

买入 维持

广东榕泰（600589）

2009 年 4 月 15 日

从容应对危机 业绩增长可期

基础化工造纸行业分析师：刘金

liujin@htsec.com

021-23219421

事件：广东榕泰是我们关注的重点化工新材料公司。去年受金融危机影响，公司的业绩也出现了小幅下滑。前期我们了解到公司的主业正在逐步恢复，房地产业务也正提上日程。考虑到公司未来仍将维持高增长的态势，我们在 3 月份将公司的投资评级提高到“买入”。近期我们再次和管理层对公司的经营情况进行了沟通。根据我们的预测，公司 2009—2011 年摊薄后 EPS 分别为 0.46 元、0.62 元、0.70 元。我们认为，在目前全球经济放缓的背景下，公司积极通过各种渠道拓展业务，维持较为稳定的业绩增长难能可贵。综合考虑，我们给予公司 9.20—11.16 元的 6 个月目标价，并维持对广东榕泰的“买入”评级。

1. ML 材料的下游需求正在逐步恢复，同时公司也在积极开拓 ML 材料的新用途

2008 年下半年以来，受制于全球金融危机的影响，ML 材料下游的仿瓷餐具企业的出口也收到了一定影响，从而导致榕泰的业绩增速放缓。表 1 显示了公司 2008 年各季度收入和利润的变动情况。2008 年营业收入中，氨基复合材料占 78.98%。表 1 可以基本代表氨基复合材料 2008 年各季度的收入利润变化。我们看到，作为一个高成长的公司，榕泰 3 季度的收入绝对额已经低于二季度；从同比数据看，公司前三季度的收入增速已经回落到 13.33%；4 季度，公司的收入相比 3 季度有所回升，但利润不理想。

表 1 广东榕泰 2008 年各季度业绩对比（万元）

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	2008
营业收入	27499	30469	26315	29448	113731
净利润	2823	4192	4199	290	11504

资料来源：公司资料，海通证券研究所

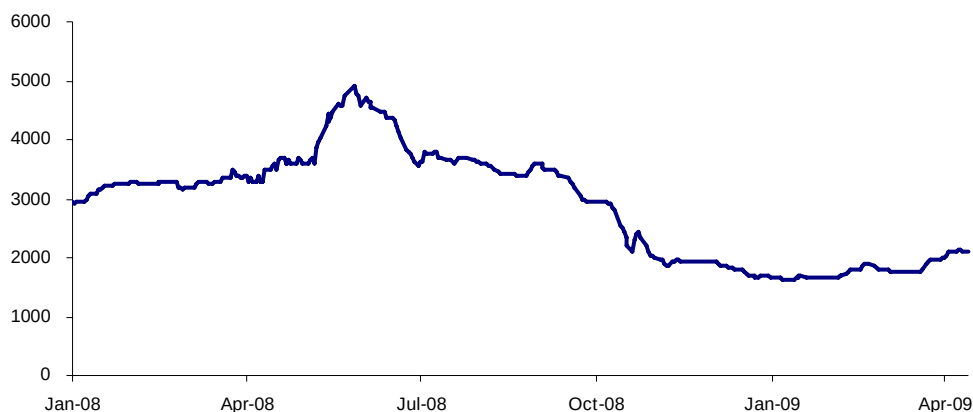
在 2008 年 10 月 28 日对公司的 2008 年三季度点评报告中，我们以“海外需求引发对 ML 材料需求下降”为题对公司主业的增长表示了担忧。但经过近半年的观察，我们发现，这一情况已经发生转机。2008 年第 4 季度，公司收入同比（29503 万元）略有下降，净利润同比（2473 万元）有大幅下降，但高价存货基本消化完毕。随着国家一系列积极财政政策（如对仿瓷餐具的出口推税率由 9% 提高到 11%）的出台，今年第 1 季度公司的出口逐步恢复。公司原有一些客户的购货量相比历史最好水平有所下降的同时，一些新的客户因为原有供应者的小型材料厂倒闭，转而向榕泰购买。同时，我们了解到，公司去年以来通过技术创新，调整产品结构，积极开拓国内市场非食品级 ML 材料的市场（下游主要用于电器开关、卫生洁具和建材等方面）。因此，目前，非食品级 ML 材料占公司 ML 材料 70%，生产出口仿瓷餐具的食品级 ML 材料占公司 ML 材料 30%。非食品级 ML 材料市场空间巨大。积极开拓非食品级 ML 材料可以有效化解外销需求下降对公司的不利影响。目前，公司 ML 材料开工率维持在 100%。公司现在 ML 材料的产能为 13.5 万吨，2008 年因为需求因素以及 2 万吨增发项目产能推迟投产的原因，ML 材料的实际生产量为 12 万吨。按照目前的情况，我们预计今年公司 ML 材料的产量将达到 15—16 万吨。

2. ML 材料的毛利率今年上涨趋势明显

2008 年 ML 材料销售价格高时约为 6850 元/吨（对应的含税价为 8000 元/吨），低时在 5550 元/吨上下（对应的含税价为 6500 元/吨）。根据公司年报披露的信息，按照 12 万吨产销量计算，我们得出 ML 材料销售均价约为 6434 元/吨，平均成本约为 4949 元/吨，营业利润率为 23.08%，同比下降 2.77 个百分点。

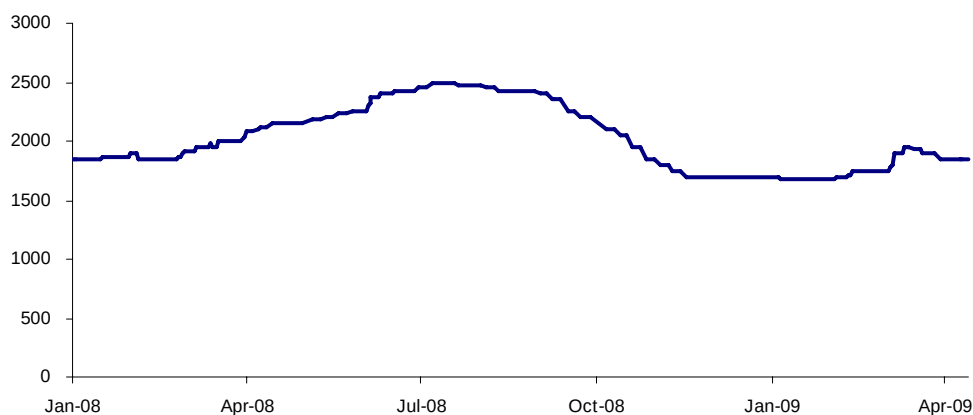
公司氨基复合材料的主要原材料为甲醛、尿素（以尿素为主，替代三聚氰胺）和木浆。其中，每生产 1 吨氨基复合材料大约需要 0.9 吨甲醛（36.5%的甲醛溶液）、0.3 吨尿素和 0.3 吨木浆，上述三种原料约占氨基复合材料生产总成本的 70~80%。甲醛的生产原料来自甲醇，作为自产甲醛的生产企业，公司氨基复合材料的实际直接原材料为甲醇、尿素和木浆。1 吨甲醇可以生产出 2.4 吨左右的甲醛溶液，所以生产 1 吨 ML 材料需要的主要原料为 0.375 吨甲醇、0.3 吨尿素和 0.3 吨木浆。

图 1 2008 年以来长三角地区甲醇价格变化（元/吨）



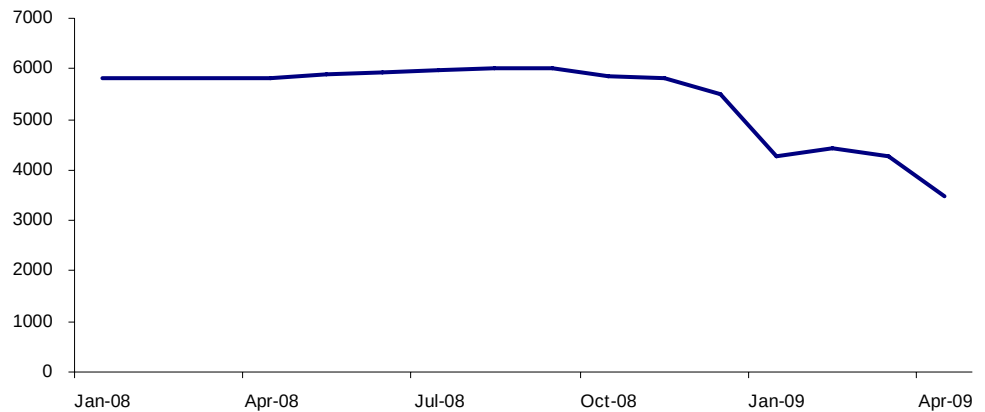
资料来源：中国化工在线、海通证券研究所

图 2 2008 年以来长三角地区尿素（46%）价格变化（元/吨）



资料来源：中国化工在线、海通证券研究所

图 3 2008 年以来进口阔叶浆价格变化 (元/吨)



资料来源：中国纸网、海通证券研究所

从图 1-3 我们看到，2008 年下半年以来，ML 材料主要的原材料价格均有大幅下跌。如果按照我们前文计算的比例，参考三种原料大致的价格下跌幅度，我们可以发现今年 ML 平均成本约为去年平均成本的 69.61%(实际情况有可能达到 50%左右)。而目前，ML 材料的销售均价约为去年的 90%，因此，今年 ML 材料的毛利率有望基本与去年持平甚至更高一些。

3. 苯酐/DOP 业务今年收入和毛利率都将提升

除了 ML 材料外，公司还投产建设了苯酐/DOP 项目。目前产能为年产 2 万吨苯酐和 5 万吨 DOP。二期 4 万吨苯酐和 10 万吨 DOP 设备虽然已经到位，但因为该项目要放到新厂区，因此，去年也未安装生产。我们预计二期项目今年下半年安装完毕，明年会产生收益。

增塑剂是添加到高分子聚合物中增加材料塑性的功能性产品，是现代塑料工业最大的助剂品种，占塑料助剂总产量的 60%。以质量计算，PVC 塑料制品中 60%为 PVC，40%为增塑剂。目前工业上对塑料助剂需求量最多的产品是 PVC（聚氯乙烯）制品，主要应用在电线、电缆、地板、壁纸、汽车和包装方面，市场容量巨大。2000 年来我国 PVC 产销量逐年增长，产销量年均增长率分别为 23%和 14%，带动增塑剂行业产销量也逐年增长。目前我国增塑剂行业已形成一定的产业规模，目前是亚洲增塑剂生产和消费量最大的国家，根据中国增塑剂行业协会统计，2007 年我国增塑剂产能为 200 万吨，产量为 120 万吨，表观消费量达到 160 万吨。

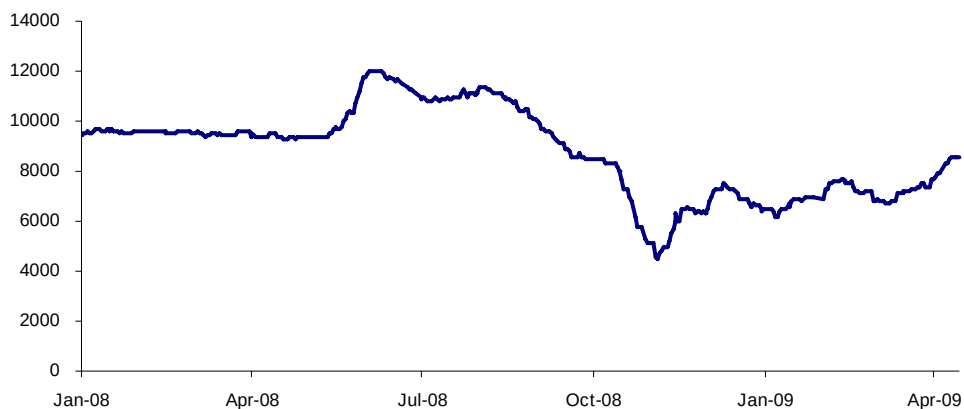
增塑剂的种类繁多，目前商品化的约有 500 多种。我国工业增塑剂品种较为单一，产品结构还不合理，特种增塑剂产量较小，市场占有率较低。我国主要增塑剂产品以邻苯二甲酸酯类增塑剂的生产和消费最大（尤其是邻苯二甲酸二辛酯（DOP）、邻苯二甲酸二丁酯（DBP）），在实际消费中约占总消费的 90%左右，其中邻苯二甲酸二辛酯（DOP）占总消费量的 70%左右，是最常见的增塑剂产品。

目前国内增塑剂市场的主导产品是 DOP，其生产的技术原理如下：通过钒钛催化剂，让邻二甲苯与空气中的氧气发生化学反应，生成苯酐（邻苯二甲酸酐），之后加入辛醇，生成邻苯二甲酸辛酯（即 DOP）；另外，苯酐也可以与丁醇结合，生成邻苯二甲酸丁酯（即 DPP）。目前广东榕泰的增塑剂产品即为 DOP，所需生产原料主要为邻二甲苯和辛醇。

广东榕泰所在的粤东地区是我国一个重要的塑料制品集散地。该地区对 DOP 的需求十分旺盛。即使在经济危机情况下，对于低值易耗的低端塑料纸品而言，需求并没有降低。而且，目前，一些 DOP 生产厂家仅能生产 DOP，不能联产苯酐，因此，其抗风险能力较差。

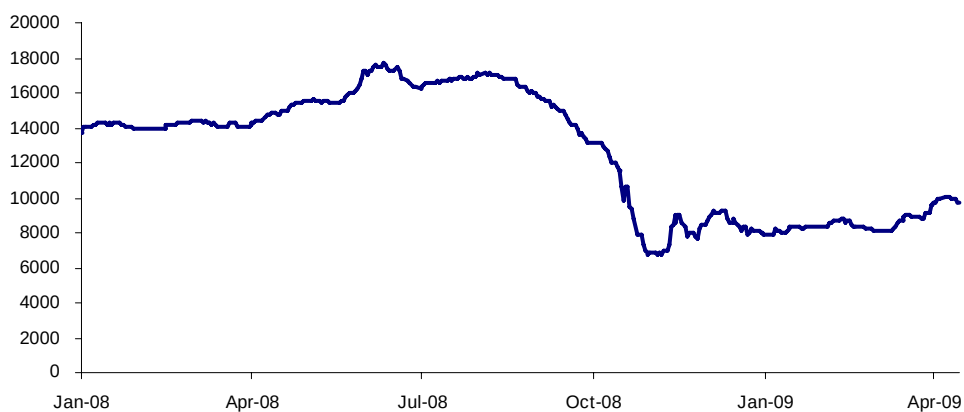
相比而言，苯酐/DOP 项目的毛利率没有 ML 材料高，但也比较稳定。2006-2008 年苯酐/DOP 的毛利率分别为 12.77%、10.71%和 11.38%。去年以来 DOP 价格回落较为明显，但苯酐价格恢复很快，跌幅也相对较小。但作为苯酐和 DOP 的生产原料——邻二甲苯和辛醇的价格下跌幅度很大。这有利于苯酐和 DOP 毛利率提升。我们预计今年公司的苯酐/DOP 项目今年的毛利率将有较大幅度上涨。这四种产品的价格变动情况可以参见图 4-7。

图 4 2008 年长三角地区苯酐价格变化 (元/吨)



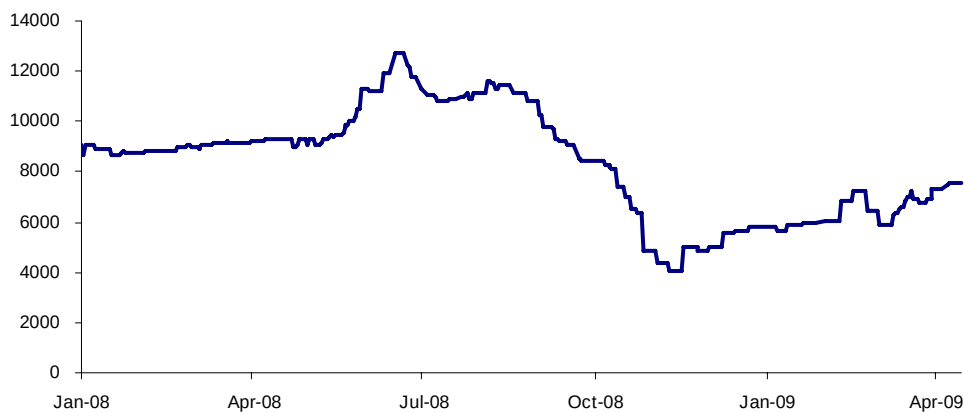
资料来源：中国化工在线、海通证券研究所

图 5 2008 年长三角地区 DOP 价格变化 (元/吨)



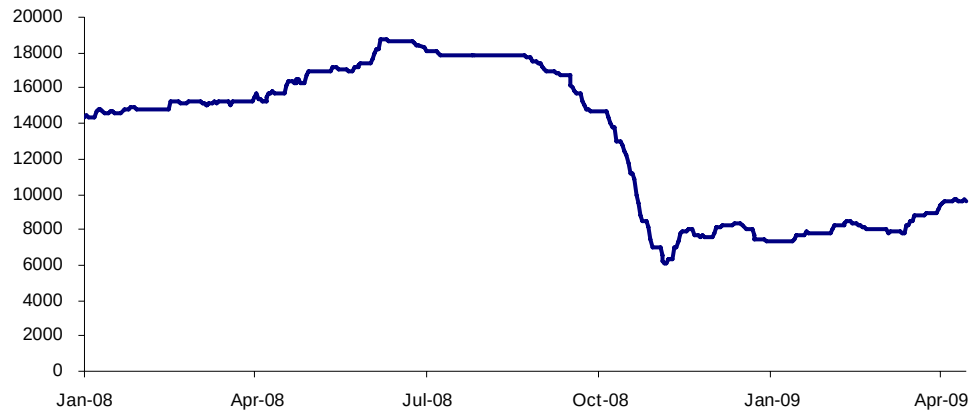
资料来源：中国化工在线、海通证券研究所

图 6 2008 年长三角地区邻二甲苯价格变化 (元/吨)



资料来源：中国化工在线、海通证券研究所

图 7 2008 年长三角地区辛醇价格变化 (元/吨)



资料来源：中国化工在线、海通证券研究所

4. 房地产业务有望成为公司未来业绩的稳定增长点

2007 年底公司与广东中建投资发展有限公司、广东万信投资有限公司合作设立揭阳中建地产有限公司开发揭阳市区的土地项目。在整个项目公司中，榕泰的权益为 45%。2008 年 2 月，公司以 80 万元/亩的价格拍得 570.5 亩土地。之前，由于担心国家宏观调控对房地产市场的影响，榕泰的房地产项目直至去年底才开工。公司是和中建总公司广东分公司合作开发房地产业务的，榕泰在其中的主要作用是获得土地储备，而中建作为建筑行业最大的国有企业有长期开发房地产的经验，加上在作为侨乡的揭阳，当地居民改善住房的需求意愿非常强，因此，榕泰开发的这块房地产业务风险较小。

榕泰的整个房地产项目面向中高端客户群，由含联排别墅或退台式洋房、小高层及高层住宅构成，同时规划有配套的商业设施。项目规划住宅面积 649440 平米，商业面积 27060 平米。公司原来预计整个项目的住宅单价在 4000 元/平米以上，商业单价在 6000 元/平米以上；预计项目全部销售完毕收入会达到 30 亿元以上，净利润会超过 13 亿元。目前的实际情况是住宅价格基本维持这一水平，但商业价格要高于此前的预期。

项目一期计划销售面积为 18 万平米。其中，住宅 15 万平米左右，商铺面积为 3 万平米上下。目前，一期项目地下部分已经施工完毕，9 月底计划预售。

5. 厂房搬迁能给公司带来利润的提升

和国内其他城市类似，汕头现有的机场是原来的军用机场改建的，位于市区，不能满足经济发展的需要。新机场场址位于揭阳市揭东县炮台镇与登岗镇交界处，距离潮汕三市（汕头、潮州、揭阳）市区各为二十公里左右。2008 年 4 月，中国民航总局正式发文批准潮汕新机场命名为“揭阳潮汕机场”。新机场已经在 2007 年下半年动工，预计 2011 年前交付使用。

广东榕泰位于揭阳。其中，300 亩左右的产区因为新机场的使用要搬迁。这些土地已经由当初的 10 万元/亩升值到目前的 80 万元/亩左右。这部分土地将由工业用低变更为商业用地。届时，公司补缴少量的土地出让金后将以 80 万元/亩左右的价格出售这部分地块。保守预计这些地块能公司带来 1.8 亿元的利润。

6. 公司计划年内完成定向增发

公司今年 3 月 26 日公告，拟进行定向增发。公司预计增发数量不超过 1 亿股，扣除发行费用后的募集资金净额预计不超过 4 亿元，计划将募集资金中的 1 亿元用于偿还银行贷款，其余部分用于补充公司流动资金。发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票交易均价的百分之九十，由此计算出的发行底价为 4.27 元。公司计划年内完成定向增发。目前，股东大会已经通过这一决议。

公告显示，本次募集资金用于偿还银行贷款和补充流动资金可以降低财务费用 2124 万元，增加公司净利润 1805.40 万元。同时，发行前 2008 年度公司每股收益为 0.22 元/股，发行后模拟每股收益为 0.21 元/股。公司认为，发行后公司股本有所扩张，但基本不摊薄每股收益。

7. 盈利预测与投资建议

假定公司今年定向增发成功，股本相应地，有 53325 万股增加为 63325 万股左右。对于主要业务的营收假设及预测如表 2-5 所示。

表 2 广东榕泰 ML 材料营收预测

ML 材料	2009E	2010E	2011E
产能 (万吨)	13.50	17.50	20.00
产量 (万吨)	15.00	20.00	22.00
销量 (万吨)	15.00	20.00	22.00
不含税价 (元/吨)	5800.00	6380.00	6699.00
单位成本 (元/吨)	4350.00	4763.25	5001.41
毛利率	25.00%	25.34%	25.34%
销售收入 (万元)	87000.00	127600.00	147378.00
毛利 (万元)	21750.00	32335.00	37346.93

资料来源：海通证券研究所

表 3 广东榕泰苯酐营收预测

苯酐	2009E	2010E	2011E
产能 (万吨)	2.00	6.00	6.00
产量 (万吨)	2.00	6.00	6.00
销量 (万吨)	2.00	6.00	6.00
不含税价 (元/吨)	4200.00	5040.00	5544.00
单位成本 (元/吨)	3570.00	4462.50	4908.75
毛利率	15.00%	11.46%	11.46%
销售收入 (万元)	8400.00	30240.00	33264.00
毛利 (万元)	1260.00	3465.00	3811.50

资料来源：海通证券研究所

表 4 广东榕泰 DOP 营收预测

DOP	2009E	2010E	2011E
产能 (万吨)	5.00	15.00	15.00
产量 (万吨)	5.00	15.00	15.00
销量 (万吨)	5.00	15.00	15.00
不含税价 (元/吨)	2200.00	2596.00	2855.60
单位成本 (元/吨)	1760.00	2112.00	2323.20
毛利率	20.00%	18.64%	18.64%
销售收入 (万元)	11000.00	38940.00	42834.00
毛利 (万元)	2200.00	7260.00	7986.00

资料来源：海通证券研究所

表 5 广东榕泰房地产营收预测

房地产	2009E	2010E	2011E
住宅销售面积(万平方米)	10.00	20.00	15.00
住宅价格(元/平米)	4000.00	4000.00	4000.00
商铺销售面积(万平方米)	2.00	1.00	0
商铺销售价格(元/平米)	6000.00	6000.00	6000.00
单位成本(元/平米)	1500.00	1500.00	1500.00
总成本(万元)	18000.00	31500.00	22500.00
毛利率	65.38%	63.37%	62.50%
销售收入(万元)	52000.00	86000.00	60000.00
毛利(万元)	34000.00	54500.00	37500.00

资料来源：海通证券研究所

在此基础上，我们得到公司的盈利预测，如表 6 所示。根据我们的预测，公司 2009 - 2011 年摊薄后 EPS 分别为 0.46 元、0.62 元、0.70 元。

表 6 广东榕泰盈利预测(万元)

	2006	2007	1H2008	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	79730.90	103868.98	57968.15	113731.37	155900.00	273760.00	338902.80
二、营业总成本	70289.31	90522.97	49925.05	102187.67	122968.56	228957.40	289088.30
营业成本	65139.69	83833.15	46000.00	92131.05	112780.00	201581.40	255198.02
营业税金及附加	277.07	360.92	160.59	354.63	779.50	1368.80	1694.51
销售费用	993.21	1147.58	494.98	987.66	2338.50	4106.40	5083.54
管理费用	1710.94	2063.65	985.19	2714.32	3897.50	6844.00	8472.57
财务费用	1985.02	2693.80	2284.29	4593.56	2393.56	13688.00	16945.14
资产减值损失	183.39	423.87	0.00	1406.45	779.50	1368.80	1694.51
三、非经营性净收益	16.78	0	-17.14	-61.53	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	16.78	0	-17.14	-61.53	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	9458.38	13346.01	8025.96	11482.16	32931.44	44802.60	49814.50
加：营业外收入	411.39	1154.00	160.30	1135.76	2000.00	3000.00	4500.00
减：营业外支出	32.80	39.58	242.37	311.13	1000.00	1500.00	2250.00
五、利润总额	9836.97	14460.42	7943.89	12306.79	33931.44	46302.60	52064.50
减：所得税费用	785.15	864.45	931.09	815.78	5089.72	6945.39	7809.68
六、净利润	9051.83	13595.97	7012.80	11491.01	28841.73	39357.21	44254.83
归属于母公司所有者的净利润	9051.83	13602.43	7014.97	11504.27	28841.73	39357.21	44254.83
少数股东损益	0	-6.46	-2.17	-13.26	0	0	0
七、每股收益(元)	0.30	0.38	0.13	0.22	0.46	0.62	0.70

注：2009 年开始总股本以 63325 万股计算

资料来源：海通证券研究所

我们认为，在目前全球经济放缓的背景下，公司积极通过各种渠道拓展业务，维持较为稳定的业绩增长难能可贵。在今年 3 月底公司定向增发预案公告后，我们已经及时发出点评报告，判断公司主业需求正在逐步恢复，上调投资评级至“买入”。综合考虑，我们给予公司 9.20—11.16 元的 6 个月目标价，并维持对广东榕泰的“买入”评级。

6. 主要不确定因素

未来经济形势的变化；ML 材料、苯酐、DOP 以及相关原材料价格波动情况；主业的需求变化情况；房地产业务的进展；定向增发的进程。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

刘金：基础化工及造纸行业分析师

重点研究上市公司：广东榕泰、三爱富、新安股份、蓝星新材、金发科技、风神股份、烟台万华、晨鸣纸业、华泰股份、博汇纸业、太阳纸业。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。