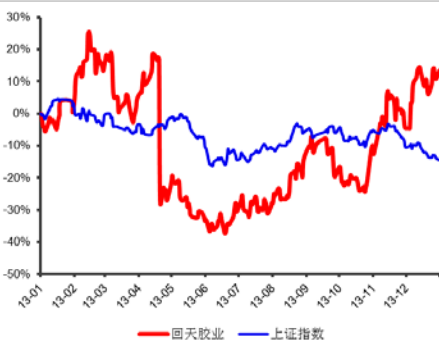


2014年1月20日

回天胶业（300041.SZ）临时公告点评

评级：“推荐”评级（首次）

最近52周走势：

相关研究报告：
报告作者：

分析师：杨春柳

执业证书编号：S0590512080001

联系人：

石亮

电话：0510-82832380

 Email: shil@glsc.com.cn
独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

点评：

- **业绩基本符合我们的预期。** 我们预计公司2013年的EPS为0.51元，与公司公布的业绩预告的中值0.5元基本一致。我们认为公司净利润的增长主要来自背膜的放量以及工程胶黏剂稳定的增长。
- **光伏行业回暖，公司背膜销量快速增长。** 受欧美光伏“双反”调查影响，2011和2012年公司的背膜销售情况不是很理想，今年全球（特别是我国）光伏行业回暖，公司的光伏背膜业务随之出现明显好转。目前公司具有背膜生产线2条，设计产能600万平方米，三季度公司背膜每月的出货量在50~60万平方米，预计全年的销量将达到600万平方米左右，明年公司第三条300万平方米的生产线将投产，公司背膜产能将达到900万平方米。根据最新的中国能源局光伏装机容量的规划，2014年我国光伏装机容量将达到14GW，增长40%，我们预计明年公司背膜的销量还将有大幅的提升。背膜的价格在经历了2011、2012年的大幅下降后，2013年的价格较为平稳，维持在30元左右，同时公司目前已经实现光伏背膜用胶的全部自给。在销量提升及背膜用胶自给的综合影响下，公司背膜的毛利率由2012年26.2%提升至2013年上半年的28.6%。光伏行业的持续向好，同时利好公司的背膜用胶的销售。
- **高铁建设将重启，公司聚氨酯胶产能利用率有望提升。** 在公司上市初期，我国高铁建设如火如荼，于是公司投入巨资扩充高铁用聚氨酯胶的产能，目前聚氨酯胶的产能为8000吨，而销量只有1000多吨，产能利用率非常低。根据我们的统计，2014年我国高速铁路的建成旅程有望达到5200多公里，接近2013年的两倍，

我国高铁建设重新启动，公司聚氨酯胶的产能利用率有望提升，目前公司在高铁领域的订单较为充足，聚氨酯胶有望成为公司2014年业绩的推动力。

- **进入神龙汽车供应体系，示范效应突出。**公司多年来一直专注于汽车用胶领域，但主要客户集中在商用车领域，小轿车领域基本被外资企业垄断，原因主要有我国的小轿车企业以外资和合资企业为主，在进入我国前一般都有固定的供应商，国内企业进入比较困难，同时小轿车原厂胶对性能要求非常高，国内的产品在性能上有一定的差距。目前，在客车领域，公司已经进入前八大客车企业供应体系；在轿车领域，公司经过持续的努力已经成功打入神龙汽车，向其提供折边胶、顶棚胶和厌氧胶等，另外，北汽和长城汽车也在稳步推进。随着公司对神龙汽车的批量供货，形成了示范效应，明年公司在汽车原厂胶领域的开发有望提速。
- **2012年底涉足建筑用胶领域，目前已初见成效。**建筑用胶是一个非常大的市场，公司以前专注于汽车领域用胶，较少涉及建筑领域用胶，但随着我国汽车销量的增长趋缓，公司在战略上有所转变，正积极扩大下游的布局。从技术上看，建筑用胶大多采用的是有机硅胶，与公司目前的专长非常吻合，同时建筑用胶对性能的要求比汽车用胶低，因此公司在技术上游刃有余，未来主要在市场拓展上。公司从2012年底开始涉足建筑用胶领域，截止到2013年10月，公司在建筑用胶领域的销量额已突破1000万，我们看好公司在建筑领域的横向拓展。
- **在电子电器领域，从传统家用电器用胶向微电子领域用胶延伸。**电子电器领域是公司产品销售的第三大应用领域，此前公司的产品主要用于家用电器，如微波炉、电冰箱等，公司在广东设立分公司后，在电子电器领域，公司将由传统家电领域向微电子领域延伸，通过引进人才和技术，生产出高品质高附加值产品，目前触摸屏用胶已在广州生产基地实现量产。
- **首次给予“推荐”评级。**预计公司13-15年EPS为0.51、0.64和0.73元，对应当前的股价16.49，PE分别为32.6X、25.8X、22.5X。参考公司的历史估值和可比上市公司的估值水平，我们认为给予公司28~32的市盈率较为合理，目标价格区间17.9~20.5，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**光伏行业回暖低于预期、聚氨酯胶销售低于预期

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 14/01/20

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	456.5	505.7	675.2	923.8	1,087.8	现金	362.1	255.4	261.3	101.1	199.3
YOY(%)	10.1%	10.8%	33.5%	36.8%	17.8%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	280.6	315.3	423.4	591.2	698.4	应收款项净额	167.7	210.2	169.8	354.6	263.7
营业税金及附加	3.0	3.6	4.3	5.9	6.9	存货	88.2	109.5	156.0	214.8	223.1
销售费用	46.4	48.3	58.1	79.4	93.6	其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	10.2%	9.6%	8.6%	8.6%	8.6%	流动资产总额	617.9	575.2	587.1	670.5	686.1
管理费用	63.1	71.8	101.3	133.0	154.5	固定资产净值	201.0	265.9	308.9	330.7	349.7
占营业收入比(%)	13.8%	14.2%	15.0%	14.4%	14.2%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	71.8	70.6	93.6	122.0	142.2	固定资产净额	201.0	265.9	308.9	330.7	349.7
财务费用	-12.0	-9.9	-5.7	-4.0	-3.3	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	-2.6%	-1.9%	-0.8%	-0.4%	-0.3%	在建工程	81.1	71.1	50.0	50.0	50.0
资产减值损失	2.2	4.2	5.0	2.2	2.2	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	282.1	337.0	358.9	380.7	399.7
营业利润	73.1	72.5	88.9	116.0	135.6	无形资产	35.8	89.8	97.8	105.7	113.4
营业外净收入	10.7	8.1	10.5	10.0	10.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	83.9	80.6	99.4	126.0	145.6	其他长期资产	1.0	0.8	0.4	0.0	0.0
所得税	11.9	9.8	13.7	18.0	21.8	资产总额	936.9	1,032.6	1,071.0	1,180.7	1,220.0
所得税率(%)	14.2%	12.2%	13.8%	14.3%	15.0%	循环贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	72.0	70.7	85.7	108.0	123.8	应付款项	48.9	76.8	72.3	128.0	105.4
占营业收入比(%)	15.8%	14.0%	12.7%	11.7%	11.4%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	72.0	70.7	85.7	108.0	123.8	流动负债	48.9	76.8	72.3	128.0	105.4
YOY(%)	-18.0%	-1.8%	21.2%	26.0%	14.6%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (元)	0.43	0.42	0.51	0.64	0.73	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	59.4	116.1	111.6	167.4	144.8
成长能力						少数股东权益	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
营业收入	10.1%	10.8%	33.5%	36.8%	17.8%	股东权益	877.4	916.5	959.3	1,013.3	1,075.2
营业利润	-22.7%	-0.9%	22.7%	30.4%	16.9%	负债和股东权益	936.9	1,032.6	1,071.0	1,180.7	1,220.0
净利润	-18.0%	-1.8%	21.2%	26.0%	14.6%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	38.5%	37.7%	37.3%	36.0%	35.8%	税后利润	72.0	70.7	85.7	108.0	123.8
净利率(%)	15.8%	14.0%	12.7%	11.7%	11.4%	加: 少数股东损益	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	8.2%	7.7%	8.9%	10.7%	11.5%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	7.7%	6.8%	8.7%	10.3%	11.7%	折旧和摊销	16.4	20.4	28.5	31.5	34.1
偿债能力						营运资金的变动	(79.8)	(74.3)	(20.3)	(198.3)	50.3
流动比率	1263.1%	749.3%	812.3%	523.8%	651.0%	经营活动现金流	8.6	16.8	93.9	(58.8)	208.2
速动比率	1082.8%	606.7%	596.5%	356.0%	439.3%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	6.3%	11.2%	10.4%	14.2%	11.9%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						固定资产投资	(108.0)	(125.6)	(50.9)	(51.4)	(51.5)
总资产周转率	48.7%	49.0%	63.0%	78.2%	89.2%	投资活动现金流	(108.0)	(125.6)	(50.9)	(51.4)	(51.5)
应收账款周转天数	82.1	104.6	32.6	87.1	36.9	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	114.7	126.8	134.5	132.6	116.6	长期贷款的增加/(减少)	(74.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.43	0.42	0.51	0.64	0.73	股利分配	39.6	31.7	42.9	54.0	61.9
每股净资产	5.19	5.42	5.67	5.99	6.36	计入循环贷款前融资活动	(27.5)	(21.7)	(37.0)	(49.9)	(58.5)
估值比率						循环贷款的增加(减少)	(1.1)	24.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
P/E	38.7	39.4	32.5	25.8	22.5	融资活动现金流	(28.6)	2.3	(37.0)	(49.9)	(58.5)
P/B	3.2	3.0	2.9	2.8	2.6	现金净变动额	(128.0)	(106.5)	5.9	(160.2)	98.2

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。