

太阳能背膜、建筑胶持续放量，未来两年收入将快速增长

2013年5月30日

强烈推荐/维持

回天胶业

点评报告

——回天胶业（300041）点评报告

梁博

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480512060006

010-66554046

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

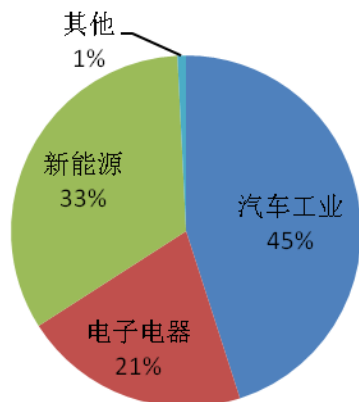
近期我们对胶粘剂行业进行了研究，认为在宏观经济整体处于弱复苏的背景下，处于化工产业链下游、且与汽车、电子、地产的等行业关系紧密的胶粘剂行业盈利情况较好，相对看好回天胶业的发展前景。

观点：

1、车用胶仍是业务重点，与神龙汽车合作打开整车市场

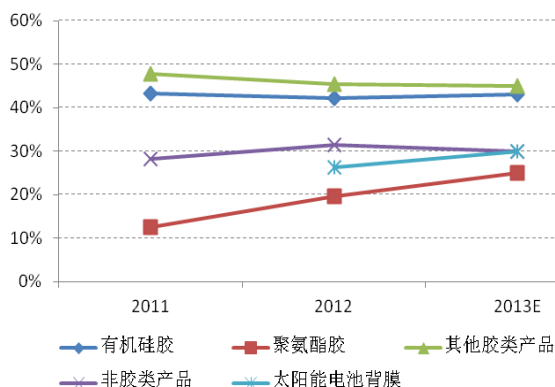
公司在车用胶市场的主要产品是有机硅胶，2012年汽车市场贡献收入2.26亿，毛利率39%。车用胶的收入大部分来自于维修市场，主要因为公司经过长期的市场建设与下游经销商建立了良好的合作关系。此外，公司还与湖北当地的神龙汽车展开合作，向进入门槛较高的整车市场积极渗透。从2013年上半年情况看，公司向神龙销售的胶粘剂种类在稳步增加，表明公司产品质量获得了客户的认同。我们看好公司通过整车市场加强胶粘剂产品的品牌知名度，同时带动公司车用胶产品在汽车维修市场的销售量。

图 1：公司 45%收入来自汽车工业



资料来源：公司年报

图 2：产品毛利率稳定在较高水平



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2、电子胶产品更新维持高毛利水平

公司电子胶主要产品包括有机硅胶、丙烯酸酯胶、UV胶等，产自广州基地，该基地处于珠三角，靠近下游大量的电子加工企业，是公司在华南地区的重要生产基地。从2012年开始公司就对电子胶进行产品升级换代，去年电子胶毛利率41%，比2011年上升约4.9个百分点。今年丙烯酸等上游原料价格下跌，电子胶毛利率水平可能小幅上升。

3、太阳能背膜产能建成投产，今年销量有望大幅增加

公司已经建成年产1200万平米太阳能背膜产能，2012年实现销售175万平米，销售收入5800万元，毛利率26.3%。上半年背膜的主要原料PET膜、氟膜采购价格均小幅下降，公司背膜生产成本同比下降7%-8%，而公司产品销售价格依然与去年持平，保持在35-41元/平米。因此我们预计今年太阳能背膜产品毛利率将超过30%。

目前下游光伏行业仍处于困难时期，因此公司将重点关注应收账款问题。公司的销售人员会密切跟踪下游客户的经营和回款情况，将坏账风险降到最低。

我们预计今年太阳能背膜市场销售收入比2012年增幅超过1亿元，全年收入在1.5-2亿元之间，对应背膜销量在375-500万平米之间（假设售价40元/平米）。

表 1：产品销售情况

	单位	2011	2012	2013E
工程胶粘剂和化学品	吨	14121.8	14094.32	15000
太阳能电池背膜	万平米	0.75	174.68	500

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

4、建筑胶市场起步良好

公司新组建的销售团队，进入建筑胶市场。建筑胶主要产品是有机硅胶，相比汽车领域性能要求低，因此公司产品在品质上没有问题，当前的重点是提升产品知名度以及在客户中的口碑，同时建立起畅通的销售网络。目前公司建筑胶产品已经被应用于一些商业大楼等项目，公司希望通过一些地标性的工程提升产品的知名度和口碑，为将来大面积推广做铺垫。从目前的销售情况看，我们预计今年建筑胶有望实现收入2000-3000万。

5、借助渠道优势进军车用化学品领域

除了在胶粘剂行业通过投放新产品扩大销售收入之外，公司还计划利用现有的经销商渠道大力发展汽车用品经销。主要销售产品包括：车用胶，车用养护品，车用油品。公司将依托自身的资金优势代理国外汽车化学品，然后向下游经销商铺货。公司希望通过这种模式加大对渠道的控制，借机推广自己的胶粘剂产品。公司长期经营维修市场，与下游经销商建立了较紧密的合作，从上半年情况看铺货进展较为顺利。预计车用化学品业务未来2年会持续放量。

结论：

2013年化工行业整体还处于复苏阶段，化工原料价格都在低位。胶粘剂作为化工下游行业，毛利率水平高，企业可根据下游需求灵活调整产品结构，因此在当前宏观经济环境下看好胶粘剂行业保持良好盈利。看好回天胶业的汽车胶、太阳能背膜、建筑胶等销量增长，同时车用化学品销售未来2年业可能持续放量。预计公司2013-2015年EPS分别为0.53元，0.75元和0.85元。对应PE分别为21.7倍，15.3倍和13.5倍，估值水平较低，维持“强烈推荐”评级。

表 2: 公司盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	506	780	885	1050
(+/-)%	10.79%	54.23%	13.46%	18.64%
经营利润 (百万元)	72	106	149	169
(+/-)%	-0.92%	46.11%	41.11%	13.39%
净利润 (百万元)	71	90	127	144
(+/-)%	0.77%	27.23%	41.11%	13.39%
每股净收益 (元)	0.42	0.53	0.75	0.85

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010 年 3 月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对 PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近 3 年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。