

红宝丽（002165）调研纪要

硬泡聚醚和保温板逐步投产，关注建筑节能政策

当前股价：5.25
 2012EPS（E）：0.14
 2012EPS（E）：0.18
 评级：中性

研究员：何筱微
 执业证书编号：S0910510120001
 电话：021-62448067
 Email：hexiaowei@casstock.com

研究支持：高高
 电话：021-62448089
 Email：gaogao@casstock.com

事件：

近日，我们到达公司总部与高管就公司的经营状况和未来规划进行了沟通。

分析和评论：

1、公司概况

公司现在有三大主要业务：聚氨酯硬泡组合聚醚、异丙醇胺、新材料（包括太阳能 EVA 胶膜、聚氨酯建筑保温板材）。前两个业务是公司的传统方向，新材料是公司未来业绩主要增长基石。

表 1：红宝丽产能情况

项目名称	2011 年产能 利用率	2012 年 产能	2013 年 产能	备注
硬泡组合聚醚（万吨）	92%	9	15	新增 6 万吨产能将在未来 2-3 年内完全达产
异丙醇胺	70%	4	4	-
保温板（万平米）	-	100	350+	100 万平米为间歇式生产，第一条连续生产线 250 万平米 2012 年 11 月投产，第二条连续线（预计产能大于 250 万平米）正在建设安装
EVA 胶膜（万平米）	-	1200	1200	目前尚在客户认证和试用阶段，预计明年可以逐步销售

资料来源：公司公告，航天证券研发部

建筑能耗占社会总能耗的 30%左右，是未来节能市场潜力巨大的领域，为此公司正在建设年产 1500 万平方米保温板项目，积极开展相应准备；太阳能 EVA 胶膜：1200 万平米 EVA 胶膜生产项目已经建成，鉴于目前下游光伏市场低迷，公司主要是在做优化产品性能、控制成本，与客户沟通产品试用与推广方面的工作。

2、保温板项目

公司 11 月 13 日公告，“年产 1500 万平方米高阻燃聚氨酯保温板项目”首条年产 250 万平方米连续生产线安装调试完毕，并投料试产成功，生产出合格的高阻燃聚氨酯保温板产品，产品阻燃各项指标均达到 B1 级标准（复合达到 A 级标准），产品主要性能指标为国内外企业同类产品先进水平。

“1500 万平米高阻燃聚氨酯保温板材”从 2011 年四季度开始建设，共包含 6 条线，当时计划总投资 2.53 亿元，其中建设投资 1.87 亿元，预计项目全部达产后可形成年营业收入 8.62 亿元，利润总额在 1.56 亿元左右（见当时公告）。2012 年 11 月 13 日，公司公告第一条生产线 250 万平米产能投产。

上半年公司 100 万平米间歇式保温板生产线（国际多边基金组织的赠款设备）共产生 600 万的销售收入，毛利率为 16.2%。新的 250 万平米生产线为连续式，生产效率大幅提高，毛利率应该有所提升。红宝丽的高阻燃聚氨酯板是结构性阻燃，与市面上添加阻燃剂的同级别燃烧性能的聚氨酯板相比，经济性和可靠性进一步提升。目前市面上保温板的销售价格因产品阻燃等级、保温板厚度不同而不一样，一般 B1 级的 2 公分厚的保温板价格大概是 1700-2000 元/立方。

我们怎么样在第一时间看到节能保温市场的打开？当前公司最看重的是江苏地区的保障房。目前，建筑领域商品房在南方还没有完全执行建筑保温规定，保障房是强制的。如国家出台了《民用建筑节能设计标准》和《公用建筑节能设计标准》，明确要求新建建筑节能率要达到 65%等。现在还没出台新规替代消防局发布的 65 号文关于对民用建筑外保温材料燃烧功能等级的政策，住建部和消防厅还在沟通，有过两次意见稿。18 大结束后，预计产业政策窗口期临近。燃烧性能 A 级¹不太符合实际，市场对 B1 的期待很大，国外是 B2 级。未来民用建筑保温、厂房保温、写字楼保温、北方节能改造的市场前景都值得期待。

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%。聚苯板达不到 B1 级，EPS 能达到 B1 级，但会因此增加厚度抬升成本。因此无论从中国的自身要求还是行业发展的趋势来看，聚氨酯尤其是达到阻燃防火等级的高阻燃保温板是未来节能的发展方向。

3. 硬泡聚醚和异丙醇胺

硬泡聚醚去年产能 9 万吨，实现产量 8.3 万吨。增发扩产 6 万吨，生产线预计今年年底竣工，届时产能将达到 15 万吨。6 万吨项目 2-3 年达产。公司硬泡组合聚醚产能国内最大，2010 年在国内冰箱（柜）冷藏集装箱等冷藏行业的市场占有率达到 27%以上，占整个聚氨酯硬泡组合聚醚市场的 15%。公司对大的冰箱厂定点服务，有较强的客户粘性。

截止 10 月，冰箱产量累计同比下降 3.8%，但下滑态势从 8 月份开始缩窄，单月同比恢复正增长。十一五期间冰箱年均产量增速 20.4%。十二五期间冰箱柜产量尽管受到欧债危机等影响，由于消费基础该行业仍将保持增长的水平。主要是看好城镇化进程加快、房地产刚需，农村消费提高，外围逐渐好转和冷链建设。

异丙醇胺将保持稳步增长。公司从 01 年产能 1000 吨增加到当前 40000 吨，市场快速增长，2011 年生产 2.8 万吨左右。目前异丙醇胺仍在扩大应用领域，异丙醇胺是醇胺的一个品种，醇胺全球有 200 万吨的销量，由于异丙醇胺性能更优、更环保，可以替代其部分市场。公司现在 4 万吨的产能是全球最大的，超过陶氏巴斯夫。以前，异丙醇胺外销和内销的比例 7:3。现在公司积极拓展国内市场，出口占比有所下降。

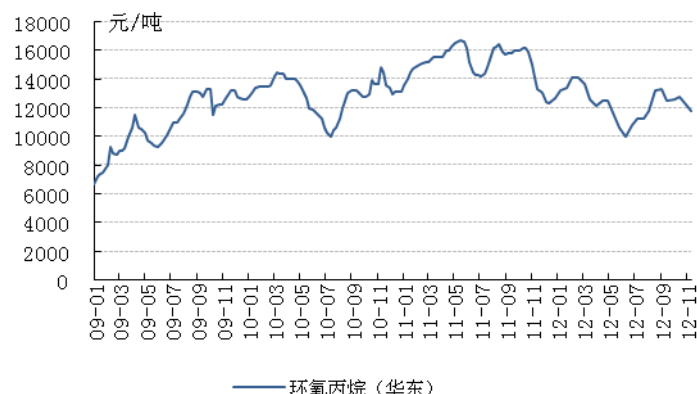
¹ 燃烧性能参见 <http://baike.baidu.com/view/348386.htm>

图 1: 主要产品硬泡聚醚价格走势



资料来源: 百川资讯, 航天证券研发部

图 2: 主要原料环氧丙烷价格走势



资料来源: 百川资讯, 航天证券研发部

4、股权激励

公司的股权激励覆盖近一半员工。2012 年 7 月的股权激励公告中, 计划授予激励对象的限制性股票数量为 1100 万股, 占本计划签署日公司总股本 53,646.17 万股的 2.05%。限制性股票的授予价格为每股 2.88 元。授予价格为限制性股票激励计划草案摘要公布前 20 个交易日的红宝丽股票均价 11.70 元的 50%, 即每股 5.85 元, 再根据已实施的 2011 年度利润分配方案即每 10 股转 8 股送 2 股派现金 1 元调整而得。

2013、2014 和 2015 年是限售股的三个解禁期, 分别要求净利润比 2011 年增速不低于 45%、75%、115%, 平均资产收益率不低于 8%、9%、10%。体现管理层的经营信心。

5、投资建议

预计公司 2012、2013 年 EPS 分别为 0.14、0.18 元, 当前收盘价为 5.25 元, 对应的 PE 水平分别为 37.5、29.1 倍, 当前股价已经对明年的业绩增长有较为充分的反应, 给予中性评级。建筑外墙保温政策打开, 保温板需求有望爆发式增长, 我们将保持跟踪并更新新评级。

资产负债表						利润表					
单位: 百万元	20010	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	20010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	719	983	882	1033	1191	营业收入	1387	1699	1529	1890	2266
现金	83	239	239	239	239	营业成本	1159	1467	1292	1590	1907
交易性投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加	3	3	3	3	4
应收票据	173	347	312	386	462	营业费用	30	41	37	46	55
应收款项	165	169	130	161	192	管理费用	56	74	67	83	99
其它应收款	3	3	3	4	4	财务费用	22	36	27	30	25
存货	259	200	176	217	260	资产减值损失	2	0	0	0	0
其他	36	25	22	28	33	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
非流动资产	427	554	792	934	901	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	营业利润	117	78	103	139	176
固定资产	311	297	499	645	615	营业外收入	7	25	5	5	5
无形资产	64	72	68	65	62	营业外支出	2	1	0	0	0
其他	52	185	225	225	225	利润总额	121	102	108	144	181
资产总计	1145	1537	1674	1967	2092	所得税	23	19	27	36	45
流动负债	475	564	619	704	674	净利润	98	83	81	108	136
短期借款	272	356	435	481	408	少数股东损益	7	6	6	8	10
应付账款	142	163	143	176	211	归属于母公司净利润	92	77	75	100	126
预收账款	6	4	3	4	5	EPS (元)	0.36	0.29	0.14	0.18	0.23
其他	55	41	38	44	50	主要财务比率					
长期负债	58	50	50	50	50		20010	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	50	50	50	50	50	年成长率					
其他	8	0	0	0	0	营业收入	50%	23%	-10%	24%	20%
负债合计	533	614	669	754	724	营业利润	-15%	-33%	33%	35%	26%
股本	252	268	544	544	544	净利润	-8%	-16%	-2%	33%	25%
资本公积金	42	259	-17	-17	-17	获利能力					
留存收益	295	372	447	548	674	毛利率	16%	14%	15%	16%	16%
少数股东权益	23	25	30	38	48	净利率	7%	5%	5%	5%	6%
母公司所有者权益	589	904	974	1074	1200	ROE	16%	8%	8%	9%	10%
负债及权益合计	1145	1542	1674	1867	1972	ROIC	12%	7%	7%	8%	9%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元	20010	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	47%	40%	40%	38%	35%
经营活动现金流	-95	50	231	88	112	净负债比率	28%	26%	29%	27%	22%
净利润			75	100	126	流动比率	151%	174%	142%	147%	177%
折旧摊销			45	61	66	速动比率	97%	139%	114%	116%	138%
财务费用			27	30	25	营运能力					
投资收益			0	0	0	资产周转率	1.2	1.1	0.9	1.0	1.1
营运资金变动			85	-117	-121	存货周转率	6.0	6.4	6.9	8.1	8.0
其它			-1	13	15	应收帐款周转率	9.2	10.2	10.2	13.0	12.8
投资活动现金流	-131	-181	-284	-104	-14	应付帐款周转率	11.3	9.6	8.4	10.0	9.8
资本支出			-284	-104	-14	每股资料 (元)					
其他投资			0	0	0	每股收益	0.36	0.29	0.14	0.18	0.23
筹资活动现金流	174	281	52	16	-98	每股经营现金	-0.38	0.19	0.42	0.16	0.21
借款变动			79	46	-73	每股净资产	2.3	3.4	1.8	2.0	2.2
普通股增加			276	0	0	每股股利	0	0	0	0	0
资本公积增加			-276	0	0	估值比率					
股利分配			0	0	0	PE	14.4	18.4	37.9	28.4	22.7
其他			-27	-30	-25	PB	2.2	1.6	2.9	2.7	2.4
现金净增加额	-51	150	0	0	0	EV/EBITDA	55.2	61.5	50.1	38.2	32.8

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com