

## 红宝丽 (002165)

# 组合聚醚和聚氨酯板材发展空间巨大

### 推荐 (维持)

现价: 6.38 元

#### 主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.hongbaoli.com
大股东/持股	江苏宝源投资/24.95%
实际控制人/持股	芮敬功/14.63%
总股本(百万股)	544
流通 A 股(百万股)	526
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	34.71
流通 A 股市值(亿元)	33.56
每股净资产(元)	1.77
资产负债率(%)	42.0

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**郢祝兵** 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S1060210020001  
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。

### 事项

近期我们调研了红宝丽，交流公司最新经营情况。

### 投资要点

#### ■ 公司 2013~2015 年有望恢复稳定增长

公司 2013~2015 年净利润增长主要来自于如下几个项目：(一) 6 万吨硬泡组合聚醚再融资项目投产；(二) 4 万吨异丙醇胺产销率逐年提升；(三) 1500 万平方米聚氨酯保温板材产能陆续释放；(四) EVA 胶膜产销量逐步提升。

#### ■ 公司 2013~2015 年逐步消化 6 万吨新增组合聚醚产能

公司再融资金项目 6 万吨硬泡组合聚醚预计 2013 年上半年投产，届时硬泡组合聚醚产能达到 15 万吨，预计未来国内下游冰箱、冰柜市场恢复增长，出口、冷藏集装箱、建筑保温市场大规模启动后，2013~2015 年公司硬泡组合聚醚销量逐年提升，足以消化 6 万吨新增产能。

#### ■ 异丙醇胺国内市场逐步启动

预计公司 2012 年异丙醇胺销量为 3 万多吨左右，国内销售占比提升到 40% 左右，未来随着国内逐步市场启动，异丙醇胺销量稳步提升，毛利率基本稳定。

#### ■ 公司聚氨酯保温板材 2013~2015 年迎爆发式增长

2012 年 12 月，国家公安部消防总局发布文件取消 65 号文件，聚氨酯保温板材相比较 EPS、XPS 等有机材料而言，性价比最高，B1 阻燃级聚氨酯保温材料需求空间将打开。2012 年 11 月，公司首条 250 万平方米投料试车成功，估计聚氨酯板材连续化生产线稳定后毛利率 20%~30% 之间，预计 2013~2015 年其他连续生产线陆续投产，聚氨酯板材业务 2013~2015 年将迎爆发式增长。

#### ■ 公司 EVA 胶膜静待下游光伏回暖

公司太阳能电池封装 EVA 膜产能 1200 万平方米，产品顺利通过中电等几家大厂认证，2012 年受光伏行业低迷的影响，基本上没有安排销售，公司 EVA 胶膜销量提升依赖下游光伏行业回暖。

#### ■ 盈利预测与投资建议

公司硬泡组合聚醚增量来自再融资项目投产，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 0.16 元、0.24 元和 0.34 元，目前股价对应于 2012~2014 年动态 PE 分别为 39、27、19 倍，维持“推荐”评级。

#### ■ 风险提示

宏观经济增速放缓，冰箱等下游需求低迷；聚氨酯板材推广进度低于预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,387	1,699	1,564	1,985	2,452
YoY(%)	50.2	22.5	-8.0	26.9	23.5
净利润(百万元)	92	77	94	137	196
YoY(%)	-7.8	-16.3	13.5	45.3	43.3
毛利率(%)	16.4	13.7	16.3	17.0	18.1
净利率(%)	6.6	4.5	5.6	6.4	7.4
ROE(%)	15.5	8.5	9.1	12.0	15.3
EPS(摊薄/元)	0.17	0.14	0.16	0.24	0.34
P/E(倍)	37.36	44.64	39.34	27.08	18.90
P/B(倍)	5.81	3.81	3.57	3.26	2.90

## 正文目录

一、公司 2012 年前 3 季度营业收入和净利润下滑 .....	4
二、公司 2013~2015 年有望恢复稳定增长 .....	4
三、2013~2015 年逐步消化 6 万吨新增组合聚醚产能 .....	5
四、异丙醇胺国内市场逐步启动 .....	6
五、公司聚氨酯保温板材 2013~2015 年迎爆发式增长 .....	6
六、公司 EVA 胶膜静待下游光伏回暖 .....	8
七、盈利预测与投资建议 .....	8
八、风险提示 .....	8

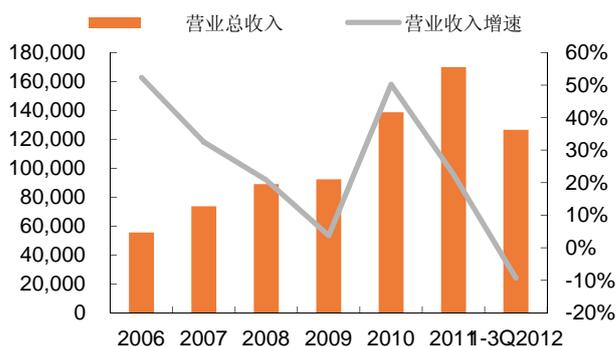
## 图表目录

图表 1	公司 2012 年 1~3Q 营业收入负增长 (亿元) .....	4
图表 2	公司 2012 年 1~3Q 净利润负增长 (亿元) .....	4
图表 3	公司主要产品近年来毛利率情况 .....	4
图表 4	2012 年前 3 季度公司毛利率与净利率回升 .....	4
图表 5	2012 年国内冰箱行业低迷 .....	5
图表 6	公司硬泡组合聚醚销量未来稳定增长 .....	5
图表 7	2012 年环氧丙烷价格较为低迷 .....	5
图表 8	硬泡组合聚醚与环氧丙烷价差情况 .....	5
图表 9	2010 年国内异丙醇胺消费结构 .....	6
图表 10	预计 2013~2015 年异丙醇胺销量稳步增长 .....	6
图表 11	各种建筑保温隔热材料导热系数比较 .....	7
图表 12	聚氨酯综合性能明显优于聚苯乙烯泡沫塑料 (EPS) .....	7
图表 13	公司聚氨酯板材阻燃效果优异 .....	8
图表 14	2013~2015 年聚氨酯板材迎爆发式增长 .....	8

## 一、公司 2012 年前 3 季度营业收入和净利润下滑

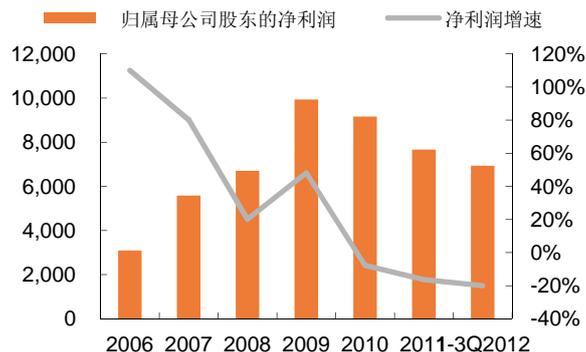
2012 年 1~9 月，公司实现营收 12.66 亿元，同比下滑 9.34%；归属上市公司股东净利润 0.69 亿元，同比下滑 20.38%；实现 EPS0.13 元，公司 2012 年 3 季度综合销售毛利率为 14.70%，净利率为 4.99%。公司营业收入和营业利润主要来自于硬泡组合聚醚和异丙醇胺，2012 年前 3 季度营业收入同比下滑 9.34%，主要原因是硬泡组合聚醚与异丙醇胺售价低于 2011 年同期水平所致，而净利润下滑幅度高于营业收入幅度，达 20.38%，主要原因是 2012 年前 3 季度营业外收入仅为 369.57 万元，远低于 2011 年同期 2238.55 万元。

图表1 公司2012年1~3Q营业收入负增长（亿元）



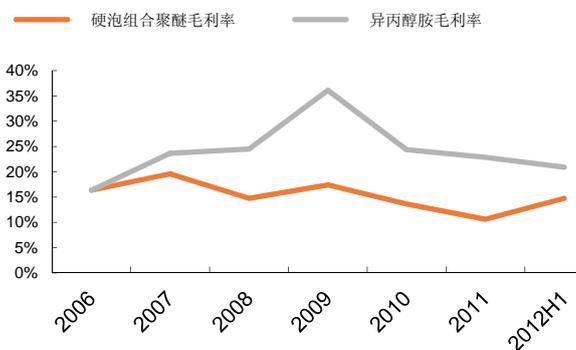
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 公司2012年1~3Q净利润负增长（亿元）



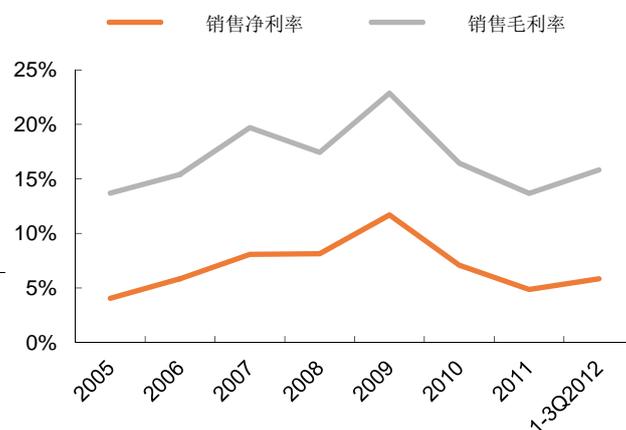
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 公司产品近年来毛利率情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 2012年前3季度公司毛利率与净利率回升



资料来源：公司公告、安证券研究所

## 二、公司 2013~2015 年有望恢复稳定增长

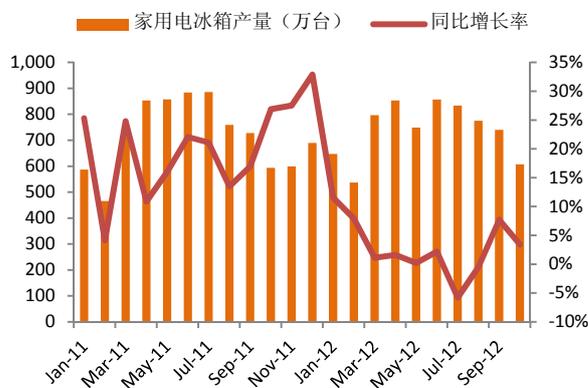
公司股权激励解锁条件要求 2013 年净利润比 2011 年增长 45%。2013~2015 年公司利润增长主要来自于如下几个方面：（一）6 万吨硬泡组合聚醚再融资项目投产；（二）4 万吨异丙醇胺产销率逐年提升；（三）1500 万平方米聚氨酯保温板材产能陆续释放；（四）EVA 胶膜产销量逐步提升。

### 三、2013~2015 年逐步消化 6 万吨新增组合聚醚产能

公司目前硬泡组合聚醚产能为 9 万吨，规模居国内第一，龙头地位突出，公司硬泡组合聚醚在国内冰箱（柜）市场占有率超过 30%，预计 2012 年公司硬泡组合聚醚销量基本上与产能相当约 9 万吨，主要在冰箱、冰柜领域。公司再融资项目 6 万吨硬泡组合聚醚预计 2013 年上半年投产，届时硬泡组合聚醚产能达到 15 万吨，这个产能规模为世界前列。预计未来国内下游冰箱、冰柜市场恢复增长，出口、冷藏集装箱、建筑保温市场大规模启动后，2013~2015 年公司硬泡组合聚醚销量将逐年提升，足以消化 6 万吨新增产能。

公司硬泡组合聚醚销售价格大多数采用“环氧丙烷\*系数+加工费”的定价模式，硬泡组合聚醚盈利受环氧丙烷价格波动较小，2010、2011 年受通胀加剧、辅料成本上升加剧，公司硬泡组合聚醚毛利率出现一定下滑，2012 年中期毛利率恢复到 14.75%，未来硬泡组合聚醚毛利率预计维持在 13%~16% 水平，产销量提升带来硬泡组合聚醚业务稳定增长。

图表5 2012年国内冰箱行业低迷



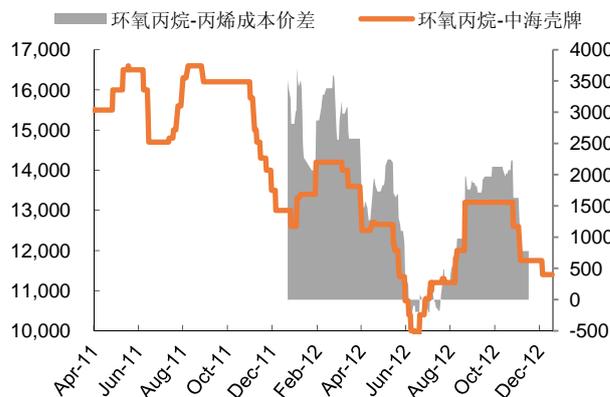
资料来源：wind资讯、平安证券研究所

图表6 公司硬泡组合聚醚销量未来稳定增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 2012年环氧丙烷价格较为低迷



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表8 硬泡组合聚醚与环氧丙烷价差情况



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

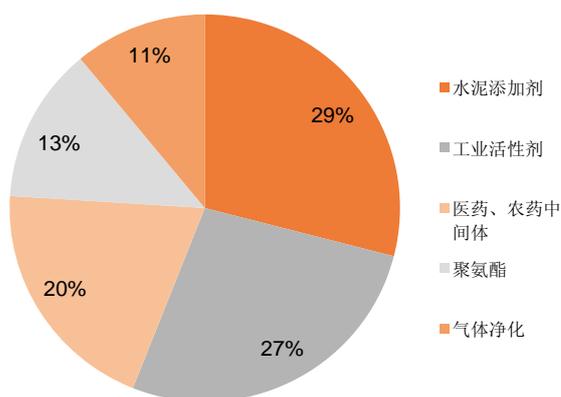
## 四、异丙醇胺国内市场逐步启动

异丙醇胺以其优良的环保性能成为欧美等发达国家极力推崇和鼓励发展的一种绿色化工产品，未来应用将越来越广泛，中国政府节能减排力度不断加大，经济发展和人们环保意识的进一步增强，对异丙醇胺环保性、经济性的认识、在节能中作用将逐步加深，异丙醇胺需求将会不断增加。

2012年公司异丙醇胺产能为4万吨/年，为全球规模最大的异丙醇胺生产企业，一异丙醇胺产品应用到电子等高端领域，二异丙醇胺可在轮胎橡胶领域应用，三异丙醇胺应用到水泥外加剂、医药中间体等领域，2012年受欧洲债务危机影响，给以出口为主的异丙醇胺产品销售带来了较大压力，近年来，公司加大国内市场的宣传与引导，异丙醇胺产品在国内销售比例提升。

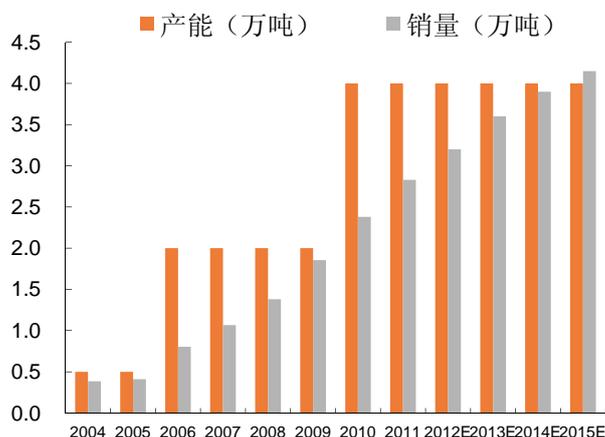
预计公司2012年异丙醇胺销量为3万多吨，国内销售占比提升到40%左右，未来随着国内逐步市场启动，异丙醇胺销量稳步提升，估计该产品毛利率基本稳定，维持在20%以上水平。2013年，有的国家已禁止乙醇胺使用，给异丙醇胺替代应用提供了机会。

图表9 2010年国内异丙醇胺消费结构



资料来源：平安证券研究所

图表10 预计2013~2015年异丙醇胺销量稳步增长



资料来源：平安证券研究所

## 五、公司聚氨酯保温板材 2013~2015 年迎爆发式增长

2012年11月底，江苏省公安厅印发《江苏省建筑外墙聚氨酯外墙保温材料防火暂行规定》，2012年12月3日，国家公安部消防总局发布文件取消65号文件，聚氨酯保温板材相比较EPS、XPS等有机材料而言，性价比最高，且国家建筑节能的大方向是长期的，B1阻燃级聚氨酯保温材料需求空间将打开，公司聚氨酯板材2013~2015年迎爆发式增长。

图表11 各种建筑保温隔热材料导热系数比较

材料名称	导热系数 (w/m·k)	达到同样隔热效果时保温层厚度 (毫米)
普通砖	0.698	860
混凝土砌块	0.349	380
膨胀硅凝土	0.052	50
轻软木	0.038~0.043	50
矿物棉	0.034~0.037	45
聚苯乙烯泡沫塑料	0.032~0.037	40
硬质聚氨酯泡沫塑料	0.017~0.025	25

资料来源：新型建筑材料情报信息网、平安证券研究所

图表12 聚氨酯综合性能明显优于聚苯乙烯泡沫塑料 (EPS)

比较指标	聚苯乙烯泡沫塑料	硬质聚氨酯泡沫塑料
材料的导热系数 w/m.k	0.035	0.025
保温制品的形式	板材	板材、现场喷漆、灌注发泡
保暖施工方式	湿粘施工	干挂、现场施工
与外墙的结合牢度	受粘合剂等影响	粘接牢度好
施工效率	低	高
冷热桥的处理	难	易
材料造价	低	高
综合造价	相当	相当

资料来源：新型建筑材料情报信息网、平安证券研究所

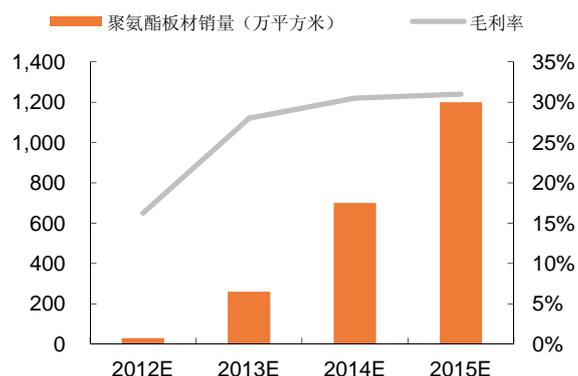
公司通过对聚醚分子结构的调整，在不添加阻燃剂的情况下，生产的聚氨酯保温板达到 B1 级阻燃标准，2012 年 11 月，公司首条 250 万平方米板材连续线投料试车成功，并正常生产。聚氨酯板材连续化生产线稳定后估计毛利率在 20%-30% 之间，较 100 万平方米间隙线效率大幅提高。预计 2013-2015 年其他连续化生产线陆续投产，聚氨酯板材业务 2013-2015 年将迎爆发式增长。

图表13公司聚氨酯板材阻燃效果优异



资料来源：平安证券研究所

图表142013~2015年聚氨酯板材迎爆发式增长



资料来源：平安证券研究所

## 六、公司 EVA 胶膜静待下游光伏回暖

公司太阳能电池封装 EVA 膜产能 1200 万平方米，产品顺利通过中电等几家大厂认证，2012 年受光伏行业低迷的影响，公司综合考虑基本上没有安排销售，公司 EVA 胶膜销量提升依赖下游光伏行业回暖，预计 2013 年有望对外开展销售，实现超过 100 万平方米的 EVA 膜销量。

## 七、盈利预测与投资建议

公司硬泡组合聚醚增量来自再融资项目投产，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 0.16 元、0.24 元和 0.34 元，目前股价对应于 2012~2014 年动态 PE 分别为 39、27、19 倍，维持“推荐”评级。

## 八、风险提示

- (1) 宏观经济增速放缓，冰箱等下游需求低迷；
- (2) 聚氨酯板材推广进度低于预期。

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
<b>流动资产</b>	719	983	887	1100	1333	<b>营业收入</b>	1387	1699	1564	1985	2452
现金	83	239	82	82	82	营业成本	1159	1467	1310	1647	2009
应收账款	165	169	188	238	294	营业税金及附加	3	3	3	4	5
其他应收款	3	3	3	4	5	营业费用	30	41	41	48	59
预付账款	36	23	39	49	60	管理费用	56	74	68	87	107
存货	259	200	262	329	402	财务费用	22	36	24	28	26
其他流动资产	173	349	313	397	490	资产减值损失	2	0	2	2	2
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	117	78	117	170	244
无形资产	64	72	330	310	270	营业外收入	7	25	3	3	3
其他非流动资产	52	185	129	97	70	营业外支出	2	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	1145	1537	1676	1842	2002	<b>利润总额</b>	121	102	118	171	245
<b>流动负债</b>	475	564	622	687	701	所得税	23	19	24	35	50
短期借款	272	356	367	377	331	<b>净利润</b>	98	83	94	137	196
应付账款	142	163	157	198	241	少数股东损益	7	6	7	10	14
其他流动负债	61	45	98	113	129	<b>归属母公司净利润</b>	92	77	87	126	181
<b>非流动负债</b>	58	50	63	63	63	EBITDA	161	144	190	269	365
长期借款	50	50	50	50	50	EPS (元)	0.36	0.29	0.16	0.24	0.34
其他非流动负债	8	0	13	13	13						
<b>负债合计</b>	533	614	685	750	765						
少数股东权益	23	25	31	42	56	<b>主要财务比率</b>					
股本	252	268	536	536	536	<b>会计年度</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
资本公积	42	259	44	44	44	<b>成长能力</b>					
留存收益	295	372	378	470	601	营业收入	50.2%	22.5%	-8.0%	26.9%	23.5%
<b>归属母公司股东权益</b>	589	899	959	1050	1181	营业利润	-14.6%	-33.4%	50.4%	45.7%	43.6%
<b>负债和股东权益</b>	1145	1537	1676	1842	2002	归属于母公司净利润	-7.8%	-16.3%	13.5%	45.3%	43.3%
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	16.4%	13.7%	16.3%	17.0%	18.1%
						净利率(%)			6.6%	4.5%	5.6%
						ROE(%)	15.5%	8.5%	9.1%	12.0%	15.3%
						ROIC(%)	13.1%	8.5%	8.5%	11.0%	14.1%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	46.5%	39.9%	40.9%	40.7%	38.2%
						净负债比率(%)	60.44	66.09	60.90	56.87	49.86
						流动比率	1.51	1.74	1.43	1.60	1.90
						速动比率	0.97	1.39	1.00	1.12	1.33
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.45	1.27	0.97	1.13	1.28
						应收账款周转率	9	10	9	9	9
						应付账款周转率	11.31	9.63	8.19	9.28	9.16
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.17	0.14	0.16	0.24	0.34
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.18	0.09	0.31	0.15	0.27
						每股净资产(最新摊薄)	1.10	1.68	1.79	1.96	2.20
						估值比率					
						P/E	37.36	44.64	39.34	27.08	18.90
						P/B	5.81	3.81	3.57	3.26	2.90
						EV/EBITDA	23	25	19	14	10

## 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±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±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。客户并不能仅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 2013 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