



## 回天胶业 (300041)

### 业绩触底反弹, 产品走向多元化

2013.04.03

分析师: 张伟 研究员: 潘天奇  
电话: 020-88836113 020-88836116  
邮箱: zhangwei@gzgzhs.com.cn pantq@gzgzhs.com.cn  
证书编号: A1310512070001 A1310113020001

**事件:** 我们于4月2日下午对公司进行了实地调研, 就近期经营情况及发展规划等问题进行了深入了解。

#### 投资要点:

● **工程胶粘剂龙头:** 公司主营高性能有机硅胶、聚氨酯胶、厌氧胶、环氧胶、丙烯酸酯胶等, 应用于汽车制造及维修、风力发电设备制造、太阳能电池板制造、电子电器等领域。其中高性能有机硅胶粘剂产能 8000 吨, 市场占有率第一; 聚氨酯产能 3000 吨; 太阳能电池背膜产能 1200 万平方米, 良品率达 90%。公司借助多年胶粘剂生产经验积累, 涉足光伏产业背膜生产, 太阳能电池背膜是目前国内光伏产业链中尚未国产化的最后一个环节。进口背膜价格较高, 国内太阳能电池制造商迫切期待国产背膜的大量生产。2012 年国内太阳能电池背膜需求量为 6800 万平米, 市场规模达 48 亿, 预计未来 3 年复合增长率将 20% 以上。

● **产品线扩大, 业绩平稳:** 2012 年公司实现营业收入 50,573.45 万元, 逆势增长 10.79%, 主要是由于公司维持成熟产品的市场份额, 同时调整产品结构, 太阳能背膜产能开始逐步投放, 2012 年背膜销售 175 万平方米, 贡献收入 5795 万元。但由于光伏行业组件整体价格下降, 背膜产品毛利率下滑明显。同时随着产品线扩大, 管理费用、销售费用同比增长, 12 年管理费用 7180 万元, 同比增长 13.72%, 销售费用 4832 万元, 同比增长 4.12%。公司通过整合有机硅胶、聚氨酯胶系列品种, 加大高毛利产品的开发力度, 2012 年综合毛利率基本稳定达到 37.66%, 净利润同比下滑 1.72%。

● **新增项目将推动业绩快速增长:** 公司新增募投项目 5000 吨硅胶粘剂、5000 吨聚氨酯胶粘剂、3000 吨密封胶项目进展顺利, 项目全部达产后, 公司工程胶粘剂总产能接近 2 万吨, 将进一步巩固在国内工程胶粘剂行业的龙头地位。同时, 随着太阳能光学背膜的产能继续投放, 公司将实现业绩的快速增长。

预计公司 2013-2014 年每股收益为 0.79 和 1.01 元, 对应最新股价动态 PE 分别为 18.6、14.6 倍, 给予公司“谨慎推荐”评级。

#### 盈利预测与估值

指标 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	505.7	682.7	976.3	1366.8
(+/-%)	10.8%	35.0%	43.0%	40.0%
归属母公司净利润	70.7	83.8	106.5	129.0
(+/-%)	-1.8%	18.4%	27.1%	21.2%
市盈率 (P/E)	22.0	18.6	14.6	12.1
市净率 (P/B)	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.7	5.8	7.0	6.1

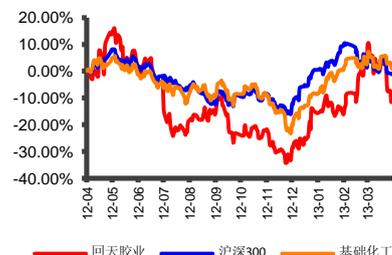
● **风险提示:** 下游需求持续低迷; 市场开拓风险。

## 谨慎推荐(首次)

现价: 14.75 元  
目标价: 17.72 元  
股价空间: **20%**

基础化工行业

#### 股价走势



#### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
回天胶业	-13.23%	6.04%	17.81%
基础化工	-1.60%	10.36%	10.32%
沪深 300	-2.44%	-1.62%	9.41%

#### 基本资料

总市值 (亿元)	15.58
总股本 (亿股)	1.06
流通股比例	72.6%
资产负债率	11.69%
大股东	章峰
大股东持股比例	19.04%

#### 相关报告



附录: 财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	578.0	2661.0	1921.6	1724.7	<b>营业收入</b>	505.7	682.7	976.3	1366.8
货币资金	258.3	2438.3	1586.0	1259.7	减: 营业成本	315.3	417.8	587.3	821.2
应收帐款	130.0	74.8	115.0	157.3	营业税费	3.6	3.4	4.9	6.8
应收票据	25.0	37.4	66.9	93.6	销售费用	48.3	64.9	87.9	127.8
预付帐款	55.2	76.1	105.5	146.5	管理费用	71.8	92.2	122.0	183.1
存货	109.5	34.3	48.3	67.5	财务费用	-9.9	15.1	58.5	86.5
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	4.2	2.5	2.5	2.5
<b>非流动资产</b>	430.0	1181.6	2568.9	3888.6	投资和汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>营业利润</b>	72.5	86.8	113.3	138.9
固定资产	265.9	904.3	2134.3	3375.5	加: 营业外净收支	8.1	9.0	8.5	8.6
在建工程	71.1	185.6	342.8	421.4	<b>利润总额</b>	80.6	95.8	121.8	147.4
无形资产	89.8	89.8	89.8	89.8	减: 所得税	9.8	12.0	15.2	18.3
其他非流动资产	3.2	2.0	2.0	2.0	<b>净利润</b>	70.7	83.8	106.6	129.1
<b>资产总额</b>	1037.8	3842.6	4490.5	5613.3	减: 少数股东损益	0.0	0.1	0.1	0.1
<b>流动负债</b>	78.5	819.8	977.7	1024.2	母公司所有者净利润	70.7	83.8	106.5	129.0
短期债务	0.0	725.8	843.7	836.6	EPS	0.67	0.79	1.01	1.22
应付帐款	52.0	57.2	82.1	114.7	<b>主要财务比率</b>				
其他流动负债	26.4	36.7	51.9	72.9		2012	2013E	2014E	2015E
<b>非流动负债</b>	39.4	998.4	1171.8	1369.4	<b>成长能力</b>				
长期借款	0.0	900.0	1000.0	1100.0	营业收入增长率	10.8%	35.0%	43.0%	40.0%
其他非流动负债	39.4	98.4	171.8	269.4	营业利润增长率	-0.9%	19.8%	30.5%	22.6%
<b>负债总额</b>	121.3	1822.2	2157.5	2403.7	净利润增长率	-1.8%	18.4%	27.1%	21.2%
少数股东权益	1.0	1.1	1.2	1.3	<b>获利能力</b>				
股本	105.6	105.6	105.6	105.6	毛利率	37.7%	38.8%	39.9%	39.9%
留存收益	809.9	864.3	928.3	1009.0	净利率	14.0%	12.3%	10.9%	9.4%
<b>股东权益</b>	916.5	971.0	1035.1	1115.9	ROE	7.7%	8.6%	10.3%	11.6%
<b>负债与股东权益</b>	1037.8	2793.2	3192.6	3519.7	ROIC	10.4%	13.5%	53.1%	13.9%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	11.7%	65.2%	67.6%	68.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	16.8	326.0	287.1	424.9	负债权益比	13.2%	187.7%	208.4%	215.4%
净利润	70.7	83.8	106.6	129.1	流动比率	7.05	3.23	1.95	1.67
加: 折旧和摊销	20.4	51.2	115.0	182.5	速动比率	5.71	3.19	1.90	1.60
资产减值准备	4.2	2.5	2.5	2.5	<b>营运能力</b>				
财务费用	0.0	0.0	15.1	58.5	总资产周转率	0.5	0.3	0.2	0.3
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转率	5.1	9.5	23.6	23.6
少数股东损益	0.0	0.1	0.1	0.1	应收账款周转率	5.5	7.4	11.9	11.7
营运资金的变动	-48.5	173.2	4.4	24.1	<b>估值比率</b>				
<b>投资活动产生现金流量</b>	-125.6	-800.0	-1500.0	-1500.0	PE(X)	22.0	18.6	14.6	12.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	2.3	1581.4	117.0	-41.9	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4
<b>现金流净增加额</b>	-59.8	1418.3	-852.2	-720.2	EV/EBITDA	16.7	5.8	7.0	6.1

## 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。

## 特别鸣谢：

苏培海对本报告提供的相关数据支持。