

高分子新材料制造业

报告原因：中报点评

2009年8月27日

市场数据：2009年8月27日

收盘价（元）	7.01
一年内最高/最低（元）	8.64/2.72
市净率	2.96
息率（分红/股价）	0.29%

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2009年6月30日

每股净资产（元）	2.369
资产负债率%	43.17
总股本/流通A股(百万)	601.7/601.7
流通B股/H股（百万）	-/-

相关研究：

蜜胺龙头位置稳固，产区搬迁静待赔付——广东榕泰 08 年年报点评 2009-3-1

执笔人

裴云鹏

peiyunpeng@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

广东榕泰 (600589)

经济复苏下的多元成长

买入

上调评级

半年目标价 12.75 元/股

盈利预测：

单位：亿元、亿元、百万元、元、倍

	主营收入	主营成本	净利润	每股收益	市盈率
2008A	9.78	7.75	114.91	0.22	31.86
2009E	9.78	7.59	156.09	0.26	26.96
2010E	15.21	11.11	456.31	0.76	9.22
2011E	17.74	13.17	448.10	0.74	9.47

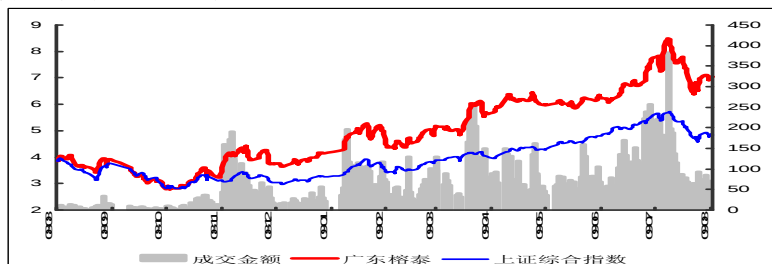
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 2009 年上半年，公司营业收入为 580,689,710.13 元，与去年同期相比增长了 0.17%。实现净利润为 65,900,815.23 元，比上年度同期减少 6.06%，每股盈利为 0.12 元，扣除非经常性损益后的每股盈利为 0.12 元。
- 公司在同业中具有非常明显的技术、成本优势，独享的 ML 辅料聚合工艺，使公司复合材料毛利率较其他公司要高出 10 个百分点，吨单位成本要少 300-500 元。但氨基复合材料上半年由于成本同比提升了 4.98 个百分点，毛利率同比减少 4.19 个百分点至 22.24%。
- 公司另一大类主要产品苯酐和 DOP 塑胶助剂目前主要应用于橡胶、PVC 的增塑，由于轮胎、房地产的开工加大，该类产品的毛利率同比增长 1.45 个百分点。
- 由于仿瓷餐具的准入规定中禁止使用脲醛树脂，同时密胺树脂的质量规范也将在 9 月中旬左右公布，因此公司的氨基树脂和仿瓷日用品销售预计都将受益，仿瓷品销量将在明年完全恢复。
- 公司 500 吨环保型环氧乙烷树脂 IC 封装膜 9 月份工程验收，由于替代的技术、市场壁垒，预计至少到 2010 年下半年才能产生规模化收益。
- 公司参股 45%的中建地产拥有土地面积 570 亩，目前开发 88 亩，建筑面积 17.7 万平米，公司预计年底预售，预售均价 3500 元/平米。
- 主要生产单位所处揭阳榕泰工业园已被征用。该地块 800 余亩，公司购置成本 4000 万，目前具体赔偿方案未出，以周边地价推算，净收入都应不低于 2000 万，将极大提高盈利，需密切关注。
- 公司增发方案将给公司带来 4 亿元左右的资金补充，可缓和财务费用压力并改善财务结构。
- 不考虑征地赔付和地产、IC 封装膜的扩产，鉴于经济复苏下的多元发展将加快步伐，并能取得较好收益，我们略提高公司 09 年的 EPS 0.22 元至 0.26 元，大幅提高 2009、2010 年盈利预测至 0.76、0.74 元，当前股价为 7.01 元/股，以房地产/新材料概念给予 25 倍市盈率，对应半年目标股价 12.75 元/股。即便征地赔付、IC 封装膜推广的不确定性，我们认为也可给予“买入”评级。

● 一年内股价与大盘对比走势：

●



本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqjfbz@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。



➤ **盈利预测：**由于宏观经济转好，并且房地产较我们预想的 2009 年低迷状态要好很多，这样使得公司参股的房地产公司年底的预售将相对容易，而且售价应能达到公司预期的 3500 元/平米；同时公司 DOP、苯酞系列产品也因为房地产极强的相关产品 PVC 的产销复苏而获得价格增长、毛利提升；此外公司其他项中主要构成的贸易部分也是以 PVC 贸易为主，在房产向上的情景下，利润空间也将加大；这样整体来说，由于房地产的转好，带来我们对于公司相关产品的预测调整向上。“三聚氰胺”风波的影响，带来整个仿瓷行业近一半市场的流失，虽然近期脲醛将退出仿瓷市场，密胺树脂将进一步规范化，这对一向规范的公司是有利的，但是短期之内对公司影响难于忽略，预计需要到 2010 年才可正常增长。公司目前正紧锣密鼓的进行着 500 吨/年集成电路（IC）环氧树脂封装膜生产线的建设，但是封装膜一来技术要求高，存在一定技术风险；同时封装膜试用周期长、市场拓展难，存在较大的市场风险；故此，封装膜项目认为需要在 2010 年下半年才能获取规模化的利润。当前股价为 7.01 元/股，不考虑征地赔付，不考虑扩产，鉴于公司股本变化，我们调整公司 09 年、10 年的 EPS 分别至 0.26 元和 0.76 元/股。公司目前身具房地产和化工新材料两大概念，在当前的流动性仍较高和未来的经济转暖情境下，对应 25 倍市盈率应没有问题，这样我们认为半年目标股价 12.75 元/股。即便考虑到征地赔付、IC 封装膜推广的不确定性，但征地赔付是一个增加收益行为，而且增发价格在 6.06 元/股，显示了公司长期价值，因此，我们认为可给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**

1. 世界经济 2010 年中仍不能有效回暖。
2. 公司地产、IC 封装膜产能扩张超出预期。
3. 公司新建密胺产能。
4. IC 封装膜生产线的技术、市场风险。
5. 地块赔付能否及如何实现。

公司利润表（单位：万元）

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	103869.00	113731.40	109158.81	168748.54	198913.31
其中：ML 材料	62863.59	77212.74	77406.26	123970.96	144632.78
苯酐	12078.54	4682.94	5237.96	7123.63	8310.90
二辛酯	11359.27	13320.71	13616.73	17760.95	20721.10
仿瓷制品	2015.51	1969.12	1181.47	2419.07	3594.04
甲醛	263.29	574.48	313.57	792.17	172.84
IC 封装膜			100.00	4000.00	7500.00
其他业务	15286.26	15971.38	11302.82	12681.77	13981.65
二、营业总成本	90522.97	102187.70	93630.16	132445.89	153412.39
其中：ML 材料	46613.87	59395.35	58374.14	83694.75	98495.23
苯酐	11472.88	4844.95	4625.06	6506.98	7867.92
二辛酯	9455.19	11110.03	11547.97	15325.46	17667.20
仿瓷制品	1758.37	1633.79	1004.57	2113.94	2835.82
甲醛	243.05	470.81	246.97	527.16	107.33
IC 封装膜			105.00	2950.00	4750.00
其他业务	14280.88	14676.12	10566.81	11855.96	12448.75
营业税金及附加	360.92	354.63	345.28	426.53	477.71
销售费用	1147.58	987.66	928.97	1038.26	1104.71
管理费用	2063.66	2714.32	2461.39	2953.67	3117.77
财务费用	2693.80	4593.56	3723.98	4708.18	4143.20
资产减值损失	423.87	1406.45	-300.00	345.00	396.75
加：公允价值变动收益					
投资收益		-61.53	1239.64	14480.81	4684.97
三、营业利润	13346.01	11482.16	16768.29	50783.46	50185.89
加：营业外收入	1154.00	1135.76	775.24	775.24	775.24
减：营业外支出	39.58	311.13	25.02	29.44	29.44
四、利润总额	14460.42	12306.79	17518.51	51529.27	50931.69
减：所得税费用	864.45	815.78	1909.77	5898.30	6121.39
五、净利润	13595.97	11491.01	15608.74	45630.97	44810.30
归属于母公司所有者的净利润	13602.43	11504.27	15608.74	45630.97	44810.30
少数股东损益	-6.46	-13.26			
六、每股收益：					
（一）基本每股收益(元/ 股)	0.38	0.22	0.26	0.76	0.74
（二）稀释每股收益(元/ 股)	0.38	0.22	0.26	0.76	0.74

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。