

2013年12月23日

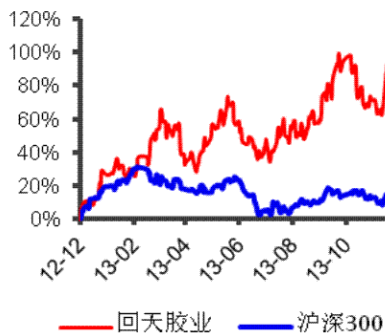
研究员：高高
 执业证书编号：S0910513070002
 电话：021-62448089
 Email: gaogao@casstock.com

回天胶业（300041）：多下游底部复苏，给予增持评级

评级：增持

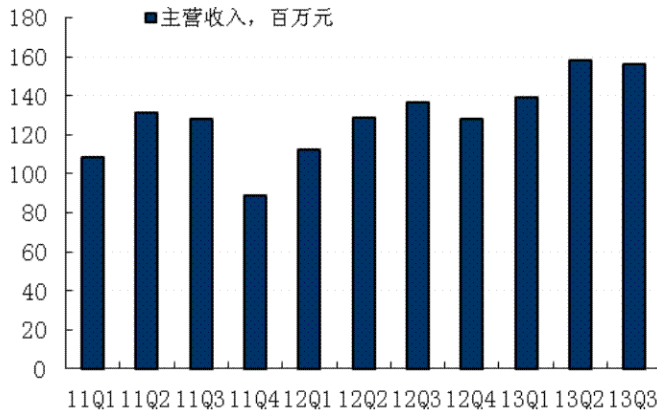
当前价格：13.88
 目标价格：18.36-20.4
 目标期限：6个月

股价表现：



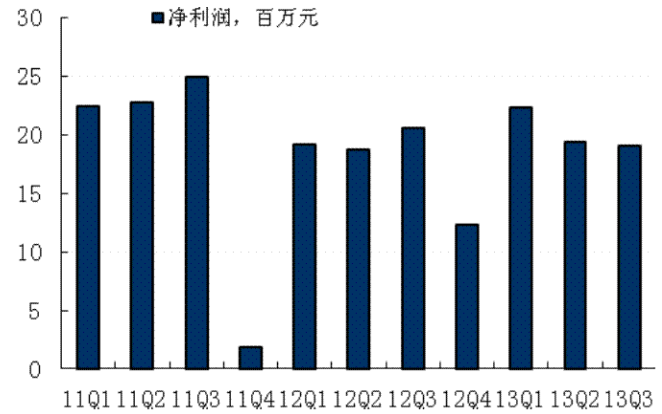
- ◆ **光伏领域复苏。**公司常州分公司有三条光伏背膜生产线，每条300万平米的年产能。前期只开了一条生产线，由于光伏国内外政策环境的好转，增强了公司向下游销售和回款的信心，9-10月份两个月差不多有90万平米的销量，环比改善明显，未来光伏背膜业务开工率有望进一步提升，光伏领域的复苏主要是在量上为公司的业绩提供弹性。此外，公司在关键材料上的自主研发突破，比如氟膜，可以一定程度上减少外购的成本，提升公司利润率。
- ◆ **有机硅胶成本依旧处于低位，积极扩张下游应用领域。**有机硅胶是公司的传统优势领域，特别是在汽车维修市场，与此同时，公司积极扩张下游应用领域，在汽车配套领域与轿车厂商神龙合作铺垫了4-5年，去年还只有100-200万的收入，今年预计300-400万的收入，翻倍的变化，有较大的象征意义。另外公司开始涉足建筑用胶领域，预计13年下半年开始有1000多万的收入。由于上游有机硅单体的产能大幅过剩，调整仍未看到结束的迹象，公司的原材料成本处于低位，过去两年有机硅胶的毛利率在42%-44%的水平窄幅波动，考虑到原料价格的变化趋势和公司产品的价格弹性、附加值水平，2014年我们认为这一盈利水平仍将持续。
- ◆ **高铁用胶复苏，电子用胶积极开拓。**高铁销售大概占到整个收入的10%。比12年还是有明显改善的，自主研发的嵌缝胶使用量较大，获得的订单情况较好。广州分公司主要发展电子电器用胶，以前公司的产品基本集中在大电子领域如家用电器、LED、微波炉、显示屏等，公司通过引进技术、人才，加大对微电子、半导体及封装用胶的投入。
- ◆ **公司治理为经营提供保障。**限售股解禁的窗口期已经过去，2012年底以来，公司经历了较多次的人事调整，目前公司的团队逐渐趋于稳定并进取性十足。今年的收入增长了20%，净利润增速在4%，主要是管理费用这块的支出。在沉淀下来的团队中引入竞争机制和与业绩相匹配的激励机制，将有利于激发企业的活力。
- ◆ **投资建议：**预计2013-2014年公司的每股收益为0.50元、0.68元，给予18.36-20.4元的目标价，给予增持评级。
- ◆ **风险提示：**下游复苏低于预期，行业竞争加剧。

图表 1: 回天胶业收入季度变化情况



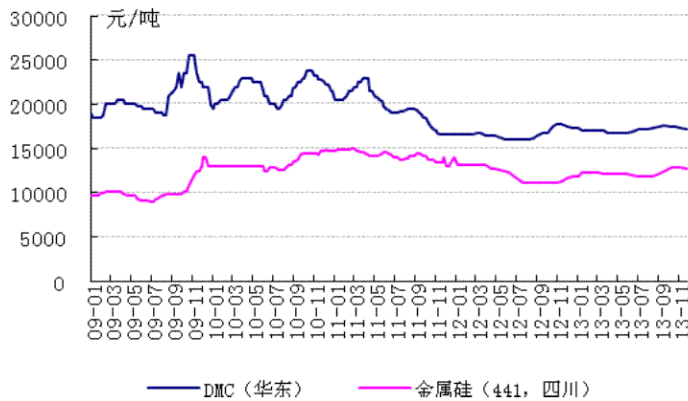
资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 2: 回天胶业净利润季度变化情况



资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 3: 有机硅原料价格稳定在低位



资料来源: 百川资讯, 航天证券研发部

图表 4: 回天胶业PE-Band



资料来源: wind, 航天证券研发部

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com