

张志宏
0755-82960064
zhangzh@cmschina.com.cn
廖振华
0755-83734406
liaozenhua@cmschina.com.cn

2009年7月27日

广东榕泰(600589.SH)/7.67元

主业受益行业洗牌，新增长点崭露头角

· 原材料-基础化工

目标估值: 9.2~11.5元

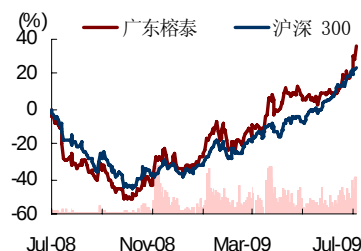
强烈推荐-A (首次)

基础数据

上证综指	3267
总股本(万股)	53325
已上市流通股(万股)	53325
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	36
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	9.5
资产负债率	41.6%
主要股东	广东榕泰高级瓷具有限公司
主要股东持股比例	25.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	84	35
相对表现	8	4	11



报告详细分析了公司涉及的 ML 氨基复合材料、增塑剂、环氧塑封料等行业状况和公司产品的竞争力，对公司的成长潜力进行了分析和判断。

- **新标准颁布，仿瓷餐具行业洗牌，公司主业 ML 氨基复合材料市场空间大增。**公司主营 ML 氨基复合材料，占国内氨基模塑料市场近 40% 的份额，贡献公司约 70% 的收入和 80% 的利润。6 月 1 日新的《食品容器、包装材料用添加剂使用卫生标准》实施，密胺树脂可用于食品容器，脲醛树脂被排除，甲醛检测标准也严格一倍，并首次限制三聚氰胺迁移量。《食品容器、包装材料用三聚氰胺一甲醛成型品卫生标准》也将于 9 月实施，两新标准将使占市场 8 成的脲醛餐具退出市场，而公司产品符合标准，并通过独创的 M 和 L 助剂获得成本优势，预计将有大量新客户转向公司采购高质量 ML 氨基复合塑料。
- **开拓坐便器盖市场，新增长点崭露头角。**公司开发了针对坐便器盖市场的 ML 氨基复合材料，计划取代市场上主流的亚克力和普通塑料，性价比优势突出，仅潮州地区的市场潜力就达 8.5 万吨，公司目前正在大力推广，并取得了较好的进展，预计今年将为公司 ML 氨基材料带来 6000 吨以上的销售增量。
- **需求迅速回暖，增塑剂业务超预期增长。**公司所在地揭阳是塑料鞋生产重镇，09 年上半年出口额同比超预期增长 16.5%，回暖迅速，加上公司经营水平的改善，目前公司苯酐/DOP 装置已恢复至满负荷运转，今年产量将明显增长。
- **进军环保型 IC 环氧塑封料市场，是未来的看点。**公司投建 3000 吨/年环保型环氧塑封料，下半年将先投产 500 吨/年装置。预计短期内将处于技术优化和市场拓展期，如果发展顺利，较高的单价和毛利将为公司贡献可观利润。
- **房地产业务增厚 10 年公司业绩。**公司投资的“榕江华府”将有 17.7 万平方米有望于明年完成销售，我们测算其将至少使公司 10 年 EPS 增厚 0.08 元。
- **给予“强烈推荐-A”的评级。**公司化工业务 09、10、11 年 EPS 分别为 0.29、0.37、0.45 元，加上地产业绩，10、11 年 EPS 将达到 0.46 和 0.53 元，预测非公开增发摊薄后 3 年 EPS 为 0.25、0.42 和 0.47 元，对化工和房地产业务均按当前股本的 10 年 EPS 以 20~25 倍 PE 估值，对应目标价 9.2~11.5 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1039	1137	1318	1745	2057
同比增长	30%	9%	16%	32%	18%
营业利润(百万元)	133	115	180	282	322
同比增长	41%	-14%	57%	57%	14%
净利润(百万元)	136	115	153	246	280
同比增长	50%	-15%	33%	61%	14%
每股收益(元)	0.38	0.22	0.29	0.46	0.53
PE	20.0	35.6	26.8	16.6	14.6
PB	2.5	3.4	3.0	2.6	2.2

资料来源：招商证券 注：业绩预测未考虑定向增发股本摊薄

正文目录

一、仿瓷餐具行业洗牌，公司 ML 氨基复合材料市场空间大增	4
1、公司主产品 ML 氨基复合材料在产能、质量和成本上优势明显	4
2、氨基塑料制仿瓷餐具需求量巨大，但是市场长期不规范	5
3、两新卫生标准陆续实施，劣质仿瓷餐具将被逐出市场	7
4、替代脲醛餐具，公司 ML 氨基复合材料将迎来市场空间的增长	8
5、出口回暖和内需增加共同保障公司 ML 氨基复合材料的需求	9
二、开拓卫生洁具市场，新增长点崭露头角	10
三、依托就近市场，受益需求回暖，增塑剂业务超预期增长	11
四、下半年进军环保型 IC 环氧塑封料领域	13
1、国内封装与测试产业正迅速发展	13
2、环氧塑封料是最重要和最具发展前景的封装材料	14
3、国内企业急待发展高端、环保型环氧塑封料	15
4、性价比和区域优势或助公司异军突起	16
五、房地产业务增厚明后年业绩，搬迁后土地增值可期	17
六、中石油炼化项目为公司长期发展带来机会	17
七、公司业绩预测	17
1、按照当前股本的业绩预测	17
2、公司拟非公开增发 1 亿股	19
八、估值与投资建议	20

图表目录

图 1: 公司主营收入中各产品占比	4
图 2: ML 氨基复合材料收入保持较高增长且毛利率稳定	4
图 3: ML 氨基复合材料生产工艺流程	5
图 4: 仿瓷餐具外观靓丽	5
图 5: 仿瓷餐具在市场上大量销售	5
图 6: 密胺仿瓷餐具生产工艺流程	6
图 7: 我国餐饮行业保持持续高速增长	6
图 8: 我国塑料餐具出口正在回暖	9
图 9: 我国氨基模塑料需求量近年来高速增长	9
图 10: ACH 法合成 PMMA 工艺流程	10
图 11: 长三角 PMMA 价格反弹至接近历史平均水平	11
图 12: 国内甲醇和尿素价格仍处于低位	11
图 13: 北美北方漂白针叶浆中国到岸价仍处于低位	11
图 14: 国内三聚氰胺价格仍处于低位	11
图 15: DOP 增塑剂与主要原料成本的价差	12
图 16: 苯酐与主要原料成本的价差	12
图 17: 2007 年全球电子材料分类市场规模占比	13
图 18: 中国封装与测试行业市场规模	14
图 19: 亚太地区及全球半导体产业增速已触底反弹	14
图 20: 半导体环氧塑封料发展历程	15
图 21: 环氧塑封料的典型制造工艺	15
图 22: 公司主营业务收入一直保持增长且毛利率稳定	19
图 23: 广东榕泰历史 PE Band	20
图 24: 广东榕泰历史 PB Band	20
表 1: 国内氨基模塑料产能过万吨的生产企业	4
表 2: 密胺塑料与脲醛塑料“仿瓷”餐具比较	7
表 3: 与密胺餐具行业相关的标准及其演进	8
表 4: 主要坐便器盖材料比较	10
表 5: 我国半导体用环氧塑封料（EMC）生产企业及其产能	16
表 6: 销售收入结构预测	18
表 7: 盈利预测简表	19
附: 财务预测表	21

一、仿瓷餐具行业洗牌，ML 氨基复合材料市场空间大增

1、公司主产品 ML 氨基复合材料在产能、质量和成本上优势明显

公司是国内最大的氨基模塑料生产企业。占公司收入 70% 的 ML 氨基复合材料为改性的氨基模塑料。公司现有总产能 15.1 万吨，“榕泰”牌 ML 氨基复合材料为“中国驰名商标”，占据国内近 40% 的市场份额。

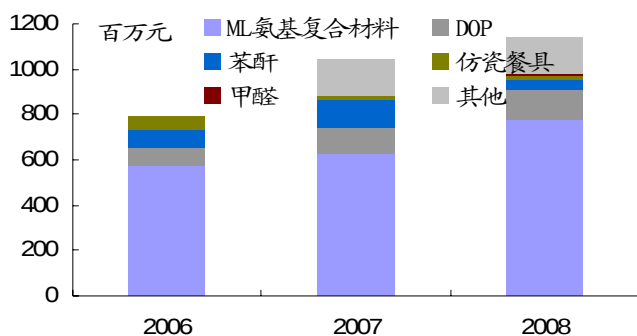
表 1：国内氨基模塑料产能过万吨的生产企业

公司名称	产能（吨）
广东榕泰实业股份有限公司	151000
山东拓博塑料制品有限公司	60000
余姚市舜吉塑化有限公司	30000
广东顺德恒业合成材料有限公司	25000
东莞维鸿化工有限公司	25000
浙江华澳合成材料有限公司	20000
宜兴市运通化工实业公司	18000
溧阳市永安热固性塑料有限公司	18000
福建省沙县宏光化工有限公司	12000
浙江省博大塑料有限公司	11000
厦门二化化工有限公司	10000
山西丰喜纯碱有限公司氨基模分厂	10000
江苏力强化工有限公司	10000

资料来源：氨基模塑料协会，招商证券整理

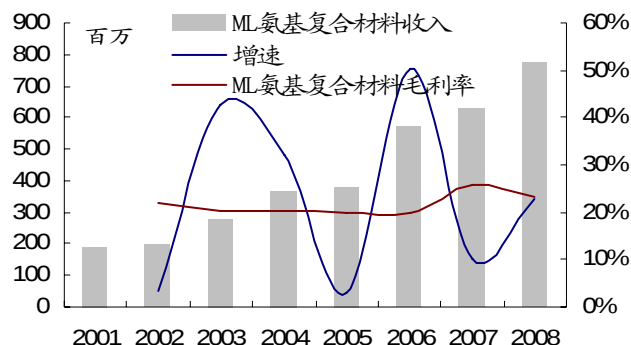
公司 ML 氨基复合材料性能和成本优势明显。公司“餐具级”材料约占 30%，为改进的密胺树脂，主要原料为甲醛、三聚氰胺和木浆，目前售价约 1.2 万元/吨，用于制造仿瓷餐具，通过添加公司独创的 M 和 L 助剂，可将三聚氰胺的用量降至普通密胺树脂的 1/3，既降低了成本，还能使组分聚合得更充分，将安全性和抗冲压等各项指标保持在业内的最高水准。其余 70% 为“电器级”ML 氨基复合材料，主要用于制作电器配件、麻将、非餐具仿瓷用品（如烟灰缸、宠物碗）等，主要原料为甲醛、尿素和木浆，目前售价约 5000~6000 元/吨，成本低于“餐具级”，通过使用公司的独特工艺，可获得比普通脲醛树脂更优异的性能。公司还拥有 14 万吨甲醛产能，能实现甲醛完全自给。自上市以来，公司 ML 氨基复合材料的收入一直保持较高的增长率和稳定的毛利率。

图 1：公司主营收入中各产品占比



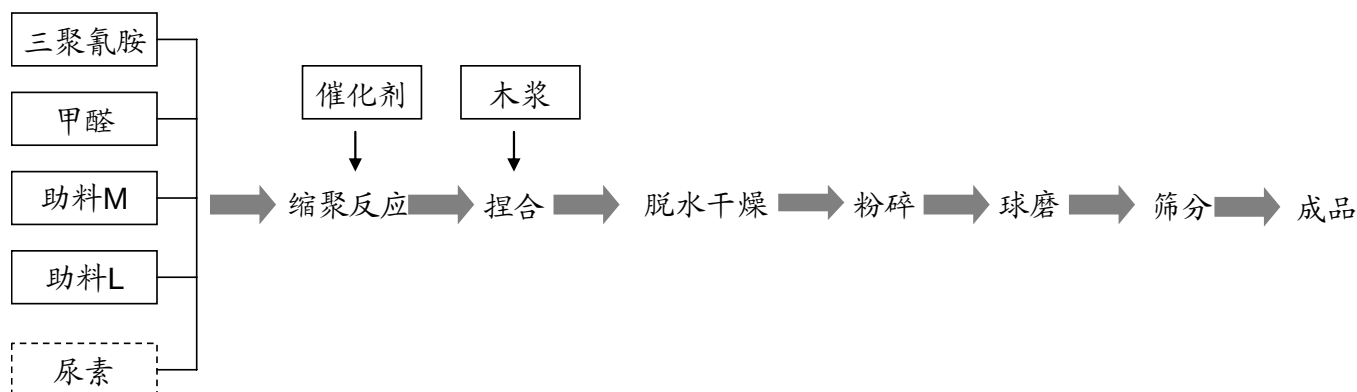
资料来源：公司资料，招商证券

图 2：ML 氨基复合材料收入保持较高增长且毛利率稳定



资料来源：公司资料，招商证券

图3: ML氨基复合材料生产工艺流程



资料来源：公司资料，招商证券

2、氨基塑料制仿瓷餐具需求量巨大，但是市场长期不规范

仿瓷餐具性能优异，流行已久。近年，由于仿瓷餐具外观靓丽、造型容易、不易破碎、轻便、价格低廉且适宜用自动洗碗机洗涤，受到不少消费者喜爱，尤其在有儿童的家庭和餐饮行业内大受欢迎，在幼儿园和学校食堂也颇受青睐，各种碗、碟、筷子、餐盘、汤盆、水杯等在各大超市、批发市场和杂货店均有销售。1939年密胺树脂工业化生产以来，仿瓷餐具在冷餐比例较大的欧美国家已经流行数十年，全球每天有数十亿人在使用密胺树脂餐具，其高度的安全性经受了历史的检验，其物美价廉得到了全球消费者的普遍欢迎。在东亚的传播路线是“日本—中国台湾—中国大陆”，在日本料理上使用尤多。目前，我国已是世界上最大的仿瓷餐具生产国，2008年，我国氨基模塑料年产量达到40万吨，仅密胺餐具的出口额就突破10亿美元，在国际市场份额达到80%，产品被欧美及世界其他国家广泛使用。

图4: 仿瓷餐具外观靓丽



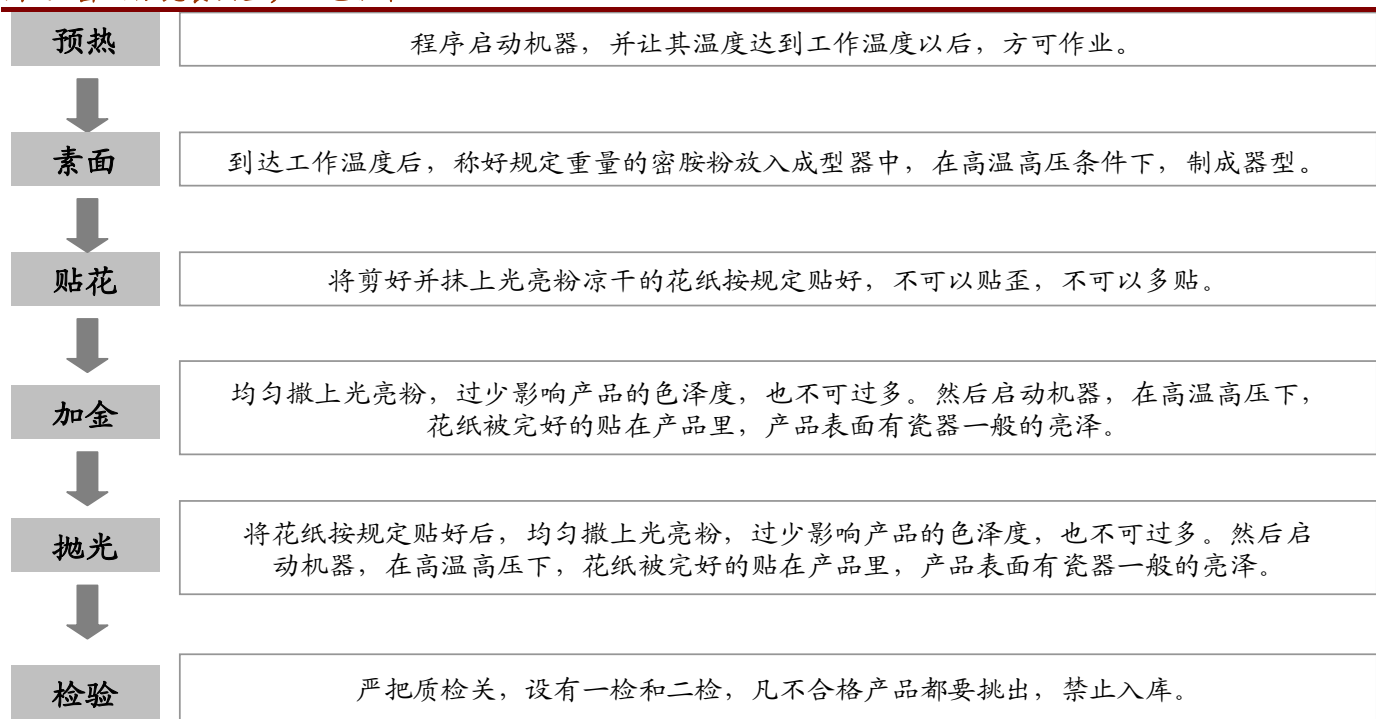
资料来源：招商证券

图5: 仿瓷餐具在市场上大量销售



资料来源：招商证券

图6：密胺仿瓷餐具生产工艺流程

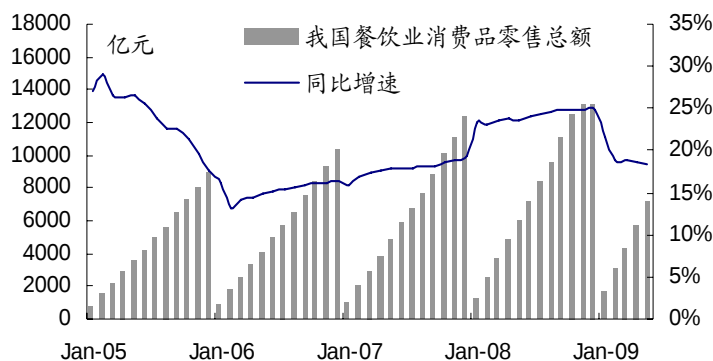


资料来源：招商证券

传统瓷器生产能耗高、污染重，高岭土资源日益匮乏，密胺餐具原料丰富、生产简便。传统瓷器需要高岭土为原料，不仅烧制过程中耗能巨大、效率低下，而且瓷器、造纸、橡胶、涂料、油墨、建筑、国防、电子元器件等领域对高岭土的需求都迅速增长，大量开采使高岭土资源日益稀缺，价格也正以年均 10% 以上的速度上涨。而密胺餐具以密胺模塑粉压制而成，主要原料均可由煤炭制得，资源较为丰富，且尿素和甲醇等的产能都处于过剩状态，供应可以完全保证，而且更加适合高效的自动化生产。

餐饮行业的发展助力仿瓷餐具行业高速增长。随着人们生活节奏的加快，对餐饮企业的运营节奏和服务人员的工作速度提出了更高的要求，仿瓷餐具既具有瓷器的高档外观，又具有防摔、隔热的特性，适合轻松握捏，很好的适应了日益加快的餐饮服务节奏，有效的降低了更新成本，因此仿瓷餐具在餐饮行业中得到迅速推广。2008 年，我国餐饮行业收入较上年增长 24.7%，09 年前五个月的同比增速仍达到 18.36%，远高于 GDP 的增长率，这将有利的支撑仿瓷餐具的销售。

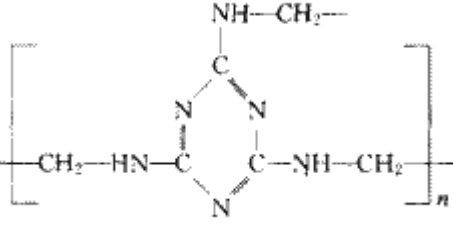
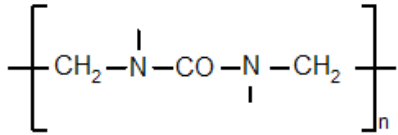
图7：我国餐饮行业保持持续高速增长



资料来源：国家统计局，招商证券

密胺塑料是唯一合法的仿瓷餐具用氨基模塑料。《密胺塑料餐具》(QB 1999-94)将密胺塑料餐具定义为以三聚氰胺-甲醛树脂为基材,以 α -纤维素为填料的密胺模塑粉为原料,经模压成型制得的餐具。合格的密胺仿瓷经严格的工艺加工而成,无毒无味,用于装盛油、酒、酱、醋等,既不影响产品的使用寿命,也不会损害食物本身的质量。

表 2: 密胺塑料与脲醛塑料“仿瓷”餐具比较

	密胺塑料	脲醛塑料
结构式		
主要原料	甲醛、三聚氰胺、木浆	甲醛、尿素、木浆
餐具性能	以三聚氰胺-甲醛树脂为基材、以 α -纤维素为填料的密胺模塑粉为原料,经模压成型制得的餐具。耐受温度、耐水解性、硬度均高于脲醛塑料,抗冲击和抗弯性好,不易燃,耐老化、耐电弧、耐化学腐蚀,有良好的绝缘性,光泽度和平整度高。	直接使用脲醛模塑粉生产,或者在脲醛餐具表面涂上一层密胺粉。外观与密胺餐具相似,但耐受温度较低,遇强酸、强碱易分解,耐候性较差。
价格	高	低(仅为密胺树脂的 1/3)
安全性	国家标准许可使用生产餐具。合格产品无毒,耐热温度-30~120℃,聚合情况良好的密胺树脂制成的产品,甚至可以在 150℃的高温下使用。但如果生产工艺不合格,原材料树脂聚合不好,会残留三聚氰胺和甲醛,加热时可以析出,危害人体。	国家标准未将其列为餐具制造许可范围。常温下无毒,但加热至 80℃即释放出甲醛气体,且水分越多、酸性越强、温度越高,水解程度越严重、释放的甲醛气体越多,严重危害人体健康。
发展方向	开发耐高温、低成本、高级质感的产品	被禁止用于制造餐具

资料来源:招商证券

仿瓷餐具行业进入门槛不高,市场存在无序竞争,大量脲醛树脂餐具和劣质密胺树脂餐具充斥市场。一直以来,我国相关标准和法规并未将脲醛树脂列为许可的餐具用材料,但是由于脲醛塑料在外观和手感上与密胺树脂相似,而成本仅为密胺塑料的 1/3,因此被大量用于非法生产仿瓷餐具,但脲醛树脂的耐受温度低、耐水性差,产品中游离甲醛含量高,并且在 80℃时就会水解释放甲醛。而中国人的饮食习惯恰恰多为热饮热食,使得该类餐具的危害更加严重。此外,还有的厂家由于加工工艺不过关,在生产密胺树脂时,三聚氰胺与甲醛聚合的压力和温度不够或原料配比不当,使聚合不充分,导致餐具残存过量的游离三聚氰胺和甲醛,严重危害了消费者的健康。据调查显示,市售的仿瓷餐具中,80%以上为不合格产品,其中绝大部分使用脲醛树脂生产。信誉较好,规模较大的密胺餐具生产企业有泉州美加美、浙江万安、上海美尔耐等多家企业,在原料采购、工艺流程、花样种类和客户关系上具有优势。其中泉州美加美是榕泰最大的客户。

3、两新卫生标准陆续实施,劣质仿瓷餐具将被逐出市场

旧卫生标准长年未修改,无法满足监管需要。当前脲醛餐具泛滥的主要原因是监管不力,而根本原因就是有效的强制性卫生标准的缺失。2009 年 6 月 1 日之前,仿瓷餐具行业的主要监管标准为《食品包装用三聚氰胺成型品卫生标准》(GB9690—88)和《密胺塑料餐具》(QB1999-94),虽然对甲醛的迁移量进行了规定,但标准过于宽松,也没有

涉及三聚氰胺的迁移量检测，并且没有以任何形式限制脲醛的使用，这无疑让不法分子钻了空子。

表 3：与密胺餐具行业相关的标准及其演进

实施时间	标准名称	说明
1989 年 6 月	《食品包装用三聚氰胺成型品卫生标准》GB9690—88	规定卫生理化指标中，在 4%乙酸，60%，2h 环境下，甲醛单体迁移量 $\leq 30\text{mg/L}$
1994 年 8 月	《食品容器、包装材料用助剂使用卫生标准》GB 9685—94	仅规定了食品容器、包装材料用助剂品种、使用范围和最大使用量，没有涉及对主体材料的限制
1995 年 5 月	《密胺塑料餐具》QB1999-94	卫生标准参照 GB9690—88
2004 年 5 月	《食品容器、包装材料用助剂使用卫生标准》GB 9685—2003	替代 GB9685-94； 较原标准增加了少量助剂品种，仍旧没有涉及对主体材料的限制
2009 年 6 月	《食品容器、包装材料用添加剂使用卫生标准》GB 9685—2008	替代 GB9685-2003； 参考相关国家的批准物质名单和使用范围，并将添加剂品种扩充到 987 种，脲醛树脂未被列于其中 首次规定了特定迁移量、最大残留量上限 规定在三聚氰胺甲醛树脂中，甲醛的特定迁移量/最大残留量 $\leq 15\text{mg/Kg}$ ，三聚氰胺的特定迁移量/最大残留量 $\leq 30\text{mg/Kg}$
2009 年 9 月	《食品容器、包装材料用三聚氰胺一甲醛成型品卫生标准》GB9690—2009	替代 GB9690—88； 在卫生理化指标检测中增加了三聚氰胺单体迁移量的测定，要求在 4%乙酸，60%，2h 环境中，迁移量 $\leq 0.2\text{mg/dm}^2$ ，甲醛单体迁移量 $\leq 2.5\text{mg/dm}^2$ ，相当于 15mg/L ，较原标准提高严格了 1 倍； 要求原材料密胺树脂在推荐使用条件下不应释放对健康有害的物质；首次明确要求密胺餐具须标注产品材料，并告知“食品用”和“严禁在微波炉内加热使用”

资料来源：招商证券

新卫生标准终出台，公司产品符合标准，脲醛首次被明确禁止用于餐具制造。2009 年 6 月 1 日新的《食品容器、包装材料用添加剂使用卫生标准》实施，对 03 年版的标准进行了重大改进，首次列出了所有可以作为食品包装材料的物质名单，即未在此列的物质的不允许用于食品容器和包装材料，三聚氰胺-甲醛树脂榜上有名，而脲醛树脂未在其列，终于第一次明确的将脲醛树脂排除在餐具材料之外。同时，新标准将甲醛迁移量的检测标准提高了一倍，并且明确规定了三聚氰胺的迁移量标准，这进一步将劣质的密胺餐具也挡在了市场大门之外。此外，2009 年 9 月 1 日，更有针对性的《食品容器、包装材料用三聚氰胺一甲醛成型品卫生标准》又将实施，对密胺制品的卫生标准进行了更加系统性的规定，对三聚氰胺的迁移量的标准较 6 月的标准也进一步严格。

4、替代脲醛餐具，公司 ML 氨基复合材料将迎来市场空间的增长

公司的“餐具级”ML 氨基复合材料中游离甲醛含量仅为 1mg/L ，远低于 15mg/L 的国家新标准，也远低于发达国家的标准，同时，通过使用公司的独门配方和工艺，材料中三聚氰胺的使用量仅为普通密胺树脂的 $1/3$ 弱，迁移量也远低于国家标准，而材料的性能却得到提升，公司下游客户的餐具产品也顺利通过国家相关检测和美国 FDA 检测。据调查，截至 2009 年 4 月，通过国家质检总局 QS 市场准入资格的密胺塑料餐具企业只有 33 家，全国近千家仿瓷餐具企业属于违规经营，其中超过八成使用脲醛树脂生产。

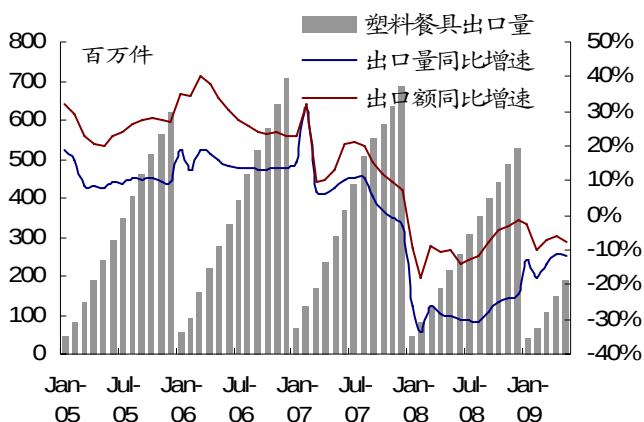
我们预计，在食品安全日益成为公众焦点的背景下，随着两个新的国家强制性标准的实

施, 政府的执法力度将大大加强, 相关企业将转而采购高质量的密胺材料, 而公司生产的 ML 氨基复合材料, 不仅国内产能最大、而且质量最优, 而且具有独特的辅料配方和完全自给的甲醛产能, 因此在成本上也确立了明显优势, 这将使公司迎来大量的新客户。

5、出口回暖和内需增加共同保障公司 ML 氨基复合材料的需求

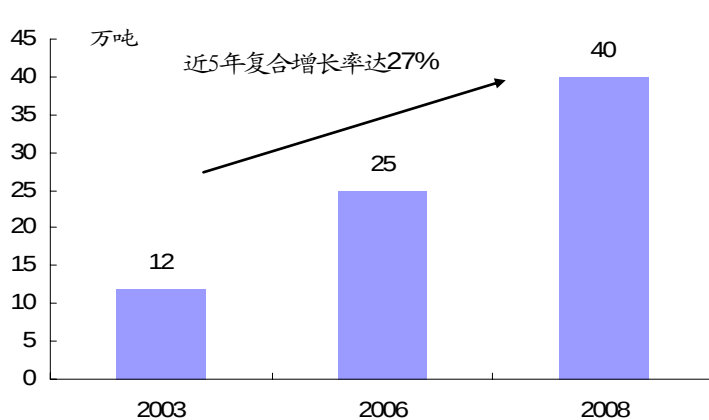
仿瓷餐具出口正逐步回暖。我国是塑料餐具的生产大国和出口大国, 并且我国出口的塑料餐具中, 大部分是仿瓷餐具。受到全球金融危机的影响, 08 年, 我国以仿瓷餐具为主的塑料餐具出口遭遇了有史以来最为严重的下滑, 但是随着各国经济的触底回升, 塑料餐具的出口也表现出明显的回升趋势, 同比跌幅正在迅速收窄。

图8: 我国塑料餐具出口正在回暖



资料来源: 海关数据, 招商证券

图9: 我国氨基模塑料需求量近年来高速增长



资料来源: 招商证券

国内需求正在增长, 这才是 ML 氨基复合材料发展的关键。密胺餐具在国外已流行了数十年, 随着近年来我国产能的逐渐增长, 全球 80% 的市场份额已经被我国的产品所占据, 但是, 其在国内的快速普及仅仅始于近年, 潜力非常巨大。并且我们认为, 随着密胺制品的优点逐渐被国内消费者所熟知、相关法规逐步完善以及应用向其他领域的拓展, 再加上质量和成本优势, 国内需求将是支撑公司 ML 氨基复合材料业务仍保持高速增长的关键所在。事实已经证明这种趋势正在发生, 在塑料餐具业出口最为艰难的 08 年, 公司 ML 氨基复合材料的收入仍然取得了 20% 以上的高增长 (如图 2)。那么, 在国内和全球经济回暖的大背景下, 正我们更应对公司主业的增长抱有充分的信心。

二、开拓卫生洁具市场，新增长点崭露头角

公司在强大的产能、质量、研发和成本优势的基础上，积极拓展 ML 氨基复合材料的应用领域，其“电器级”产品在麻将、牌九、烟灰缸和宠物碗等领域发展迅速，今年公司又进军卫生洁具市场，为公司打造新增长点孕育了希望。

随着生活水平的提高，人们对卫生洁具（如坐便器）的外观和舒适度的要求越来越高，中国在世界卫浴产品生产中的地位也越来越重要，据统计，仅潮州地区每年对坐便器盖原材料的需求量就达到 8.5 万吨/年。

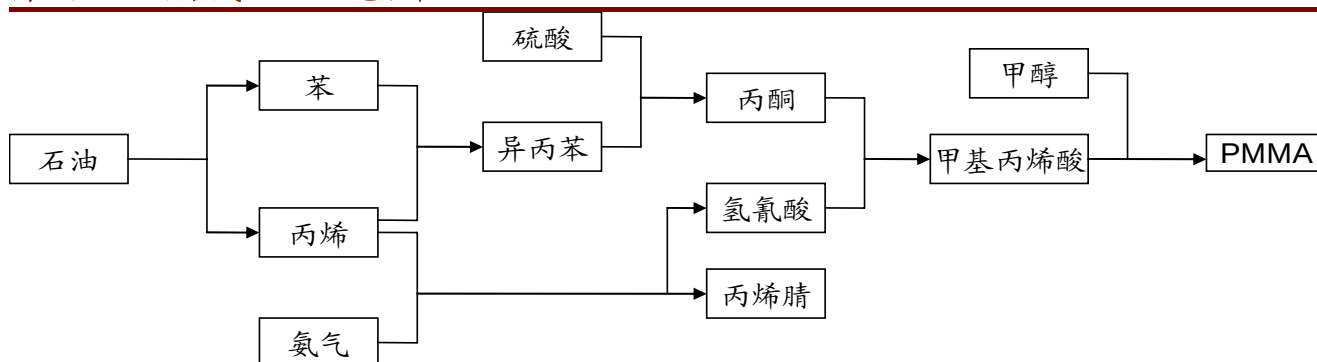
表 4：主要坐便器盖材料比较

	PMMA	普通塑料	ML 氨基复合材料
外观	质感好，光洁度高	质感差、光洁度差	陶瓷质感，光洁度高
硬度	高，耐划伤	低，易划伤	高，耐划伤
舒适度	较高，有冰凉感	低，有冰凉感	高，无冰凉感
安全性	火烧时分解，释放出可燃、易爆、刺激性气体	易燃	较好的阻燃性能
价格	高	较便宜	便宜

资料来源：招商证券

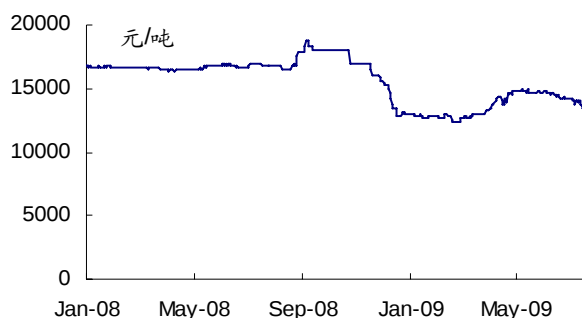
主流的亚克力材料价格昂贵。目前市面上中高档坐便器盖板材料主要为 PMMA，即聚甲基丙烯酸甲酯，又称亚克力，低档产品多采用 PE、PP 等普通塑料。虽然亚克力材料性能优秀，但是全球 83% 的 PMMA 采用 ACH 法生产，合成工艺复杂，原料来自石油，价格昂贵，而国内的产能也不能满足需要，每年需要大量进口，2007 年我国 PMMA 的进口量达到 14.94 万吨，原料 MMA 进口量也达到 7.26 万吨。而 PP、PE 等普通塑料虽然价格较低，却存在质感差、硬度低和易燃等缺陷。

图 10：ACH 法合成 PMMA 工艺流程

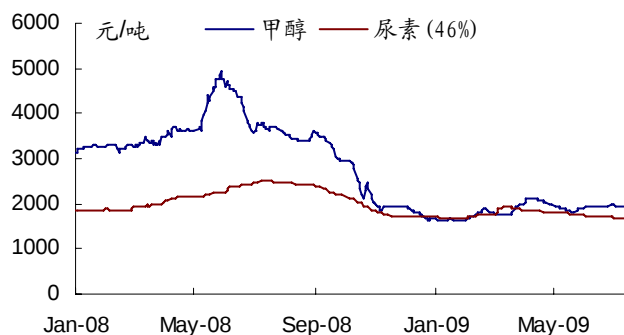


资料来源：招商证券

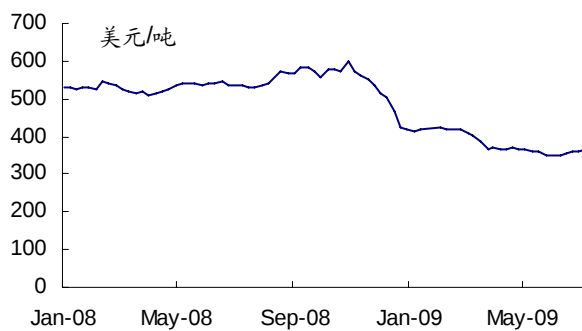
ML 氨基复合材料性价比优势突出，公司正大力推广。PMMA 的价格昂贵，目前的价格为 13500 元/吨，而公司生产的用于坐便器盖的经造粒工序的 ML 氨基复合塑料的主要原料为甲醛、尿素和木浆，而公司通过添加 M 和 L 助剂和改进生产工艺，使材料的聚合更加完全，成本进一步下降，售价约为 8000 元/吨。并且生产的坐便器盖使用起来接近体温，无冰凉感，比亚克力产品更加舒适，加上所需主要原料目前也处于历年低位，性价比优势更加明显。

图11: 长三角PMMA价格反弹至接近历史平均水平


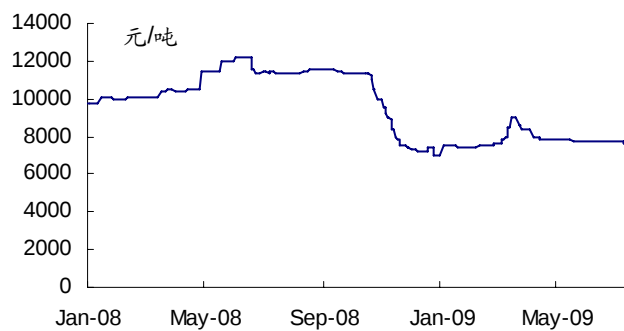
资料来源: 化工在线, 招商证券

图12: 国内甲醇和尿素价格仍处于低位


资料来源: 化工在线, 招商证券

图13: 北美北方漂白针叶浆中国到岸价仍处于低位


资料来源: 招商证券

图14: 国内三聚氰胺价格仍处于低位


资料来源: 化工在线, 招商证券

从今年起, 公司开始在坐便器盖领域大力推广 **ML 氨基复合塑料**, 已派销售人员赴潮州等主要生产地区开拓市场, 并已取得较好的进展, 已经具有了一定的销量。我们预计, 公司的氨基复合材料有望凭借优异的性能和低廉的价格逐渐抢占亚克力产品和普通塑料的市场, 今年将达到 **6000 吨** 的出货量, 为公司贡献约 **4500 万** 的收入增长。

三、依托就近市场, 需求回暖, 增塑剂业务超预期增长

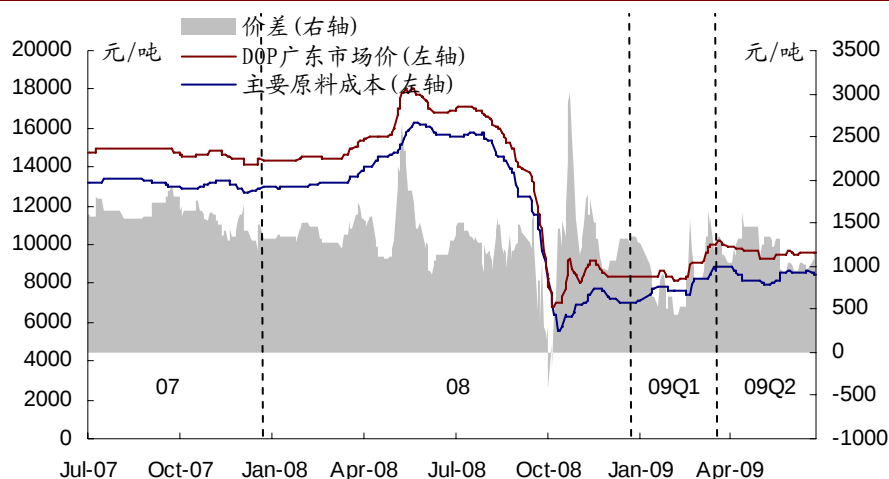
本地塑料鞋业发达, 增塑剂需求有保障。公司地处的揭阳市是鞋业重镇, 尤其是低端塑料鞋制造业非常发达, 全市的鞋类生产企业超过 **500 家**, 为公司的增塑剂提供了广阔的市场。公司现有 **2 万吨** 苯酐和 **5 万吨** **DOP** 产能, 外购邻二甲苯自行生产 **DOP** (邻苯二甲酸二辛酯) 的原料苯酐, 并外购异辛醇与自产苯酐合成 **DOP**, 公司将苯酐和 **DOP** 作为整体经营, 灵活的调整苯酐的外售比例和 **DOP** 的产量, 实现利润的最大化。公司生产的 **DOP** 产品可以全部在本地完成销售。除榕泰外, 广东地区只有东莞盛和一家还有加大规模的苯酐/**DOP** 生产装置。

鞋业生产超预期恢复, 增塑剂开工率已回升至 100%。去年四季度, 金融危机影响了本地制鞋业的订单情况, 苯酐和 **DOP** 的价格也降至谷底, 装置一度停产。今年以来, 本地制鞋业情况正逐步好转, 09 年 1 月至 6 月, 广东揭阳出口鞋类 **7090 批**, 货值 **3.03 亿美元**, 较上年同期分别增 **13.2%** 和 **16.5%**。近期调研了解到, 迅速回暖的制鞋业使公司的 **DOP** 和苯酐装置目前正满负荷运转, 但是该产品的装置开工率受市场影响, 波

动较大，我们按今年 2、3 季度增塑剂装置平均开工率 50%，1、4 季度 30%测算，公司今年增塑剂的产量有望超过 2 万吨，大幅度超过去年。

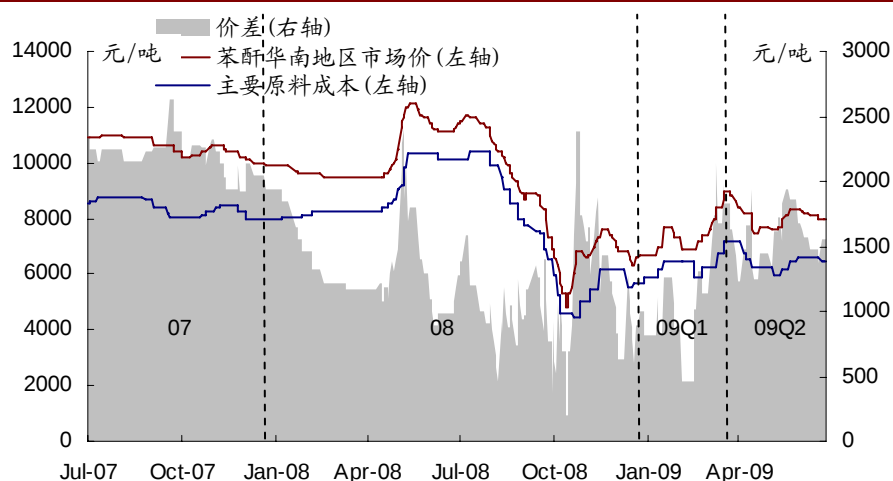
成本下降，二季度盈利有所提升。去年下半年，受产品价格大幅下跌的影响和消化存货的需要，公司增塑剂装置有一段时间处于停产状态，今年 DOP 和苯酐的均价都大幅低于去年同期，而以邻二甲苯和异辛醇为主要原料计算的成本也大幅低于去年同期，并且公司在去年底的时候购进了一部分低价原材料，按照每吨 DOP 消耗 0.38 吨苯酐和 0.66 吨异辛醇，每吨苯酐需 0.92 吨邻二甲苯计算，公司二季度 DOP 和苯酐的售价与主要原料成本的价差都较一季度回升。

图15: DOP增塑剂与主要原料成本的价差



资料来源：隆重石化商务网，招商证券 注：差价由 DOP 价格减去主要原料综合成本

图16: 苯酐与主要原料成本的价差



资料来源：隆重石化商务网，招商证券 注：差价由苯酐价格减去主要原料综合成本

我国 DOP 每年需大量进口，公司自有码头，海运便利，获取原料有优势。虽然我国增塑剂产能巨大，但是我国每年仍需大量进口。2007 年，我国增塑剂产能达到 200 万吨，但是产量只有 120 万吨，进口达到 40 万吨，其中 DOP 进口达 30.6 万吨，08 年 DOP 进口也达 21.6 万吨。主要由于国内很多装置有很多万吨以下的小产能，工艺老化、运行低效，产品没有竞争力，难以开工，并且国内原料辛醇和邻二甲苯的供应始终不足，这些因素使国内 DOP 的实际供给不足。而公司自有码头，海运便利，可以灵活的根据国内外原料价格选择最合理的原料来源，并且运费低廉，在临近的广东、福建等塑料制

品业发达的地区，公司产品具有较强的竞争力，前景广阔。

新建产能搬迁在即，产能释放在即，奠定长期发展潜力。除了现有产能开工率恢复至高水平外，公司新建的 5 万吨苯酐和 10 万吨 DOP 项目选址于揭东经济开发试验区的“揭阳市榕泰化工基地”，但由于其靠近潮汕国际机场，政府将该区域调整为物流商贸区域，同时由于该地块不满足化工卫生防护距离要求和化工选址原则，为此，“揭阳市榕泰化工产业基地”另选址揭东县地都镇，原选址部分土地将按政府规划并结合公司需要由公司向有关部门申请变更为商业用地。预计搬迁工作在年底前完成，明年起该项目产能可以投产。

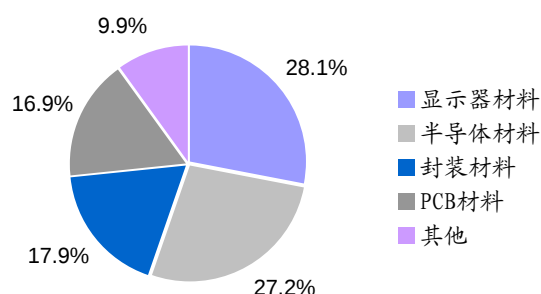
四、下半年进军环保型 IC 环氧塑封料领域

2007 年初，公司决定投资 1.09 亿元建设高性能绿色环保型 IC 封装用环氧塑封料项目，09 年下半年，该项目将进行验收，公司准备先投产 500 吨/年的产能，试探市场，目前正在积极进行相关的市场人员和技术人员的储备，计划在打开市场后，迅速放大生产规模至 3000 吨/年。

1、国内封装与测试产业正迅速发展

电子封装材料对半导体行业举足轻重。电子封装材料是指集成电路的密封体，通过封装不仅对芯片具有机械支撑和环境保护作用，使其避免大气中的水汽、杂质及各种化学气氛的污染和侵蚀，从而使芯片能稳定地发挥正常电气功能，而且封装对器件和电路的热性能乃至可靠性起着举足轻重的作用。2007 年全球电子材料市场总规模达 861 亿美元，较上年增长 10.8%，其中封装材料占比 17.9%，市场规模达 154 亿美元。

图17：2007年全球电子材料分类市场规模占比

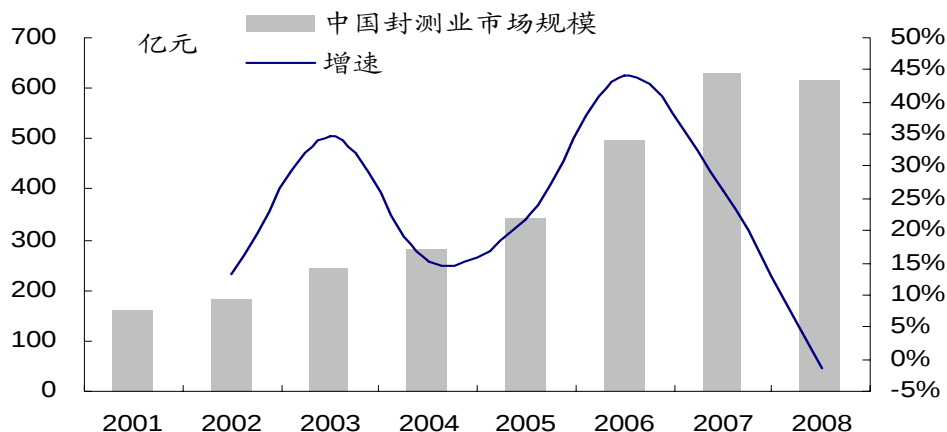


资料来源：招商证券

虽受到金融危机的影响，但全球产能的转移使国内封测业长期增长趋势不改。08 年，我国 IC 产业规模为 1246 亿元，封测业为 619 亿元，占比高达 49.7%。以长电科技、通富微电、天水华天等为代表的国内本土封测企业正迅速成长起来，他们不仅在生产经营上具备了较大规模，而且在技术上也开始向国际先进水平靠拢。与此同时，跨国半导体企业正继续将封装测试基地转移到国内，Intel、ST、英飞凌、瑞萨、东芝、三星等国

际主要半导体公司已先后在上海、无锡、苏州、深圳、成都等地投资设立了封装测试基地，目前全球前 20 大半导体厂商中已经有 14 家在国内建立了封装测试企业。中国作为全球封测产业基地的地位正越来越重要，并且因全球金融危机而衰退的半导体行业已经出现了见底回升了迹象，封装材料市场长期增长的趋势更不会改变。

图18：中国封装与测试行业市场规模



资料来源：招商证券

图19：亚太地区及全球半导体产业增速已触底反弹



资料来源：WSTS，招商证券

2、环氧塑封料是最重要和最具发展前景的封装材料

从封装所用的材料上看，电子封装可分为塑料封装、陶瓷封装和金属封装，随着电子产品向小型化、轻量化和低成本的方向发展，环氧塑封料以其高可靠性、低成本、生产工艺简单、适合大规模生产等特点，占据了整个微电子封装材料 97%以上的市场份额。自 1972 年美国 Morton 化学公司成功研制出邻甲酚醛环氧-酚醛树脂体系塑封料，此后人们一直沿着这个方向不断的研究、改进、提高和创新，研制出很多新产品，并进一步向绿色环保的方向发展。目前，全球环氧塑封料需求量近 20 万吨

图20：半导体环氧塑封料发展历程

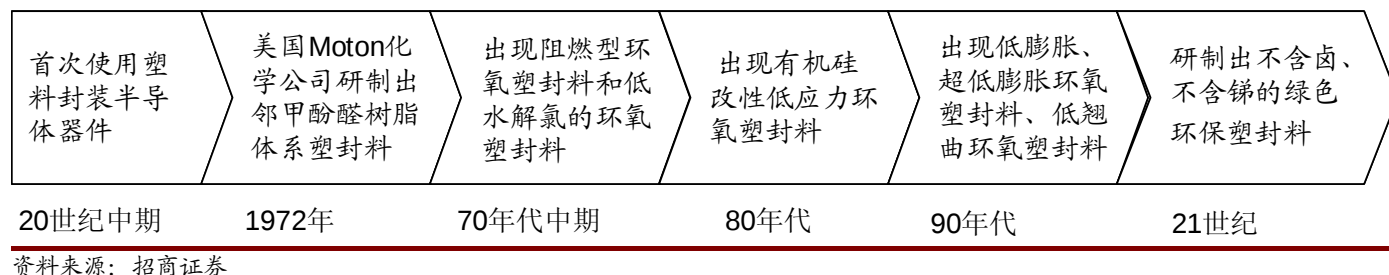
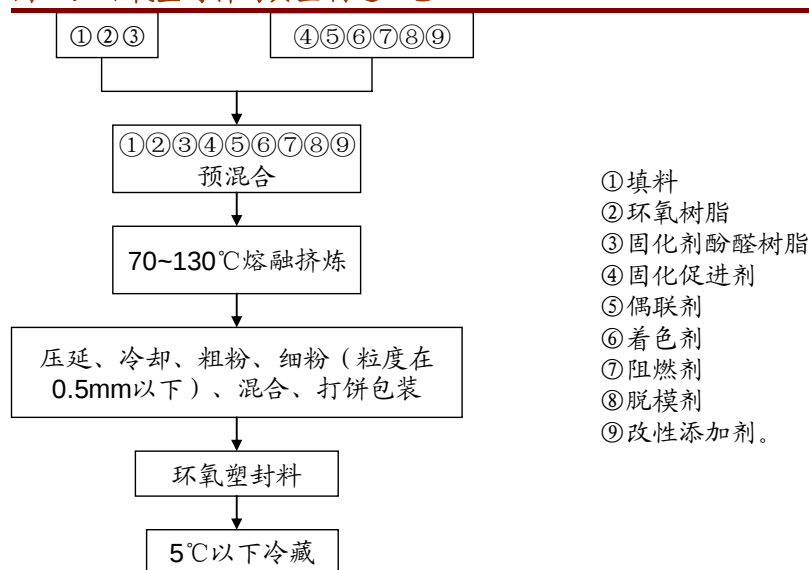


图21：环氧塑封料的典型制造工艺



资料来源：招商证券 注：本工艺流程仅为典型流程，公司生产工艺不一定与之完全相同。

3、国内企业急待发展高端、环保型环氧塑封料

我国环氧塑封料生产起步较晚。国内 80 年代中后期才开始生产环氧塑封料，且为手工作坊式生产，真正大规模生产始于 1992 年，由江苏中电华威引进国外第一条自动化生产线，产量提高到 2000 吨。

我国已是环氧塑封料生产大国，但高端产品线被外资把持。经过 20 几年的发展，目前国内生产塑封料有 19 家企业，产能 8 万吨。目前国际上的环氧树脂体系分为：ECON、DCPD、Bi-Pheny1 及 Multi-Function 型等，中国内资中小企业产品主要集中 ECON 型环氧树脂体系，应用于中国面广量大的二极管、三极管等中小企业普通封装，但是，SOT、SSOP、TSOP、QFP、TQFP 等高级封装用的 EMC 目前仅有汉高华威电子有限公司、苏州住友电木有限公司、日立化成工业（苏州）有限公司具有大规模生产能力，占据主导地位。MCM（MCP）、FBP、BGA、CSP、MEMS、SiP 等先进封装用 EMC 仍以进口为主，本土制造的 EMC 还在推广测试、认证上量过程中。目前我国环氧塑封料年需求量约 5 万吨，其中 70%国内生产，30%仍需从国外进口。

表 5：我国半导体用环氧塑封料（EMC）生产企业及其产能

公司	性质	产能（t/a）	地点
汉高华威电子有限公司	中德合资	36000	江苏连云港
长春塑封料（常熟）有限公司	台日合资	7000	江苏苏州
苏州住友电木有限公司	日资	6000	江苏苏州
长兴电子材料（昆山）有限公司	台资	7000	江苏苏州
日立化成工业（苏州）有限公司	日资	6000	江苏苏州
北京首科化微电子有限公司	中资	1500	京津地区
成都齐创	中资	1000	四川成都
其他		15000	
合计		80000	

资料来源：招商证券

发展环保型环氧塑封料迫在眉睫。随着欧盟 WEEE 和 ROHS 法案和其它国家相关环保法案法规的实施，我国环氧塑封料的发展面临三个严峻的挑战：1.从 QFP/TQFP 等表面贴装形式的塑封料生产技术向适于 BGA、CSP 等先进封装形式的塑封料生产技术跃升；2.由传统的含溴/含锑塑封料生产技术向无溴/无锑塑封料生产技术的快速转换；3.从传统适于有铅焊料的组装工艺向适于新型无铅焊料组装工艺的转换。后两个趋势都表明了发展绿色环保型产品迫在眉睫。但是，目前国内生产的绿色环保型环氧塑封料主要来自汉高华威、苏州住友电木和日立化成等合资及外资企业。内资企业没有真正掌握核心技术，普遍规模小、技术薄弱、生产线落后、研发手段落后、资金短缺不足，产品也多半是中低档产品，尚无力在绿色环保型环氧塑封料领域竞争。

4、性价比和区域优势或助公司异军突起

塑封料业务走上快车道或需积累。绿色环保环氧塑封料不仅面临高性能、高成本、连续成型性差(粘模性)等行业难题的挑战，而且高端环保环氧塑封料主流企业在技术积累、工艺水平、物流体系和客户关系上优势明显。从历史经验看，内资企业普遍存在品牌认知度低，产品一致性差，技术力量薄弱等问题，并且环氧塑封料要求 5-10℃低温冷藏运输和仓储，物流成本很高，从而限制了资源不足、规模小的中资中小厂家拓展全国市场，他们仅能在局部区域市场以低价格竞争。公司作为该领域的新进入者，产品在工业化量产中可能面临装置运行不稳定等风险，并且需要一定时间在市场开拓上持续投入。

性价比和区域优势有望助公司异军突起。公司自 2006 年底就公告聘任北京石油化学学院材料科学与工程系博士生导师、环氧塑封料领域技术专家——杨明山教授为公司独立董事。目前，市场上与公司生产的环保型环氧塑封料同档次产品的市场价为 18 万元/吨，而公司产品售价为 12 万元/吨，具有明显的价格优势，同时成本控制在 8 万元/吨以下，如果市场开拓顺利，盈利将相当可观。此外，目前国内 75%的封测产能集中在长三角地区，但该地区却集中了国内 90%以上的塑封料产能，而华南地区作为中国另一封测业基地，却缺乏高质量的大型塑封料企业，如世界半导体巨头意法半导体（ST）已在深圳投建了 2 家大型的封测厂。公司项目如果进展顺利，将成为辐射华南地区的主要塑封料企业。

我们预计，公司环保型 IC 环氧塑封料项目，在今年 4 季度验收后，仍需一定时间优化工艺流程和开拓市场，短期内难以扩大装置规模，但有望凭借较高的产品单价和毛利为公司贡献一定的业绩。

五、房地产业务增厚明后年业绩，搬迁后土地增值可期

2007 年 11 月公司公告与广东中建投资发展有限公司、广东万信投资有限公司三方出资设立项目公司合作开发揭阳市区房地产，公司持股 45%。公司目前可供开发的地块面积为 570.5 亩，合 38 万平米，容积率 ≤ 3.5 ，项目开发期为 4 年。公司目前正在开发的“榕江华府”商品房面积为 17.7 万平米，属于当地的高档楼盘。今年四季度将开始预售，预计售价约为 3500 元/平米，但今年内尚不会结算并贡献业绩。

揭阳地区可供开发地块稀少，且潮汕商人较多，具有较强的置业能力和动机。公司的拿地成本较低，土地和建安成本约为 1600 元/平米，假设 10 年 17.7 万平米完成销售并结算，今后按照相同进度开发和销售，我们按 15% 的销售净利率测算，对公司 10、11 年 EPS 的增厚为 0.08 元。

位于潮汕机场附近的“揭阳市榕泰化工基地”地块总面积 1000 亩，当时的拿地成本为 4 万元/亩左右，目前该地的工业用地均价为 10 万元/亩，而商业用地地价已超过 120 万元/亩，如果公司顺利完成用途变更的申请（“政府将规划将该区域调整为物流商务区”，“原选址部分土地将按政府规划并结合公司需要由公司向有关部门申请变更为商业用地”）。该地块当大幅增值，假设其中 1/3 的土地被允许变更为商业用地，土地增值将为公司价值带来 3.8 亿元的提升。

六、中石油炼化项目为公司长期发展带来机会

2009 年 3 月 12 日，广东省人民政府与中国石油天然气集团公司签署战略合作协议，中石油将在揭阳市惠来县大南海（国际）石化综合工业园区建设的炼油项目，首期规模为 2000 万吨/年，建设周期为三年，计划投资 550 亿元。中石油集团将持有该炼油厂 51% 以上的股份。剩余股份将由委内瑞拉国有石油公司 Petroleos de Venezuela SA 持有，主要加工来自委内瑞拉的重油。

我们认为，这个项目对公司的长期发展将产生深远的影响：公司产能的扩张，对邻二甲苯等原料的需求大增，该炼厂的投产将有望使公司对原料的需求得到就近解决，节省了运费和存储费用。此外，炼厂丰富的产品和副产品将为公司提供新的投资机会，公司还有机会依靠地利之便和本身的技术特色与中石油开展合作，使公司在经营规模和技术力量上得到全面的提升。

七、公司业绩预测

1、按照当前股本的业绩预测

我们的盈利基于以下假设条件：

- ✓ 今后几年，公司将受益于两个关于加强密胺仿瓷餐具管制的强制性国家卫生标准的颁布带来的新客户、餐饮业的发展和新产能的投放，但考虑经济尚在复苏之中，这将使公司 ML 氨基塑料产量的 09 年的增长低于往年，增长率约 15%，而坐便器市场的开拓将为公司贡献约 6000 吨的产量增长，09 年 ML 氨基塑料共计增长约在

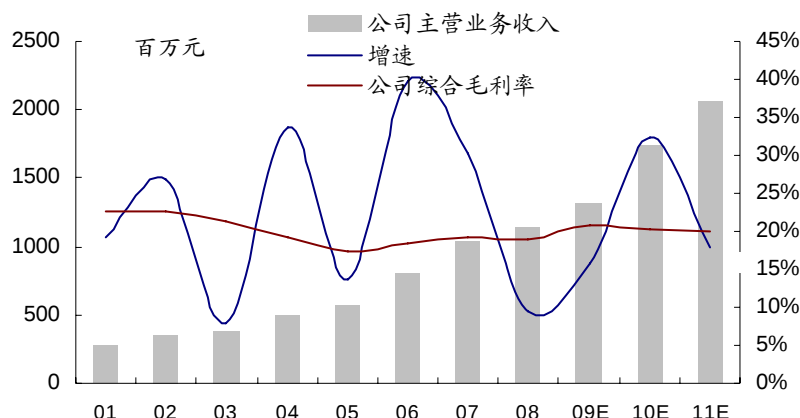
20%左右，而 10 年经济复苏后还将保持这样的增速。

- ✓ 苯酐/DOP 业务由于揭阳鞋业的回暖和经营团队的成熟，09 年 2、3 季度平均开工率恢复至 50%，而 1、4 季度保持在 30% 左右，明年旧装置全年平均开工率达到 60%。
- ✓ 下半年验收后投产的环保型 IC 环氧塑封料，将面临一个技术优化和市场拓展期，仅有小批量的产出，我们保守估计 09、10 分别生产 100、300 吨，11 年完全达产。
- ✓ 仿瓷餐具和其他销售业务的规模由于不是主业而保持不变。
- ✓ 10、11 年房地产业务保持目前的开发速度，并于次年完成销售并结算。

表 6、销售收入结构预测

产品销量 (万吨)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
ML 氨基复合材料	7.9	10.0	12.1	14.8	15.1
DOP	1.0	1.3	1.9	3.0	4.5
苯酐	1.3	0.6	0.8	1.2	1.7
环氧塑封料 (吨)			100.0	300.0	500.0
产品单价 (元/吨)					
ML 氨基复合材料	8000	7700	7300	7700	8000
DOP	11600	10500	9300	9600	10200
苯酐	9000	8500	7900	8400	8800
环氧塑封料			120000	120000	120000
产品成本 (元/吨)					
ML 氨基复合材料	5932	5962	5475	5929	6080
DOP	9656	8546	7590	7980	8466
苯酐	8548	8794	7410	8160	8536
环氧塑封料			80000	78000	76000
主营业收入 (百万元)					
ML 氨基复合材料	628.6	772.1	885.7	1139.8	1208.0
DOP	113.6	133.2	176.7	288.0	459.0
苯酐	120.8	46.8	63.2	100.8	149.6
环氧塑封料			12.0	36.0	60.0
仿瓷餐具	20.2	19.7	20.0	20.0	20.0
其他	155.5	165.5	160.0	160.0	160.0
毛利率					
ML 氨基复合材料	25.8%	23.1%	25.0%	24.0%	24.0%
DOP	16.8%	16.6%	17.0%	16.0%	17.0%
苯酐	5.0%	-3.5%	5.0%	4.0%	3.0%
环氧塑封料			33.3%	35.0%	36.7%
仿瓷餐具	12.8%	17.0%	18.0%	15.0%	15.0%
其他	6.6%	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利额 (百万元)					
ML 氨基复合材料	162.5	178.2	221.4	273.6	289.9
DOP	19.0	22.1	30.0	46.1	78.0
苯酐	6.1	-1.6	3.2	4.0	4.5
环氧塑封料			4.0	12.6	22.0
仿瓷餐具	2.6	3.4	3.6	3.0	3.0
其他	10.3	14.0	12.8	12.8	12.8
合计收入 (百万元)	1039	1137	1318	1745	2057
收入增长率	31%	9%	16%	32%	18%
总体毛利率	19.3%	19.0%	20.9%	20.2%	19.9%

资料来源：招商证券 注：由于 07、08 年产品产量并未披露，表中 07、08 年产量和单价均为推算值；2、其他为公司销售聚氯乙烯以及甲醛的收入，我们假设其没有增长。

图22: 公司主营业务收入一直保持增长且毛利率稳定


资料来源: 公司资料, 招商证券

表 7: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1039	1137	1318	1745	2057
营业成本	838	921	1043	1393	1646
营业税金及附加	4	4	4	5	6
营业费用	11	10	17	24	29
管理费用	21	27	32	42	49
财务费用	27	46	42	40	46
资产减值损失	4	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(1)	0	42	42
营业利润	133	115	180	282	322
营业外收入	12	11	0	0	0
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	145	123	180	282	322
所得税	9	8	27	36	42
净利润	136	115	153	246	280
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	136	115	153	246	280
EPS (元)	0.38	0.22	0.29	0.46	0.53

资料来源: 招商证券 注: 业绩预测未考虑定向增发股本摊薄

预测结果。若不包含房地产投资收益, 09、10、11 年 EPS 分别为 0.29、0.38 和 0.45 元, 房地产项目将增厚 10、11 年 EPS 0.08 元, 即 10、11 年 EPS 分别达到 0.46、0.53 元。

2、公司拟非公开增发 1 亿股

公司 09 年 3 月 26 日公告非公开增发预案:公司向不超过 10 名的特定投资者非公开发行人不超过 10,000 万股股票, 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%, 拟募集资金净额预计不超过 40,000 万元。**募集资金投向为:**所募集资金中的 10,000 万元将用于偿还银行贷款, 其余部分用于补充公司流动资金, 通过募集资金的

注入以满足公司生产规模扩大对流动资金的需要。公司 7 月 16 日公告，该方案已经通过证监会发审委的审核。

按照增发 10000 万股、募集资金 4 亿元测算，我们假设 09 年 4 季度募集资金到位，我们预计将减少 09、10、11 年公司财务费用各 450 万元、1802 万元和 1802 万元。

按增发后股本，09、10、11 年全面摊薄 EPS 分别为 0.25、0.42 和 0.47 元。

八、估值与投资建议

当前股价 7.67 元，对应 09、10、11 年 EPS 分别为 26.8 倍、16.6 和 14.6 倍 PE。对应增发摊薄后的 EPS，09、10、11 年 PE 分别为 30.7 倍、18.3 倍和 16.3 倍。

考虑到公司主业 ML 氨基复合材料较强的技术实力和定价能力、稳定的综合毛利率、持续的成长性和新业务增长超预期的可能性，我们对化工业务和房地产业务分别按照 10 年 20~25 倍 PE 估值，对应目标价 9.2~11.5 元，首次给予“强烈推荐-A”的投资评级。建议投资者买入，并可作为长期投资标的。

我们还将密切跟踪公司环保型 IC 环氧塑封料和新上苯酐/增塑剂等项目的投产情况，并适时调整公司的盈利预期。

图23：广东榕泰历史PE Band



资料来源：招商证券

图24：广东榕泰历史PB Band



资料来源：招商证券

风险提示：

1. 目前主要原材料价格处于低位，随着经济的复苏有成本上升的风险，但是公司主要产品凭借很高的市场占有率和优秀的产品质量，具有较强的成本转嫁能力，以继续保持较稳定的利润率。
2. 全球宏观经济仍存在不确定性，揭阳地区塑料鞋业出口回暖情况出现反复。
3. 环保型 IC 环氧塑封料项目的投产和上量进度由于技术和市场风险而低于预期。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	783	807	923	1137	1542
现金	198	146	184	181	428
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	217	242	277	367	432
其它应收款	4	2	4	5	6
存货	221	242	271	362	428
其他	143	175	188	223	247
非流动资产	1006	1241	1293	1328	1325
长期股权投资	0	212	212	212	212
固定资产	547	783	807	811	788
无形资产	109	107	107	107	96
其他	349	140	167	198	229
资产总计	1789	2048	2216	2465	2867
流动负债	647	833	864	891	1041
短期借款	440	630	630	600	700
应付账款	58	34	73	84	99
预收账款	75	60	52	70	82
其他	75	109	108	138	159
长期负债	24	0	0	0	0
长期借款	24	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	671	833	864	891	1041
股本	356	533	533	533	533
资本公积金	410	232	232	232	232
留存收益	346	443	580	802	1054
少数股东权益	7	7	7	7	7
母公司所有者权益	1111	1208	1345	1567	1819
负债及权益合计	1789	2048	2216	2465	2867

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	63	146	220	140	260
净利润			153	246	280
折旧摊销			56	57	67
财务费用			42	40	46
投资收益			0	(42)	(42)
营运资金变动			(35)	(164)	(110)
其它			4	3	18
投资活动现金流	(126)	(319)	(110)	(90)	(80)
资本支出			(110)	(90)	(80)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	12	122	(73)	(53)	68
借款变动			(15)	(30)	100
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(15)	(25)	(28)
其他			(42)	2	(4)
现金净增加额	(50)	(51)	37	(3)	248

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1039	1137	1318	1745	2057
营业成本	838	921	1043	1393	1646
营业税金及附加	4	4	4	5	6
营业费用	11	10	17	24	29
管理费用	21	27	32	42	49
财务费用	27	46	42	40	46
资产减值损失	4	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(1)	0	42	42
营业利润	133	115	180	282	322
营业外收入	12	11	0	0	0
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	145	123	180	282	322
所得税	9	8	27	36	42
净利润	136	115	153	246	280
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	136	115	153	246	280
EPS (元)	0.38	0.22	0.29	0.46	0.53

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	30%	9%	16%	32%	18%
营业利润	41%	-14%	57%	57%	14%
净利润	50%	-15%	33%	61%	14%
获利能力					
毛利率	19.3%	19.0%	20.9%	20.2%	19.9%
净利率	13.1%	10.1%	11.6%	14.1%	13.6%
ROE	12.2%	9.5%	11.4%	15.7%	15.4%
ROIC	9.5%	8.1%	9.5%	12.9%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	37.5%	40.7%	39.0%	36.2%	36.3%
净负债比率	25.9%	31.5%	28.4%	24.4%	24.4%
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.9	0.7	0.8	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	4.1	4.0	4.1	4.4	4.2
应收帐款周转率	5.6	5.0	5.1	5.4	5.2
应付帐款周转率	15.6	20.0	19.5	17.8	18.1
每股资料(元)					
每股收益	0.38	0.22	0.29	0.46	0.53
每股经营现金	0.18	0.27	0.41	0.26	0.49
每股净资产	3.12	2.26	2.52	2.94	3.41
每股股利	0.05	0.02	0.03	0.05	0.05
估值比率					
PE	20.0	35.6	26.8	16.6	14.6
PB	2.5	3.4	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	22.0	21.4	16.0	11.7	10.2

资料来源：公司报表、招商证券、注：业绩预测未考虑定向增发股本摊薄

敬请阅读末页的重要说明

分析师简介

张志宏，北京大学生物化学专业硕士，3 年医药、化工行业研究经历，2007 年 10 月加盟招商证券从事基础化工行业研究。

廖振华，上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业助理分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。