



上市公司深度调研报告

基础化工—塑料

买入 维持

广东榕泰（600589）

2009 年 07 月 28 日

股票价格

20090727 收盘价	7.76 元
6 个月内目标价	13.93 元
52 周内股价波动	2.72-7.87 元

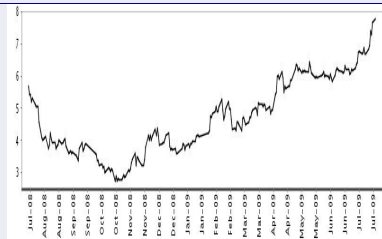
主要估值指标

	2008	2009E	2010E
市盈率	35.97	21.95	8.41
市净率	2.75	2.21	1.87
PEG	0.45	0.28	0.11
EV/EBITDA	22.33	16.31	6.20

股本结构

总股本（万股）	60325.00
流通 A 股（万股）	53325.00
B 股/H 股（万股）	0/0

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

广东榕泰：高成长的大幕才刚刚开启	2007.3.12
广东榕泰初长成 价值空间待君识	2007.3.22
从容应对危机 业绩增长可期	2009.4.15
净利润同比增加当属不易	2009.4.22

基础造纸化工行业高级分析师
刘金
电话：021-63411392
Email：liujin@htsec.com

主业增长，房产具备可持续性

公司的主业正在逐步恢复；房地产业务也正提上日程，并具有可持续性；新的利润增长点不断涌现。近期公司定向增发即将完成。考虑到公司的高增长态势，我们给予榕泰 13.93 元的 6 个月目标价，并维持对其的买入评级。

主要财务数据及预测

	2008	2009E	2010E	2011E
净利润增长率（%）	-15.42	63.86	160.95	13.96
毛利率（%）	18.99	22.60	29.48	28.56
净资产收益率（%）	9.52	10.57	22.16	21.29
每股经营性现金流（元）	0.27	0.97	1.42	1.20
每股收益（元）	0.22	0.30	0.78	0.89

资料来源：海通证券研究所

- **ML 材料主业回暖。**ML 材料一直是公司的主打产品。2008 年营业收入中，氨基复合材料占 78.98%。今年以来，公司的 ML 材料主业逐步回暖。这突出表现在三个方面：第一，ML 材料需求逐步恢复；第二，ML 材料用途不断拓展；第三，ML 材料毛利率有所提升。
- **苯酐/DOP 业务今年毛利提升，明年产能扩张。**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。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。
- **房地产开发具有可持续性。**明年开始房地产业务开始贡献稳定收益；老厂区搬迁有望带来商业地产来源；中石油炼化项目或将给公司带来巨大机会。
- **IC 封装料将成为公司未来新的利润增长点。**经过几年的努力，榕泰在 IC 封装料的研制上已经取得突破。出于谨慎考虑，我们假定 2011 年开始 IC 封装料有望产生效益。
- **定向增发近期将完成。**增发价预计在 6 元左右，发行股数为 7000 万股上下。此次发行数量低于之前市场的预期。
- **盈利预测与投资建议。**不考虑公司对机场附近老厂区的处置（出售或开发商业地产）。我们假定，从 2011 年开始，公司的 IC 封装业务开始贡献收益。根据海通估值模型，我们预计公司 2009 - 2011 年摊薄后 EPS 分别为 0.30 元、0.78 元和 0.89 元。很明显，由于主业的稳定增长和房地产业务开始贡献利润，如果房地产业务均匀贡献利润，2010 年，榕泰每一季度都会大幅预增。综合绝对估值和相对估值，广东榕泰的合理价位为 13.93 元，距离目前股价有 79.51% 的空间。综合考虑，我们维持对广东榕泰的“买入”评级。
- **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。

目 录

投资要点.....	3
1. ML 材料主业回暖	4
2. 苯酐/DOP 业务今年毛利提升，明年产能扩张.....	4
3. 房地产开发具有可持续性	5
4. IC 封装料将成为公司未来新的利润增长点	7
5. 定向增发近期将完成.....	7
6. 风险揭示.....	8
7. 盈利预测与估值分析.....	8
7.1 盈利预测的基本假设.....	8
7.2 DCF 估值.....	10
7.3 PE 估值	10
7.4 PB 估值	10
7.5 结论	11
财务报表分析和预测	12

投资要点

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。今年以来，公司的主业正在逐步恢复；房地产业务也正提上日程，并具有可持续性；新的利润增长点不断涌现。近期公司定向增发即将完成。我们预计公司2009 - 2011年摊薄后EPS分别为0.30元、0.78元和0.89元。考虑到公司的高增长态势，我们给予榕泰13.93元的6个月目标价，并维持对其的买入评级。

估值分析

不考虑公司对机场附近老厂区的处置（出售或开发商业地产）。我们假定，从2011年开始，公司的IC封装业务开始贡献收益。根据海通估值模型，我们预计公司2009 - 2011年摊薄后EPS分别为0.30元、0.78元和0.89元。很明显，由于主业的稳定增长和房地产业务开始贡献利润，如果房地产业务均匀贡献利润，2010年，榕泰每一季度都会大幅预增。综合绝对估值和相对估值，广东榕泰的合理价位为13.93元，距离目前股价有79.51%的空间。综合考虑，我们维持对广东榕泰的“买入”评级。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- ML材料主业回暖。突出表现在三个方面：第一，ML材料需求逐步恢复；第二，ML材料用途不断拓展；第三，ML材料毛利率有所提升。
- 苯酐/DOP业务今年毛利提升，明年产能扩张。
- 房地产开发具有可持续性。明年开始房地产业务开始贡献稳定收益；老厂区搬迁有望带来商业地产来源；中石油炼化项目或将给公司带来巨大机会。
- IC封装料将成为公司未来新的利润增长点。经过几年的努力，榕泰在IC封装料的研制上已经取得突破。出于谨慎考虑，我们假定2011年开始IC封装料有望产生效益。
- 定向增发近期将完成。

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

1. ML 材料主业回暖

ML 材料一直是公司的主打产品。2008 年营业收入中，氨基复合材料占 78.98%。今年以来，公司的 ML 材料主业逐步回暖。这突出表现在三个方面：第一，ML 材料需求逐步恢复；第二，ML 材料用途不断拓展；第三，ML 材料毛利率有所提升。

去年下半年受全球金融危机影响，榕泰的 ML 材料下游需求受到了较大影响，主要表现在下游餐具企业出口不畅。今年以来，随着国家石化、轻工等行业扶持政策的出台和全球经济的回暖，榕泰下游出口也有所恢复。今年一季度公司 ML 材料用于出口和用于内销的比例曾达到 30%: 70%，目前，这一比例接近 50%:50%。

另外，为了积极应对经济危机，公司在开发食品级 ML 材料的同时，也在积极开拓非食品级 ML 材料市场。非食品级一方面用于制造日用电器配件、工业电气配件、电脑配件，另一方面作为高档卫生洁具（如高档马桶盖）的原料制作高档洁具。据有关专家估算，国内仅高档马桶盖的市场容量就高达 20 亿元。所以，榕泰积极开发 ML 材料的新用途，会保持公司主业的持续发展。这也从一方面证明了 ML 材料是一种化工新材料，可以满足多层次的市场需求。

图 1 ML 材料制作的电器开关



资料来源：公司调研，海通证券研究所

图 2 ML 材料制作的高档马桶盖



资料来源：公司调研，海通证券研究所

从国内市场来看，国内氨基模塑料材料需求逐年递增，需求量由 2003 年的 12 万吨迅速上升到 2006 年的 25 万吨；2008 年国内市场对氨基模塑料材料需求量已超过 30 万吨。受需求拉动及成本涨价的影响，国内氨基模塑料材料的价格呈逐年增长，尤其是较高档氨基模塑料材料由 2007 年的年初约 6800 元/吨增长至 2008 年初的约 7500 元/吨。因此，可以预计，榕泰在国内市场开拓方面有相当广阔的空间。

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。由于甲醇、尿素和木浆价格较去年同期大幅下降，虽然 ML 材料产品价格也有所下降，但成本下降程度更大，这为公司 ML 材料毛利率提升打下了基础。

2. 苯酐/DOP 业务今年毛利提升，明年产能扩张

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。

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。今年上半年，揭阳地区鞋子出口数量和金额都较去年同期有 10% 以上的上涨。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。下表为 2008 年底我国主要增塑剂生产厂商一览。

表 1 2008 年底我国主要增塑剂生产厂商一览

企业名称	产能（吨/年）	产品类型
山东齐鲁增塑剂股份有限公司	苯酐 7 万吨，增塑剂 40 万吨	DOP、DBP、DINP、DIDP 等
山东宏信化工有限公司	苯酐 18 万吨，增塑剂 26 万吨	DOP、DBP、DIBP
中石化金陵石油化工有限公司	苯酐 10 万吨，增塑剂 30 万吨	DOP、DBP
杭州华泰精细化工有限公司	增塑剂 25 万吨	DOP、DBP、DOTP、TOTM 等
埃克森化工（番禺）有限公司	增塑剂 11 万吨	DINP
河南安庆化工有限公司	苯酐 6 万吨，增塑剂 10 万吨	DOP、DBP、DINP、DOA 等
爱敬（宁波）化工有限公司	增塑剂 15 万吨	DOP、DBP、DOTP、DOA 等
天津溶剂厂	增塑剂 3 万吨	DOP、DBP、DIBP、DHP
广东榕泰实业股份有限公司	苯酐 2 万吨，增塑剂 5 万吨	DOP

资料来源：海通证券研究所

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。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。

3. 房地产开发具有可持续性

3.1 明年开始房地产业务开始贡献稳定收益

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。

项目一期原计划销售面积为 18 万平方米。其中，住宅 15 万平方米左右，商铺面积为 3 万平方米上下。目前，一期项目地下部分已经施工完毕，9 月底计划预售。近期我们调研中了解到，一期建筑面积 193380.90 平方米。其中，住宅建筑面积 174001.80 平方米，商业建筑面积 18080.60 平方米，总户数为 1455 户。一期配套设施也比较完善，揭阳当地有名的揭阳一中、凤潮中学就在一期对面，主要建筑仅靠榕江。

图 3 广东榕泰房地产项目一期现场



资料来源：公司调研，海通证券研究所

图 4 广东榕泰房地产项目一期现场



资料来源：公司调研，海通证券研究所

由于 9 月底才开始销售，预计明年房地产业务开始贡献收益。我们判断该地块能稳定开发 4-5 年。

3.2 老厂区搬迁有望带来商业地产来源

揭阳潮汕新机场已经在 2007 年下半年动工，预计 2011 年前交付使用。榕泰在机场附近有占地 1000 亩地的老厂区。其中，350 亩左右可以变更为商业用地。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地变更为商业用地。届时，公司补缴少量的土地出让金后可以 80 万元/亩左右的价格出售这部分地块，也可以将这 350 亩地块用作商业地产开发。如果这样的话，公司未来将增加一块商业地产来源。

同时，其余的 650 亩老厂区土地仍可以用于污染小的化工园区开发用地。

图 5 广东榕泰老厂区现场



资料来源：公司调研，海通证券研究所

图 6 广东榕泰老厂区现场



资料来源：公司调研，海通证券研究所

3.3 中石油揭阳炼化项目或将给公司带来巨大机会

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 3 年,计划投资 550 亿元。该项目最终的建设规模为 5000 万吨/年。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。该项目属于我国“原油换市场”计划的一部分,由委内瑞拉提供原油,所产成品油在中国市场销售,根据 2008 年 5 月中委签署的协议,项目建成后,委内瑞拉将向中国供应 30 万桶/天原油,其中约有 70%为高硫燃料油。

我们认为,该项目落户揭阳有望给榕泰带来巨大机会。首先,中石油炼化产品将给榕泰等当地化工企业带来便利的优质化工原料,能大大降低运输成本。其次,预计该炼厂占地 5000 亩地,有望在项目旁建设专门的化工城。作为揭阳第一大利税大户,榕泰有望在化工城项目上开发上有所作为。如果这样,远期公司的房地产业务将具有可持续性。

4.IC 封装料将成为公司未来新的利润增长点

密胺塑料用途广泛,其中的配方稍有改变即可用作其他产品的原料。其中,IC 封装用环氧塑封料项目就是公司未来一个新的利润增长点。

2006 年底,公司董事会通过议案,决定投资 10885 万元建设高性能绿色环保型 IC 封装用环氧塑封料项目。绿色环保型 IC 封装用环氧塑封料主要用于集成电路的封装。目前,由于欧盟公布了 WEEE(废弃的电气和电子装置)、RoHS(在电气和电子设备中限制使用其废弃物会产生有害物质的某些材料)两个指令,指令规定从 2006 年 7 月 1 日起,在新投放市场的电子电气设备产品中,限制使用铅(阴极射线管中的铅除外)、6 价铬、镉、多溴联苯、卤化阻燃剂、放射性物质、石棉等六种有害材料。

目前国内集成电路所用国内环氧塑封料还达不到欧美等环保要求,极大地影响了我国电子产品的出口。因此,作为世界上的电子产品生产大国和出口大国,开发符合欧洲最新的环保法规(RoHS、WEEE)要求的高性能环保型封装材料,支持国内电子信息产业的发展和产品出口,在我国就显得较迫切。国家发改委已将高性能、环保型环氧塑封料列为国家优先发展的高技术产业化重点领域。

目前世界上环氧塑封料生产厂家主要垄断在日本企业手中,包括住友电工、日东电工、日立化成、松下电工、信越化学、京瓷化学(东芝)等。广东榕泰 2006 年初研制成功的高性能绿色环保型 IC 封装用环氧塑封料不含卤素、不含镉、不含重金属,具有绿色环保性和超纯净性,完全符合欧盟 RoHS 指令要求,技术达到国际先进水平。而且,该产品的配方、工艺线路合理可行。

公司计划根据市场需求情况分期实施,最终形成 3000 吨/年的生产规模。该项目建成后,将有望为公司每年新增利润 5000 万元左右。其中项目的一期为 500 吨/年。

经过几年的努力,榕泰在 IC 封装料的研制上已经取得突破。出于谨慎考虑,我们假定 2011 年开始 IC 封装料有望产生效益。

5. 定向增发近期将完成

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。

前期公司公告,已经取得证监会相关增发批文。从目前市场情况看,我们预计增发

价为 6 元左右，发行股票数量在 7000 万股上下。这样，此次发行对业绩的摊薄不会很大。

之前公司公告显示，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。

6. 风险揭示

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。

7. 盈利预测与估值分析

我们分别用 DCF、市盈率和市净率三种不同的方式对广东榕泰进行估值。

7.1 盈利预测的基本假设

不考虑公司对机场附近老厂区的处置（出售或开发商业地产）。根据前文的分析，我们对公司 ML 材料、苯酐/DOP 以及房地产业务的营收预测如表 2 - 表 4 所示。另外，我们假定，从 2011 年开始，公司的 IC 封装业务开始贡献收益。同时，需要指出的是，公司所做的房地产业务营收预测是针对整个项目公司而言的，广东榕泰在其中只占有 45% 的权益。

最终得到的利润预测如三大附表所示。我们看到，公司 2009 - 2011 年摊薄后 EPS 分别为 0.30 元、0.78 元和 0.89 元。很明显，由于主业的稳定增长和房地产业务开始贡献利润，如果房地产业务均匀贡献利润，2010 年，榕泰每一季度都会大幅预增。

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）	5790.96	6370.05	7007.06
单位成本（元/吨）	4207.48	4607.19	4837.55
毛利率	0.27	0.28	0.31
销售收入（万元）	86864.33	127401.02	154155.24
毛利（万元）	23752.09	35257.14	47729.06

资料来源：海通证券研究所

表 3 广东榕泰苯酐/DOP 营收预测

苯酐/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)	3240.66	3629.54	3992.49
单位成本 (元/吨)	2780.05	3197.06	3516.77
毛利率	0.14	0.12	0.12
销售收入 (万元)	16203.29	54443.04	59887.34
毛利 (万元)	2303.03	6487.15	7135.86

资料来源：海通证券研究所

表 4 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)		25.00	20.00
住宅价格 (元/平米)		4000.00	4000.00
商铺销售面积 (万平方米)		3.00	0.00
商铺销售价格 (元/平米)		6000.00	6000.00
单位成本 (元/平米)		1500.00	1500.00
总成本 (万元)		42000.00	30000.00
毛利率		0.64	0.63
销售收入 (万元)		118000.00	80000.00
毛利 (万元)		76000.00	50000.00
营业税及附加 (万元)		6490.00	4400.00
税率		0.06	0.06
土地增值税 (万元)		9440.00	6400.00
税率		0.08	0.08
销售费用 (万元)		3540.00	2400.00
费率		0.03	0.03
管理费用 (万元)		2360.00	1600.00
费率		0.02	0.02
财务费用 (万元)		3540.00	2400.00
费率		0.03	0.03

资料来源：海通证券研究所

7.2 DCF 估值

表 5 海通证券 DCF 估值模型的基本假设

股权成本 (%)	11.90
无风险收益率 (%)	3.50
风险溢价 (%)	8.00
贝塔值	0.95
债权成本 (%)	6.00
目标资产负债率 (%)	55.00
加权资本成本 (%)	7.80
永续增长率 (%)	1.50
企业价值 (万元)	737786
债务价值 (万元)	65224
内在股权价值 (万元)	687194
内在股权价值 (元)	10.85

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 6 DCF 估值敏感性分析 (元)

		g						
		0.0000	0.0050	0.0100	0.0150	0.0200	0.0250	
wacc	10.85	4	17.97	20.51	23.89	28.62	35.72	47.56
	5	14.21	15.76	17.71	20.20	23.54	28.20	
	6	11.69	12.74	14.00	15.53	17.45	19.91	
	7	9.90	10.65	11.52	12.55	13.79	15.30	
	8	8.56	9.12	9.75	10.49	11.35	12.37	
	9	7.51	7.94	8.43	8.98	9.61	10.34	
	10	6.67	7.02	7.40	7.83	8.31	8.85	
	11	5.99	6.27	6.57	6.91	7.29	7.71	
	12	5.42	5.65	5.90	6.17	6.48	6.81	

资料来源：海通证券研究所

取折现率 7% - 8%，永续增长率 1% - 1.50%，利用海通估值模型计算，广东榕泰的内在价格在 9.75 - 12.55 元之间。基于以上假定以及 8% 的贴现率、1.5% 的永续增长率和 55% 的目标资产负债率，用海通 DCF 估值模型计算公司内在价值。DCF 估值模型结果显示，广东榕泰的每股内在合理价格为 10.85 元。

7.3 PE 估值

我们认为，ML 材料的应用前景广泛，食品级和非食品级都有巨大发展空间；公司的房地产业务具有持续性。目前，化工行业公司的平均股价已经达到 10.98 元（按照上交所的统计），动态市盈率已经超过 20 倍；房地产行业上市公司的动态市盈率也已经超过了 25 倍。比照它们的估值，我们按照 2010 年业绩给予广东榕泰 20 倍市盈率的相对估值，这样计算公司的合理目标价格在 15.60 元。

7.4 PB 估值

按照聚源数据库的统计，当前化工类股票平均市净率为 3.97 倍。根据我们的测算，广东榕泰 2009 年和 2010 年每股净资产分别为 2.82 元和 3.51 元。按照 3.97 倍的市净率计算，公司合理股价为 11.20 - 13.93 元。

7.5 结论

综合绝对估值和相对估值，广东榕泰的合理价位为 13.93 元，距离目前股价有 79.51%的空间。综合考虑，我们维持对广东榕泰的“买入”评级。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	35.97	21.95	8.41	7.38
P/B	2.75	2.21	1.87	1.57
P/S	3.64	3.20	1.51	1.36
EV/EBITDA	22.33	16.31	6.20	4.97

偿债能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率	0.69	0.49	0.57	0.52
借款/股东权益	0.53	0.36	0.30	0.26
已获利息倍数	3.50	7.84	25.63	27.98
流动比率	0.97	1.77	1.85	2.10
速动比率	0.68	1.49	1.47	1.69
现金比率	0.18	0.97	1.13	1.33

盈利能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	18.99	22.60	29.48	28.56
息税摊销折旧利润率	18.25	22.33	24.58	25.45
净利润率	10.12	14.60	18.01	18.47
净资产收益率	9.52	10.57	22.16	21.29
资产回报率	5.62	7.06	14.05	14.00
投资回报率	6.18	7.74	17.01	16.86

经营效率指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	4.41	8.96	86.13	84.63
存货周转率	3.75	2.73	3.76	3.74
总资产周转率	0.48	0.42	0.73	0.71
固定资产周转率	1.33	1.57	3.10	3.29

盈利增长 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	9.50	13.54	111.55	11.10
营业利润增长率	-13.97	75.24	183.52	14.16
EBIT 增长率	0.22	43.91	156.89	13.76
EBITDA 增长率	3.07	38.89	132.87	15.02
净利润增长率	-15.42	63.86	160.95	13.96

利润表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	113731.37	129130.60	273175.77	303498.29
营业成本	92131.05	99947.08	192643.56	216819.18
销售费用	987.66	1936.96	4889.85	5098.77
管理费用	2714.32	3099.13	6556.22	7405.36
财务费用	4593.56	2950.99	2318.50	2416.45
投资收益	-61.53	-61.53	-61.53	-61.53
营业利润	11482.16	20121.43	57048.62	65127.56
EBIT	16075.72	23133.94	59428.65	67605.54
折旧摊销	4685.44	5701.28	7719.41	9628.00
EBITDA	20761.16	28835.22	67148.06	77233.54
利润总额	12306.79	20946.05	57873.25	65952.19
所得税	815.78	2094.61	8680.99	9892.83
少数股东损益	-13.26	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	11504.27	18851.45	49192.26	56059.36
每股收益 (元)	0.22	0.30	0.78	0.89

资产负债表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	14632.00	85577.41	141629.18	175808.75
应收款项	41933.03	45124.69	42653.67	47946.66
存货	24166.53	24986.77	48160.89	54204.79
流动资产	80731.57	155688.87	232443.73	277960.20
固定资产	91821.34	79210.05	85683.84	90625.08
总资产	204836.40	267022.12	350092.89	400395.08
应付帐款	3422.06	6996.30	13485.05	15177.34
长期借款	0.00	0.00	2000.00	4000.00
总负债	83314.84	87922.03	127331.26	136332.53
少数股东权益	740.37	740.37	740.37	740.37
股东权益	121521.56	179162.96	222761.67	264062.57
付息负债	64483.66	64483.66	66483.66	68483.66
每股净资产 (元)	2.27	2.82	3.51	4.16

现金流量表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	11491.01	18851.45	49192.26	56059.36
折旧摊销	4685.44	5701.28	7719.41	9628.00
营运资金变动	9708.51	-287.32	-13480.89	4990.15
经营活动现金流	14578.08	51721.36	75653.50	63781.64
固定资产投资	801.21	16490.51	14035.32	14413.72
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	-20654.89	16490.51	14035.32	14413.72
投资活动现金流	-31904.83	-16552.04	-14096.85	-14475.26
公司自由现金流	30641.93	10318.64	57679.34	47688.83
股权自由现金流	44492.22	7662.76	57708.61	47634.85
债务变化	18139.36	0.00	2000.00	2000.00
股票发行	0.00	39000.00	0.00	0.00
融资活动现金流	12194.70	35986.00	-5566.92	-15126.06
现金净流量	-5132.05	71155.32	55989.73	34180.32
每股经营性现金流 (元)	0.27	0.97	1.42	1.20

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2009 年 7 月 28 日)		
	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	84	7
增持	92	14
中性	41	12
减持	0	0
卖出	0	0
总数	217	11

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。

免责声明

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。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
电话：(021) 23219381
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com