

化工行业研究小组

分析师：李琳琳 Lilll2345@sina.com

执业证书编号：S0730511010010

联系人：顾敏豪 gumh00@ccnew.com

下游疲软导致业绩下滑，未来增长仍可期

——回天胶业（300041）年报点评

研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2012年3月23日

报告关键要素：

下游需求疲软和费用的大幅提升是2011年业绩下滑的主要原因。随着原材料价格的下降和各项费用控制的加强，公司的盈利能力有望回升。后期汽车制造领域的需求有望推动业绩快速增长，太阳能背板业务也将逐步贡献收益。预计公司2012年、2013年EPS分别为0.88元和1.13元，以3月22日收盘价17.88元计算，对应市盈率分别为20倍和16倍。目前估值合理，给予“增持”的投资评级。

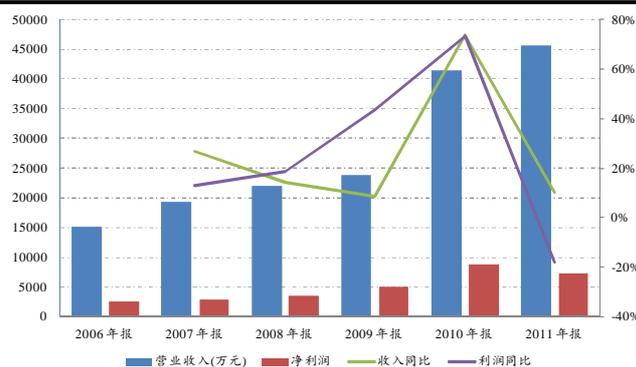
事件：

- **回天胶业（300041）公布2011年年报。**2011年，公司实现营业收入4.56亿元，同比增长10.74%；营业利润7314万元，同比下降22.67%；归属于上市公司股东的净利润7202万元，同比下降17.97%；基本每股收益0.68元。公司同时发布2012年一季度业绩预告，预计一季度实现净利润1795万元-2468万元，同比变动幅度为-12.4%-20.4%。

点评：

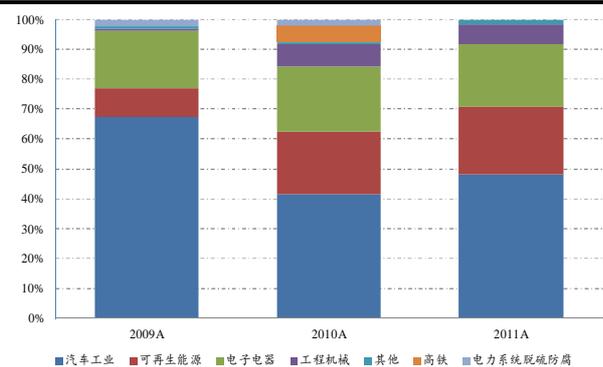
- **下游景气下滑导致收入增长放缓。**公司是我国工程胶粘剂的龙头，产品主要包括有机硅胶粘剂、聚氨酯胶粘剂、丙烯酸酯胶等。下游集中在汽车、电子电器、新能源以及高铁领域。2011年汽车、光伏、风电行业景气度均出现了不同程度的下滑。公司在下游不景气的情况下提高了市场份额，销量实现了16.10%的增长。由于下游产品价格下跌，公司也降低了部分产品的价格。在此情况下，公司营业收入同比增长10.74%，增速有所放缓。

图1：2006-2011年公司营收和利润



资料来源：中原证券、公司公告

图2：2009-2011年公司各业务营收占比



资料来源：中原证券、公司公告

从各个下游行业来看，公司汽车业务收入增长27.74%，保持了较好的增长态势。一方面是由于公司汽车用胶主要用于维修市场，受汽车行业景气度下滑的影响较小。另一方面公司开拓了汽车制造市场，未来这一业务将保持快速增长。

电子电器和新能源产品受到下游LED、光伏等行业产品价格迅速下降的影响，公司降低了相应产品的价格，收入增速较小，分别同比增长了4.19%和7.50%。未来LED行业需求仍将保持30%以上的增长，而价格下跌的空间已经不大。因此公司电子用胶粘剂产品价格下降的空间不大，预计未来

将实现30%左右的增长。新能源方面，2012年行业景气度仍将下滑，预计对公司业绩增长的贡献较小。但行业未来前景依然广阔，有望成为公司中长期业绩增长的驱动力。

高铁产品则受高铁建设放缓因素影响，2011年出现了较大下滑。该业务对公司业绩贡献不大，公司也已将发展重心转移到汽车、电子等领域。

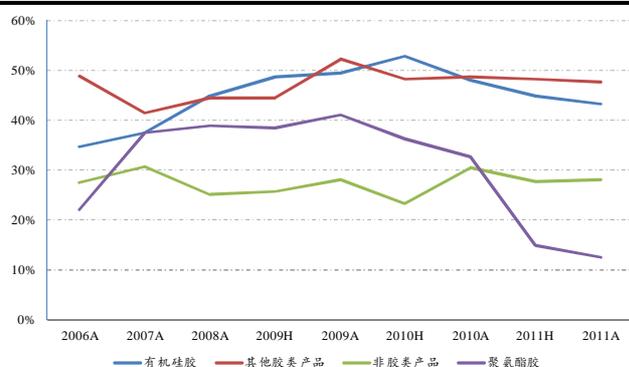
表 1: 公司产品分行业情况

	2011A (万元)	2010A (万元)	同比增长
汽车	21749.64	17026.42	27.74%
电子电器	10051.60	8994.98	4.19%
新能源	9371.47	8446.06	7.50%
工程机械	3085.89	2972.93	3.80%
其他 (包括高铁)	723.30	2535.58	-71.47%
电力系统脱硫	0	904.17	-100%

资料来源：中原证券、公司公告

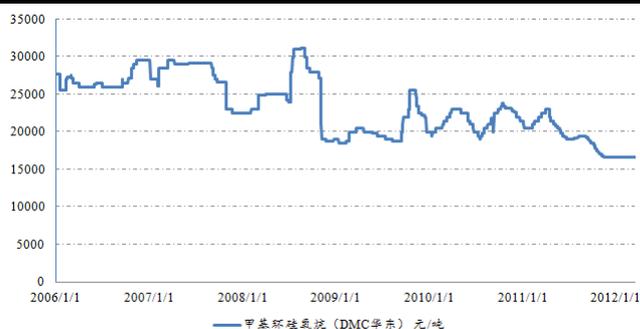
- **产品价格下降导致毛利率下滑。**2011年公司综合毛利率出现了较大幅度的下滑，从2010年的44.15%下降到38.53%。毛利率下滑的主要原因是下游光伏、LED等产品价格的下降，此外各项原材料成本以及人工成本的上升也是公司盈利能力下滑的重要因素。未来LED、光伏组件等产品价格下降的空间不大，而主要原材料如有机硅和MDI等价格自下半年开始出现了较大幅度的下降，预计公司毛利率将有所回升。但从长期看由于原油价格仍将高位运行，公司成本下降的空间不大，盈利能力的提升有待产品结构的改善。

图3: 公司分产品毛利率



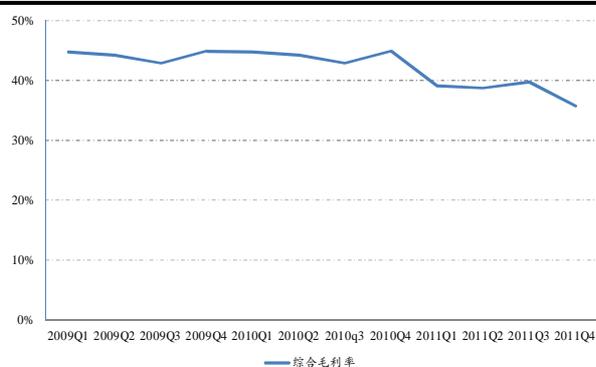
资料来源：中原证券、百川资讯

图 5: 有机硅价格走势



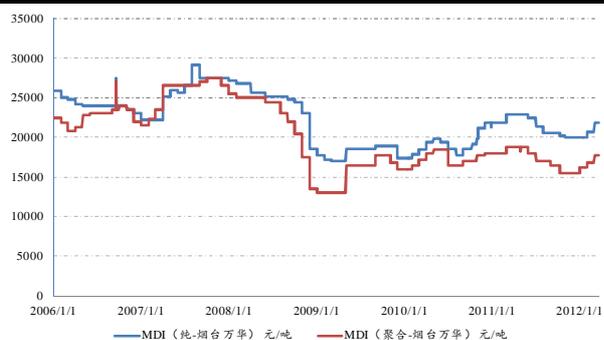
资料来源：中原证券、公司公告

图4: 公司各季度综合毛利率



资料来源：中原证券、百川资讯

图 6: MDI 价格走势

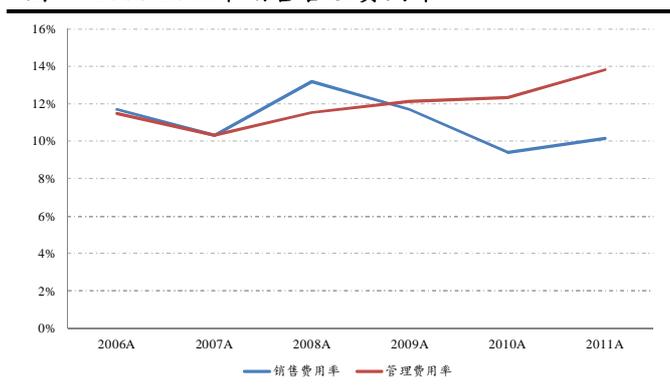


资料来源：中原证券、公司公告

- **期间费用上升较快。**2011年公司销售费用和管理费用分别为4641万元和6313万元，同比增长18.88%和23.68%，销售费用率和管理费用率分别提升了1和2个百分点。费用的大幅增长主要原因是公司为推动产品转型，开拓汽车制造等领域市场而加大了销售和研发投入。其中由于年末部分销售奖金等款项集中结算，四季度的销售费用大幅上升，导致四季度净利润大幅下降。未来公司将加大销售费用的控制力度，推行目标倒逼销售等管理方式，预计销售费用率将有所下滑。

公司财务费用为-1196.48万元。同比下降97.49%，主要是利息收入增加所致。公司全年利息收入1206万元。未来随着公司背板扩建项目的投入，预计财务费用将有所上升。

图7：2006-2011年销售管理费用率



资料来源：中原证券、公司公告

- **进入汽车制造领域，未来需求有望快速增长。**汽车产业对胶粘剂的需求分为汽车制造和汽车维修两种，公司现有汽车胶粘剂产品主要集中在维修市场，其有机硅胶粘剂占据了汽车维修市场的30%。汽车制造领域的市场份额则较小，仅为12%左右。相比汽车维修领域，制造领域所用胶粘剂的需求量和附加值均更高。但汽车制造领域的壁垒也较高，需要通过汽车制造厂商的认证与考察之后才能成为其供应商。目前汽车制造领域所需的胶粘剂主要被汉高等国外公司所垄断，国内企业涉足较少。经过前期的市场开拓，公司产品已在客车和商用车领域取得突破，并对国内前几大客车制造商实现了销售。预计2012年客车胶粘剂业务有望实现较好的增长。乘用车方面，公司已通过多家内资车厂的认证，在壁垒更高的合资车厂如神龙汽车中也获得了认可。公司产品目前正处于试用阶段，未来如果实现成功销售，将对公司业绩产生巨大的推动。

表 2：公司产品在汽车制造领域的需求

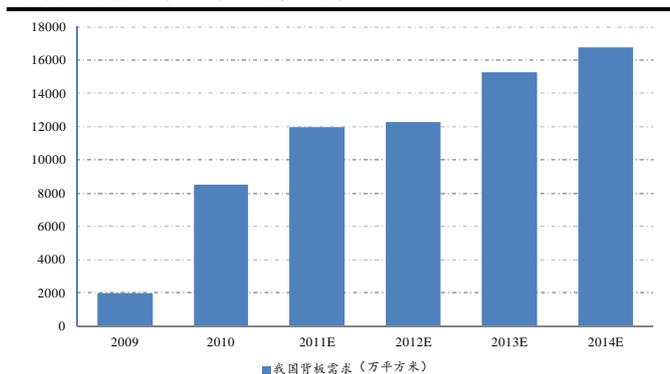
	小汽车	客车	平均综合用量	2011 市场需求
有机硅胶	0.3kg	0.3kg	0.3kg	5757 吨
聚氨酯胶	1.2kg	3.5kg	0.9kg	17272 吨

资料来源：中原证券、公司招股说明书

- **光伏背板将成为新的业绩增长点。**我国是全球最大的光伏组件生产国，因而对光伏背板产生了巨大的需求。以每兆瓦光伏组件需要0.75万平方米背板来计算，2011年我国对背板材料的需求为1.2亿平方米，市场空间超过60亿元。目前我国背板市场主要由外资企业占据，国内企业的市场份额很小。尽管2012年光伏行业的增长将继续放缓，但国内企业仍有望凭借成本优势，加快进口替代的步伐。

国内前15大光伏组件企业多数为公司胶粘剂产品的客户，因而公司能够凭借渠道优势进行市场开拓。目前公司300万平方米光伏背板项目已经投产，试生产情况良好并已实现销售。未来公司有望凭借先发优势，迅速扩大太阳能背板的市场份额。公司同时公告，将新增太阳能背板产能600万平方米，扩产项目预计于2012年底投产，届时产能将提升至900万平方米。预计2012年和2013年，背板业务将为公司带来1.5亿和4亿元的收入，成为公司业绩新的增长点。

图8: 我国背板市场需求情况



资料来源: 中原证券

- **盈利预测和投资建议:** 随着下游汽车、电子等行业的回暖, 公司未来有望实现快速增长。作为国内工程胶粘剂龙头企业, 公司有能力凭借工程胶粘剂领域的技术积累, 开拓新的应用领域。未来公司有望在汽车制造领域实现突破, 太阳能背板业务也将稳步释放业绩。

预计公司2012、2013年EPS分别为0.88元和1.08元, 以3月22日收盘价17.88元计算, 对应PE分别为20.32倍和16.56倍, 考虑到公司的成长性, 给予公司“增持”的投资评级。

- **风险提示:** 下游市场开拓存在不确定性。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	414.46	456.49	628.49	943.05
增长比率 (%)	73.7%	10.1%	37.68%	50.05%
净利润 (百万元)	87.81	72.02	92.87	113.71
增长比率 (%)	73.05%	-17.97%	29.05%	22.46%
每股收益 (元)	0.43	0.68	0.88	1.08
市盈率 (倍)	41.58	26.29	20.32	16.56

资料来源: 中原证券

市场数据 (2012年3月22日)

收盘价 (元)	17.88 元
一年内最高/最低 (元)	65.18/15.70
沪深300 指数	2583.75
市净率 (倍)	2.15
流通市值 (亿元)	8.88

基础数据 (2012年3月22日)

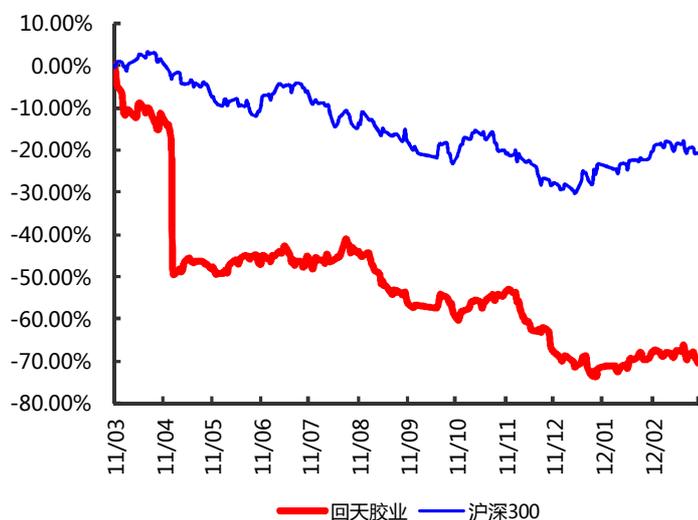
每股净资产 (元)	8.30
每股经营现金流 (元)	-1.21
毛利率 (%)	38.53%
净资产收益率 (%)	8.43%
资产负债率 (%)	6.74%
总股本/流通股 (万股)	10559/4964
B股/H股 (万股)	/

附表: 公司财务报表预测与分析

资产负债表					利润表				
(万元)					(万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	62074.16	82231.97	121490.70	160786.41	营业收入	45648.56	62849.23	94304.50	126065.43
现金	36487.61	49650.90	74500.55	99591.69	营业成本	28058.01	39758.45	61431.40	83403.49
应收票据	3969.76	5467.88	8204.49	10967.69	营业税费	295.36	406.63	610.15	815.64
应收账款	6818.06	9205.84	13926.42	18626.17	销售费用	4640.62	5656.43	8487.40	11345.89
存货	8818.91	11927.54	18879.42	25621.05	管理费用	6313.23	8170.40	12259.58	16388.51
其他	5979.82	5979.82	5979.82	5979.82	财务费用	-1196.48	-1073.63	-954.08	144.05
非流动资产	32012.88	30350.51	28642.23	26942.58	资产减值损失	223.61	221.54	219.26	283.65
固定资产	20096.87	18561.38	17025.88	15490.38	营业利润	7314.19	9709.41	12150.79	14859.49
无形资产	3581.83	3402.74	3232.60	3070.97	营业外收入	1111.62	1200.00	1200.00	1400.00
其他	8334.18	8386.39	8383.74	8381.22	营业外支出	40.66	40.00	40.00	40.00
资产总计	94087.05	112582.48	150132.92	187728.99	利润总额	8385.14	10869.41	13310.79	16219.49
流动负债	5293.58	17185.22	48000.65	77757.79	所得税	1187.13	1583.67	1939.78	2363.18
短期借款	0.00	7327.63	29418.85	50464.23	净利润	7198.01	9286.74	11371.41	13856.31
应付帐款	2425.42	3180.68	5034.51	6832.28	净利润	7202.48	9286.74	11371.41	13856.31
预收帐款	1841.73	1841.73	1841.73	1841.73	EPS (元)	0.68	0.88	1.08	1.31
其他	1026.44	4835.19	11705.56	18619.55	主要财务比率				
长期负债	1051.98	1568.00	1568.00	1568.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	1051.98	1568.00	1568.00	1568.00	每股指标				
负债合计	6345.56	18753.23	49568.66	79325.79	每股收益	0.68	0.88	1.08	1.31
股本	10559.68	10559.68	10559.68	10559.68	每股经营现金	-1.21	1.25	2.35	2.38
资本公积金	53033.63	53033.63	53033.63	53033.63	每股净资产	8.30	8.88	9.52	10.26
未分配利润	17495.68	22718.24	28496.06	35215.15	增长率				
少数股东权益	96.39	91.17	85.40	85.40	营业收入增长率	10.14%	37.68%	50.05%	33.68%
所有者权益	87645.09	93738.08	100478.87	108317.81	营业利润增长率	-22.67%	32.75%	25.14%	22.29%
负债权益合计	94087.05	112582.48	150132.92	187728.99	净利润增长率	-17.97%	29.05%	22.46%	21.85%
现金流量表	(万元)				获利能力				
	2010A	2011E	2012E	2013E	毛利率	38.53%	36.74%	34.85%	33.84%
经营活动现金流	851.95	8165.07	5493.27	7549.32	净利率	15.78%	14.77%	12.06%	10.99%
净利润	7198.01	8699.05	9623.92	11198.48	ROE	8.22%	9.29%	9.58%	10.34%
资产减值准备	223.61	221.54	219.26	283.65	ROIC	7.16%	7.62%	6.57%	6.39%
折旧摊销	1667.80	1717.38	1708.28	1699.64	偿债能力				
财务费用	-1196.48	-337.63	-154.08	144.05	资产负债率	5.64%	12.49%	26.40%	55.20%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04	流动比率	11.73	4.79	2.53	2.07
营运资金变动	0.00	-2135.27	-5904.11	-5776.47	速动比率	10.06	4.09	2.14	1.74
投资活动现金流	-10801.79	0.00	0.00	0.04	营运能力				
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	资产周转率	0.49	0.61	0.72	0.75
其他投资	-10801.79	0.00	0.00	0.04	存货周转率	3.53	3.83	4.09	3.84
筹资活动现金流	-2861.01	5053.98	19356.39	17541.78	应收帐款周转率	8.85	8.44	8.74	8.30
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	-2861.01	5053.98	19356.39	17541.78	PE	26	20	17	14
现金净增加额	-12810.85	13219.05	24849.66	25091.14	PB	4.03	3.77	3.52	3.26

资料来源：中原证券

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。