

化工行业研究小组

分析师：李琳琳 Lilll2345@sina.com

执业证书编号：S0730511010010

联系人：顾敏豪 gumh00@ccnew.com

需求下降导致业绩下滑，未来增长关注建筑节能

——红宝丽（002165）中报点评报告

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2012年8月3日

报告关键要素：

受国内冰箱等家电产量下降以及海外需求低迷的影响，公司两大产品量价齐跌，导致上半年业绩下滑。未来建筑节能领域有望带动聚氨酯硬泡聚醚需求的增长，高阻燃聚氨酯保温板材和EVA胶膜将成为业绩新的增长点。预计公司2012、2013年的EPS分别为0.19元和0.26元，以8月2日收盘价4.46元计算，对应市盈率为23倍和17倍，考虑到公司的行业地位与成长性，给予“增持”的投资评级。

事件：

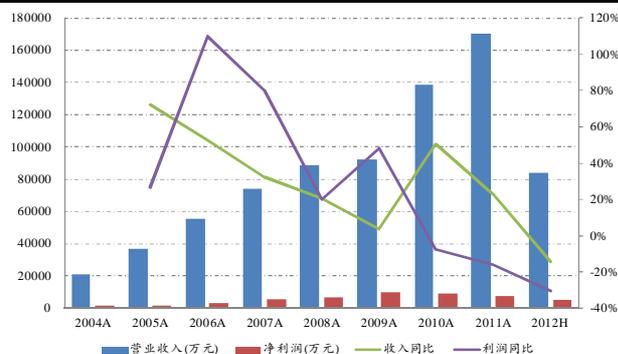
- **红宝丽发布2012年中报。**2012年上半年公司实现营业收入8.40亿元，同比下降14.75%，实现营业利润6354万元，同比下降16.34%，净利润4999万元，同比下降30.67%，扣除非经常性损益后的净利润为4895万元，同比下降14.12%，基本每股收益为0.09元。

点评：

- **需求下降导致业绩下滑。**公司主营聚氨酯硬泡组合聚醚和异丙醇胺，硬泡组合聚醚是最主要的收入与利润来源，主要作为保温材料应用在冰箱、冰柜等冷链物流领域。异丙醇胺则用于表面活性剂、水泥添加剂，公司产品主要用于出口，欧洲是最大的消费市场。上半年宏观经济下滑以及家电下乡政策退出的影响导致了硬泡组合聚醚需求的下滑，而欧债危机等因素也影响了异丙醇胺的出口，从而导致业绩出现下滑。

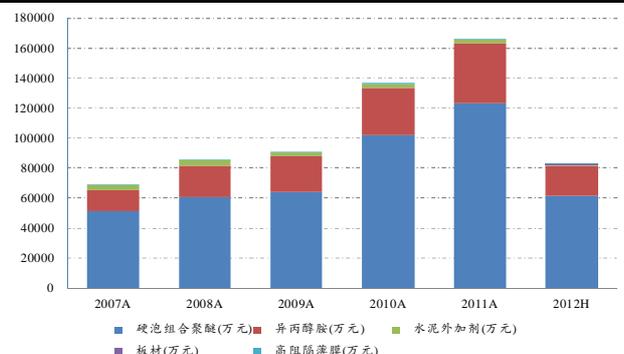
上半年我国的家电景气度下滑，前6月冰箱产量同比下滑7.42%。在此情况下，公司硬泡组合聚醚销量小幅下降，市场份额有所提升。主要的原材料环氧丙烷价格大幅下跌，导致了产品量价齐跌。上半年硬泡组合聚醚实现收入6.14亿元，同比下降14.78%，贡献毛利9067万元，同比下降0.82%。公司产品价格下跌幅度小于原材料，因此盈利能力有所提升。上半年硬泡组合聚醚毛利率为14.75%，同比提高了2.08个百分点，推动综合毛利率小幅提高0.63个百分点到16.38%。

图1：2005-2012H公司营收和利润



资料来源：中原证券、公司公告

图2：2005-2012H年公司各工业业务收入

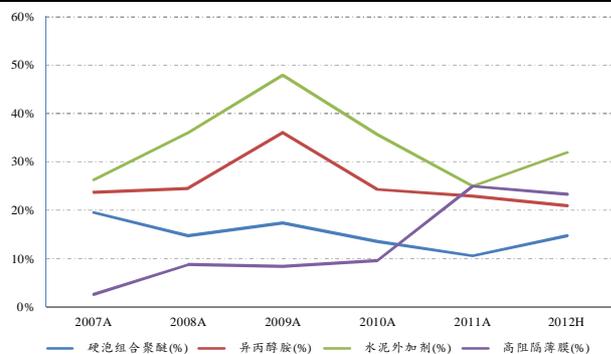


资料来源：中原证券、公司公告

异丙醇胺上半年实现销售1.98亿元，同比下降12.81%，贡献毛利4034万元，同比下降30.30%。毛利率为20.91%，同比下降5.24个百分点。由于异丙醇胺市场主要在国外，国际市场需求的低迷对

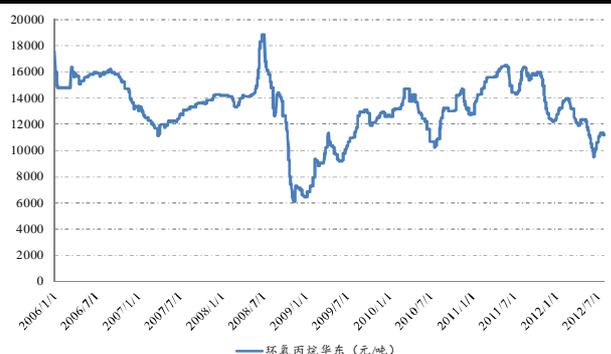
该产品影响较大，短期内难以恢复。未来随着国内企业对水泥添加剂需求的加大，国内市场有望逐步打开，成为该业务的主要增长点。

图3：公司分产品毛利率



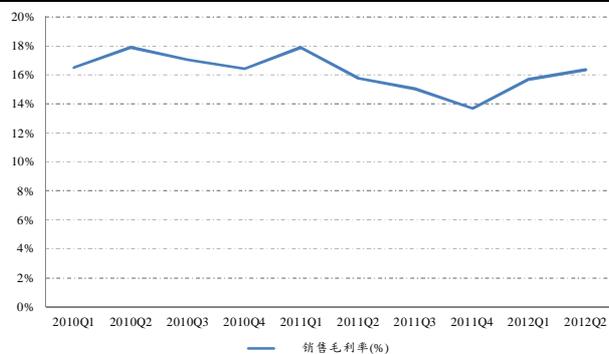
资料来源：中原证券、公司公告

图5：环氧丙烷价格走势



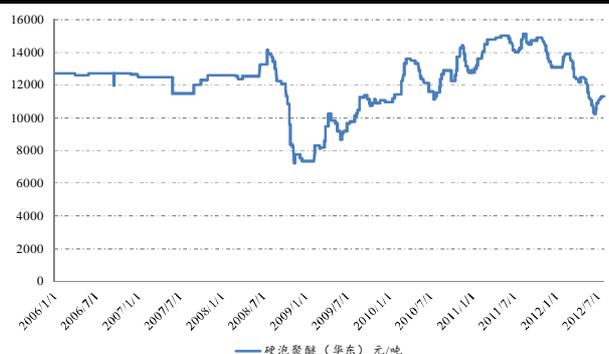
资料来源：中原证券、百川资讯

图4：公司各季度综合毛利率



资料来源：中原证券、公司公告

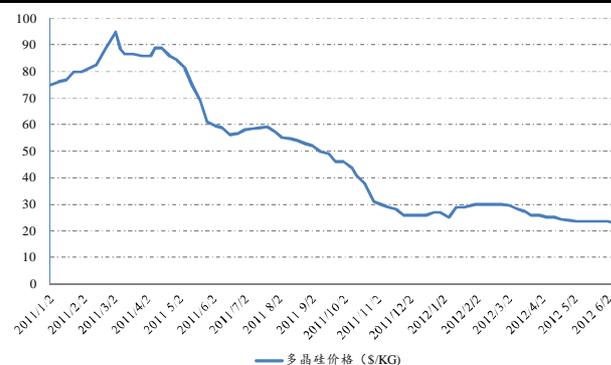
图6：硬泡聚醚价格走势



资料来源：中原证券、百川资讯

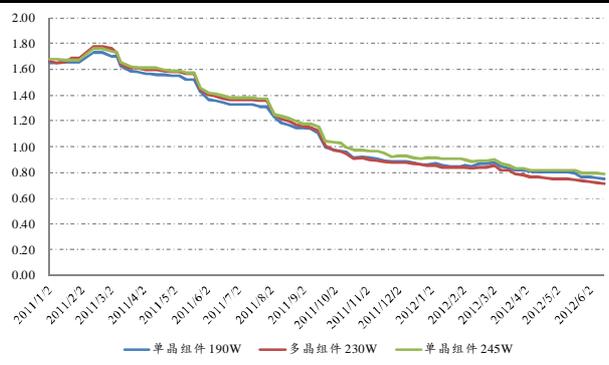
- **EVA项目短期不乐观。**公司1200万平方米EVA胶膜项目已经投产，产品通过了德国TUV NORD等机构的认证，目前正在下游客户进行认证，下半年有望形成销售。由于光伏行业目前整体低迷，多晶硅和组件价格一路下滑，该业务短期内对业绩贡献有限。长期看随着光伏成本的下降和国内需求的上升，光伏产业需求仍有很大空间。公司产品有望逐步替代进口产品，带来可观的利润增长。

图7：多晶硅价格



资料来源：中原证券、solarzoom

图8：光伏组件价格



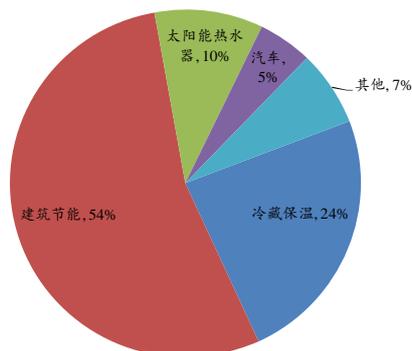
资料来源：中原证券、solarzoom

- **未来增长依赖建筑节能。**我国的聚氨酯硬泡主要应用于冷藏保温领域，约占总需求的58%，建筑节能领域的需求仅占22%，远低于全球的消费比例。如美国54%的硬泡聚醚应用于建筑节能领域。随

随着国家对建筑节能要求的提高，聚氨酯硬泡作为最适合的保温材料，其需求有望得到大幅提升。目前我国现有430亿平方米建筑中，仅不到5%的建筑采取了节能措施，每年20亿平方米的新建建筑中，也仅有15%-20%的节能建筑，改造空间巨大。根据建筑节能十二五规划，未来仅新建节能建筑就达8亿平方米，预计对聚氨酯硬泡的需求将达到50万吨。在建筑节能领域的推动下，未来硬泡聚醚需求增长有望达到16%左右。公司增发募投项目6万吨硬泡聚醚将于年底投产，保障明年业绩的增长。

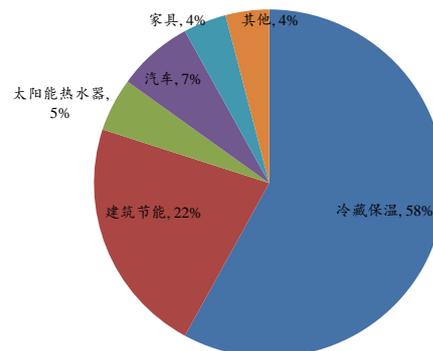
公司100万平方米高阻燃聚氨酯板材已经开始实现销售，上半年实现了596.62万元收入，后续1500万平方米预计将于2012年8月份投产，届时公司将迎来新的利润增长点。

图9：美国聚氨酯硬泡消费结构



资料来源：中原证券、联创节能招股书

图10：我国聚氨酯硬泡消费结构



资料来源：中原证券、联创节能招股书

- **盈利预测和投资建议：**预计公司2012、2013年EPS分别为0.19元和0.26元，以8月2日收盘价4.46元计算，对应PE分别为23.39倍和17.66倍，考虑到公司的行业地位与成长性，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示：**新产品市场开拓不及预期。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1387.06	1699.47	1800	2350
增长比率 (%)	50.21%	22.52%	25.66%	20.56
净利润 (百万元)	91.62	76.67	102	138
增长比率 (%)	-7.77%	-16.32%	33.03%	35.29%
每股收益 (元)	0.17	0.14	0.19	0.26
市盈率 (倍)	26.24	31.86	23.47	17.34

资料来源：中原证券

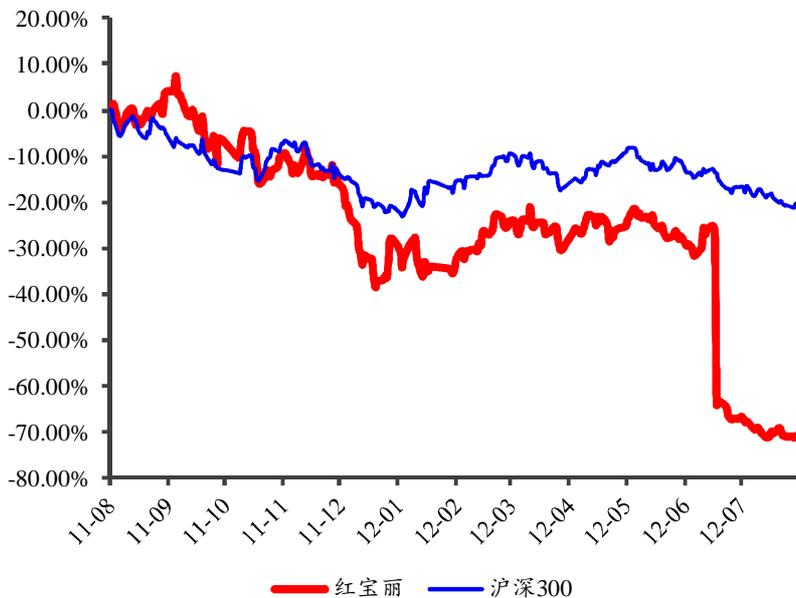
市场数据 (2012年8月2日)

收盘价 (元)	4.46 元
一年内最高最低 (元)	16.77/4.34
沪深300 指数	2334.88
市净率 (倍)	2.52
流通市值 (亿元)	23.28

基础数据 (2012年6月30日)

每股净资产 (元)	1.72
每股经营现金流 (元)	0.27
毛利率 (%)	16.38%
净资产收益率 (%)	5.41%
资产负债率 (%)	38.87%
总股本/流通股 (万股)	53646/52643
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深300走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。