



三大业务板块产能齐投产，保温板材销售有望突破

——红宝丽（002165）调研快报

2015年03月17日

推荐/维持

红宝丽

调研快报

关注 1: 今年公司三大业务均有新产能投产

公司主营业务分为三大部分，分别是硬泡聚醚组合、异丙醇胺、以及聚氨酯阻燃保温板。目前公司硬泡聚醚产能包括南京化学工业园区的 11 万吨以及老厂区的 4 万吨，以及预计在今年 3 季度投产的 3 万吨特种聚醚。异丙醇胺方面包括一异、二异产能合计 3 万吨，三异 1 万吨，已是全球最大的异丙醇胺产能；新建的 5 万吨改性异丙醇胺预计将在 2 季度投产。阻燃保温板项目共有 1500 万平方米产能，其中已有一半产能已于 2013 年初投入生产，余下 750 万平方米将于今年 2 季度投产。

关注 2: 硬泡聚醚仍是公司支柱业务，将向冷藏物流市场开拓

公司的主要业务仍是硬泡聚醚，主要作为“白料”用于冰箱冰柜保温外壳的生产，年销量 10 多万吨，占冰箱硬泡聚醚领域的三分之一市场份额，是行业龙头。近年来，国内冰箱内需增长较为缓慢，每百户居民冰箱拥有量达到瓶颈。但随着城镇化建设的推行，中小城市、农村家庭用冰箱由小型转向功能型冰箱的升级置换将带来白料的增量需求：目前我国冰箱年产量约为 9000 万台，其中小型冰箱平均每台需要 3kg 左右的白料，而功能型冰箱需要 5-6kg 的白料。公司下游客户包括海信、美的、西门子、LG 等国内外一线家电企业，随着我国家电出口国经济复苏，未来几年我国冰箱出口有望以 10% 的速度增长。2015 年，公司已成立专门销售团队，主要拓展冷藏物流、冷库等领域市场。目前我国冷藏运输率仅为 10%-20%，而欧美日等发达国家均达到 80%-90%，未来市场空间巨大。

关注 3: 改性异丙醇胺是异丙醇胺产业链的进一步延伸

公司原有的 1 万吨三异丙醇胺主要用作水泥外加剂，一是能够提高球磨效率、降低能耗；二是可以增加水泥强度，以增加矿渣、粉煤灰等混合材的掺入量，目前处于满负荷生产。公司即将投产的 5 万吨改性异丙醇胺用作水泥外加剂时，兼具三乙醇胺的早期增强性能和三异丙醇胺的后期增强性能，可形成替代优势，下游客户除原有的水泥外加剂厂外，还可直接销售给水泥生产企业。目前我国水泥年产量达 20 多亿吨，按照万分之五的添加量计算，将形成 100 多万吨的外加剂需求，市场广阔。

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

王逸萌

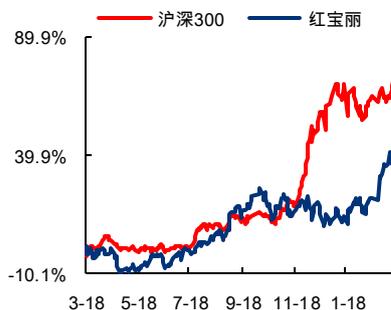
010-66554039

wangym@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	8.03-5.68
总市值 (亿元)	43.48
流通市值 (亿元)	42.34
总股本/流通 A 股 (万股)	54141/52726
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.71

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（002165）事件点评：扩展新业务，增加发展新动力》2014-02-17
- 2、《红宝丽调研快报：期待高阻燃外墙保温板材爆发》2013-01-21

关注 4：重点拓展京津冀，高阻燃保温材料销售将迈上一个新台阶

公司的高阻燃保温材料是利用聚氨酯硬泡组合聚醚的生产技术优势研发而来的，产品通过聚醚杂环结构达到难燃效果（即 B1 级，复合 A 级），不需外加阻燃剂，而且保温效果卓越，价格适中。2014 年，由于政策迟迟未出台以及下游房地产行业遇冷导致公司阻燃保温材料产品销售不畅。目前建筑设计防火规范已出台，从 2015 年 5 月 1 日起强制推行，民用住宅在 27 米以下、27 米到 100 米、100 米以上的所用外墙保温材料阻燃级别需分别达到 B2、B1、A 级，其中公司所在的江苏省已率先推行该规范。公司在聚氨酯保温板的推广方面一直走在行业前端，参与制定了行业规范，获得了住建部的认可，已进入了江苏省保障房采购名录。2015 年公司 will 把市场重点放到建筑节能领先的京津冀地区，北京、天津、保定是全国前三个将建筑节能标准由 65% 提高到 75% 的城市，北方地区所用的聚氨酯保温材料厚度较南方地区厚一倍，用量多，公司保温材料产品销售有望迈上一个新台阶。

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。公司利用自身生产技术优势，有效拓展产业链上的新领域，下游市场空间广阔。2015 年，公司三大业务板块都将有新产能投产，通过销售团队的努力拓展，公司营收有望实现较快增长。我们预计公司 2015-2016 年的营业收入分别为 26.65 亿元、32.62 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.35 亿元、1.80 亿元，每股收益分别为 0.25 元和 0.33 元，对应 PE 分别为 32X、24X，维持“推荐”投资评级。

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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	963	999	1086	1366	1679	营业收入	1655	1916	2131	2665	3262
货币资金	227	174	213	266	326	营业成本	1383	1616	1827	2258	2744
应收账款	201	303	292	365	447	营业税金及附加	4	5	6	7	9
其他应收款	3	5	6	7	9	营业费用	46	47	52	66	84
预付款项	43	11	6	-1	-9	管理费用	100	116	128	161	197
存货	240	231	250	309	376	财务费用	26	31	1	1	1
其他流动资产	3	16	27	54	83	资产减值损失	3.17	48.66	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	799	835	791	744	695	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	0.00	0.00
固定资产	623.45	706.50	697.59	659.18	619.50	营业利润	93	53	113	170	224
无形资产	86	86	78	69	60	营业外收入	13.49	8.74	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.64	2.21	0.00	0.00	0.00
资产总计	1762	1834	1877	2110	2374	利润总额	106	59	113	170	224
流动负债合计	713	773	795	995	1217	所得税	22	14	19	29	38
短期借款	387	350	227	303	386	净利润	84	45	94	141	186
应付账款	217	161	250	309	376	少数股东损益	6	5	6	6	6
预收款项	32	28	32	38	44	归属母公司净利润	78	40	88	135	180
一年内到期的非	0	4	4	4	4	EBITDA	242	221	189	248	304
非流动负债合计	50	67	67	67	67	BPS (元)	0.15	0.07	0.16	0.25	0.33
长期借款	24	40	40	40	40	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	764	840	862	1062	1284	成长能力					
少数股东权益	24	22	28	34	40	营业收入增长	-2.62%	15.78%	11.20%	25.07%	22.39%
实收资本(或股	544	544	541	541	541	营业利润增长	19.98%	-43.67%	115.82%	49.88%	32.06%
资本公积	60	62	62	62	62	归属于母公司净利润	121.92%	53.28%	121.92%	53.28%	33.49%
未分配利润	323	316	281	227	155	获利能力					
归属母公司股东	974	972	987	1014	1050	毛利率(%)	16.44%	15.66%	14.23%	15.26%	15.87%
负债和所有者权	1762	1834	1877	2110	2374	净利率(%)	5.10%	2.36%	4.42%	5.29%	5.71%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.45%	2.16%	4.69%	6.40%	7.59%
						ROE(%)	8.05%	4.09%	8.93%	13.32%	17.17%
经营活动现金流	214	106	271	118	154	偿债能力					
净利润	84	45	94	141	186	资产负债率(%)	43%	46%	46%	50%	
折旧摊销	122.91	137.35	74.49	77.04	78.31	流动比率	1.35	1.29	1.37	1.37	1.38
财务费用	26	31	1	1	1	速动比率	1.01	0.99	1.05	1.06	1.07
应收账款减少	0	0	11	-73	-82	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4	5	7	总资产周转率	1.00	1.07	1.15	1.34	1.45
投资活动现金流	-207	-90	-32	-32	-32	应收账款周转率	9	8	7	8	8
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.72	10.14	10.35	9.52	9.52
长期股权投资减	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)	0.15	0.07	0.16	0.25	0.33
筹资活动现金流	-35	-93	-199	-32	-62	每股净现金流(最新	-0.05	-0.14	0.07	0.10	0.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.79	1.79	1.82	1.87	1.94
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	276	0	-2	0	0	P/E	53.53	114.71	49.35	32.19	24.12
资本公积增加	-198	2	0	0	0	P/B	4.48	4.49	4.41	4.29	4.14
现金净增加额	-28	-77	40	53	60	EV/EBITDA	18.79	20.77	23.32	17.86	14.66

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，7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。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“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

王逸萌

美国密歇根州立大学化学博士，2014年6月加入东兴证券，从事基础化工方面研究工作。

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：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。