

胶粘剂行业

报告原因：半年报公布

2013年7月31日

市场数据：2013年7月31日

收盘价(元)	10.13
一年内最高/最低(元)	11.94/6.43
市净率	1.84
股息率	-
流通A股市值(百万元)	1258.88

基础数据：2013年6月30日

每股净资产(元)	5.51
资产负债率%	13.70
总股本/流通A股(百万)	168.95/124.27
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

山西证券 回天胶业(300041)调研简报：
汽车维修类渠道为王，产品线拓宽成增长动力

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路1088号7层

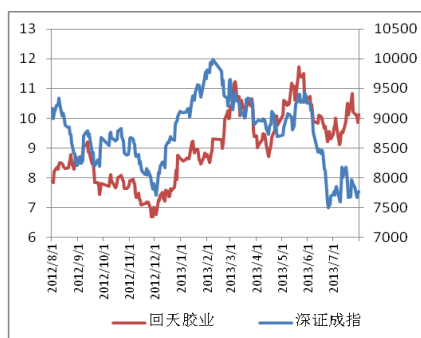
<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

一年内公司股价与大盘对比走势：



回天胶业 (300041)

轿车领域复苏巩固核心产品需求，新能源产品放量加大回款压力

增持

维持评级

半年目标价：10.43-12.04元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	505.7	315.3	70.7	0.67	15.1
2013E	569.8	352.4	82.0	0.49	20.9
2014E	700.5	426.3	99.2	0.59	17.3
2015E	949.1	597.0	113.0	0.67	15.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

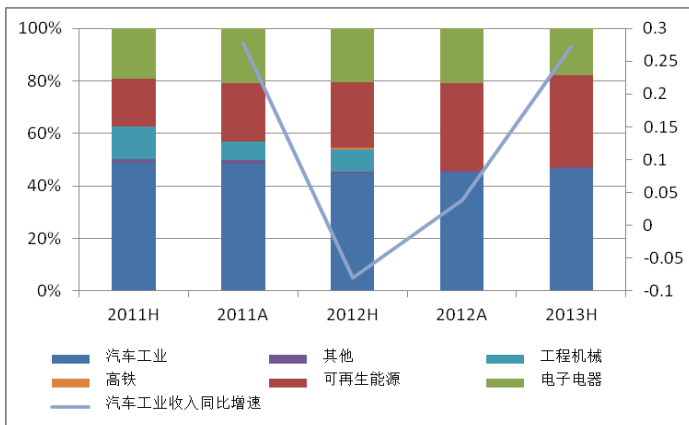
投资要点：

- **公司2013年半年报**显示：2013年上半年营业收入2.98亿元，营业成本1.85亿元，实现归属母公司净利润0.42亿元，同比分别增长23.44%、22.13%和10.00%。
- **汽车工业收入增长恢复巩固核心下游。**报告期汽车工业相关收入占比达到45%，收入增速恢复到2011年年末25%以上的水平。汽车相关产品的毛利率比去年同期提升2个百分点。
- **国内轿车市场回暖是主要增长动力之一。**今年1-6月我国轿车累计产量同比增速接近18%，较去年同期不到7%上升11个百分点。同时，公司大客户神龙汽车轿车1-6月累计产量同比增速达到18.38%，比去年同期增速7.63%上升10.75个百分点。
- **光伏相关产品放量助增新能源领域占比。**太阳能电池背膜收入较去年同期增加4916.99万元，新能源领域收入较去年同期增加4349.99万元，公司新能源领域收入增长动力主要来自光伏行业。
- **自主研发背膜用胶增强竞争力。**公司拥有自主研发的背膜胶提升了自身背膜产品的盈利能力。2013年上半年太阳能背膜毛利率28.58%，较去年年底环比增长2.38个百分点。
- **光伏下游占比提升增加应收账款压力。**公司上半年在保证一定货款回收的基础上开发下游需求。但光伏行业普遍回款周期较长，基本合同规定回款周期在6个月左右。随光伏用胶和背膜产品的增加，公司从去年下半年开始回款压力大幅增加。
- **我们预测**公司2013-2015年EPS为0.49、0.59、0.67元，随轿车产销的回暖，公司上半年在汽车领域增速较快；同时光伏产业的背膜、接线盒胶等新产品放量也成为上半年的主要增长动力，以及提升背膜盈利能力的自主研发背膜胶的全面投入使用都从不同方面优化了产品结构；下半年期待公司渠道销售包括胶类和非胶类产品的进一步扩张；所以我们给予22倍市盈率及“增持”评级，半年目标价10.43-12.04元。

➤ **国内轿车市场回暖巩固核心领域地位。**公司产品细分下游中以汽车工业为核心下游，报告期收入占比达到 45%，收入增速也恢复到 2011 年年末 25% 以上的水平，巩固了汽车工业在公司所有下游中的核心地位。此外，汽车相关产品的盈利能力在汽车、可再生能源、电子电器中三大下游中是唯一稳步回升的，毛利率比去年同期提升 2 个百分点。

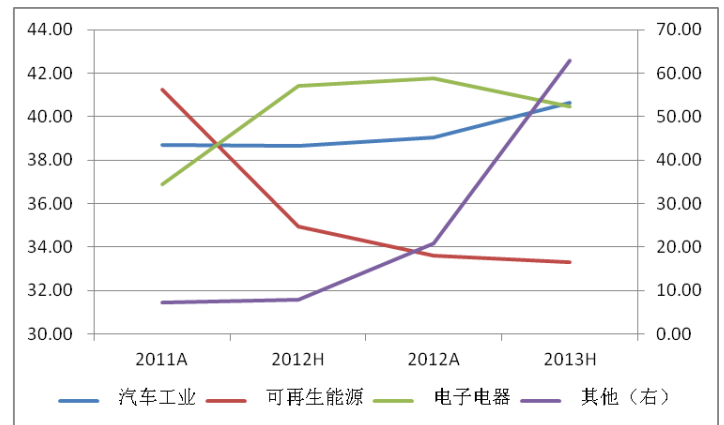
国内轿车市场 2013 年上半年呈现明显回暖态势，今年 1-6 月我国轿车累计产量同比增速接近 18%，较去年同期不到 7% 上升 11 个百分点。同时，公司大客户神龙汽车轿车 1-6 月累计产量同比增速达到 18.38%，比去年同期增速 7.63% 上升 10.75 个百分点。此外，公司已经预批量或批量对神龙汽车供应折边胶和螺纹锁固胶等 4 个胶类品种，并启动挡风玻璃胶和变速器胶项目。此外，向另一大客户北汽福田供应挡风玻璃胶。上半年两大客户合计收入接近千万元。

图表 1 公司下游汽车工业占比维持高位，收入增速回暖



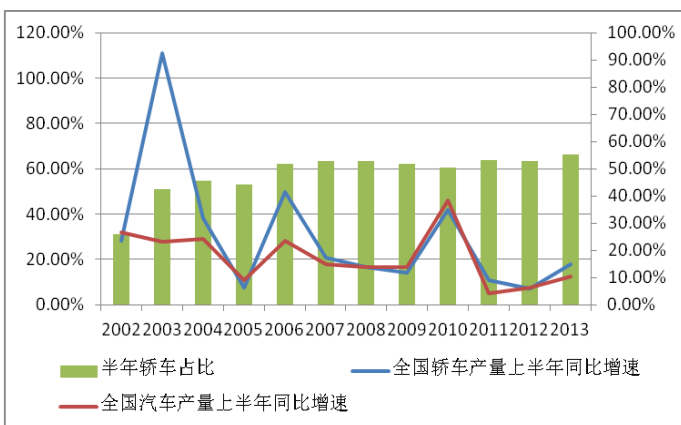
数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

图表 2 汽车工业相关产品盈利水平逐步回升



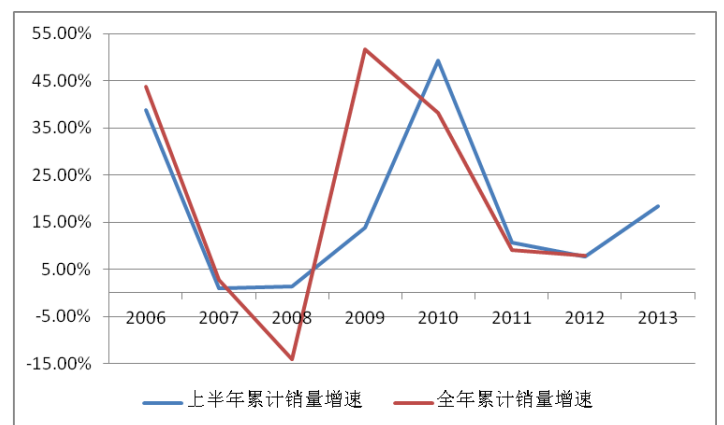
数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

图表 3 国内轿车领域景气度回升较明显



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

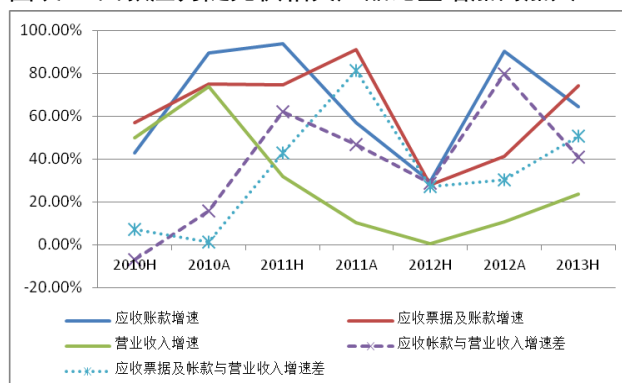
图表 4 神龙汽车轿车销量今年上半年回暖迹象明显



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

- **光伏相关产品放量助增新能源领域占比。**太阳能电池背膜收入较去年同期增加 4916.99 万元，新能源领域收入较去年同期增加 4349.99 万元，公司新能源领域收入增长动力主要来自光伏行业。其中包括今年开始放量的背膜产品，以及边框组件胶和接线盒胶。边框组件胶上半年收入同比下降 20%；而接线盒胶则快速增长，基本弥补边框组件胶销量的下滑。
- **自主研发背膜用胶增强竞争力。**此前国内太阳能背膜胶市场基本被汉高等少数国外品牌垄断销售，因此背膜胶的毛利水平也较高。公司拥有自主研发的背膜胶改变了过去背膜胶被国外品牌垄断的格局，还提升了自身背膜产品的盈利能力。目前常州子公司生产背膜所用的已经全部是自主研发生产的背膜胶。2013 年上半年太阳能背膜毛利率 28.58%，较去年年底环比增长 2.38 个百分点。
- **光伏下游占比提升增加应收账款压力。**公司上半年公司太阳能电池背膜主要针对小厂商多批次发货，在保证一定货款回收的基础上开发下游需求。但光伏行业普遍回款周期较长，基本合同规定回款周期在 6 个月左右。随光伏用胶和背膜产品的增加，公司从去年下半年开始回款压力大幅增加，应收账款增速达 90%，远超营业收入增速 10.79%；而 2013 年上半年应收账款增速下降，而应收票据增速增长超过应收账款增速下降幅度，带动回款压力进一步加大，应收票据及账款增速与营业收入增速差进一步扩大 20 个百分点。

图表 5 回款压力随光伏相关产品比重增加而加大



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

➤ 核心假设：

1. 公司太阳能电池背膜逐步放量，达产率及开工率平稳上升。
2. 背膜良品率能够维持在 90%左右。
3. 不考虑短期内的收购兼并计划。
4. 渠道销售的非胶类产品不再做 2012 年中至 2012 年底的分类调整。
5. 不考虑试用客户和试用产品的下半年的供货量。

➤ 风险提示：

1. 光伏相关产品占比的不断增加会加大公司账款回收的压力，从而对现金流造成压力。



当前股价 10.13

财务报表预测与财务指标 单位：百万

更新日期：13/07/31

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	456.49	505.73	569.80	700.49	949.07	现金	364.88	258.27	284.00	299.00	307.00
YOY(%)	10.1%	10.8%	12.7%	22.9%	35.5%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	280.58	315.28	352.42	426.34	597.03	应收款项净额	107.88	155.01	174.65	214.70	290.90
营业税金及附加	2.95	3.56	3.75	4.71	6.38	存货	88.19	109.52	122.78	148.50	210.26
销售费用	46.41	48.32	49.93	63.88	87.54	其他流动资产	59.79	55.24	62.24	76.51	103.67
占营业收入比(%)	10.2%	9.6%	8.8%	9.1%	9.2%	流动资产总额	620.74	578.04	643.66	738.72	911.82
管理费用	62.27	70.45	77.18	95.89	129.85	固定资产净值	203.21	270.10	351.78	377.77	407.16
占营业收入比(%)	13.6%	13.9%	13.5%	13.7%	13.7%	减：资产减值准备	(2.24)	(4.17)	(5.43)	(5.83)	(6.29)
EBIT	63.42	66.77	82.92	106.08	124.68	固定资产净额	200.97	265.93	346.35	371.94	400.87
财务费用	(11.96)	(9.86)	(8.08)	(8.14)	(6.36)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-2.6%	-1.9%	-1.4%	-1.2%	-0.7%	在建工程	81.08	71.12	18.47	22.94	25.78
资产减值损失	(2.24)	(4.17)	(3.18)	(3.36)	(3.43)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	282.05	337.05	364.82	394.88	426.65
营业利润	73.14	72.47	87.82	110.86	127.61	无形资产	35.82	89.77	86.18	82.59	79.00
营业外净收入	10.71	8.13	9.02	9.00	8.86	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	83.85	80.59	96.84	119.87	136.47	其他长期资产	2.26	32.97	32.97	32.97	32.97
所得税	11.87	9.85	12.88	15.68	17.76	资产总额	940.87	1,037.83	1,127.63	1,249.15	1,450.44
所得税率(%)	14.2%	12.2%	13.3%	13.1%	13.0%	循环贷款	0.00	0.00	3.45	17.27	75.98
净利润	71.98	70.74	83.96	104.18	118.71	应付款项	24.25	47.59	53.35	64.53	91.36
占营业收入比(%)	15.8%	14.0%	14.7%	14.9%	12.5%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.04	(0.02)	(2.00)	(5.00)	(5.69)	其他流动负债	28.69	34.40	38.07	46.54	65.17
归属母公司净利润	72.02	70.73	81.96	99.18	113.02	流动负债	52.94	81.99	94.87	128.33	232.51
YOY(%)	-18.0%	-1.8%	15.9%	21.0%	14.0%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(元)	0.68	0.67	0.49	0.59	0.67	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	10.52	39.36	68.20	97.04	125.88
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	63.46	121.35	163.07	225.37	358.39
成长能力						少数股东权益	0.96	0.98	2.13	4.97	8.24
营业收入	10.1%	10.8%	12.7%	22.9%	35.5%	股东权益	876.45	915.50	962.43	1,018.81	1,083.81
营业利润	-22.7%	-0.9%	21.2%	26.2%	15.1%	负债和股东权益	940.87	1,037.83	1,127.63	1,249.15	1,450.44
净利润	-18.0%	-1.8%	15.9%	21.0%	14.0%	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
获利能力						税后利润	72.02	70.73	81.96	99.18	113.02
毛利率(%)	38.5%	37.7%	38.1%	39.1%	37.1%	加：少数股东损益	-0.02	0.01	1.15	2.84	3.27
净利率(%)	15.8%	14.0%	14.7%	14.9%	12.5%	公允价值变动	2.24	4.17	3.18	3.36	3.43
ROE(%)	8.2%	7.7%	8.5%	9.7%	10.4%	折旧和摊销	16.41	20.12	23.38	27.77	30.93
ROA(%)	7.7%	6.8%	7.3%	7.9%	7.8%	营运资金的变动	-66.78	-34.80	-0.36	-31.17	-90.34
偿债能力						经营活动现金流	23.87	60.23	109.30	101.99	60.31
流动比率	11.73	7.05	6.78	5.76	3.92	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	10.06	5.71	5.49	4.60	3.02	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	6.7%	11.7%	14.5%	18.0%	24.7%	固定资产投资	-91.31	-71.53	-52.00	-58.00	-63.00
营运能力						投资活动现金流	-91.31	-71.53	-52.00	-58.00	-63.00
总资产周转率	48.5%	48.7%	50.5%	56.1%	65.4%	股权融资	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	86.26	111.88	111.88	111.88	111.88	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	120.12	133.22	133.22	133.22	133.22	公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						股利分配	-36.50	-28.31	-35.02	-42.80	-48.03
每股收益	0.68	0.67	0.49	0.59	0.67	计入循环贷款前融	-35.50	-28.31	-35.02	-42.80	-48.03
每股净资产	8.30	8.67	5.70	6.03	6.41	循环贷款的增加(10.49	-38.69	3.45	13.82	58.71
估值比率						融资活动现金流	-61.51	-95.31	-31.57	-28.99	10.69
P/E	14.9	15.1	20.9	17.3	15.1	现金净变动额	-128.95	-106.61	25.73	15.00	8.00
P/B	1.2	1.2	1.8	1.7	1.6						

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。