

2012年10月24日

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元)

17.0

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2012/10/23)	13.03
深证成份指数(2012/10/23)	8686.48
股价 12 个月高/低	28.56/12.08
总发行股数 (百万)	105.60
A 股数 (百万)	49.64
A 市值 (亿元)	6.47
主要股东	章锋(19.04%)
每股净值 (元)	8.56
股价/账面净值	1.52
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-5.31 -0.08 -45.02

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-8-30	13.89	买入

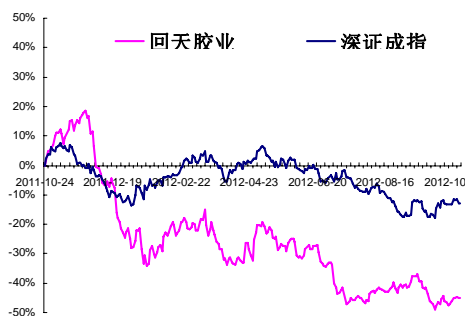
产品组合

有机硅胶	57.3%
其他胶类产品	18.48%
非胶类产品	15.96%
聚氨酯胶	8.26%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.83%
券商	2.88%
社保基金	0.81%
一般法人	14.38%

股价相对大盘走势



回天胶业(300041.SZ)

Buy 买入 (维持)

3Q 销售回暖, 业绩环比趋稳

结论与建议:

由于下游需求放缓态势仍未好转, 公司前三季度净利润同比衰退 13.57%, 不过从 3Q 销售情况看已出现回暖迹象。从目前的情况来看, 4Q 延续销售回暖趋势的可能性较大, 在低基期的作用下全年业绩有望实现正增长。

我们看好公司在汽车整车用胶粘剂市场的进一步突破, 预计公司 2012、2013、2014 年分别可实现净利润 0.76 亿元、1.02 亿元、1.33 亿元, YOY 分别增长 5.7%、33.9%、30.8%, 对应 EPS 为 0.72 元、0.97 元、1.26 元, 当前股价对应 P/E 为 19 倍、14 倍、11 倍。公司目前估值较低, 且长期成长潜力巨大, 业绩稳定增长可期, 维持“买入”评级。

■ **3Q 业绩表现:** 公司前三季度实现净利润 3.78 亿元, YoY 增长 2.77%; 实现净利润 5898.6 万元, YoY 减少 13.57%; EPS 为 0.66 元, 基本符合预期。其中, 3Q 单季公司实现营收 1.36 亿元, YoY 增长 6.85%; 实现净利润 2074 万元, YoY 下降 17%。

■ **经营分析:** 3Q 营收同比增长 6.85%, 增速较上半年提升 6.2 个百分点, 销售出现回暖迹象, 我们认为这应该是得益于公司通过低价策略和新领域市场的开拓实现了销售的突破所致。不过, 从净利润来看, 3Q 净利润下滑 17%, 并未与营收同步增长, 主要是公司毛利率下降和销售费用同比增长较快所致。3Q 毛利率 37.91%, 同比下降 1.9 个百分点, 销售费用率 10.24%, 提升 1.2 个百分点。

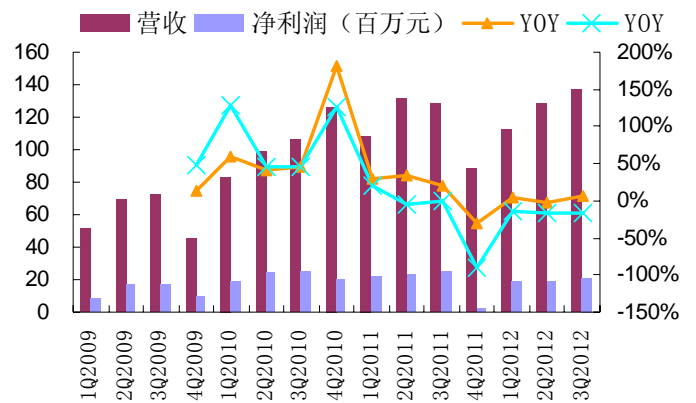
■ **4Q 净利润可望大幅增长, 带动全年业绩正增长。** 2Q2012 以来, 尤其是 4Q2011 单季, 公司面临汽车、LED、新能源等下游需求放缓, 产品销量和毛利率有所下降; 我们认为, 今年前三季业绩的同比下滑, 仍受到 4Q2011 以来低毛利不利影响的延续, 从环比来看, 则表现出企稳迹象。预计随着销售的回暖, 4Q 以后净利润将重回增长通道。我们认为, 在销售回暖的情况下, 4Q 业绩可望 3Q 基本持平或略有下降; 保守预计 4Q 业绩环比 3Q 减少 24%, 仍可实现净利润 1570 万元, 考虑到去年 4Q 基期利润仅 183 万元, 公司全年业绩仍可实现超过 5% 的同比增长。

■ **风险提示:** 下游需求持续低迷, 原材料价格上涨, 产品竞争力低于预期。

..... 继续下页

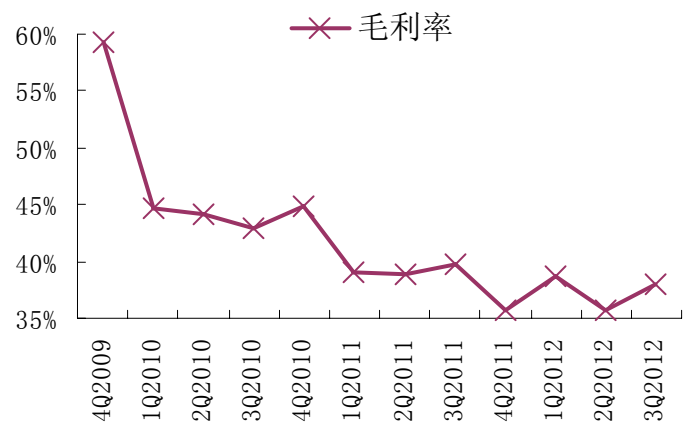
年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	51	88	72	76	102	133
同比增减	%		73.05%	-17.97%	5.66%	33.91%	30.76%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.04	1.33	0.68	0.72	0.97	1.26
同比增减	%		28.49%	-48.74%	5.66%	33.92%	30.76%
A 股市盈率(P/E)	X	13.65	10.62	20.72	19.61	14.64	11.20
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.6	0.3	0.3	0.5	0.5
股息率 (Yield)	%	2.21%	2.65%	2.12%	2.12%	3.54%	3.54%

图 1、回天胶业营收和净利润



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图 2、回天胶业整体毛利率



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业额	239	414	456	490	564	716
经营成本	129	231	281	305	335	415
销售费用	28	39	46	47	51	64
管理费用	29	51	63	65	77	93
财务费用	-1	-6	-12	-13	-17	-20
营业利润	52	95	73	81	113	157
营业外收入	6	9	11	6	7	0
税前利润	58	103	84	88	120	157
所得税	8	15	12	12	18	24
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
净利润	51	88	72	76	102	133

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	631	494	365	296	307	332
应收账款	21	40	63	82	106	138
存货	54	71	88	98	101	129
流动资产合计	747	689	621	587	637	721
固定资产	54	174	201	241	277	291
非流动资产合计	162	224	320	351	378	393
资产总计	909	914	941	938	1014	1114
流动负债合计	98	64	53	56	58	61
非流动负债合计	15	0	0	0	0	0
负债合计	119	69	63	56	58	61
股本	66	66	106	106	106	106
少数股东权益	0	(0)	1	1	1	1
股东权益合计	790	844	877	883	956	1053
负债及股东权益合计	909	914	941	938	1014	1114

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	52	51	9	46	61	80
投资活动产生的现金流量净额	-31	-105	-108	-80	-15	-20
筹资活动产生的现金流量净额	559	-83	-29	-35	-35	-35
现金及现金等价物净增加额	580	-137	-128	-69	11	25

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。