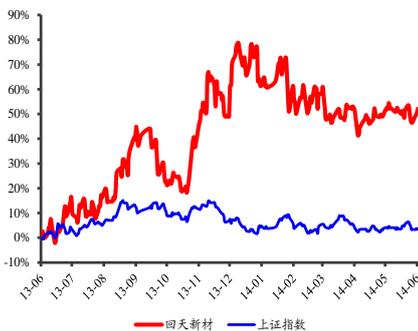


2014年6月26日

回天新材（300041.SZ）临时公告点评

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6月25日，公司发布公告，公司将以自有资金2000万元在湖北襄阳投资设立全资子公司“湖北回天汽车用品有限公司”，该子公司将专业从事公司现有汽车售后市场胶黏剂、化学品的业务，做大做强公司现有汽化业务。

点评：

- **成立子公司专门从事汽车售后市场，有利于公司整合资源做大做强。**汽车售后市场渠道为先，目前公司拥有600多家合作的汽车经销商，在汽车维修领域的有机硅胶市场，市占率超过30%；在汽车售后的非胶领域，2013年公司的营收为8780万，同比增长36%，但与德联集团16亿元的营收相比，还有很大差距；随着我国汽车保有量的增长，汽车售后化学品市场会越来越大，公司在该领域具有较大的发展潜力。2014Q1公司非胶黏剂业务同比大幅增长，同比增长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。目前销售的汽车化学品品种还较少，此次专门成立子公司来独立经营汽车售后市场，显示了公司对该业务的重视，我们看好公司在汽车售后市场的发展。
- **战略调整后，下游多点开发，步入又一个快速发展期。**在汽车制造与维修领域，公司已批量向神龙汽车供应原厂折边胶、顶棚胶和厌氧胶，示范效应突出，未来公司在汽车原厂胶领域发展有可能提速。在电子电器领域，去年公司招募了一批在微电子胶领域的技术达人，大力发展微电子胶，微电子领域用胶属于高端胶种，毛利率极高，而且市场广阔，目前主要被汉高、3M等垄断，如果未来能够取得突破，公司盈利能力将有大幅提升。在可再生能源领域，工程胶粘剂被广泛用作太阳能板折边胶和接线盒胶、风电电机定子灌封和表面涂覆。受益于风电和光伏回暖，2013年公司在该领域的销售额增长47.2%，根据规划，预计2014年我国风电和光伏新增装机容量将分别达到18GW和14GW，同比增长

12.5%和 23.9%，我们继续看好 2014 年公司在该领域的销售增长。在高铁领域，聚氨酯胶黏剂作为无轨轨道的粘结剂被大量使用，目前公司在手高铁用聚氨酯胶的订单超过千万。今年和明年将迎来我国高铁建设的又一个高峰，公司作为全国仅有的 5 家高铁用聚氨酯胶供应商，必将共享高铁重启盛宴。在建筑用胶领域，无论是在国内还是国外，建筑行业一直是有机硅胶的最大消费领域，主要用于建筑幕墙、门窗及装饰接缝和中空玻璃加工等领域，公司从 2012 年底开始涉足建筑用胶领域，2013 年公司建筑用胶销量已突破 1000 万，目前公司正在建设 1 万吨建筑胶生产线，公司在这一块的业务开展顺利，我们非常看好公司建筑胶的发展。目前公司在无溶剂复膜胶、水处理胶、微电子胶等领域也进展非常快，我们认为公司在经历了 2012~2013 年的战略调整后，下游多领域齐头并进，进入又一个快速发展阶段。

- **背膜销售稳定，涉足氟膜将提升盈利能力。**目前公司背膜月出货量在 50 万平米左右，我们预计 2014 年公司背膜销量有望突破 600 万平米。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。
- **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: 14/06/25

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	1.03	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	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	116.1	130.2	153.9	179.6	205.2
成长能力						少数股东权益	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
营业收入	10.8%	27.0%	41.8%	26.6%	21.7%	股东权益	916.5	979.0	1,061.6	1,164.6	1,287.3
营业利润	-0.9%	18.0%	47.5%	26.8%	20.3%	负债和股东权益	1,032.6	1,109.2	1,215.5	1,344.2	1,492.5
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	1.03	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。