



扩展新业务，增加发展新动力

——红宝丽（002165）事件点评

2014年02月13日

推荐/维持

红宝丽

事件点评

事件：

公司同意醇胺化学投资建设 5 万吨/年醇胺系列产品技改项目，其中改性异丙醇胺 I 型 20000 吨、改性异丙醇胺 II 型 10000 吨、改性异丙醇胺 III 型 20000 吨，建设期一年。公司正在建设 3 万吨/年特种聚醚技改项目，并与和创新天（北京）环保科技有限公司成立合资公司，占有 50% 的股权，将在全国范围内设立子公司，生产和销售聚羧酸减水剂母液等。

主要观点：

1. 5 万吨醇胺系列产品是利于异丙醇胺产业链进一步延伸

公司新上的 5 万吨醇胺系列产品是对三异丙醇胺产品使用的产业链延伸。三异丙醇胺主要用于水泥外加剂，一是提高球磨效率，降低能耗；二是增加水泥强度，以增加混合材的掺入量，如矿渣、粉煤灰等。相对于早先使用的三乙醇胺，三异丙醇胺因其空间立体的分子结构，具有很强的分散性能，后期强度优于三乙醇胺。据有关资料统计，国外发达国家通过水泥外加剂生产的水泥所占比例超过 90%。我国近几年使用比例不断提高，2010 年底比例达到 60%。异丙醇胺的添加量为约为水泥的 0.01% 左右，范围在 0.001-0.2% 之间，2013 年全国水泥产量 24 亿吨，需求量为 24 万吨左右。

2. 3 万吨特种聚醚项目是对原有硬泡组合聚醚品种的丰富

公司正在建设 3 万吨/年特种聚醚技改项目，其中包括 1 万吨的聚羧酸减水剂用，1 万吨供涂料专用，1 万吨用于弹性体，这将会进一步扩展聚醚的使用范围，拓展新业务。聚羧酸高效系减水剂有较强的水泥颗粒分散性保持能力，使产品具有掺量低、减水率高、增强效果好、耐久性、不腐蚀钢筋及对环境友好等特点，可应用在现场搅拌及远距离输送的高性能、高强度（C60 以上）的商品混凝土中。

公司与和创新天共同设立合资公司，可以利用该公司的渠道销售优势，实现聚醚单体的良好销售。和创新天在全国范围内与多家知名客户形成了稳固的合作伙伴关系。目前，和创

杨若木

010-66554032

yanguang@dxzq.net.cn

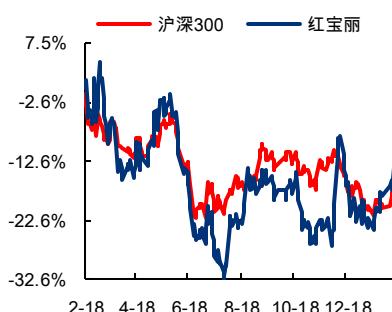
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间（元）	5.61-6.66
总市值（亿元）	30.51
流通市值（亿元）	29.54
总股本/流通 A 股(万股)	54383/52651
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.42

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《红宝丽调研快报：期待高阻燃外墙保温板材爆发》2013-01-21

新天在国内已经成功营建较为完善的营销网络，产品应用得到客户认可和好评。

3、公司的硬泡组合聚醚业务发展持续增长

公司是国内最大的硬泡组合聚醚生产企业，产能 15 万吨，其中 6 万吨硬泡组合聚醚于 13 年 5 月份投产。公司的客户主要有海信、美的、美菱、西门子、三星、LG、伊莱克斯、格力电器、合肥三洋、创维等。从消费需求上看，功能型冰箱的出现、冰箱的更新换代，国家城镇化进程的推进，农村市场的消费，都推动了冰箱(柜)企业的发展，出口有增长的潜力，下游多家冰箱企业都在扩产，建设项目生产功能性、大容积冰箱，公司作为冰箱(柜)的上游企业也受益于冰箱(柜)行业发展带来的机会。公司走国际化路线，拓展国际冰箱市场，硬泡组合聚醚销量保持增长。

表 1：国内主要冰箱企业的扩展计划

厂商	原有产能 (万)	新增产能 (万)	新增产能建设时间
海尔	2000		
美的	1500		
美菱	500	200	2011 年
海信科龙	600	400	2012 年
奥马	700	200	2014 年
TCL		450	2013 年
康佳	100	200	2010 年

资料来源：东兴证券研究所

4. 高阻燃板材销售量在持续增长

公司的高阻燃聚氨酯保温板是利用聚氨酯硬泡组合聚醚生产和技术优势，延伸产业链开发的通过调整分子结构达到阻燃效果的产品，阻燃等级达到 B1 级（复合 A 级）。公司高阻燃板材现有产能 750 万平方米，后续 750 万平方米的生产线正在规划建设当中，其中 13 年 4 月份 500 万平米的生产线投产。

公司高阻燃聚氨酯保温板销售持续增长。2013 年，产品销售除了应用于保障房市场，也开始销售到江苏及省外地区商品房等领域。公司与大的品牌商洽谈合作，期待 2014 年的合作。同时，公司有计划开拓北方市场，期望利用自身产品的性能优势，扩大销售区域和销售量。

5. 异丙醇胺产能已经达到满产，仍然有一定释放空间

公司凭借自身的超临界萃取技术生产一异、二异、三异的异丙醇胺，其中高品质的一异丙醇胺和二异丙醇胺生产具有一定的难度，产能为 4 万吨，全球规模最大，目前已经达到满产状态。异丙醇胺产品主要用于出口，公司积极拓展市场销售，国内市场也出现了很好的增长。在国内，主要是异丙醇胺凭借环保优势，逐渐替代乙醇胺市场空间。

结论：

公司多年来一直从事硬泡组合聚醚和异丙醇胺的生产，产能分别已经达到国内和全球最大。面对如此的发展境遇，公司采取进一步的扩展新业务，硬泡组合聚醚是向相似业务扩展，而异丙醇胺在向下游扩展，预计未来的发展空间依然良好。我们预计公司 2012 年-2014 年的营业收入分别为 20.58 亿元、27.12 亿元和 35.39 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 0.62 亿元、1.36 亿元和 1.75 亿元，每股收益分别为 0.10 元、0.23 元和 0.30 元，对应 PE 分别为 57.35X、24.21 X、18.62X。首次关注给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E						2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	983	963	1140	1486	1925	营业收入					1699	1655	2058	2712	3539
货币资金	239	227	247	325	425	营业成本					1467	1383	1706	2240	2922
应收账款	169	201	226	297	388	营业税金及附加					3	4	4	5	6
其他应收款	3	3	3	4	5	营业费用					41	46	56	73	96
预付款项	23	43	43	43	43	管理费用					74	100	113	149	195
存货	200	240	280	368	480	财务费用					36	26	50	85	113
其他流动资产	3	3	3	3	3	资产减值损失					0.36	3.17	66.00	3.00	3.00
非流动资产合计	554	799	891	834	775	公允价值变动收益					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益					0.00	0.00	0.00	0.08	0.08
固定资产	296.86	623.45	809.36	760.69	710.75	营业利润					78	93	64	156	205
无形资产	72	86	77	69	60	营业外收入					24.76	13.49	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出					0.78	0.64	1.00	1.00	1.00
资产总计	1537	1762	2031	2320	2700	利润总额					102	106	78	170	219
流动负债合计	564	713	1594	1956	2733	所得税					19	22	16	34	44
短期借款	356	387	1318	1570	2256	净利润					83	84	62	136	175
应付账款	163	217	192	252	328	少数股东损益					6	6	9	10	11
预收款项	4	32	32	32	32	归属母公司净利润					77	78	53	126	164
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA					144	158	199	329	406
非流动负债合计	50	50	-188	-574	-1063	BPS (元)					0.30	0.15	0.10	0.23	0.30
长期借款	50	24	24	24	24	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E					
负债合计	614	764	1406	1382	1670	成长能力									
少数股东权益	25	24	33	43	54	营业收入增长					22.5%	-2.6%	24.4%	31.7%	30.5%
实收资本 (或股	268	544	135	135	135	营业利润增长					-33.4%	20.0%	-31.6%	144.7%	31.2%
资本公积	259	60	60	300	300	归属于母公司净利润					-16.3%	2.3%	-32.2%	136.8%	30.1%
未分配利润	330	323	344	395	460	获利能力									
归属母公司股东	899	974	592	895	977	毛利率 (%)					14%	16%	17%	17%	17%
负债和所有者权	1537	1762	2031	2320	2700	净利率 (%)					5%	5%	3%	5%	5%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)					5%	4%	3%	5%	6%
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE (%)					9%	8%	9%	14%	17%
经营活动现金流	50	214	60	154	131	偿债能力									
净利润	83	84	62	136	175	资产负债率 (%)					40%	43%	69%	60%	62%
折旧摊销	30.41	38.46	0.00	87.27	88.55	流动比率					1.74	1.35	0.72	0.76	0.70
财务费用	36	26	50	85	113	速动比率					1.39	1.01	0.54	0.57	0.53
应付帐款的变化	0	0	-25	60	77	营运能力									
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率					1.27	1.00	1.09	1.25	1.41
投资活动现金流	-181	-207	-246	-33	-33	应收账款周转率					10	9	10	10	10
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率					11.15	8.72	10.08	12.24	12.21
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)					0.30	0.15	0.10	0.23	0.30
筹资活动现金流	281	-35	206	-42	2	每股净现金流(最新					0.56	-0.05	0.15	0.58	0.73
短期借款	356	387	1318	1570	2256	每股净资产(最新摊					3.35	1.79	4.38	6.62	7.22
长期借款	50	24	24	24	24	估值比率									
普通股增加	16	276	-409	0	0	P/E					18.70	37.40	57.35	24.21	18.62
资本公积增加	216	-198	0	240	0	P/B					1.67	3.13	1.28	0.85	0.78
现金净增加额	150	-28	20	78	99	EV/EBITDA					11.57	20.51	12.61	6.17	6.44

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，6年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。