

19H1 业绩同增 277%，主营业务盈利显著改善

红宝丽 (002165)

事件

公司发布 2019 年半年度报告

公司 2019 年上半年实现营收 12.25 亿元，同比减少 2.34%；预计实现归母净利润 3901 万元，同比增长 276.81%；实现扣非后净利润 3441 万元，同比增长 361.70%；EPS 0.06 元，同比增长 200%。

简评

硬泡聚醚盈利能力显著恢复，带动业绩大幅增长

报告期内业绩大幅增长。公司 2019 年上半年实现营收 12.25 亿元，同比减少 2.34%；预计实现归母净利润 3901 万元，同比增长 276.81%；实现扣非后净利润 3441 万元，同比增长 361.70%，非经常性损益主要来自于计入当期损益的政府补助等。19Q2 单季度实现归母净利润 1832 万元，同比增长 148.29%，环比下降 11.45%。报告期内，公司产品原辅料价格下降，成本控制能力进一步增强，综合毛利率提升 7.83 个百分点，其中硬泡聚醚毛利率提升 9.59 个百分点，异丙醇胺毛利率提升 3.62 个百分点。目前红宝丽拥有硬泡聚醚产能 15 万吨、异丙醇胺产能 9 万吨。环氧丙烷是硬泡聚醚生产的主要原料，占聚醚成本的 6 成左右。公司对硬泡聚醚采取“环氧丙烷上月均价*系数+加工费”的定价模式，加工费覆盖辅料以及其他成本，聚醚产品的出厂价格会随着 PO 价格的变化而变化。在实际情况中，当 PO 价格处于上涨趋势之中时，由于硬泡聚醚定价中采用的 PO 价格的滞后性，会出现利润空间被压缩的情况；另外，2017 年以来其他辅料的价格上涨直接导致了硬泡聚醚产品利润空间的压缩，目前辅料价格较之前已经有较大幅度回落，硬泡聚醚产品的盈利已有回升。

对“2000 吨锂电池正极材料”项目计提减值准备。公司曾与上海锂景合资成立锂泰公司，公司现金出资占注册资本 70%，上海锂景以专利和技术评估作价出资，占注册资本 30%。锂泰公司成立后，承担“年产 2000 吨锂离子电池正极材料”项目建设。但锂泰公司所生产磷酸锰锂产品至今未取得客户的认可，产品未形成销售，双方决定结算锂泰公司并进行清算，2019 年 6 月末决定对锂泰公司计提减值准备 1332 万元，对本期利润产生影响。

三费方面，报告期内公司销售费用为 5326 万元，同比增长 31.29%，主要是销量增加运费增多所致；管理费用为 6185 万元，基本与上年同期持平；财务费用为 2941 万元，同比增加 100.66%，

维持

增持

于洋

010-86451150

执业证书编号：S1440518080001

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

发布日期：2019 年 08 月 23 日

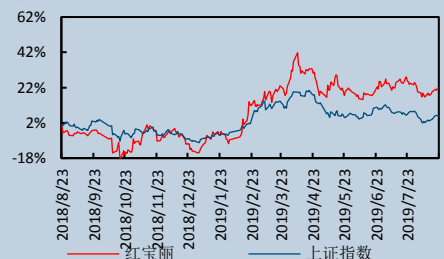
当前股价：4.86 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.71/-4.58	1.49/1.78	21.64/15.42
12 月最高/最低价 (元)		5.99/3.13
总股本 (万股)		60,205.81
流通 A 股 (万股)		59,296.43
总市值 (亿元)		29.26
流通市值 (亿元)		28.82
近 3 月日均成交量 (万)		265.28
主要股东		
江苏宝源投资管理有限公司		28.0%

股价表现



相关研究报告

- 19.07.23 【中信建投化学制品】红宝丽(002165): 半年度业绩快报点评: 主业盈利能力恢复, 静待环丙装置负荷提升
- 19.03.29 【中信建投化学制品】红宝丽(002165):19Q1 业绩大幅预增, 业绩拐点来临
- 19.02.13 【中信建投化工】红宝丽(002165):深度报告: 从 PO 装置投产看老牌聚醚龙头

主要系贷款增加导致利息增多所致。现金流方面，经营性现金流净额为-8882 万吨，同比-416.31%，主要由于应收项目余额增加、应付项目余额减少所致；投资性现金流净额为-2.45 亿元，同比-27.05%；筹资性现金流净额为 2.82 亿元，同比-17.10%。

新项目继续推进。目前年产 12 万吨环丙生产装置已试生产成功，打通流程产出合格产品，正在逐步提升装置负荷；利用 PO 项目中间产品而延伸的年产 2.4 万吨 DCP 项目第一条生产线已建设完工。报告期末，公司在建工程余额为 12.73 亿元，较年初增长 16.97%。

同时公司就 2019 年前三季度经营业绩给出预测，预计 2019 年 1-9 月份实现归母净利润 5790-6600 万元，同比增长 136.00%-169.00%。

历经三十年发展，成就聚醚行业龙头

公司是国内硬泡组合聚醚行业绝对龙头，被工信部评为聚氨酯硬泡组合聚醚行业单项冠军，与美的、海信、伊莱克斯、中集等冰箱、冷藏集装箱厂家保持长期战略合作，彰显技术实力和行业影响力；近年来积极向上游拓展，近期 12 万吨 PO 装置试车成功，目前正处于负荷提升阶段，产业链一体化程度进一步提升。

硬泡聚醚方面，未来高端冰箱渗透率提升，冷链物流发展，聚氨酯建筑保温板推广将为行业带来新增需求。公司在冰箱硬泡聚醚领域市占率已达 25%以上，凭借过硬的研发实力和技术服务能力，产销量连年增长，品牌认可度不断提升。异丙醇胺方面，产品性能优异，环境友好性强，全球 100 多万吨乙醇胺市场需求是潜在市场空间。公司产能国内最大，占据国内外重要市场，产销量稳定增长。17 年以来原料价格上涨直接造成了利润空间的压缩，近期伴随原料价格下滑，原有主业盈利能力有望持续恢复。

12 万吨 PO 装置投产，带来显著利润增量

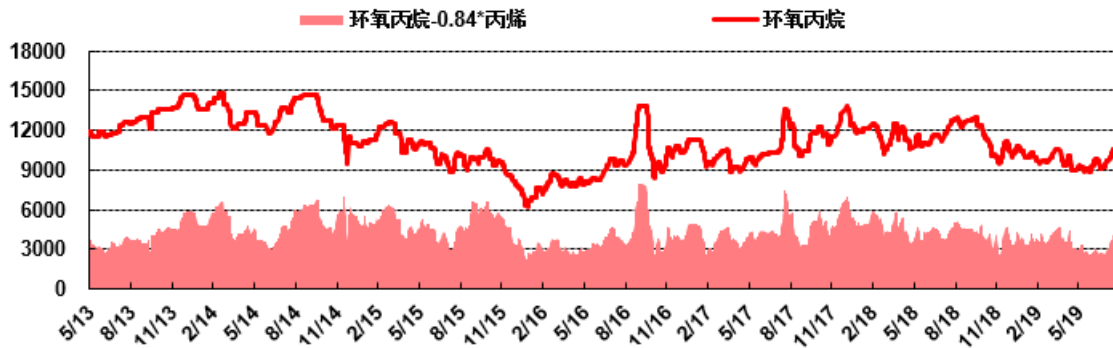
18 年我国 PO 产能 321 万吨，产量 283 万吨，表观消费量 308 万吨，净进口 25 万吨，开工率达到 88%，供应格局依旧偏紧。由于环境友好性差，能耗较高，占国内产能 50%以上的氯醇法工艺已不准新建；PO/SM 法需配套大型炼化装置，PO/MTBE 法副产品难以消化，HPPO 法需高纯度双氧水导致成本偏高，三种新型工艺推广较慢，预计未来 PO 供应紧平衡格局仍将持续，高盈利状态将维持。

公司 12 万吨 PO 装置采用异丙苯共氧化法新工艺，已经于 19 年 1 月试车成功，产出合格产品，目前该 PO 装置正处于负荷爬升阶段。伴随 PO 装置投产，未来想象空间被打开：1) 将产业链上游利润吃进体内，增加抗风险能力，提升利润体量；2) 目前公司从山东采购 PO，未来每吨可节省运费 300 元左右；3) 该装置成功之后将扩产新上 30 万吨 PO，同时配套下游高端聚醚，实现产业链的继续拓展。

投资建议

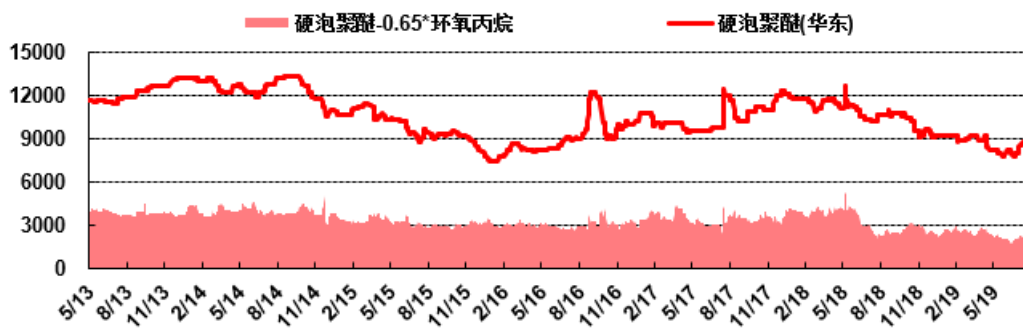
边际改善在即，建议关注，预计 2019 年、2020 年实现归母净利润 0.93、1.64 亿元，对应 EPS 0.21、0.33 元，对应 PE 32、18 倍，维持“增持”评级。

图 1: 环氧丙烷价格价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 2: 硬泡聚醚价格价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

表1: 预测和比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	2,171.25	2,467.15	2,883.16	3,822.21	4,682.10
主营收入增长率	18.40%	13.63%	16.86%	32.57%	22.50%
EBITDA (百万元)	145.93	154.25	260.85	399.63	583.17
EBITDA 增长率	-12.46%	5.70%	69.11%	53.20%	45.93%
净利润 (百万元)	40.90	29.08	92.60	164.28	297.84
净利润增长率	-67.74%	-28.91%	218.45%	77.41%	81.30%
ROE	2.63%	1.94%	5.81%	9.35%	14.49%
EPS (元)	0.070	0.050	0.154	0.273	0.495
P/E	69.43	97.20	31.60	17.81	9.82
P/B	1.88	1.95	1.84	1.67	1.42
EV/EBITDA	23.02	24.95	14.56	8.87	5.52

数据来源: Wind, 中信建投研究发展部

分析师介绍

于洋：香港大学工学硕士，4年化工行业工作经验，16年开始从事卖方研究工作，2017年新财富环保行业入围团队成员。

郑勇：化工行业首席分析师，北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2年壳牌石油工作经验，3年基础化工研究经验。2018年万得金牌分析师第一名，2017年新财富基础化工入围团队成员、2017年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859