

红宝丽(002165)

异丙醇胺毛利率下滑拖累业绩，聚氨酯板材为最大看点

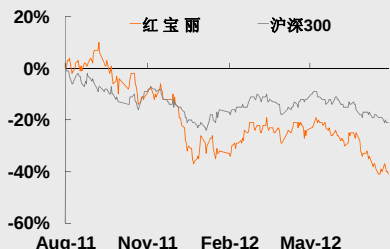
推荐 (维持)

现价：4.50 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/25.30%
实际控制人/持股	芮敬功/14.63%
总股本(百万股)	536
流通 A 股(百万股)	526
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	24.14
流通 A 股市值(亿元)	23.69
每股净资产(元)	1.71
资产负债率(%)	42.3

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

鄢祝兵 投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

伍颖 投资咨询资格编号
S1060511010017
010-66299575
wuying467@pingan.com.cn

陈建文 投资咨询资格编号
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。

投资要点

■ 2012 年上半年公司营业收入和净利润出现同比下滑

2012 年上半年公司实现营业收入 8.40 亿元，较去年同期下降 14.75%，实现归属于母公司的净利润 0.50 亿元，较去年同期下降 30.67%，实现 EPS 为 0.09 元。公司预计 2012 年 1~9 月归属于母公司净利润较去年同期下滑 0~30%。

■ 硬泡组合聚醚毛利率有所恢复，异丙醇胺毛利率下滑影响利润

2012 年上半年受环氧丙烷等原材料大幅回落，公司硬泡组合聚醚毛利率回升到 14.75% 水平，公司 6 万吨硬泡组合聚醚增发项目预计 2012 年底前投产，对 2012 年利润贡献有限。公司组合聚醚在下游冰箱领域国内市场占有率超过 28%，未来 3 年，随着下游冰箱、冰柜增速放缓，公司组合聚醚业务稳定增长。

异丙醇胺产品由于主要市场在国外，受欧洲债务危机对国际经济等市场环境的影响，消费需求下降，给以出口为主的异丙醇胺产品销售带来了较大压力，公司三异丙醇胺销售比例提高，2012 年上半年异丙醇胺整体毛利率下降 5.24 个百分点至 20.91%。异丙醇胺毛利率下滑影响公司利润。

■ 聚氨酯高阻燃保温板为公司未来最大看点

通过多年培育，目前，公司 100 万平方米聚氨酯高阻燃保温板材生产装置已正常生产并对外销售，年产 1500 万平方米聚氨酯高阻燃保温板材一期项目正在加紧建设，预计 2012 年 8 月竣工试产。未来如果建筑保温市场启动，公司保温板材装置规模可扩大到 1500 万平方米。目前公司产品单价 1800 元/立方米，毛利率在 20~30%，预计 2012 年销售量达到 120 万平方米左右。

■ 太阳能电池 EVA 胶膜受光伏低迷影响，售价不乐观

公司太阳能电池封装 EVA 膜产能 1200 万平米，目前产品正在尚德、天合等几家大厂认证，预计 2012 年实现销售，但销售量不确定，短期太阳能行业低迷，EVA 膜售价不乐观。

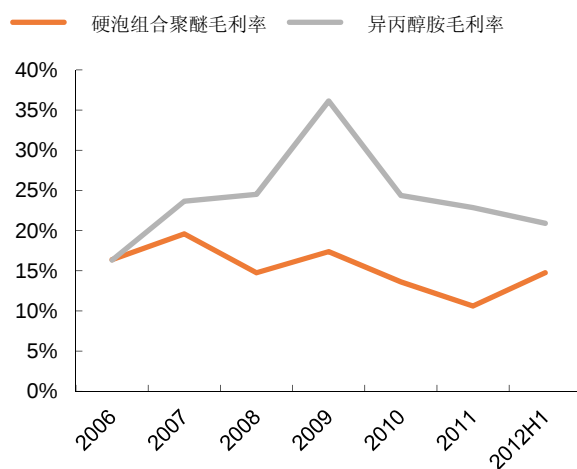
■ 盈利预测与投资建议

公司硬泡组合聚醚和异丙醇胺业务稳定为主，聚氨酯板材业务为未来最大看点，我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.17 元、0.23 元和 0.32 元，目前股价对应于 2012~2014 年 PE 分别为 27、19、14 倍左右，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：原材料价格大幅波动，宏观经济持续低迷。

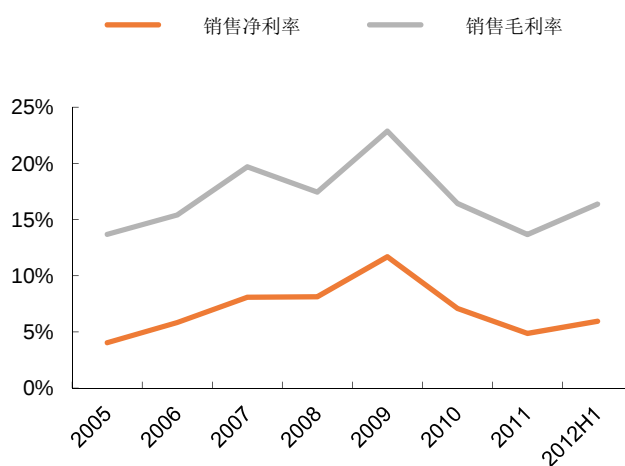
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,387	1,699	1,828	2,183	2,763
YoY(%)	50.2	22.5	7.5	19.5	26.5
净利润(百万元)	92	77	90	126	169
YoY(%)	-7.8	-16.3	18.0	38.9	34.8
毛利率(%)	16.4	13.7	14.7	15.9	16.1
净利率(%)	6.6	4.5	4.9	5.8	6.1
ROE(%)	15.5	8.5	9.4	11.9	14.5
EPS(摊薄/元)	0.36	0.29	0.17	0.23	0.32
P/E(倍)	26.3	31.5	26.7	19.2	14.2
P/B(倍)	4.1	2.7	2.5	2.3	2.1

图表1 2012年上半年硬泡组合聚醚毛利率有所恢复



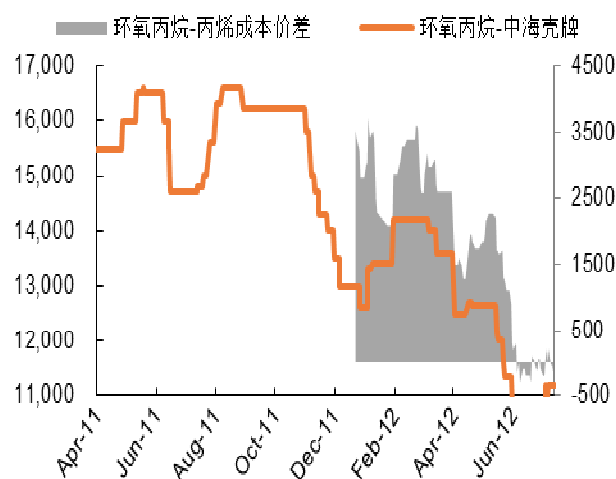
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 2012年上半年公司销售毛利率有所回升



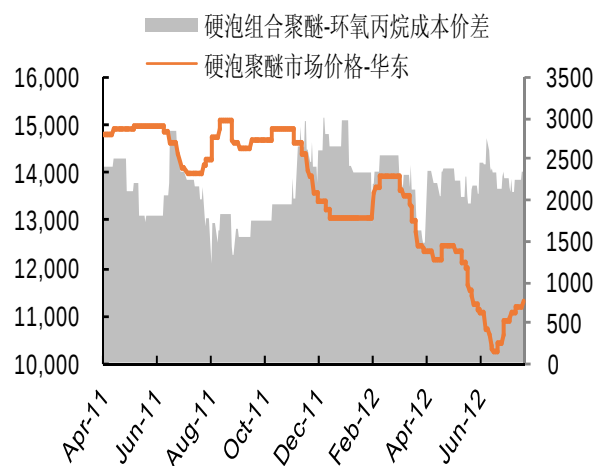
资料来源：公司公告、安证券研究所

图表3 2012年环氧丙烷价格下滑较快



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 硬泡组合聚醚与环氧丙烷价差情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	719	983	1029	1207	1505	营业收入	1387	1699	1828	2183	2763
现金	83	239	82	82	82	营业成本	1159	1467	1559	1836	2317
应收账款	165	169	219	262	332	营业税金及附加	3	3	3	4	5
其他应收款	3	3	4	4	6	营业费用	30	41	44	52	66
预付账款	36	23	47	55	70	管理费用	56	74	80	95	121
存货	259	200	312	367	463	财务费用	22	36	27	34	34
其他流动资产	173	349	366	437	553	资产减值损失	2	0	2	2	2
非流动资产	427	554	789	743	668	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	6	6	6	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	311	297	323	330	322	营业利润	117	78	112	159	218
无形资产	64	72	330	310	270	营业外收入	7	25	10	10	10
其他非流动资产	52	185	129	97	70	营业外支出	2	1	2	2	2
资产总计	1145	1537	1818	1950	2173	利润总额	121	102	120	167	226
流动负债	475	564	761	794	884	所得税	23	19	23	32	43
短期借款	272	356	465	452	463	净利润	98	83	98	136	183
应付账款	142	163	187	220	278	少数股东损益	7	6	7	10	13
其他流动负债	61	45	109	121	143	归属母公司净利润	92	77	90	126	169
非流动负债	58	50	63	63	63	EBITDA	161	144	189	265	346
长期借款	50	50	50	50	50	EPS (元)	0.36	0.29	0.17	0.23	0.32
其他非流动负债	8	0	13	13	13	主要财务比率					
负债合计	533	614	824	857	947	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	23	25	32	42	55	成长能力					
股本	252	268	536	536	536	营业收入	50.2%	22.5%	7.5%	19.5%	26.5%
资本公积	42	259	44	44	44	营业利润	-14.6%	-33.4%	44.7%	41.7%	36.6%
留存收益	295	372	382	471	590	归属于母公司净利润	-7.8%	-16.3%	18.0%	38.9%	34.8%
归属母公司股东权益	589	899	962	1052	1171	获利能力					
负债和股东权益	1145	1537	1818	1950	2173	毛利率(%)	16.4%	13.7%	14.7%	15.9%	16.1%
现金流量表						净利率(%)		6.6%	4.5%	4.9%	5.8%
单位:百万元						ROE(%)	15.5%	8.5%	9.4%	11.9%	14.5%
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	13.1%	8.5%	7.9%	10.4%	12.3%
经营活动现金流	-95	50	72	109	93	偿债能力					
净利润	98	83	98	136	183	资产负债率(%)	46.5%	39.9%	45.3%	43.9%	43.6%
折旧摊销	22	30	50	71	94	净负债比率(%)	60.44%	66.09%	62.51%	58.59%	54.18%
财务费用	22	36	27	34	34	流动比率	1.51	1.74	1.35	1.52	1.70
投资损失	0	0	0	0	0	速动比率	0.97	1.39	0.94	1.06	1.18
营运资金变动	-234	-91	-97	-133	-218	营运能力					
其他经营现金流	-2	-9	-5	0	0	总资产周转率	1.45	1.27	1.09	1.16	1.34
投资活动现金流	-131	-181	-286	-25	-20	应收账款周转率	9	10	9	9	9
资本支出	131	181	0	0	0	应付账款周转率	11.31	9.63	8.92	9.01	9.30
长期投资	0	0	6	0	0	每股指标 (元)					
其他投资现金流	0	0	-280	-25	-20	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.14	0.17	0.23	0.32
筹资活动现金流	174	281	57	-84	-73	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.18	0.09	0.13	0.20	0.17
短期借款	162	84	110	-13	11	每股净资产(最新摊薄)	1.10	1.68	1.79	1.96	2.18
长期借款	50	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	95	16	268	0	0	P/E	26.35	31.49	26.68	19.21	14.25
资本公积增加	-95	216	-215	0	0	P/B	4.10	2.69	2.51	2.30	2.06
其他筹资现金流	-38	-35	-106	-70	-84	EV/EBITDA	16	18	14	10	8
现金净增加额	-51	150	-157	0	0						

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：

此报告旨为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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257