国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

# 业绩略超预期，高增长序幕开启

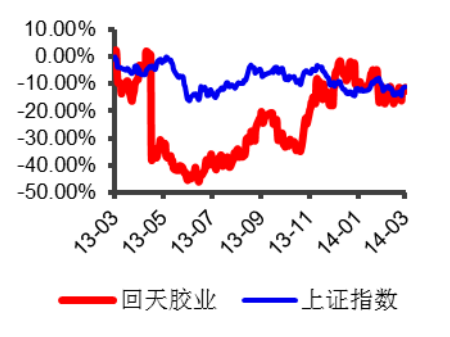
化工新材料

2014 年 3 月 26 日

## 回天胶业（300041.SZ）年报点评

评级：维持“推荐”评级

**最近 52 周走势：**




**相关研究报告：**

《回天胶业临时公告点评：业绩符合预期，背膜是最大驱动力》2014/1/22

《回天胶业业绩快报点评：2013 年业绩符合预期，2014Q1 延续高增长》2014/2/25

《业务布局完善，下游多点开花，2014 值得期待》2014/3/11


**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。**

**事件：**2014 年 3 月 25 日，公司发布 2013 年年报，2013 年公司实现营业收入 6.42 亿，同比增长 26.96%，实现归属于母公司的净利润 8891 万，同比增长 25.71%，扣非后的净利润 7366 万，同比增长 9.57%。实现每股收益 0.53 元，略超出我们之前 0.51 元的预期。公司拟每 10 股派 1.6 元。

## 点评：

- **2013 年业绩基本略超我们的预期，背膜和有机硅胶是最大的增长驱动力。**我们之前预计公司 2013 年的 EPS 为 0.51 元，公司 2013 实际 EPS 0.53 元略超我们之前的预期。公司营收增长中，背膜贡献了 5610 万，占比 42%；有机硅胶业务贡献了 3580 万，占比 27%；非胶类产品贡献了 2380 万，占比 18%；聚氨酯胶贡献了 1100 万，占比 8.4%；其他胶黏剂贡献了 550 万，占比 4.1%。在营业利润的增长中，背膜、有机硅胶、聚氨酯胶、其他胶黏剂和非胶黏剂分别贡献 41%、30%、11%、10%和 8%。
- **管理费用大幅增长影响了公司营业利润。**2013 年公司营业利润同比增长 18%，低于公司营业收入的增速 26.96%，其中最大的影响因数是公司管理费用的大幅上升，2013 年公司管理费用达到 9948 万，同比增长 38.56%，其中研发费用增加 1000 多万；折旧及摊销增加 800 万，职工薪酬增加 500 万；我们认为公司研发及职工薪酬大幅增长的原因主要是公司 2013 年上海研发中心建成后公司大规模招揽人才，同时加大新产品开发力度，2013 年公司在建筑胶、电子胶、包装胶及水处理胶等领域都取得了突破。公司折旧与摊销费用增加的主要原因也是上海研发中心投入使用所导致的。我们认为胶黏剂行业是一个技术密集型的行业，产品的更新换代较快，研发投入是业绩增长的保证，公司加大研发投入利好公司未来的长远发展。
- **公司在汽车原厂胶领域继续开疆拓土。**2013 年公司继进入神龙

汽车原厂胶供应体系之后，又开拓了北汽、奇瑞等新客户，向其大批量供应风挡玻璃胶、焊装胶等。好的开头是成功的一半，我们认为公司在汽车原厂胶领域已经开启了完美的序幕，神龙、北汽和奇瑞具有良好的示范作用，预计未来几年公司在汽车原厂胶领域必然捷报频频。

- **背膜依然是 2014 年公司业绩增长的一大驱动力。**2013 年公司背膜的销售量为 415 万平米，同比增长 153%，同时毛利率也随着产能利用率的上升而大度提升，从 2012 年的 28.6%提升至 32.8%。我们认为 14 年仍然是我国光伏装机容量高速增长的一年，从我国背膜的供需情况看，2014 年背膜市场依然非常景气，我们判断背膜的价格仍将维持在 30 元/平米左右，公司背膜的毛利率在销量增长的同时依然有提升的空间。
- **公司高铁用聚氨酯胶订单充足，14 年聚氨酯胶产能利用率将继续提升。**公司目前在手高铁领域的聚氨酯胶订单超过 1000 万，2013 年下半年我国高铁建设开始恢复，2014~2015 年我国高铁建设将迎来新一轮高峰，据统计，2014~2015 年我国高铁建成旅程将分别达到 5200 公里和 4600 公里，对聚氨酯胶的需求量将大幅增长，公司目前聚氨酯胶的产能利用率较低，高铁建设的恢复有利于提升公司聚氨酯胶的产能利用率，同时提升毛利率，2013 年公司聚氨酯胶的毛利率比 2012 年提升了 7.5%，我们认为未来公司聚氨酯胶的毛利率还将进一步提升。
- **维持“推荐”评级。**预计公司 14-16 年公司 EPS 分别为 0.70、0.87 和 1.03 元，对应当前的股价 14.99 元，PE 分别为 21.4X、17.3X、14.6X。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，目标价格区间上调至 19.6~22.4（之前为 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：14/03/25

| 利润表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **505.7** | **642.1** | **910.3** | **1,152.5** | **1,402.7** |
| *YOY(%)* | *10.8%* | *27.0%* | *41.8%* | *26.6%* | *21.7%* |
| 营业成本 | 315.3 | 393.9 | 563.5 | 715.7 | 873.9 |
| 营业税金及附加 | 3.6 | 3.2 | 5.6 | 7.1 | 8.6 |
| 销售费用 | 48.3 | 58.8 | 87.6 | 110.9 | 135.0 |
| *占营业收入比(%)* | *9.6%* | *9.1%* | *9.6%* | *9.6%* | *9.6%* |
| 管理费用 | 71.8 | 99.5 | 127.4 | 159.0 | 193.6 |
| *占营业收入比(%)* | *14.2%* | *15.5%* | *14.0%* | *13.8%* | *13.8%* |
| **EBIT** | **70.6** | **100.6** | **132.6** | **166.2** | **198.1** |
| 财务费用 | -9.9 | -1.7 | -3.0 | -2.4 | -2.2 |
| *占营业收入比(%)* | *-1.9%* | *-0.3%* | *-0.3%* | *-0.2%* | *-0.2%* |
| 资产减值损失 | 4.2 | 3.7 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 投资净收益 | 0.0 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **营业利润** | **72.5** | **85.5** | **125.8** | **158.8** | **190.5** |
| 营业外净收入 | 8.1 | 17.2 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| **利润总额** | **80.6** | **102.7** | **135.8** | **168.8** | **200.5** |
| 所得税 | 9.8 | 13.8 | 18.2 | 22.6 | 26.9 |
| *所得税率(%)* | *12.2%* | *13.4%* | *13.4%* | *13.4%* | *13.4%* |
| **净利润** | **70.7** | **89.0** | **117.6** | **146.2** | **173.6** |
| *占营业收入比(%)* | *14.0%* | *13.9%* | *12.9%* | *12.7%* | *12.4%* |
| 少数股东损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **归属母公司净利润** | **70.7** | **88.9** | **117.6** | **146.2** | **173.6** |
| *YOY(%)* | *-1.8%* | *25.7%* | *32.3%* | *24.3%* | *18.8%* |
| **EPS（元）** | **0.42** | **0.53** | **0.70** | **0.87** | **1.03** |

| 主要财务比率 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | *10.8%* | *27.0%* | *41.8%* | *26.6%* | *21.7%* |
| 营业利润 | *-0.9%* | *18.0%* | *47.1%* | *26.2%* | *20.0%* |
| 净利润 | *-1.8%* | *25.7%* | *32.3%* | *24.3%* | *18.8%* |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | *37.7%* | *38.7%* | *38.1%* | *37.9%* | *37.7%* |
| 净利率(%) | *14.0%* | *13.9%* | *12.9%* | *12.7%* | *12.4%* |
| ROE(%) | *7.7%* | *9.1%* | *11.1%* | *12.6%* | *13.5%* |
| ROA(%) | *6.8%* | *9.1%* | *10.9%* | *12.4%* | *13.3%* |
| **偿债能力** | | | | | |
| 流动比率 | *749.3%* | *609.6%* | *563.3%* | *541.8%* | *538.8%* |
| 速动比率 | *606.7%* | *453.5%* | *376.2%* | *370.5%* | *347.7%* |
| 资产负债率% | *11.2%* | *11.7%* | *12.7%* | *13.4%* | *13.8%* |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | *49.0%* | *57.9%* | *74.9%* | *85.8%* | *94.1%* |
| 应收账款周转天数 | 104.6 | 109.0 | 82.6 | 94.2 | 82.0 |
| 存货周转天数 | 126.8 | 135.3 | 142.2 | 124.8 | 134.5 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.42 | 0.53 | 0.70 | 0.87 | 1.03 |
| 每股净资产 | 5.42 | 5.79 | 6.28 | 6.88 | 7.60 |
| **估值比率** | | | | | |
| **P/E** | **35.8** | **28.5** | **21.5** | **17.3** | **14.6** |
| P/B | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.2 | 2.0 |

| 资产负债表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 现金 | 255.4 | 168.1 | 114.6 | 118.1 | 98.4 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应收款项净额 | 210.2 | 256.0 | 326.6 | 411.6 | 487.6 |
| 存货 | 109.5 | 146.0 | 219.5 | 244.7 | 322.1 |
| 其他流动资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **流动资产总额** | **575.2** | **570.0** | **660.7** | **774.4** | **908.1** |
| 固定资产净值 | 265.9 | 413.3 | 426.0 | 440.5 | 453.9 |
| 减:资产减值准备 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产净额 | 265.9 | 413.3 | 426.0 | 440.5 | 453.9 |
| 工程物资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 在建工程 | 71.1 | 17.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 固定资产清理 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **固定资产总额** | **337.0** | **430.3** | **446.0** | **460.5** | **473.9** |
| 无形资产 | 89.8 | 89.5 | 89.5 | 89.5 | 89.5 |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他长期资产 | 0.8 | 0.5 | 0.3 | 0.0 | 0.0 |
| **资产总额** | **1,032.6** | **1,109.2** | **1,215.3** | **1,343.3** | **1,490.4** |
| 循环贷款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付款项 | 76.8 | 93.5 | 117.3 | 142.9 | 168.5 |
| 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** | **76.8** | **93.5** | **117.3** | **142.9** | **168.5** |
| 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** | **116.1** | **130.2** | **153.9** | **179.6** | **205.2** |
| 少数股东权益 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 股东权益 | 916.5 | 979.0 | 1,061.3 | 1,163.7 | 1,285.2 |
| **负债和股东权益** | **1,032.6** | **1,109.2** | **1,215.3** | **1,343.3** | **1,490.4** |

| 现金流量表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 税后利润 | 70.7 | 89.0 | 117.6 | 146.2 | 173.6 |
| 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 | 20.1 | 32.7 | 1.2 | 2.3 | 3.2 |
| 营运资金的变动 | (74.0) | (114.6) | (128.8) | (92.5) | (135.5) |
| **经营活动现金流** | 16.8 | 7.1 | (10.0) | 56.0 | 41.3 |
| 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 | (125.6) | (73.0) | (11.3) | (11.3) | (11.3) |
| **投资活动现金流** | (125.6) | (73.0) | (11.3) | (11.3) | (11.3) |
| 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 | 31.7 | 27.0 | 35.3 | 43.9 | 52.1 |
| 计入循环贷款前融资活动 | (21.7) | (24.9) | (32.1) | (41.2) | (49.7) |
| 循环贷款的增加(减少) | 24.0 | 8.1 | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| **融资活动现金流** | 2.3 | (16.8) | (32.1) | (41.2) | (49.7) |
| **现金净变动额** | **(106.5)** | **(82.6)** | **(53.5)** | **3.5** | **(19.7)** |

| 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。