

证券研究报告

基础化工

推荐 (维持)

证券分析师

鄢祝兵

执业咨询资格证书编号：
S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

伍颖

执业咨询资格证书编号：
S1060511010017
010-66299575
wuying467@pingan.com.cn

陈建文

执业咨询资格证书编号：
S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@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。

红宝丽(002165)

限制性股权激励方案提高员工积极性

■ 限制性股权激励方案激励对象广，提高员工积极性

2012年3月20日，公司董事会公告限制性股票激励计划(草案)，限制性股票总数550万股中，首次授予500万股，所涉及的标的股票总数占首次授予时公司已发行股本总额的1.86%，预留50万股限制性股票授予给预留激励对象。限制性股票对象包括公司董事、高级管理人员、核心技术(业务)、中层管理人员等人员，共461人，占公司员工总数比例为52.63%，激励对象广泛，有助于提高各部门员工的积极性。

■ 授予价格较低，预计行权较易实现

限制性股票的授予价格为5.85元。各年度绩效考核目标为：第一个解锁期：2013年ROE不低于8%，2013年净利润较2011年增长不低于45%；第二个解锁期：2014年ROE不低于9%，2014年净利润较2011年增长不低于75%；第三个解锁期：2015年ROE不低于10%，2015年净利润较2011年增长不低于115%。由于2011年公司净利润基数较低，2013年、2014年、2015年净利润分别超过1.15亿元、1.38亿元、1.70亿元即满足行权条件。

■ 硬泡组合聚醚增发项目2012年下半年贡献增量

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有望提升。

■ 聚氨酯板材和EVA膜将于2012~2014年贡献业绩

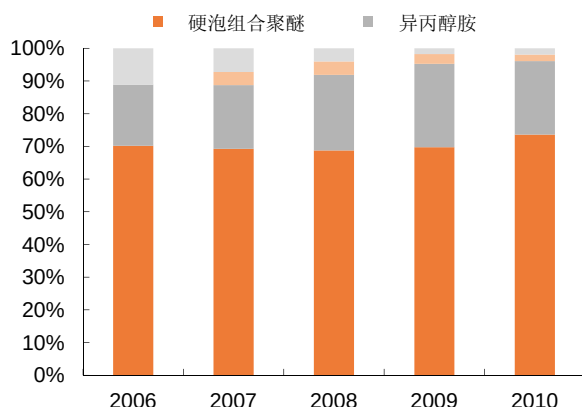
通过调整聚醚分子结构，公司聚氨酯保温板的阻燃标准达到B1级，目前100万平方米聚氨酯保温板材项目生产顺利，2012~2014年公司计划新建1500万平方米聚氨酯板材。另外，公司1200万平方米EVA膜有望成为另一利润来源。综合来看，新材料业务将从2012~2014年大幅贡献利润。

■ 盈利预测与投资建议

我们预测公司2011~2013年EPS分别为0.29元、0.48元、0.63元，目前股价对应于2011~2013年PE分别为40、24、19左右，维持“推荐”投资评级。

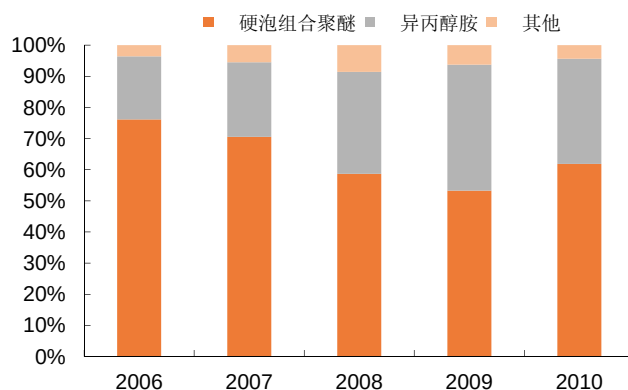
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	924	1,387	1,426	2,004	2,534
YoY(%)	3.8	50.2	2.8	40.5	26.4
净利润(百万元)	99	92	79	130	168
YoY(%)	48.2	-7.8	-14.1	65.1	29.0
毛利率(%)	22.9	16.4	15.4	16.3	16.4
净利率(%)	10.8	6.6	5.5	6.5	6.6
ROE(%)	19.3	15.5	8.7	13.0	15.0
EPS(摊薄/元)	0.37	0.34	0.29	0.48	0.63
P/E(倍)	31.5	34.2	39.8	24.1	18.7
P/B(倍)	6.1	5.3	3.5	3.1	2.8

图1 公司历年来主营业务收入构成



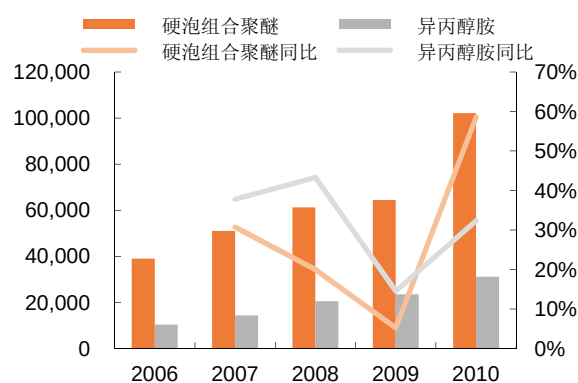
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图2 公司历年来主营业务利润构成



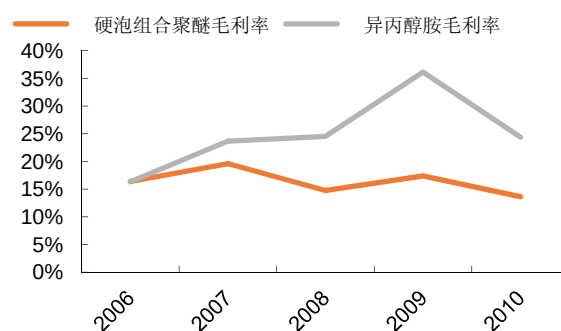
资料来源：公司公告、安证券研究所

图3 公司硬泡组合聚醚与异丙醇胺收入（万元）



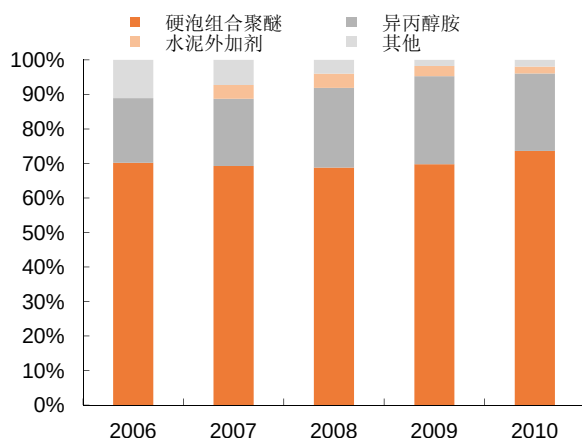
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图4 公司硬泡组合聚醚与异丙醇胺毛利率情况



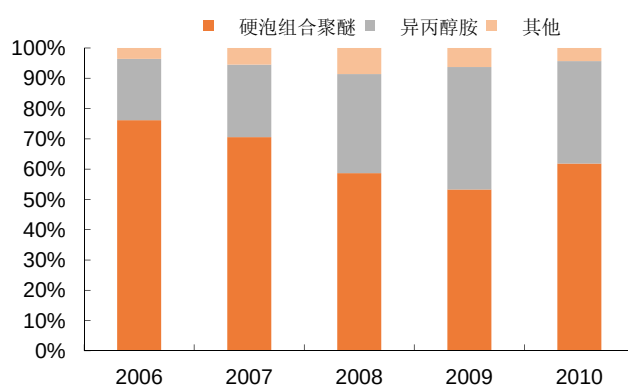
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图5 公司历年来主营业务收入构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图6 公司历年来主营业务利润构成



资料来源：公司公告、安证券研究所

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	503	719	762	990	1259
现金	135	83	115	86	116
应收账款	135	165	171	240	304
其他应收款	3	3	3	4	5
预付账款	34	36	36	50	64
存货	124	259	266	369	466
其他流动资产	72	173	171	240	304
非流动资产	262	427	664	621	552
长期投资	0	0	6	6	6
固定资产	122	311	299	281	260
无形资产	65	64	322	302	262
其他非流动资产	74	52	37	32	25
资产总计	765	1145	1426	1611	1811
流动负债	223	475	433	510	583
短期借款	110	272	200	200	200
应付账款	63	142	145	201	254
其他流动负债	50	61	88	109	129
非流动负债	7	58	63	63	63
长期借款	0	50	50	50	50
其他非流动负债	7	8	13	13	13
负债合计	230	533	496	574	646
少数股东权益	21	23	29	38	50
股本	158	252	268	268	268
资本公积	137	42	259	259	259
留存收益	219	295	374	472	588
归属母公司股东权益	514	589	901	999	1115
负债和股东权益	765	1145	1426	1611	1811

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	72	-95	173	41	116
净利润	108	98	84	139	180
折旧摊销	14	22	49	68	89
财务费用	9	22	17	14	14
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-61	-234	37	-180	-166
其他经营现金流	3	-2	-13	0	0
投资活动现金流	-92	-131	-286	-25	-20
资本支出	94	131	0	0	0
长期投资	0	0	6	0	0
其他投资现金流	2	0	-280	-25	-20
筹资活动现金流	-36	174	145	-45	-66
短期借款	10	162	-72	0	0
长期借款	0	50	0	0	0
普通股增加	45	95	16	0	0
资本公积增加	-45	-95	216	0	0
其他筹资现金流	-46	-38	-15	-45	-66
现金净增加额	-56	-51	32	-29	30

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	924	1387	1426	2004	2534
营业成本	712	1159	1207	1677	2119
营业税金及附加	3	3	3	4	5
营业费用	20	30	36	50	63
管理费用	40	56	63	90	114
财务费用	9	22	17	14	14
资产减值损失	3	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	137	117	99	167	217
营业外收入	2	7	7	7	7
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	136	121	104	172	222
所得税	28	23	20	33	42
净利润	108	98	84	139	180
少数股东损益	9	7	6	9	12
归属母公司净利润	99	92	79	130	168
EBITDA	159	161	165	249	320
EPS (元)	0.63	0.36	0.29	0.48	0.63

主要财务比率					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	3.8%	50.2%	2.8%	40.5%	26.4%
营业利润	54.1%	-14.6%	-14.8%	68.2%	29.9%
归属于母公司净利润	48.2%	-7.8%	-14.1%	65.1%	29.0%
获利能力					
毛利率(%)	22.9%	16.4%	15.4%	16.3%	16.4%
净利率(%)	10.8%	6.6%	5.5%	6.5%	6.6%
ROE(%)	19.3%	15.5%	8.7%	13.0%	15.0%
ROIC(%)	22.4%	13.1%	8.9%	12.3%	14.5%
偿债能力					
资产负债率(%)	30.1%	46.5%	34.8%	35.6%	35.7%
净负债比率(%)	47.82%	60.44%	50.40%	43.59%	38.68%
流动比率	2.26	1.51	1.76	1.94	2.16
速动比率	1.70	0.97	1.15	1.22	1.36
营运能力					
总资产周转率	1.31	1.45	1.11	1.32	1.48
应收账款周转率	8	9	8	10	9
应付账款周转率	14.74	11.31	8.41	9.69	9.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.34	0.29	0.48	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	-0.35	0.65	0.15	0.43
每股净资产(最新摊薄)	1.91	2.20	3.36	3.73	4.16
估值比率					
P/E	31.51	34.17	39.76	24.09	18.67
P/B	6.10	5.31	3.48	3.13	2.81
EV/EBITDA	21	21	21	14	11

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 2012 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