

公司事项点评

2013 年 3 月 6 日

证券研究报告

平安基础化工

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

研究报告回顾

《红宝丽 (002165) 2012 年半年报点评：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)》

《红宝丽 (002165) 2012 年 3 季报点评：2013 年增长来自硬泡组合聚醚和聚氨酯板材 (推荐)》

《公司调研简报-红宝丽 (002165)：组合聚醚和聚氨酯板材发展空间巨大 (推荐)》

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(002615) 聚氨酯板材投产助业绩恢复增长

事项：红宝丽控股子公司南京红宝丽新材料有限公司“年产 1500 万平方米高阻燃聚氨酯保温板项目”之第二条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，产品阻燃各项指标复合达到 A 级标准。至此，年产 1500 万平方米高阻燃聚氨酯保温板项目已完成两条生产线的建设任务，形成年产 750 万平方米的生产能力。

平安观点：

■ 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。公司第二条 500 万平方米/年高阻燃聚氨酯保温板项目投产后，公司目前具有 750 万平米/年的聚氨酯保温板材生产线能力。公司聚氨酯保温板材售价为 40 元/平方米左右 (按照 2CM 厚度计算)，毛利率 30% 左右，通过经销商销售为主，根据江苏省和北方区域保温市场拓展情况，公司未来择机再投产 2 条共计 750 万平方米/年的聚氨酯板材生产线。预计 2013~2015 年其他连续化生产线陆续投产后聚氨酯板材业务将迎爆发式增长。

■ 公司 EVA2013 年预计开始实现大规模销售

公司太阳能电池封装 EVA 膜产能为 1200 万平方米/年，产品已经顺利通过尚德、天合等几家大厂认证，2013 年随着光伏行业触底回暖，公司 EVA 胶膜有望实现年销售量超过 200 万平方米。

■ 公司 2013~2015 年逐步消化 6 万吨新增组合聚醚产能

公司超募资金项目 6 万吨硬泡组合聚醚预计 2013 年 1 季度投产，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，未来硬泡组合聚醚毛利率预计维持在 13%~16% 水平。

■ 异丙醇胺国内市场启动助销量逐年提升

2012 年公司异丙醇胺产能为 4 万吨/年，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。预计公司 2012 年异丙醇胺销量为 3.2 万吨左右，国内销售占比达到 30% 左右，未来随着国内逐步市场启动，异丙醇胺销量稳步提升，毛利率维持在 25% 左右水平。

■ 盈利预测与投资建议

公司 2013~2015 年净利润增长主要来自于如下四个方面：(一) 1500 万平方米聚氨酯保温板材产能陆续释放；(二) 光伏行业见底回暖后，EVA 胶膜产销量大幅提升；(三) 6 万吨硬泡组合聚醚再融资项目投产；(四) 4 万吨异丙醇胺产销率逐年提升。由于聚氨酯板材推广进度可能超预期，我们上调公司 2013 年和 2014 年业绩，预计公司 2012~2014 年 EPS 分别为 0.15 元、0.27 元和 0.37 元，目前股价对应于 2012~2014 年动态 PE 分别为 42、24、18 倍左右，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。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	983	888	1136	1386
现金	239	82	82	82
应收账款	169	188	248	307
其他应收款	3	3	4	5
预付账款	23	39	51	63
存货	200	263	339	417
其他流动资产	349	313	413	512
非流动资产	554	789	743	668
长期投资	0	6	6	6
固定资产	297	323	330	322
无形资产	72	330	310	270
其他非流动资产	185	129	97	70
资产总计	1537	1677	1878	2055
流动负债	564	629	706	727
短期借款	356	373	388	344
应付账款	163	158	203	250
其他流动负债	45	98	115	133
非流动负债	50	63	63	63
长期借款	50	50	50	50
其他非流动负债	0	13	13	13
负债合计	614	692	769	790
少数股东权益	25	31	43	58
股本	268	536	536	536
资本公积	259	44	44	44
留存收益	372	374	486	625
归属母公司股东权益	899	954	1066	1206
负债和股东权益	1537	1677	1878	2055

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	50	161	71	149
净利润	83	89	156	214
折旧摊销	30	50	71	94
财务费用	36	24	28	27
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-91	4	-185	-186
其他经营现金流	-9	-5	0	0
投资活动现金流	-181	-286	-25	-20
资本支出	181	0	0	0
长期投资	0	6	0	0
其他投资现金流	0	-280	-25	-20
筹资活动现金流	281	-32	-46	-129
短期借款	84	17	15	-44
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	16	268	0	0
资本公积增加	216	-215	0	0
其他筹资现金流	-35	-103	-61	-85
现金净增加额	150	-157	0	0

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1699	1564	2063	2561
营业成本	1467	1316	1694	2087
营业税金及附加	3	3	4	5
营业费用	41	41	50	61
管理费用	74	68	90	112
财务费用	36	24	28	27
资产减值损失	0	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	78	111	195	267
营业外收入	25	3	3	3
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	102	112	196	268
所得税	19	23	40	54
净利润	83	89	156	214
少数股东损益	6	7	12	16
归属母公司净利润	77	82	145	198
EBITDA	144	184	295	388
EPS (元)	0.29	0.15	0.27	0.37

主要财务比率				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	22.5%	-8.0%	31.9%	24.1%
营业利润	-33.4%	42.4%	76.4%	36.7%
归属于母公司净利润	-16.3%	7.5%	75.7%	36.6%
获利能力				
毛利率(%)	13.7%	15.9%	17.9%	18.5%
净利率(%)	20.4%	4.5%	5.3%	7.0%
ROE(%)	8.5%	8.6%	13.6%	16.4%
ROIC(%)	8.5%	8.1%	12.2%	14.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	39.9%	41.2%	41.0%	38.5%
净负债比率(%)	66.09%	61.12%	56.92%	49.86%
流动比率	1.74	1.41	1.61	1.91
速动比率	1.39	0.99	1.13	1.33
营运能力				
总资产周转率	1.27	0.97	1.16	1.30
应收账款周转率	10	9	9	9
应付账款周转率	9.63	8.21	9.38	9.20
每股指标 (元)	0.14	0.15	0.27	0.37
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.30	0.13	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.68	1.78	1.99	2.25
每股净资产(最新摊薄)				
估值比率				
P/E	45.97	42.77	24.34	17.82
P/B	3.92	3.69	3.31	2.92
EV/EBITDA	26	20	13	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 $\pm 10\%$ 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