 PO 价格波动影响硬泡组合聚醚毛利率的风险。但 PO 价格与公司季度毛利率仍呈较大负相关性，这主要由于异丙醇胺毛利率受 PO 价格影响较明显，以及 PO 为代表的其他石化产品价格波动对公司毛利率的影响。

图表 19: 聚醚及环氧丙烷价格走势



资料来源: CCM、高华证券研究

图表 20: PO 价格与公司毛利率呈负相关性



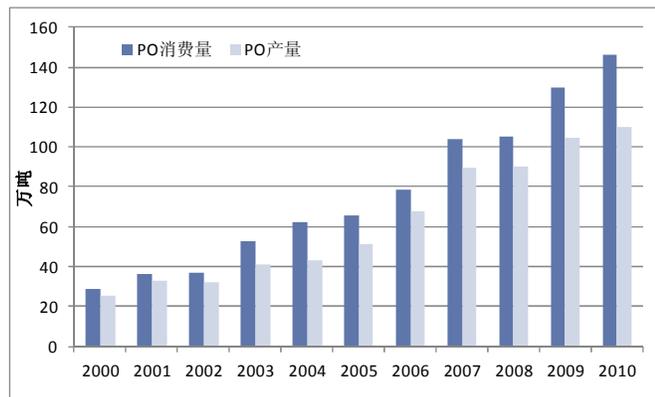
资料来源: CCM、公司数据、高华证券研究

从供需的角度来看，未来两年供需依然保持偏紧，价格预计将保持高位运行

环氧丙烷是除聚丙烯和丙烯腈外第三大丙烯衍生物，是重要的有机化工原料。中国 PO 产不足需，2010 年国内表观消费量约 146 万吨，产量 110 万吨左右，不足部分主要从沙特阿拉伯、新

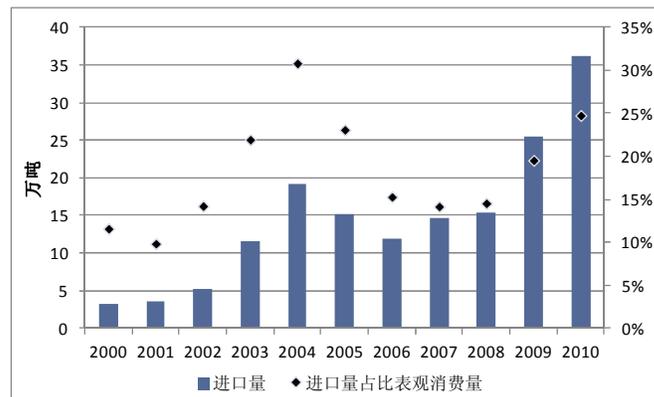
加坡及日本进口。2000年到2010年，中国PO消费量从28万吨增至146万吨，年均复合增速17.8%；PO产量从25万吨增至110万吨，年均复合增速15.9%。产量增长略低于消费量增长。2007年以来，国内PO进口依赖度不断增大，进口占消费比重由2007年的14%上升至2010年的25%。

图表 21: PO 国内消费量与产量



资料来源: PU World、高华证券研究

图表 22: 中国 PO 进口量占比



资料来源: PU World、高华证券研究

环氧丙烷未来两年国内供给总体稳定

2010年中国PO产能161万吨，除中海壳牌、镇海利安德采用较环保的共氧化法之外，其它企业均采用氯醇法生产工艺，氯醇法存在的污染问题使其未来产能扩张基本停止，而共氧化法投资大，技术壁垒高，国内企业尚不具备独立生产能力（镇海炼化和中海壳牌均为合资方式建造）。这种现状使得我国PO产能增长无法满足需求增长，2010年国内仅投产了山东东大一套6万吨/年的产能，我们预计2011年也仅有山东淄博永大一套5万吨/年产能在年底投产。此外，上海外高桥石化的8万吨/年氯醇法环氧丙烷产能于2010年底永久性关闭。因此，国内2011年的产能相对2010年有大约3万吨的缩减。

根据目前公开的扩产计划，未来两年国内环氧丙烷基本没有大规模新增产能，产能基本维持160万吨左右水平。目前只有金陵石化在2012-2013年有8-10万吨的扩产计划，由于该方法使用氯醇工艺，随着未来环保标准的进一步提高，产能能否顺利投产仍存在一定的不确定性。而烟台万华公告的24万吨共氧化法PO预计2013年之后投产。

未来两年我国环氧丙烷进口的货源难以快速提升。从进口市场看，2010年中国进口PO的区域主要是沙特阿拉伯、新加坡以及日本，三地占比高达88%。2011年，国际上没有新的环氧丙烷装置投产，陶氏化学在泰国投资的39万吨/年PO产能最早要到2012年初才能开始释放，且装置所产的环氧丙烷主要将供应陶氏生产所用。另外，新加坡的装置在2010年对中国的出口量已超过其总产能的60%，日本住友对中国出口量由于要供应日本国内丙二醇装置难以大量增加。

图表 23: 全球环氧丙烷(PO)主要产能统计(2010)

全球环氧丙烷(PO)主要产能统计			
中海壳牌	25	利安德—美国	115
辽宁锦化	13	荷兰	54
山东滨化	18	法国	22
山东金岭	8	陶氏化学—美国	106
天津大沽	15	德国	63
南京金浦	8	巴西	25
中国石化镇海炼化 and 利安德	28.5	巴斯夫—比利时	30
山东东大	12	德国	13
山东东辰	5	西班牙RepsolYPE	32
石大胜华	4	住友化学	20
其他	24.5	日本Nihon Oxirane	18.1
全国PO产能统计	161	日本旭硝子	11
		日本德山公司	7.9
		Ellba Eastern	25
		Huntsman	24
		沙特拉比格炼化沙	20
		壳牌	21
		Ellba CV	25
		英力士烯烃	21
		SKC	27
		海外PO产能统计	680
全球主要产能合计			841

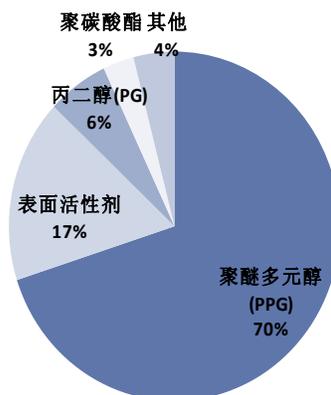
资料来源: PU World、高华证券研究

环氧丙烷下游需求广泛, 保持稳定增长

环氧丙烷用于生产聚醚多元醇(PPG), 丙二醇, 表面活性剂等, 其中 PPG 是 PO 最主要的下游应用领域, 占比约 70%。

图表 24: 环氧丙烷下游需求构成(2010)

聚醚多元醇是环氧丙烷最主要的下游应用领域



资料来源: PU World、高华证券研究

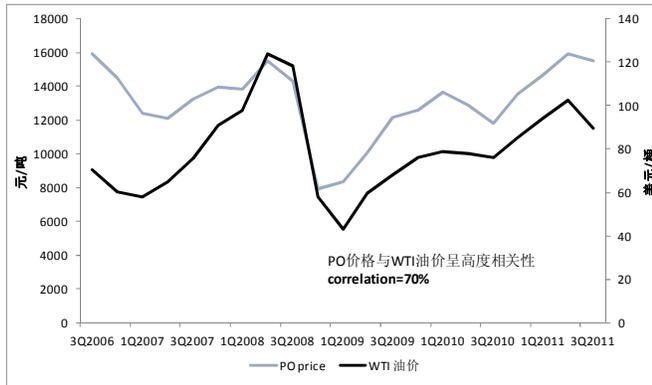
聚醚主要作为白料和 MDI 等黑料合成聚氨酯, 我们将国内 MDI 的消费量作为环氧丙烷下游需求情况代表指标。我们预计 2011-13 年国内的 MDI 需求增速为 10.9%/10.3%/12.3% (参见“烟台万华: MDI 价格及公司估值双筑底, 上调评级至买入”, 2011 年 12 月 20 日), 环氧丙烷基本保

持与 MDI 需求相似增速，2013 年 PO 消费量有望达到约 200 万吨，相对 160 万吨左右的国内产能，供需结构偏紧，价格有望保持高位运行。

未来 WTI 油价的上行走势将对 PO 价格形成支撑

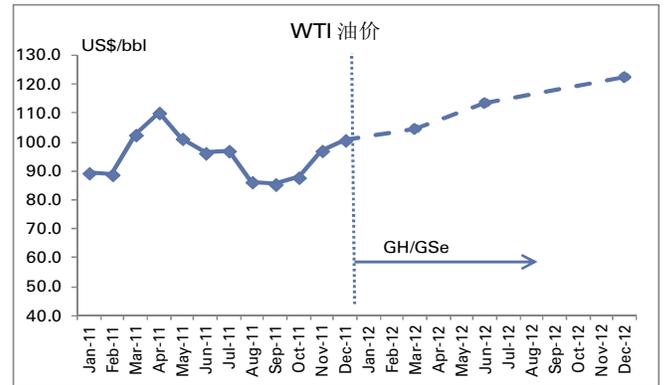
我们对 2006 年以来 PO 价格与 WTI 油价进行了相关性分析，发现两者间有 70% 左右的相关度。针对高盛全球大宗商品团队的最新预测，WTI 油价未来 3 个月，6 个月以及 12 个月分别为 104.5 美元/桶，113.5 美元/桶以及 122.5 美元/桶，呈上行趋势，将对 PO 价格形成支撑。

图表 25: PO 价格与 WTI 油价呈高度相关性



资料来源: PU World、高华证券研究

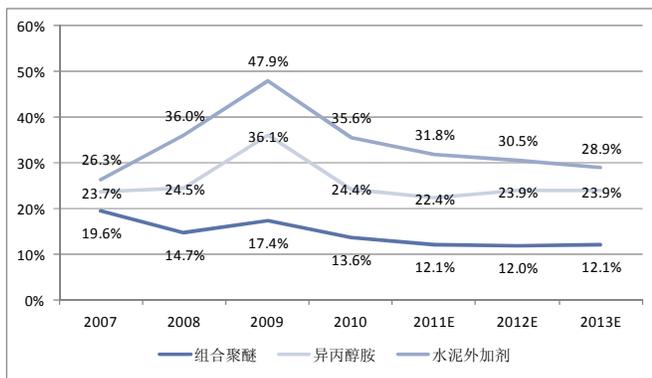
图表 26: WTI 油价



资料来源: 高华证券研究预测

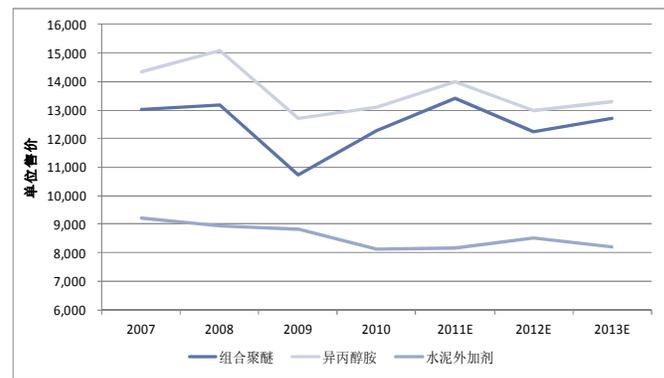
从环氧丙烷供需及成本支撑的角度，预计未来环氧丙烷价格处于高位，公司面临原材料价格上涨的压力。同时，受下游需求疲软的影响，公司的产品售价有下行趋势，因此，我们认为，未来 3 年公司毛利率会有一定程度的下降。2011-13E 我们预计公司产品综合毛利率为 14.9%/15.7%/15.7%，相比 2010 年综合毛利率 16.4% 有明显的下滑。

图表 27: 按产品划分的毛利率预测



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 28: 公司主要产品单位售价预测



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

盈利预测: 预计 2011-13 年净利润复合增速 18%

红宝丽 2011-2013 年 EPS 为 0.38/0.43/0.53 元。

营业收入方面，未来3年受公司主要产品硬泡组合聚醚受下游冰箱冰柜增速下滑，需求疲软影响，我们预计2011/12/13年销售收入增速20.7%/4.3%/18.5%。另一产品异丙醇胺下游需求广泛，销量增长动力在于对乙醇胺的替代以及中国水泥市场对助磨剂使用的逐步普及，销售收入增速快于硬泡组合聚醚，我们预计2011/12/13年销售收入增速39.3%/10.8%/24.4%。公司新材料项目稳步推进，产品质量优异，但由于近期太阳能市场需求以及建筑保温材料新政策出台的存在不确定性，我们对这部分业务预测较为谨慎，我们预计2012/13年太阳能EVA胶膜收入贡献4,200/7,800万元，占总收入的2%/3%。高阻燃建筑保温板收入贡献4,200/7,800万元，占总收入的5%/8%。2011/12/13年营业收入增长率为25%/13%/25%。

毛利率方面，硬泡组合聚醚和异丙醇胺仍将是公司毛利的主要贡献者，2011E/12E/13E两者毛利合计占比95%/87%/85%。硬泡组合聚醚毛利的下降影响部分被异丙醇胺，水泥添加剂及高阻燃保温板等高毛利率项目占比提升所抵消，我们预计2011E/12E/13E公司综合毛利率14.9%/15.7%/15.7%。

费用控制方面，公司一直以来费用率保持6%-7%左右的水平，费用控制能力较强，我们预计未来三年公司销售费用率保持与2010年基本持平，分别为6.5%/6.3%/6.6%。

红宝丽主要盈利预测及假设参见表29和表30。

图表 29: 红宝丽主要财务数据预测

主要盈利预测	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入（百万人民币）	737	891	924	1,388	1,735	1,964	2,448
组合聚醚收入	510	612	644	1,021	1,233	1,286	1,524
异丙醇胺收入	143	206	235	312	434	481	599
水泥外加剂	29	37	28	27	26	21	25
太阳能EVA胶膜	-	-	-	-	-	42	78
高阻燃保温板	-	-	-	-	-	104	192
其他	53	36	16	27	42	30	30
同比变化			+4%	+50%	+25%	+13%	+25%
收入占比（%）	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
组合聚醚	69%	69%	70%	74%	71%	65%	62%
异丙醇胺	19%	23%	25%	22%	25%	24%	24%
水泥外加剂	4%	4%	3%	2%	1%	1%	1%
太阳能EVA胶膜	0%	0%	0%	0%	0%	2%	3%
高阻燃保温板	0%	0%	0%	0%	0%	5%	8%
其他	7%	4%	2%	2%	2%	2%	1%
毛利（百万人民币）	146	156	212	228	259	309	386
组合聚醚	100	90	112	139	149	154	184
异丙醇胺毛利	34	50	85	76	97	115	143
水泥外加剂	8	13	13	10	8	6	7
太阳能EVA胶膜	-	-	-	-	-	4	8
高阻燃保温板	-	-	-	-	-	27	40
其他	3	1	1	3	4	2	2
同比变化（%）			+36%	+8%	+13%	+19%	+25%
毛利（%）	20%	17%	23%	16%	15%	16%	16%
组合聚醚	19.6%	14.7%	17.4%	13.6%	12.1%	12.0%	12.1%
异丙醇胺	23.7%	24.5%	36.1%	24.4%	22.4%	23.9%	23.9%
水泥外加剂	26.3%	36.0%	47.9%	35.6%	31.8%	30.5%	28.9%
太阳能EVA胶膜	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	10%	10%
高阻燃保温板	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	26%	21%
其他	6%	4%	7%	12%	9%	8%	8%

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

图表 30: 红宝丽主要盈利预测假设

主要盈利预测假设	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量					
组合聚醚 (ton)	60,168	83,207	92,000	105,000	120,000
同比变化	+29%	+38%	+11%	+14%	+14%
异丙醇胺 (ton)	18,552	23,819	31,000	37,000	45,000
同比变化	+36%	+28%	+30%	+19%	+22%
水泥外加剂 (ton)	3,400	2,170	3,000	2,500	3,000
同比变化	-18%	-36%	+38%	-17%	+20%
太阳能EVA胶膜 ('000 sqm)		-	-	3,000	6,000
高阻燃保温板 ('000 sqm)		-	-	2,000	4,000
平均单价					
组合聚醚 (Rmb/ton)	10,708	12,275	13,400	12,250	12,700
同比变化	-19%	+15%	+9%	-9%	+4%
异丙醇胺 (Rmb/ton)	12,691	13,083	14,000	13,000	13,300
同比变化	-16%	+3%	+7%	-7%	+2%
水泥外加剂 (Rmb/ton)	8,838	8,109	8,157	8,500	8,200
同比变化	-1%	-8%	+1%	+4%	-4%
太阳能EVA胶膜 (Rmb/sqm)	-	-	-	14	13
高阻燃保温板 (Rmb/sqm)	-	-	-	52	48

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

估值及投资建议: 12个月目标价人民币 11.45 元, 给予“中性”评级

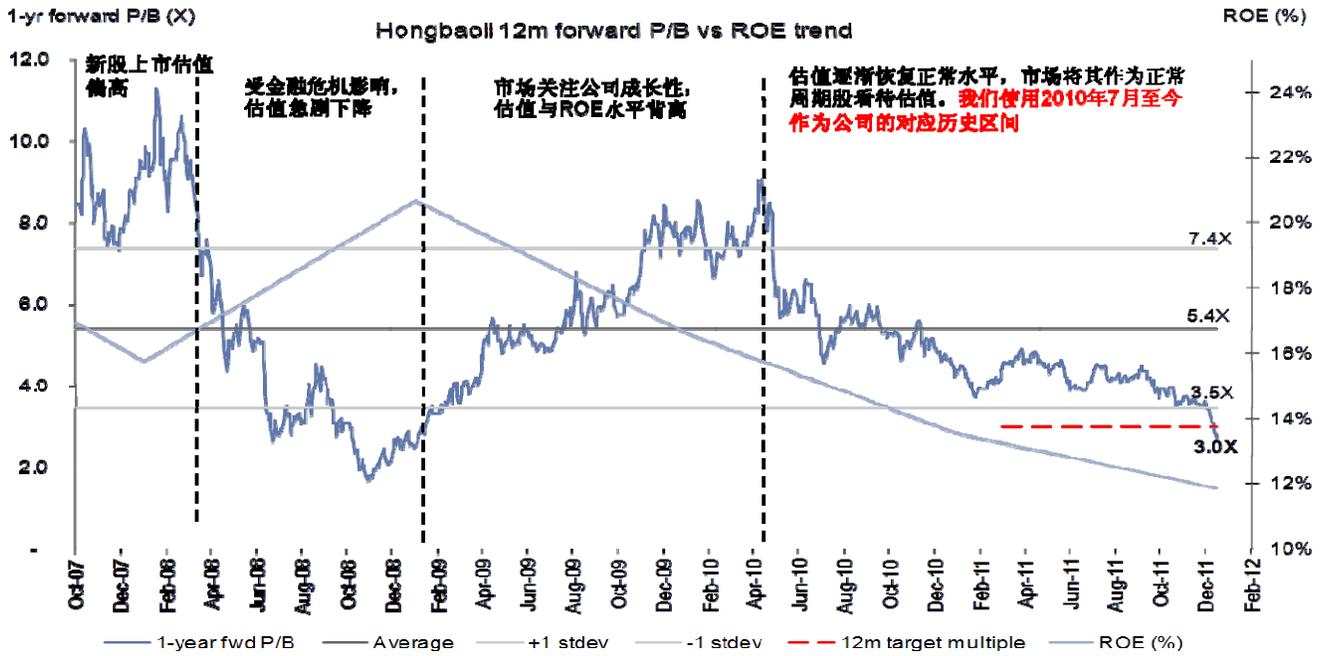
我们采用与我们所覆盖的中国化工股板块一致的针对个股的 P/B vs ROE 估值方法。考虑到公司 PU 阻燃建筑保温板项目存在的政策不确定性, 我们使用了情境分析, 充分考虑政策风险。我们的 12 个月目标价人民币 11.45 元是基于 3.0 倍的 2012 年预期市净率以及基本情形下 11.8% 的 2012 年预期 ROE 和悲观情形下 10.2% 的 2012 年预期 ROE 得出的, 相对当前股价有 3.7% 的上行空间, 首次评级为中性。

估值的具体步骤如下:

1. 选取合理的历史区间, 计算区间内时点的 P/B vs ROE

公司自 2007 年 9 月上市以来, 估值水平波动剧烈。我们认为自 2010 年 7 月开始公司的估值水平逐渐恢复正常, 市场开始将公司作为正常的周期性化工股票来看待, 因此我们采用 2010 年 7 月至今作为对应的历史区间, 计算区间内时点对应的 P/B 以及 ROE 水平。

图表 31: 红宝丽 12 个月预期 P/B vs ROE 水平
公司上市至今



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

2. 我们基于给定的历史区间, 采用情境分析, 分别在基本情形和悲观情形下计算 12 个月目标价, 平均后最终得到目标价 11.45 元。新材料业务聚氨酯建筑保温板存在不确定性, 受政策影响大, 我们采用情境分析的方法以便更好地计入政策不确定性对公司业绩的影响。在基本情形下, 我们预计 2012 年保温板项目贡献收入 1.04 亿人民币, 公司 2012 年预计 ROE 水平 11.8%, BVPS 为人民币 3.79 元。若受政策影响 (将防火材料标准定为 A, 则 PU 保温板为 B1 性能, 不满足要求), 则公司的 PU 保温板将基本不产生收入, 在此情形下, 公司 2012 年预计 ROE 水平 10.2%, BVPS 为人民币 3.74 元。根据以上两个情境下的公司 ROE 水平, 我们利用 2010 年 7 月至今的历史数据回归后得到基本情形下 2012E P/B 为 3.5X, 悲观情形下 2012E P/B 为 2.6X。并据此分别计算目标价。同时, 由于在目前我们很难判断政策制定者会选择哪一种标准 (A 或 B1) 作为防火材料的最新标准, 我们假设新政策将防火材料标准定为 A 或 B1 的概率相同。

图表 32: 公司目标价的导出

交易区间, 2010年7月至今	最小值-最大值	平均值
市净率	2.7-6.0	4.5
净资产回报率	11.8%-15.0%	13.2%

12个月目标价格推导**基本情形**

2012E BPS (Rmb)	3.79
2012预测净资产回报率	11.8%
根据历史区间回归得出的市净率	3.5

隐含估值	13.25
隐含2012E P/E	31.1x

悲观情形

2012E BPS (Rmb)	3.7
2012预测净资产回报率	10.2%
根据历史区间回归得出的市净率	2.6x

隐含估值	9.65
隐含2012E P/E	26.1x

我们假设两种情形出现的概率是1: 1

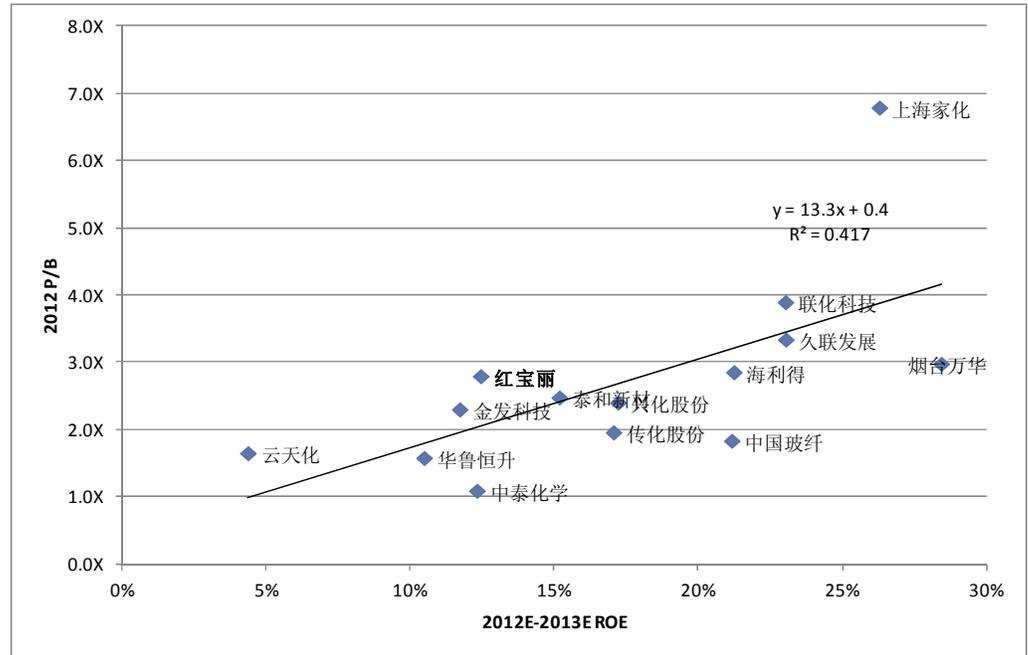
平均12个月目标价	11.45
目标价隐含2012E P/B	3.0x
目标价隐含2012E P/E	26.9x
潜在上升空间	3.7%
当前价格	11.0

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

3. 使用行业 P/B vs ROE 的方法进行交叉检验。

我们采用了行业的 P/B vs ROE 对公司的估值水平进行了交叉检验, 得出公司隐含估值为 8.02 元, 隐含 2012E P/E 为 18.6X。与利用自身历史 P/B vs ROE 水平得出的结论基本一致。

图表 33: 行业市净率和净资产回报率一览



资料来源: 万得、公司数据、高华证券研究预测

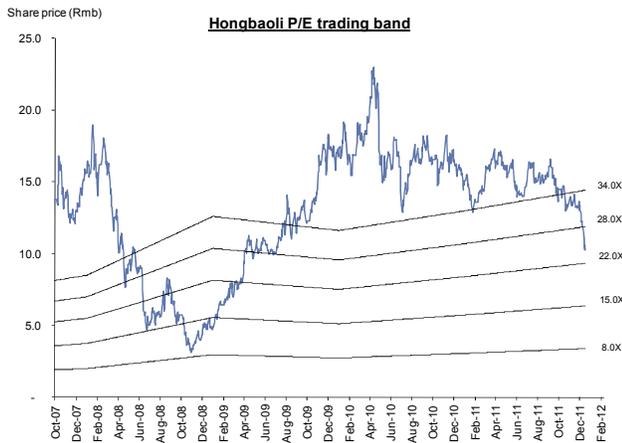
图表 34: 目标价格计算比较

个股市净率与净资产回报率和行业市净率与净资产回报率方法

行业 P/B vs ROE 方法		个股 P/B vs ROE 方法	
2012E BPS (Rmb)	3.8	2012E BPS (Rmb)	3.8
2012E-2013E ROE	12.5%	2012E-2013E ROE	11.8%
同业 P/B vs ROE	$y=13.3x+0.4$	目标P/B (x)	3.0
隐含P/B (x)	2.31	目标价(Rmb)	11.45
隐含估值(Rmb)	8.76	目标价对应2012E P/E (X)	26.9
隐含估值对应2012E P/E (X)	20.4	当前价格	11.04
当前价格	11.04	潜在上行/下行区间	4%
潜在上行/下行区间	-21%		

资料来源: 万得、公司数据、高华证券研究预测

图表 35: 红宝丽历史市盈率区间



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 36: 红宝丽历史市净率区间



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

风险

上行风险:

冰箱冰柜、太阳能行业下游需求快速恢复, 将带动公司业务增长超预期。

新政策出台, 将建筑防火材料标准定为 B1 级, 公司 PU 保温板业务增长超预期。

下行风险:

减压发泡技术在冰箱、冰柜行业推广速度低于预期的风险。公司未来几年将着力推广减压发泡技术来提升组合聚醚在冰箱、冰柜行业的占有率, 若该技术推广速度慢于预期, 则公司组合聚醚销量增速可能低于预期。

太阳能行业低迷的风险。公司新产品 EVA 胶膜应用于太阳能组件制造环节, 目前太阳能行业十分低迷, 若未来两年继续低迷, 则公司 EVA 胶膜市场开拓进度和盈利前景可能低于预期。

若新的建筑外墙保温材料防火标准定为 A 级, 则公司阻燃聚氨酯硬泡存在销售风险。公司高阻燃聚氨酯硬泡防火等级可达到 B1 级, 但无法达到 A 级。

信息披露附录

申明

本人，魏涛，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

魏涛：亚洲化工行业

亚洲化工行业：中海化学、敦煌种业、丰乐种业、华鲁恒升、回天胶业、湖北宜化、长青股份、扬农化工、金发科技、联化科技、利尔化学、隆平高科、红宝丽、盐湖股份、登海种业、诺普信、中化化肥、烟台万华、云天化、新安股份

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：红宝丽 (Rmb11.05)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 不包括股票分析师和信贷分析师, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸, 担任上述证券或衍生工具的交易对手, 或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区, 本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议, 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, 以及(若有必要)寻求专家的意见, 包括税务意见。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。

某些交易, 包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

在撰写研究报告期间, Goldman Sachs Australia 全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行人组织的现场调研或会议。在某些情况下, 如果视具体情形 Goldman Sachs Australia 认为恰当或合理, 此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。

北京高华证券有限责任公司版权所有 ©2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。