

红宝丽 (002165): 新产能陆续投放, 为公司业绩增长添动力

分析师: 丁思德

执业证书编号: S0300511010008

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期: 2013年12月5日

www.lxzq.com.cn

近日, 我们对红宝丽进行了实地调研, 就公司目前现状及未来发展规划与公司相关人士进行了深入交流。

1、公司概况

红宝丽是国内最大的硬泡组合聚醚以及全球最大的异丙醇胺生产企业, 硬泡组合聚醚产能 15 万吨/年, 异丙醇胺产能 4 万吨/年, 高阻燃聚氨酯保温板产能 750 万平米/年, 太阳能 EVA 封装胶膜 1200 万平米/年。产品主要用于冰箱冰柜、冷链运输、建筑外墙保温、太阳能光伏等领域。年内, 公司年产 6 万吨的硬泡组合聚醚项目以及年产 500 万平米聚氨酯保温板项目竣工投产, 同时后续年产 750 万平米的聚氨酯保温板在建, 随着产能的不断扩大, 公司的规模优势不断凸显, 这些项目也将成为公司未来业绩增长的重要动力来源。

2、消费升级有望带动公司硬泡组合聚醚需求增长

公司硬泡组合聚醚产品主要用于冰箱冰柜, 数据显示除 2012 年受整体宏观经济不景气影响, 冰箱冰柜产量增速有所放缓外, 最近几年国内冰箱冰柜产量增速较快, 其中家用电冰箱 2001 年-2012 年的年均复合增长率达到 16%, 冷柜 2001 年-2012 年年均复合增长率达到 13.97%。虽然家电下乡、以旧换新等政策已经退出, 但我们认为随着消费的不断升级, 人们对于冰箱冰柜的需求还将继续保持增长, 同时我们也注意到, 我国正在逐步成长为世界家电制造中心, 出口对于冰箱冰柜的拉动作用也不可小觑。

3、聚氨酯保温板对传统保温板的替代或将加速

聚氨酯的另一个重要应用是墙体保温, 在国外, 聚氨酯保温板已经是一种成熟的墙体保温材料, 而在中国, 聚氨酯作为墙体保温才刚起步, 目前聚氨酯占建筑保温板的消费比例仅为 10%左右, 还有很大的提升空间。与传统的聚苯板等保温材料相比, 聚氨酯在用量、阻燃性、隔热效率、环保性能等方面综合优势均优于对方。今年 10 月 1 日《建筑外墙外保温系统的防火性能试验方法》



开始实施，这意味着不能达到防火要求的聚苯板等保温材料将逐步被禁用，公司生产的聚氨酯保温板能够达到很好的阻燃性能，同时，国家加快推进绿色建筑计划，开展建筑节能。我们看好聚氨酯板在建筑保温领域的应用，公司目前还有 750 万平米的聚氨酯保温板在建，届时产能将达到 1500 万平米，有望成为公司另一个重要的营收来源。

4、异丙醇胺规模全球最大，产品应用范围广阔

异丙醇胺是一种重要的基础化工原料，被广泛用于合成表面活性剂、石油天然气炼制中的脱硫剂、清洗剂、水泥外加剂、医药农药中间体、金属切削、电子清洗等领域，其环保性能优越，出本身产品应用以外，也是传统原料乙醇胺的替代品，公司目前产能 4 万吨/年，生产规模为全球最大，能够生产一异丙醇胺、二异丙醇胺和三异丙醇胺等产品，我们认为国家对环保的要求在不断提高，异丙醇胺的用量有望不断增加，届时，公司将从中受益。

5、盈利预测及估值

我们假设公司在建项目能够如期达产，同时考虑 2013 年假票据事件对公司的影响，预计 2013-2015 年公司每股收益分别为 0.09 元、0.25 元和 0.34 元，以昨日收盘价计算对应的动态市盈率分别为 57 倍、20 倍和 15 倍，考虑到假票据事件计提资产减值准备后对公司 2013 年业绩影响较大，短期估值较高，因此首次给予公司“持有”评级，长期前景看好。

6、风险提示

(1) 安全生产风险；(2) 在建项目不能如期达产风险；(3) 原材料价格波动风险；(4) 政策风险。

图表1 红宝丽盈利预测

	2010年	2011年	2012年	2013E	2014E	2015E
营业收入	138,706	169,947	165,494	205,169	255,515	303,759
增速	50.2%	22.5%	-2.6%	24.0%	24.5%	18.9%
营业成本	115,902	146,708	138,285	172,109	210,664	247,021
毛利率	16.4%	13.7%	16.4%	16.1%	17.6%	18.7%
营业费用	2,964	4,092	4,557	4,708	5,892	6,976
管理费用	5,562	7,425	10,034	10,579	13,612	16,381
财务费用	2,173	3,632	2,603	3,611	4,498	4,952
营业利润	11,672	7,773	9,327	6,755	20,122	27,583
利润总额	12,136	10,171	10,611	7,575	21,052	28,678
归属母公司净利润	9,162	7,667	7,841	5,652	15,687	21,348
增速	-7.8%	-16.3%	2.3%	-27.9%	177.5%	36.1%
EPS	0.17	0.14	0.14	0.09	0.25	0.34

数据来源：联讯证券投研中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。