第一创业研究所
王皓宇　S1080510120005
联系人：景殿英　S1080110110018
电　话：0755-82485036
邮　件：jingdianying@fcsc.cn

回天胶业（300041）

——短期业绩受下游需求影响，长期增长趋势不改

交易数据

52 周内股价区间（元）	23.72-73.5
总市值（百万元）	2,587.12
流通股本（百万股）	49.64
流通股比率（%）	47.0%

资产负债表摘要(09/11)

股东权益	873.68
每股净资产	8.27
市净率	2.96
资产负债率	9.5%

事件：

- 公司公布 11 年三季报，公司三季度实现营业收入 1.28 亿元，较上年同期增长 20.64%；公司实现归属上市公司股东的净利润 2498 万元，较上年同期增长 0.21%；实现每股收益 0.24 元，前三季度实现累计每股收益 0.66 元。

点评：

- **下游需求不振，公司收入逆市增长**　公司三季度实现营业收入 1.28 亿元，较上年同期增长 20.64%；前三季度实现累积营业收入 3.68 亿元，同比增长 27.77%。公司下游多个行业今年来均出现增速放缓或负增长的形势，公司面临着近年来最为严峻的市场环境，如光伏行业因德国和意大利等国政府补贴下调导致市场需求萎缩，国内汽车尤其是商用车销量下滑，高铁建设减速等。公司收入增速受下游影响放缓，但仍取得了超过 20%的增速，尤其在汽车、电子电器 LED、新能源领域的销售仍保持持续增长。

- **毛利率下滑预料之中**　公司实现归属上市公司股东的净利润 2498 万元，较上年同期增长 0.21%，前三季度实现累积净利润 7020 万元，同比增长 4.14%。由于原材料成本、人工成本、固定资产折旧费用等的增加，以及太阳能光伏组件、LED 组件等产品价格的回落导致公司产品销售价格受到影响，造成毛利率下降。

- **太阳能电池背膜将成为新的业绩增长点**　公司利用多年的聚氨酯胶粘剂技术积累以及在太阳能光伏组件制造领域成熟的销售渠道，正积极进入太阳能电池背膜领域。公司第一期 300 万平方米生产线预计将于今年 10 月底投产，12 年开始公司背膜产品将贡献利润。如果销售顺利，公司太阳能电池背膜有进一步扩产的可能。

- **给予“审慎推荐”投资评级**　我们预计回天胶业 11-13 年 EPS 分别为 0.96 元、1.23 元和 1.55 元，对应的动态市盈率分别为 26 倍、20 倍和 16 倍，给予公司“审慎推荐”投资评级。

- **风险提示**　下游行业景气度持续低迷。

表一 回天胶业重要财务指标

重要财务指标				单位:百万元
主要财务指标	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
营业收入	414	518	712	1029
收入同比(%)	74%	25%	38%	44%
归属母公司净利润	88	101	130	164
净利润同比(%)	73%	15%	28%	26%
毛利率(%)	44.1%	41.0%	40.5%	38.8%
ROE(%)	10.4%	11.2%	13.2%	15.0%
每股收益(元)	0.83	0.96	1.23	1.55
P/E	29.46	25.53	19.96	15.79
P/B	3.06	2.86	2.63	2.36
EV/EBITDA	21	19	14	11

数据来源：公司公告、第一创业研究所

附：财务报表预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	689	690	721	851
现金	494	414	351	309
应收账款	40	44	64	93
其他应收款	4	7	8	12
预付账款	67	102	122	191
存货	71	107	151	212
其他流动资产	14	17	25	34
非流动资产	224	314	398	477
长期投资	0	0	0	0
固定资产	174	254	333	410
无形资产	18	18	18	17
其他非流动资产	32	42	47	49
资产总计	914	1004	1119	1328
流动负债	64	93	131	229
短期借款	0	0	0	70
应付账款	20	32	51	66
其他流动负债	44	61	79	93
非流动负债	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	5	5
负债合计	69	98	136	234
少数股东权益	-0	-0	-0	-0
股本	66	106	106	106
资本公积	570	531	531	531
留存收益	208	270	347	458
归属母公司股东权益	844	906	983	1094
负债和股东权益	914	1004	1119	1328

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	51	48	82	36
净利润	88	101	130	164
折旧摊销	12	11	16	21
财务费用	-6	-11	-8	-5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-50	-53	-57	-146
其他经营现金流	7	-0	1	2
投资活动现金流	-105	-100	-100	-100
资本支出	105	100	100	100
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	-83	-28	-45	22
短期借款	-21	0	0	70
长期借款	-15	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	0	-40	0	0
其他筹资现金流	-47	-28	-45	-48
现金净增加额	-137	-80	-63	-42

利润表 单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	414	518	712	1029
营业成本	231	306	424	629
营业税金及附加	2	3	4	6
营业费用	39	47	64	93
管理费用	51	62	85	123
财务费用	-6	-11	-8	-5
资产减值损失	2	4	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	95	108	140	180
营业外收入	9	10	10	10
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	103	117	150	189
所得税	15	16	20	26
净利润	88	101	130	164
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	88	101	130	164
EBITDA	100	108	149	196
EPS（元）	1.33	0.96	1.23	1.55

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	73.7%	25.0%	37.5%	44.4%
营业利润	81.7%	13.8%	30.4%	28.2%
归属于母公司净利润	72.9%	15.4%	27.9%	26.4%
获利能力				
毛利率 (%)	44.1%	41.0%	40.5%	38.8%
净利率 (%)	21.2%	19.6%	18.2%	15.9%
ROE(%)	10.4%	11.2%	13.2%	15.0%
ROIC(%)	21.3%	16.8%	18.1%	17.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	7.6%	9.8%	12.1%	17.7%
净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	29.84%
流动比率	10.77	7.43	5.52	3.71
速动比率	9.66	6.28	4.36	2.79
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.54	0.67	0.84
应收账款周转率	13	11	12	12
应付账款周转率	10.97	11.66	10.18	10.76
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.96	1.23	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.46	0.78	0.34
每股净资产(最新摊薄)	8.00	8.58	9.31	10.36
估值比率				
P/E	29.46	25.53	19.96	15.79
P/B	3.06	2.86	2.63	2.36
EV/EBITDA	21	19	14	11

数据来源：公司公告、第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。 任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583　FAX:0755-25831718
P.R.China:518028　www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788　FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL:021-58365919　FAX:021-58362238
P.R.China:200120