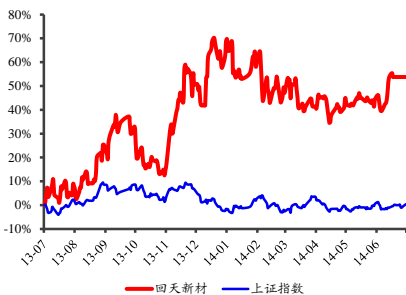


2014年7月30日

回天新材（300041.SZ）半年报点评

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7月29日，公司发布2014半年报，报告期内公司实现营业收入4.07亿，同比增长36.78%；实现归属于上市公司股东的净利润为5546万元，同比增长33.22%；扣非后的净利润5260万元，同比增长32.07%；实现每股EPS 0.33元。

点评：

- ▶ **业绩符合预期，工程胶黏剂是增长主要驱动力。**公司的业绩符合我们之前的预期，公司业绩的增长主要来自公司工程胶黏剂的销售增长。2014H1公司工程胶黏剂销售收入2.93亿，同比增长59.43%，增长的主要应用领域包括电子电器、新能源、建筑和汽车领域等；2014H1公司非胶销售收入7297万，同比增长23.23%，主要来自润滑油的销售增长；2014H1公司太阳能背膜销售收入3845万，同比下降21.8%，主要是公司担心回款，主动控制背膜的出货量。
- ▶ **受益风电、光伏回暖以及LED照明爆发，公司在新能源和电子电器领域增长较快。**2014H1公司在新能源领域的销售收入1.39亿，同比增长35.5%，主要受益于我国风电和光伏装机容量的增长，根据国家规划，2014年我国风电和光伏的装机容量分别为18GW和14GW，同比增长12%和40%；在电子电器领域的销售收入7256万元，同比增长38.6%，主要得益于我国LED照明大爆发，在公司原有LED显示屏业务增长乏力的情况下，公司在照明及车灯领域取得50%以上的增长。
- ▶ **2014公司继续发力建筑胶、包装胶、水处理胶、电缆胶等新品。**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，2014H1的销售收入为1205万，超过去年全年的1073万，公司的幕墙结构粘结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新建建筑胶及其他新胶黏剂的生产基地，建成后公司建筑胶及其他新胶黏剂产能将极大提升，能

够满足公司业务拓展的需求。2014H1 公司包装胶、水处理胶和电缆胶均实现大批量销售。

- **成功推出润滑油，设立专职子公司加码非胶业务。**2014Q1 公司成功推出非胶新品润滑油，2014H1 公司润滑油实现销售收入 1647 万。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。2014Q2 公司成立子公司湖北回天汽车用品有限公司专门从事非胶业务，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。
- **汽车原厂胶连续取得突破。**2014H1 公司胶黏剂在汽车领域的销售收入 1.76 亿，同比增长 29.9%，一方面来自汽车维修领域，另一方面是公司在汽车原厂胶领域不断取得突破，2014 年之前公司只在神龙汽车实现批量销售，2014H1 公司实现了在海马汽车的批量销售，同时公司的聚氨酯风挡玻璃胶在东风日产进入了重复性试验阶段，2015 年有望实现批量供货。
- **公司在手高铁订单充足。**目前公司高铁领域胶黏剂在手订单 2416 万，其中 2014 1-7 月新签订合同 1372 万，2014H1 确定的销售收入 315 万。根据中国铁路总公司的规划，2014 年我国铁路投资总额从之前规划的 6300 亿提升至 8000 亿，开工项目由之前的 44 个提升至 64 个，今年投产新线预计在 6600 公里以上，在经济下行压力较大的宏观经济背景下，铁路是拉动投资保增长的有效途径之一，铁路建设景气度有望延续到“十三五”期间，公司有望持续受益。
- **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 15.04 元，PE 分别为 21.5X、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 19.6~22.4，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**应收账款的风险、新投资项目产能利用率低于预期的风险、转型过程中带来的资金和技术不能跟上的风险

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 14/07/30

利润表						资产负债表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		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
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	1.04	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。