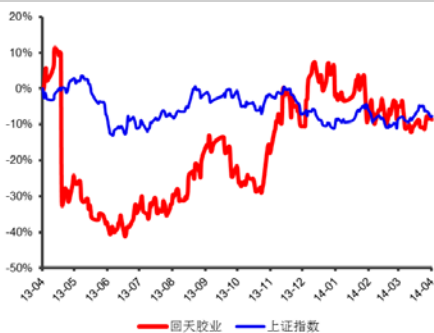


2014年4月22日

回天胶业（300041.SZ）一季报点评

评级：维持“推荐”评级

最近52周走势：



相关研究报告：

回天胶业业绩预告点评：《2013年业绩符合预期，2014Q1延续高增长》，2014/2/26

回天胶业深度报告：《业务布局完善，下游多点开花，2014值得期待》，2014/3/12

回天胶业年报点评：《业绩略超预期，高增长序幕开启》，2014/3/26

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4月22日，公司发布2014一季报，2014Q1公司实现营业收入1.97亿，同比增长40.86%，实现营业利润2942.71万，同比增长23.44%，实现归属于母公司的净利润1934.84万，同比增长31.68%，实现每股EPS 0.17元。

点评：

- **产品线丰富带动工程胶黏剂销量大幅增长。**2014Q1公司工程胶黏剂产品销售收入同比增长45.94%，除得益于公司在传统汽车制造与维修领域的稳定增长外，还受益于公司开发的新品建筑胶、软包装胶和水处理胶的销售逐步放量；同时随着光伏的转暖，公司的光伏用组件胶和接线盒胶的销售保持较快增长。
- **随着公司募投项目投产，战略布局完善，费用率开始下降。**2014Q1公司销售费用率为5.61%，比2013年的9.15%下降了3.54%；2014Q1公司管理费用率为12.9%，相比2013年的15.49%下降了2.59%；期间费用率的下降主要是由于公司募投项目在2013年已基本完成，业务与人才的布局也已在2013年做了精心筹划，2014逐步进入收获季，各项费用支出有所下降。
- **延伸背膜产业链，进军氟膜领域。**目前我国复胶型太阳能背膜中的氟膜完全依赖进口，公司经过前期开发试验，已经掌握氟膜量产的技术，具备产业化条件，目前已经开始建设年产600万平米的氟膜生产线。氟膜占背膜成本的50%左右，实现氟膜自给将大幅提升公司背膜的盈利能力，根据我们的测算目前氟膜的毛利率在50%以上，如果氟膜量产成功，公司背膜的毛利率将大幅提升，有望达到50%以上。
- **2014公司继续发力建筑胶、包装胶等新品。**自2013年进入建筑胶领域后，公司在建筑胶领域的销售额不断提升，2014Q1出货量创历史新高，同时幕墙结构粘接胶取得关键技术突破，被列为行业推荐产品。着眼长远，公司已经在湖北襄阳建新的建筑胶与包

装胶的生产基地，建成后公司建筑胶及包装胶产能将极大提升，能够满足公司业务拓展的需求。

- **润滑油成功推出，非胶业务快速增长。**2014Q1 公司非胶黏剂业务同比大幅增长，增速高达 61%，主要得益于公司成功推出新品润滑油，并取得良好的销售业绩。2013 年我国润滑油的市场规模达到 230 亿，同比增长 9% 左右，随着我国汽车销量及保有量的不断增长，预计未来几年我国润滑油市场还将保持 8~10% 的增速。公司具有良好的经销商网络，合作的汽车经销商有 600 多家，不过目前销售的汽车化学品品种还较少，未来随着产品线的不断丰富，非胶业务还有很大的发展空间。
- **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 14.16 元，PE 分别为 20.3X、16.3X、13.6X。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 19.6~22.4，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: 14/04/22

| 利润表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 资产负债表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 505.7 | 642.1 | 910.3 | 1,152.5 | 1,402.7 | 现金 | 255.4 | 168.1 | 148.4 | 186.1 | 201.2 |
| YOY(%) | 10.8% | 27.0% | 41.8% | 26.6% | 21.7% | 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营业成本 | 315.3 | 393.9 | 563.5 | 715.7 | 873.9 | 应收款项净额 | 210.2 | 256.0 | 326.6 | 411.6 | 487.6 |
| 营业税金及附加 | 3.6 | 3.2 | 5.6 | 7.1 | 8.6 | 存货 | 109.5 | 146.0 | 219.5 | 244.7 | 322.1 |
| 销售费用 | 48.3 | 58.8 | 87.6 | 110.9 | 135.0 | 其他流动资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 占营业收入比(%) | 9.6% | 9.1% | 9.6% | 9.6% | 9.6% | 流动资产总额 | 575.2 | 570.0 | 694.5 | 842.5 | 1,010.9 |
| 管理费用 | 71.8 | 99.5 | 127.4 | 159.0 | 193.6 | 固定资产净值 | 274.6 | 413.3 | 397.4 | 383.3 | 368.1 |
| 占营业收入比(%) | 14.2% | 15.5% | 14.0% | 13.8% | 13.8% | 减: 资产减值准备 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBIT | 70.6 | 100.6 | 132.6 | 166.2 | 198.1 | 固定资产净额 | 274.6 | 413.3 | 397.4 | 383.3 | 368.1 |
| 财务费用 | -9.9 | -1.7 | -3.3 | -3.6 | -4.1 | 工程物资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 占营业收入比(%) | -1.9% | -0.3% | -0.4% | -0.3% | -0.3% | 在建工程 | 71.1 | 17.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 资产减值损失 | 4.2 | 3.7 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 固定资产清理 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资净收益 | 0.0 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 固定资产总额 | 345.7 | 430.3 | 417.4 | 403.3 | 388.1 |
| 营业利润 | 72.5 | 85.5 | 126.2 | 159.9 | 192.4 | 无形资产 | 91.2 | 89.5 | 87.5 | 85.6 | 83.7 |
| 营业外净收入 | 8.1 | 17.2 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 利润总额 | 80.6 | 102.7 | 136.2 | 169.9 | 202.4 | 其他长期资产 | 0.8 | 0.5 | 0.3 | 0.0 | 0.0 |
| 所得税 | 9.8 | 13.8 | 18.2 | 22.8 | 27.1 | 资产总额 | 1,032.6 | 1,109.2 | 1,215.5 | 1,344.2 | 1,492.5 |
| 所得税率(%) | 12.2% | 13.4% | 13.4% | 13.4% | 13.4% | 循环贷款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 净利润 | 70.7 | 89.0 | 117.9 | 147.2 | 175.3 | 应付款项 | 76.8 | 93.5 | 117.3 | 142.9 | 168.5 |
| 占营业收入比(%) | 14.0% | 13.9% | 13.0% | 12.8% | 12.5% | 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 | 70.7 | 88.9 | 117.9 | 147.2 | 175.3 | 流动负债 | 76.8 | 93.5 | 117.3 | 142.9 | 168.5 |
| YOY(%) | -1.8% | 25.7% | 32.6% | 24.8% | 19.1% | 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EPS (元) | 0.42 | 0.53 | 0.70 | 0.87 | 1.04 | 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 |
| 主要财务比率 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 少数股东权益 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 成长能力 | | | | | | 股东权益 | 916.5 | 979.0 | 1,061.6 | 1,164.6 | 1,287.3 |
| 营业收入 | 10.8% | 27.0% | 41.8% | 26.6% | 21.7% | 负债和股东权益 | 1,032.6 | 1,109.2 | 1,215.5 | 1,344.2 | 1,492.5 |
| 营业利润 | -0.9% | 18.0% | 47.5% | 26.8% | 20.3% | | | | | | |
| 净利润 | -1.8% | 25.7% | 32.6% | 24.8% | 19.1% | | | | | | |
| 获利能力 | | | | | | 现金流量表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 毛利率(%) | 37.7% | 38.7% | 38.1% | 37.9% | 37.7% | 税后利润 | 70.7 | 89.0 | 117.9 | 147.2 | 175.3 |
| 净利率(%) | 14.0% | 13.9% | 13.0% | 12.8% | 12.5% | 加: 少数股东损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROE(%) | 7.7% | 9.1% | 11.1% | 12.6% | 13.6% | 公允价值变动 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROA(%) | 6.8% | 9.1% | 10.9% | 12.4% | 13.3% | 折旧和摊销 | 20.1 | 32.7 | 34.8 | 35.9 | 36.8 |
| 偿债能力 | | | | | | 营运资金的变动 | (74.0) | (114.6) | (129.2) | (93.6) | (137.4) |
| 流动比率 | 749.3% | 609.6% | 592.1% | 589.4% | 599.8% | 经营活动现金流 | 16.8 | 7.1 | 23.5 | 89.5 | 74.6 |
| 速动比率 | 606.7% | 453.5% | 405.0% | 418.1% | 408.7% | 短期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产负债率% | 11.2% | 11.7% | 12.7% | 13.4% | 13.7% | 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 | (125.6) | (73.0) | (11.3) | (11.3) | (11.3) |
| 总资产周转率 | 49.0% | 57.9% | 74.9% | 85.7% | 94.0% | 投资活动现金流 | (125.6) | (73.0) | (11.3) | (11.3) | (11.3) |
| 应收账款周转天数 | 104.6 | 109.0 | 82.6 | 94.2 | 82.0 | 股权融资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 存货周转天数 | 126.8 | 135.3 | 142.2 | 124.8 | 134.5 | 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 | 0.42 | 0.53 | 0.70 | 0.87 | 1.04 | 股利分配 | 31.7 | 27.0 | 35.4 | 44.2 | 52.6 |
| 每股净资产 | 5.42 | 5.79 | 6.28 | 6.89 | 7.61 | 计入循环贷款前融资活动 | (21.7) | (24.9) | (31.8) | (40.4) | (48.2) |
| 估值比率 | | | | | | 循环贷款的增加(减少) | 24.0 | 8.1 | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| P/E | 33.8 | 26.9 | 20.3 | 16.3 | 13.6 | 融资活动现金流 | 2.3 | (16.8) | (31.8) | (40.4) | (48.2) |
| P/B | 2.6 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 1.9 | 现金净变动额 | (106.5) | (82.6) | (19.7) | 37.7 | 15.1 |

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。