

红宝丽 (002165): 销售收入增长 74%，毛利率有所下降 —红宝丽 (002165) 中报点评

增持维持评级

投资要点:

- 上半年归属于母公司股东净利润同比增长 14.61%，EPS0.24 元
- 5 万吨硬泡聚醚 6 月份投产，4 万吨异丙醇胺 8 月初竣工
- 预计今年 EPS 为 0.59 元，给予“增持”评级

报告摘要:

- 归属于母公司股东净利润同比增长 14.61%。今年上半年公司实现营业收入 7.54 亿元，同比增长 74.11%；实现归属于母公司股东净利润 6152.41 万元，同比增长 14.61%；实现每股收益 0.24 元。
- 多种原因造成综合毛利率同比下降 7.08 个百分点。今年上半年公司产品销售综合毛利率为 17.85%，同比下降 7.08 个百分点。首先是公司产能不足，部分产品外包生产造成毛利率下滑；其次，主要原材料价格有所上涨；再有，公司上半年异丙醇胺销售 12971 吨，其中出口 9777 吨，出口占销售总量的 75% 以上；由于人民币相对主要国际结算货币美元、欧元处于升值的通道当中，在一定程度上造成了异丙醇胺产品的毛利率下降。
- 5 万吨硬泡聚醚 6 月份投产，4 万吨异丙醇胺 8 月初竣工。公司年产 5 万吨聚氨酯硬泡聚醚项目 6 月份正式投产，目前生产正常。该项目正式投产，使公司现有聚氨酯硬泡组合聚醚的年生产能力由 4 万吨扩张到 9 万吨。目前公司的 4 万吨异丙醇胺项目，生产设备安装正在进行中，预计 2010 年 8 月初竣工投产。该项目完工后，公司异丙醇胺产能将由原有的 2 万吨扩张到 6 万吨。
- 盈利预测。预计公司 2010-2012 年可分别实现 EPS 为 0.59 元、0.74 元、0.93 元、按 7 月 29 日收盘价计算，其相应 PE 分别为 27.3、21.2、17.5 倍，给予“增持”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	889.90	923.53	1185.20	1454.56	1744.46
增长率(%)	20.83%	3.78%	28.33%	22.73%	19.93%
归属母公司股	67.05	99.34	149.33	187.59	233.09
增长率(%)	20.14%	48.16%	50.32%	25.62%	24.26%
每股收益	0.266	0.394	0.593	0.744	0.925
市盈率(P/E)	60.78	41.02	27.29	21.72	17.48

分析师

祖广平, 康铁牛, 张延明, 柴沁虎
电话: 010-88085610
Email: zuguangping@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100331	7976	
20091231	7818	
20090930	7765	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进 出情况		

数据来源: 港澳资讯

一、归属于母公司股东净利润同比增长 14.61%

今年上半年，由于硬泡聚醚、异丙醇胺等产品需求旺盛，公司产品产销量增幅较大，因此实现营业收入 7.54 亿元，比上年同期增长 74.11%；实现归属于母公司股东净利润 6152.41 万元，比上年同期增长 14.61%；实现每股收益 0.24 元。

分产品看，公司主要收入来源于硬泡聚醚、异丙醇胺两个产品，其中硬泡组合聚醚实现销售收入 55963.16 万元，同比增长 88.24%，异丙醇胺实现销售 17224.75 万元，同比增长 52.29%。

表1：公司营业收入构成（分产品，万元）

分行业或分产品	营业收入	同比（%）	营业成本	同比（%）	毛利率（%）	同比（%）
硬泡组合聚醚	55963.16	88.24%	47140.48	94.69%	15.77%	-2.79%
异丙醇胺	17224.75	52.29%	13124.72	88.10%	23.80%	-14.51%
高阻隔薄膜	101.45	52.27%	99.29	61.16%	2.13%	-5.39%
水泥外加剂	992.78	-31.30%	602.84	-18.31%	39.28%	-9.66%

资料来源：宏源证券，公司公告

产品销量同比大幅提升。公司 5 万吨硬泡聚醚项目于 6 月份正式投产，有效缓解了公司硬泡组合聚醚原有产能瓶颈压力，上半年公司硬泡组合聚醚销售量同比增长 54.52%；公司另一主要产品异丙醇胺也一直满负荷生产，其销量同比增长 44.09%。

二、多种原因造成综合毛利率同比下降 7.08 个百分点

今年上半年公司产品销售综合毛利率为 17.85%，同比下降 7.08 个百分点，主要由以下几方面因素所导致。

首先是公司产能不足，部分产品外包生产造成毛利率下滑。公司原有硬泡聚醚产能 4 万吨，上半年硬泡聚醚产品需求旺盛，公司硬泡单体聚醚生产能力不足。为此，公司外包加工部分普通型单体聚醚，再生产硬泡组合聚醚，从而增加了产品生产成本。

图1：环氧丙烷价格走势（华东，元/吨）



资料来源：宏源证券

其次，主要原材料价格有所上涨。例如，上半年环氧丙烷平均采购价格同比增加了 42.47%。

再有，公司上半年异丙醇胺销售 12971 吨，其中出口 9777 吨，出口占销售总量的 75% 以上；由于人民币相对主要国际结算货币美元、欧元处于升值的通道当中，在一定程度上造成了异丙醇胺产品的毛利率下降。

三、5 万吨硬泡聚醚 6 月投产，4 万吨异丙醇胺 8 月初竣工

09 年上半年，公司年产 5 万吨聚氨酯硬泡聚醚项目开工，今年 4 月已经完工，6 月份正式投产，目前生产正常。该项目正式投产，使公司现有聚氨酯硬泡组合聚醚的年生产能力由 4 万吨扩张到 9 万吨，有效缓解了公司原有产能瓶颈的压力。

目前公司的 4 万吨异丙醇胺生产装置扩能改造项目储存发货系统已完工，生产设备安装正在进行中，预计 2010 年 8 月初竣工投产。该项目完工后，公司异丙醇胺产能将由原有的 2 万吨扩张到 6 万吨。

四、受益于节能减排，公司发展前景看好

建筑节能将给硬泡聚醚带来巨大市场。在我国，目前冷藏行业为聚氨酯硬泡的最大应用领域，而欧美等发达国家在建筑保温领域的消费量占 55% 以上。根据国家在建筑节能领域推行的强制性标准，到 2020 年我国城市的大部分建筑都将完成节能改造。因此，随着我国建筑节能政策的逐步推广，国内聚氨酯硬泡在建筑领域将得到飞速发展，庞大的建筑保温市场必然给聚氨酯硬泡组合聚醚行业带来历史性的新机遇。

环保性能决定了异丙醇胺广阔的市场前景。异丙醇胺作为一种具有绿色环保和优异性能的基础性化工原料，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，目前在国外被广泛应用，国内由于起步较晚，市场需求量还相对较小。随着国内对节能环保重视程度不断提高，异丙醇胺在各领域的环保优势逐步显现，在未来的发展过程中必然替代掉环保性能差的相关产品，其市场前景广阔。

五、盈利预测：预计今年公司可实现 EPS

公司业绩增长点主要在于产能不断扩张，以及下游行业对硬泡聚醚、异丙醇胺旺盛的需求带来的销量增长。目前公司硬泡聚醚产能已由原来的 4 万吨扩张到 9 万吨，异丙醇胺产能也即将由 2 万吨扩张到 6 万吨，这将成为公司业绩增长的主要来源。

预计公司 2010-2012 年可分别实现 EPS 为 0.59 元、0.74 元、0.93 元、按 7 月 29 日收盘价计算，其相应 PE 分别为 27.3、21.2、17.5 倍，给予“增持”评级。

表 2：预测利润表 (百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	889.90	923.53	1185.20	1454.56	1744.46
减: 营业成本	734.68	712.30	914.61	1120.91	1336.08
营业税金及附加	2.51	2.61	3.34	4.10	4.92
营业费用	16.83	19.71	25.29	31.04	37.22
管理费用	34.09	40.48	51.95	63.76	76.46
财务费用	12.08	8.66	-0.90	-5.08	-8.24
资产减值损失	1.07	3.15	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	88.65	136.63	190.92	239.83	298.01
加: 其他非经营损益	1.45	-0.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	90.10	136.13	190.92	239.83	298.01
减: 所得税	17.72	28.18	28.64	35.97	44.70
净利润	72.38	107.95	162.28	203.86	253.31
减: 少数股东损益	5.33	8.62	12.95	16.27	20.22
归属母公司股东净利润	67.05	99.34	149.33	187.59	233.09
每股收益 (EPS)	0.266	0.394	0.593	0.744	0.925

资料来源：宏源证券，WIND 资讯

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 三年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。主要研究覆盖行业: 石化、煤化工等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。