国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

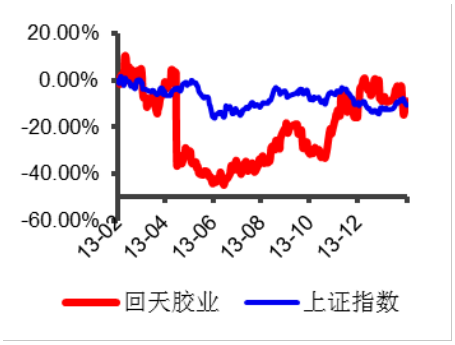
2013 年业绩符合预期，2014Q1 延续高增长

化工新材料

2014 年 2 月 25 日

评级：维持“推荐”评级

最近 52 周走势：



相关研究报告：

回天胶业（300041.SZ）临时公告点评：《业绩符合预期，背膜是最大驱动力》，2014/1/21

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。**

回天胶业（300041.SZ）业绩快报点评

事件：2014 年 2 月 24 日，公司发布 2013 年业绩快报和 2014 年一季度业绩预告，2013 年公司实现营业收入 6.38 亿，同比增长 26.21%，实现归属于母公司的净利润 8549 万，同比增长 20.75%，实现每股收益 0.51 元。预计 2014 年 Q1 实现归属于上市公司股东的净利润为 2830 万~3120 万，同比增长 27%~40%。公司 2013 年的业绩基本符合我们之前的预期，2014Q1 的业绩略超我们的预期。

点评：

- **2013 年业绩基本符合我们的预期。**我们之前预计公司 2013 年的 EPS 为 0.51 元，与公司公布的 2013 年业绩快报基本一致。我们认为公司净利的增长主要来自背膜的放量以及新胶种的业绩贡献（例如建筑用有机硅胶和包装胶），而公司在传统汽车制造与维修、电子电器 LED 领域的销售保持平稳增长。
- **2014Q1 延续高增长，业绩略超我们的预期。**我们预计公司 2014 年的净利增速在 25%左右，公司公布的 2014Q1 业绩快报预计净利润增速在 27%~40%，略超我们的预期。原因主要有两方面，第一、2013Q1 公司背膜销售量较少，公司背膜的销售回暖是在 2013 年下半年，因此 2013Q1 公司的净利基数较低；第二、公司新胶种的放量进程加快，特别是建筑用有机硅胶，公司经过 2013 年的技术和市场储备，2014 年销量快速提升，从而带动公司 2014Q1 业绩的同比快速增长。
- **光伏行业回暖，背板依然是公司 2014 年业绩的一大驱动力。**受益于 2013 年光伏行业回暖，公司背板业务 2013 年下半年大为好转，预计 2013 年全年销量在 500 万平米左右，价格保持在 30 元/平米左右。2014 年公司第三条 300 万平米的产线将投产，公司产能将扩张至 900 万平米，在我国新增光伏装机容量超预期的情况下，我们判断 2014 年我国光伏背板将供应偏紧，背板的价格还将保持在 30 元/平米左右，公司 2014 年背板的出货量有望达到 900

万平米，继续驱动公司业绩增长。

- **多个新的胶种有望在 2014 年开始贡献业绩。**2013 年公司上海研发中心建成标志着公司的研发实力进一步提升，公司利用上海的人才中心优势，大量引进高端技术人才，快速切入水处理领域用胶、微电子领域用胶和包装领域用胶，这些新的胶种市场空间都非常大，同时毛利率较高，都有望在 2014 年贡献业绩，从而驱动公司业绩增长。
- **2013 建筑用胶快速增长，2014 年有望放量。**公司以前专注于汽车领域用胶，没有涉足建筑领域用胶，2013 年公司转变发展战略，扩大胶黏剂生产品种和应用领域，开始涉足建筑用有机硅胶。公司从 2012 年底开始涉足建筑用胶领域，2013 年的销售额在 2000 万左右，市场占比还非常低，据统计我国 2012 年建筑用有机硅胶的销量在 32 万吨左右，按 3 万元/吨测算，市场规模在 100 亿左右，公司未来发展的空间还非常大，在 2013 年技术和市场铺垫下，我们预计公司建筑用胶在 2014 年将放量增长。
- **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，但在原厂胶方面，客户主要集中在商用车领域，小桥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，在进入我国前一般已有供应商，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，形成示范效应，2014 年公司在汽车原厂胶领域的开发有望提速。
- **维持“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 15.02 元，PE 分别为 29.7X、23.6X、20.4X。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，维持“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、建筑用胶的销售低于预期

财务报表预测与财务指标　　单位：百万　　更新日期：14/02/24

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	**456.5**	**505.7**	**638.3**	**919.1**	**1,082.0**
YOY(%)	*10.1%*	*10.8%*	*26.2%*	*44.0%*	*17.7%*
营业成本	280.6	315.3	398.9	588.2	693.6
营业税金及附加	3.0	3.6	4.0	5.8	6.9
销售费用	46.4	48.3	54.9	79.0	93.1
占营业收入比(%)	*10.2%*	*9.6%*	*8.6%*	*8.6%*	*8.6%*
管理费用	63.1	71.8	95.7	132.4	153.6
占营业收入比(%)	*13.8%*	*14.2%*	*15.0%*	*14.4%*	*14.2%*
EBIT	**71.8**	**70.6**	**92.8**	**121.4**	**142.6**
财务费用	-12.0	-9.9	-6.0	-4.0	-3.3
占营业收入比(%)	*-2.6%*	*-1.9%*	*-0.9%*	*-0.4%*	*-0.3%*
资产减值损失	2.2	4.2	5.0	2.2	2.2
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	**73.1**	**72.5**	**85.7**	**115.5**	**136.0**
营业外净收入	10.7	8.1	13.2	10.0	10.0
利润总额	**83.9**	**80.6**	**98.9**	**125.5**	**146.0**
所得税	11.9	9.8	13.6	17.9	21.9
所得税率(%)	*14.2%*	*12.2%*	*13.7%*	*14.3%*	*15.0%*
净利润	**72.0**	**70.7**	**85.4**	**107.5**	**124.1**
占营业收入比(%)	*15.8%*	*14.0%*	*13.4%*	*11.7%*	*11.5%*
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	**72.0**	**70.7**	**85.4**	**107.5**	**124.1**
YOY(%)	*-18.0%*	*-1.8%*	*20.7%*	*26.0%*	*15.4%*
EPS（元）	**0.43**	**0.42**	**0.51**	**0.64**	**0.73**

主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力					
营业收入	*10.1%*	*10.8%*	*26.2%*	*44.0%*	*17.7%*
营业利润	*-22.7%*	*-0.9%*	*18.3%*	*34.7%*	*17.8%*
净利润	*-18.0%*	*-1.8%*	*20.7%*	*26.0%*	*15.4%*
获利能力					
毛利率(%)	*38.5%*	*37.7%*	*37.5%*	*36.0%*	*35.9%*
净利率(%)	*15.8%*	*14.0%*	*13.4%*	*11.7%*	*11.5%*
ROE(%)	*8.2%*	*7.7%*	*8.9%*	*10.6%*	*11.6%*
ROA(%)	*7.7%*	*6.8%*	*8.7%*	*10.2%*	*11.8%*
偿债能力					
流动比率	*1263.1%*	*749.3%*	*894.7%*	*502.8%*	*695.6%*
速动比率	*1082.8%*	*606.7%*	*677.5%*	*333.2%*	*483.5%*
资产负债率%	*6.3%*	*11.2%*	*9.8%*	*14.7%*	*11.3%*
营运能力					
总资产周转率	*48.7%*	*49.0%*	*60.0%*	*77.4%*	*89.3%*
应收账款周转天数	82.1	104.6	28.0	91.5	33.2
存货周转天数	114.7	126.8	128.7	141.6	108.8
每股指标（元）					
每股收益	0.43	0.42	0.51	0.64	0.73
每股净资产	5.19	5.42	5.67	5.99	6.36
估值比率					
P/E	**35.2**	**35.9**	**29.7**	**23.6**	**20.4**
P/B	2.9	2.8	2.6	2.5	2.4

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金	362.1	255.4	290.2	75.3	229.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	167.7	210.2	148.5	373.1	241.4
存货	88.2	109.5	140.6	228.2	206.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产总额	**617.9**	**575.2**	**579.4**	**676.7**	**678.0**
固定资产净值	201.0	265.9	308.9	330.7	349.7
减:资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	201.0	265.9	308.9	330.7	349.7
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	81.1	71.1	50.0	50.0	50.0
固定资产清理	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**
无形资产	35.8	89.8	97.8	105.7	113.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产	1.0	0.8	0.4	0.0	0.0
资产总额	**936.9**	**1,032.6**	**1,063.3**	**1,186.9**	**1,211.8**
循环贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	48.9	76.8	64.8	134.6	97.5
预提费用	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
流动负债	**48.9**	**76.8**	**64.8**	**134.6**	**97.5**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
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
负债总额	**59.4**	**116.1**	**104.1**	**174.0**	**136.8**
少数股东权益	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
股东权益	877.4	916.5	959.2	1,012.9	1,075.0
负债和股东权益	**936.9**	**1,032.6**	**1,063.3**	**1,186.9**	**1,211.8**

现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
税后利润	72.0	70.7	85.4	107.5	124.1
加：少数股东损益	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	16.4	20.4	28.5	31.5	34.1
营运资金的变动	(79.8)	(74.3)	6.0	(252.8)	106.5
经营活动现金流	8.6	16.8	119.9	(113.8)	264.7
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(108.0)	(125.6)	(48.6)	(51.4)	(51.5)
投资活动现金流	(108.0)	(125.6)	(48.6)	(51.4)	(51.5)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	(74.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
公司债券发行/（偿还）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	39.6	31.7	42.7	53.8	62.1
计入循环贷款前融资活动	(27.5)	(21.7)	(36.5)	(49.7)	(58.6)
循环贷款的增加(减少)	(1.1)	24.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
融资活动现金流	(28.6)	2.3	(36.5)	(49.7)	(58.6)
现金净变动额	**(128.0)**	**(106.5)**	**34.7**	**(214.9)**	**154.6**

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

免责条款:

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。