

红宝丽 (002165)

—聚氨酯保温板进入收获期

投资评级 推荐 评级调整 首次推荐 收盘价 5.53 元

投资要点：

- 公司围绕环氧丙烷下游打造产业链，主营业务为硬泡聚醚、异丙醇胺和高阻燃保温板三大产品，其中硬泡聚醚和异丙醇胺产能分别为 15 万吨/年和 4 万吨/年，产销量均位居国内第一。目前公司主要收入和利润主要来自硬泡聚醚和异丙醇胺，2013 年硬泡聚醚营业收入和毛利占比分别为 70% 和 57%、异丙醇胺营业收入和毛利占比分别为 28% 和 40%。
- 硬泡聚醚下游主要应用领域为冷藏保温，包括冰箱冰柜、管道保温和建筑保温，国内硬泡聚醚主要应用于冰箱冰柜，2013 年冰箱（柜）冷藏行业消费占比为 56.8%。公司硬泡聚醚产能为 15 万吨/年，其中 6 万吨产能为 2013 年 4 月投产，新投产产能将逐步释放。2013 年硬泡聚醚销量 10 万多吨，同比增长 13.7%，在冰箱（柜）冷藏市场占有率为大约在 1/4 到 1/3 之间。公司硬泡聚醚的主要客户为国内外知名冰箱、冷藏集装箱生产企业，包括海信、美菱、美的、晶弘、三洋、康佳、LG、三星、西门子等，冰箱冰柜前 10 名品牌企业中，有 8 家成为公司的重点客户，与下游客户已形成稳固的合作关系。硬泡聚醚定价采取“上月环氧丙烷均价 * 系数 + 加工费”的模式，可以减小原材料波动带来的风险，盈利相对稳定，近两年硬泡聚醚业务毛利率稳定在 13%-15% 之间。公司硬泡聚醚业务仍有提升空间，主要看点在于：1) 国内冰箱冰柜产量继续增长，增速有望保持在 5% 以上；2) 公司硬泡聚醚已进入国际冰箱市场，且出口增速较快，2013 年硬泡聚醚出口增长 24.7%；3) 冷链物流行业快速发展带来的机会。
- 异丙醇胺包括一异丙醇胺、二异丙醇胺和三异丙醇胺，是具有绿色环保和性能优异的基础性化工原料，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、电子清洗等行业。公司现有异丙醇胺产能 4 万吨/年，产能位居世界第一；2013 年异丙醇胺销量达 4.38 万吨，同比增长 32.9%，市场占有率为稳步提高。异丙醇胺下游需求旺盛，目前以国外消费为主，国内消费市场正逐步打开，未来在乙醇胺替代、水泥助磨剂等领域应用有望保持较快增长。醇胺业务毛利率稳定，近三年毛利率均在 22%-23% 之间，产品以出口为主，国内市场处于启动阶段。公司还有 5 万吨/年醇胺产能在建，我们看好公司醇胺业务发展。
- 聚氨酯保温板材处于快速增长阶段。公司聚氨酯保温板 2012 年下半年投产，现已形成年产 750 万平米聚氨酯保温板生产能力，未来计划将产能提升至 1500 万平米/年。国内建筑保温市场巨大，市场上保温材料的种类也很多，但由于之前行业政策方面的不明朗，保温材料市场没有明确的发展方向。2012 年底，公安部 350 号文件允许符合

发布时间：2014 年 7 月 25 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	6.16/4.52
上证指数/深圳成指	2105.06/7503.40
50 日均成交额(百万元)	25.40
市净率(倍)	3.08
股息率	1.09%

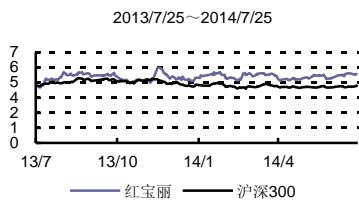
基础数据

流通股(百万股)	527.26
总股本(百万股)	541.41
流通市值(百万元)	2915.74
总市值(百万元)	2994.01
每股净资产(元)	1.79
净资产负债率	86.45%

股东信息

大股东名称	江苏宝源投资管理有限公司
持股比例	24.09%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	李朝松
执业证书编号：	S0020512080005
电 话：	021-51097188-1929
电 邮：	lichaosong@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

性能要求的包括聚氨酯保温材料在内的有机材料应用于建筑保温；公安部消防局制订国家标准 GB8624-2012《建筑材料及制品燃烧性能分级》和 GB/T29416《建筑外墙保温系统的防火性能试验方法》已于 2013 年 10 月 1 日起正式施行，新分级标准对 B1 级指标做了重新界定，为建筑保温行业规范发展，高阻燃聚氨酯保温材料在建筑保温领域的应用提供了有利条件。公司聚氨酯保温板还处于拓展期，产品通过绿色产品认证，在江苏、安徽、山东、陕西、河南、河北、北京、内蒙古、宁夏等多个地区完成备案手续；积极拓展江苏及周边建筑保温市场，高阻燃保温板产品性能得到保障房、商业住宅等房地产开发商、承包商认可。公司建立大客户合作机制，已与房地产知名企如苏宁环球进建立合作关系。在国内建筑节能和防火的要求下，聚氨酯保温板未来有望实现对传统 EPS 板、XPS 板、岩棉板、保温砂浆等产品的替代，市场空间广阔。2013 年高阻燃保温板销售额为 5192 万元，毛利率 20% 左右，经过前期的产品推广、工程示范、行业政策的逐步明朗，预计聚氨酯保温板业务将进入快速增长期。

5. 盈利预测。公司三大主营业务均有望保持增长，其中聚氨酯保温板和异丙醇胺有望成为推动公司业绩增长的两大引擎，太阳能 EVA 封装胶膜还处于推广阶段，短期内难以对业绩有大的贡献。我们预计 2014-2016 年公司实现归属于上市公司股东的净利润分别为 1.24 亿元、1.59 亿元和 1.94 亿元，每股收益分别为 0.23 元、0.29 元和 0.36 元。对应当前股价，动态 PE 分别为 24 倍、19 倍和 15 倍，我们看好公司在聚氨酯保温板业务的增长前景，给予“推荐”评级。

6. 风险因素：聚氨酯保温板销售不及预期、原材料环氧丙烷价格大幅波动、市场风险。

利润预测表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1916	2267	2711	3284
营业成本	1616	1875	2219	2691
营业税金及附加	5	5	7	8
营业费用	47	58	69	83
管理费用	116	131	160	193
财务费用	31	29	35	35
资产减值损失	49	5	4	6
营业利润	53	163	217	268
营业外收入	9	13	12	12
营业外支出	2	1	2	2
利润总额	59	175	227	278
所得税	14	38	50	62
净利润	45	137	177	216
少数股东损益	5	13	18	22
归属母公司净利润	40	124	159	194
EBITDA	136	253	322	381
EPS (元)	0.07	0.23	0.29	0.36

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义
二级市场评级		
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上	推荐 行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间	中性 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间	
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上	回避 行业基本面淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn