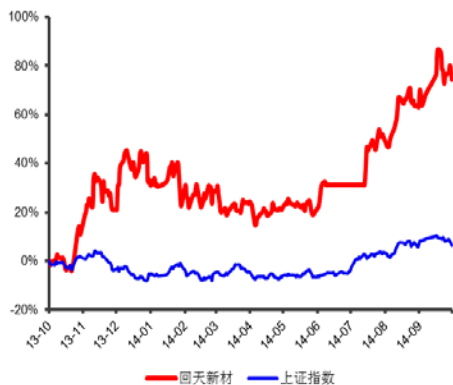


2014年10月24日

回天新材（300041.SZ）三季度点评

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

《业务布局完善，下游多点开花，2014值得期待》2014/3/11

《回天新材三季度业绩预告点评：业绩略低于预期，长期依然看好》2014/10/14

**报告作者：**

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

**联系人：**

石亮

电话：0510-82832380

 Email: [shil@glsc.com.cn](mailto: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。

**点评：**

**事件：**2014年10月24日，公司发布2014年三季度报，2014年1-9月公司实现营业收入6.16亿元，同比增长35.72%，实现归属于上市公司股东的净利润7649万元，同比增长25.66%，实现每股EPS 0.45元；其中2014年7-9月实现营业收入2.09亿元，同比增长33.7%，实现归属于上市公司股东的净利润2103万，同比增长9.30%，实现每股EPS 0.12元。

- **公司业绩略低于预期主要是受背膜业务盈利下滑影响。**在应收账款增加的压力下，公司为保证回款及减轻财务压力，公司对背膜的销售策略进行了调整，精选优质客户，减少对回款不佳的客户销售，导致公司2014年7-9月背膜销售收入同比下降72%，亏损51万元，而2014H1公司背膜业务的净利润为665万元；目前公司正在对背板业务和光伏用胶业务进行整合，未来将锁定行业顶级客户，实现风险与收益的平衡。
- **公司工程胶黏剂在光伏、LED和高铁领域销售增长较快，汽车原厂胶再获新客户。**受光伏行业景气度高企，公司光伏用有机硅较增长较快；受高铁建设重启，公司目前在高铁领域的订单充足，4季度将迎来发货的高峰期；LED家庭照明进入爆发期，公司LED用灌封胶、点晶胶和封装胶的销售增长较快，尤其是在车灯封装胶领域。公司新品建筑胶、包装胶、水处理胶和润滑油的销售都有大幅增长。在汽车原厂胶领域，公司成功开发众泰汽车，使其成为公司第二家乘用车风挡玻璃胶标杆客户。
- **维持“推荐”评级。**预计公司14-16年公司EPS分别为0.70、0.87和1.04元，对应当前的股价19.98元，PE分别为28.5X、23.1X、19.3X，考虑到动态PE只有23.1，低于可比公司估值和历史平均估值水平，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**光伏行业盈利能力下降导致公司应收账款坏账的风险、聚氨酯胶销售低于预期、建筑用胶的销售低于预期

| 利润表             |              |               |               |               |               | 资产负债表          |                 |                 |                 |                 |                 |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                 | 2012A        | 2013A         | 2014E         | 2015E         | 2016E         |                | 2012A           | 2013A           | 2014E           | 2015E           | 2016E           |
| 营业收入            | 505.73       | 642.10        | 870.01        | 1,158.37      | 1,402.29      | 现金             | 258.27          | 175.37          | 190.56          | 150.00          | 150.00          |
| YOY(%)          | 10.8%        | 27.0%         | 35.5%         | 33.1%         | 21.1%         | 交易性金融资产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 营业成本            | 315.28       | 393.92        | 552.55        | 742.97        | 899.63        | 应收款项净额         | 155.01          | 208.35          | 219.29          | 291.97          | 353.45          |
| 营业税金及附加         | 3.56         | 3.17          | 4.35          | 5.79          | 7.01          | 存货             | 109.52          | 145.99          | 150.46          | 204.45          | 248.58          |
| 销售费用            | 48.32        | 58.75         | 68.73         | 92.67         | 112.18        | 其他流动资产         | 55.23           | 47.63           | 64.53           | 85.92           | 104.01          |
| 占营业收入比(%)       | 9.6%         | 9.1%          | 7.9%          | 8.0%          | 8.0%          | <b>流动资产总额</b>  | <b>578.04</b>   | <b>577.33</b>   | <b>624.84</b>   | <b>732.34</b>   | <b>856.04</b>   |
| 管理费用            | 70.45        | 97.28         | 111.36        | 150.59        | 182.30        | 固定资产净值         | 278.78          | 417.02          | 422.01          | 436.18          | 457.59          |
| 占营业收入比(%)       | 13.9%        | 15.2%         | 12.8%         | 13.0%         | 13.0%         | 减: 资产减值准备      | (4.17)          | (3.70)          | (3.74)          | (3.87)          | (4.06)          |
| <b>EBIT</b>     | <b>66.78</b> | <b>86.78</b>  | <b>129.43</b> | <b>162.77</b> | <b>197.59</b> | 固定资产净额         | 274.61          | 413.32          | 418.26          | 432.31          | 453.53          |
| 财务费用            | (9.86)       | (1.71)        | (0.66)        | 0.14          | 1.80          | 工程物资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 占营业收入比(%)       | -1.9%        | -0.3%         | -0.1%         | 0.0%          | 0.1%          | 在建工程           | 71.12           | 16.97           | 92.75           | 156.95          | 210.92          |
| 资产减值损失          | (4.17)       | (3.70)        | (3.40)        | (3.40)        | (3.40)        | 固定资产清理         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益           | 0.00         | 0.75          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>固定资产总额</b>  | <b>345.73</b>   | <b>430.29</b>   | <b>511.01</b>   | <b>589.26</b>   | <b>664.45</b>   |
| <b>营业利润</b>     | <b>72.47</b> | <b>85.54</b>  | <b>126.69</b> | <b>159.23</b> | <b>192.39</b> | 无形资产           | 91.25           | 89.47           | 85.89           | 82.32           | 78.74           |
| 营业外净收入          | 8.12         | 17.20         | 10.00         | 10.00         | 10.00         | 长期股权投资         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>     | <b>80.59</b> | <b>102.73</b> | <b>136.69</b> | <b>169.23</b> | <b>202.39</b> | 其他长期资产         | 22.81           | 23.23           | 23.23           | 23.23           | 23.23           |
| 所得税             | 9.85         | 13.78         | 18.32         | 22.68         | 27.12         | <b>资产总额</b>    | <b>1,037.83</b> | <b>1,120.33</b> | <b>1,244.99</b> | <b>1,427.15</b> | <b>1,622.47</b> |
| 所得税率(%)         | 12.2%        | 13.4%         | 13.4%         | 13.4%         | 13.4%         | 循环贷款           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 27.17           | 57.00           |
| <b>净利润</b>      | <b>70.74</b> | <b>88.96</b>  | <b>118.37</b> | <b>146.55</b> | <b>175.27</b> | 应付款项           | 47.59           | 55.28           | 79.57           | 108.12          | 131.46          |
| 占营业收入比(%)       | 14.0%        | 13.9%         | 13.6%         | 12.7%         | 12.5%         | 预提费用           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 少数股东损益          | (0.02)       | (0.05)        | (0.06)        | (0.08)        | (0.10)        | 其他流动负债         | 34.40           | 49.38           | 66.88           | 90.74           | 110.20          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>70.73</b> | <b>88.91</b>  | <b>118.31</b> | <b>146.47</b> | <b>175.17</b> | <b>流动负债</b>    | <b>81.99</b>    | <b>104.66</b>   | <b>146.45</b>   | <b>226.03</b>   | <b>298.66</b>   |
| YOY(%)          | -1.8%        | 25.7%         | 33.1%         | 23.8%         | 19.6%         | 长期借款           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>EPS (元)</b>  | <b>0.67</b>  | <b>0.53</b>   | <b>0.70</b>   | <b>0.87</b>   | <b>1.04</b>   | 应付债券           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
|                 |              |               |               |               |               | 其他长期负债         | 39.36           | 36.64           | 36.64           | 36.64           | 36.64           |
| <b>主要财务比率</b>   | <b>2012A</b> | <b>2013A</b>  | <b>2014E</b>  | <b>2015E</b>  | <b>2016E</b>  | <b>负债总额</b>    | <b>121.35</b>   | <b>141.29</b>   | <b>183.09</b>   | <b>262.67</b>   | <b>335.30</b>   |
| <b>成长能力</b>     |              |               |               |               |               | 少数股东权益         | 0.98            | 1.03            | 1.07            | 1.13            | 1.20            |
| 营业收入            | 10.8%        | 27.0%         | 35.5%         | 33.1%         | 21.1%         | 股东权益           | 915.50          | 978.01          | 1,060.83        | 1,163.35        | 1,285.97        |
| 营业利润            | -0.9%        | 18.0%         | 48.1%         | 25.7%         | 20.8%         | <b>负债和股东权益</b> | <b>1,037.83</b> | <b>1,120.33</b> | <b>1,244.99</b> | <b>1,427.15</b> | <b>1,622.47</b> |
| 净利润             | -1.8%        | 25.7%         | 33.1%         | 23.8%         | 19.6%         |                |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>获利能力</b>     |              |               |               |               |               | <b>现金流量表</b>   | <b>2012A</b>    | <b>2013A</b>    | <b>2014E</b>    | <b>2015E</b>    | <b>2016E</b>    |
| 毛利率(%)          | 37.7%        | 38.7%         | 36.5%         | 35.9%         | 35.8%         | 税后利润           | 70.73           | 88.91           | 118.31          | 146.47          | 175.17          |
| 净利率(%)          | 14.0%        | 13.9%         | 13.6%         | 12.7%         | 12.5%         | 加: 少数股东损益      | 0.01            | 0.03            | 0.05            | 0.06            | 0.07            |
| ROE(%)          | 7.7%         | 9.1%          | 11.2%         | 12.6%         | 13.6%         | 公允价值变动         | 4.17            | 3.70            | 3.40            | 3.40            | 3.40            |
| ROA(%)          | 6.8%         | 7.9%          | 9.5%          | 10.3%         | 10.8%         | 折旧和摊销          | 20.12           | 32.44           | 32.41           | 34.80           | 37.80           |
| <b>偿债能力</b>     |              |               |               |               |               | 营运资金的变动        | -24.63          | -63.15          | 9.52            | -95.52          | -80.71          |
| 流动比率            | 7.05         | 5.52          | 4.27          | 3.24          | 2.87          | <b>经营活动现金流</b> | <b>70.40</b>    | <b>61.94</b>    | <b>163.69</b>   | <b>89.21</b>    | <b>135.73</b>   |
| 速动比率            | 5.71         | 4.12          | 3.24          | 2.34          | 2.03          | 短期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 资产负债率%          | 11.7%        | 12.6%         | 14.7%         | 18.4%         | 20.7%         | 长期股权投资         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>营运能力</b>     |              |               |               |               |               | 固定资产投资         | 0.00            | -110.64         | -113.00         | -113.00         | -113.00         |
| 总资产周转率          | 48.7%        | 57.3%         | 69.9%         | 81.2%         | 86.4%         | <b>投资活动现金流</b> | <b>0.00</b>     | <b>-110.64</b>  | <b>-113.00</b>  | <b>-113.00</b>  | <b>-113.00</b>  |
| 应收账款周转天数        | 111.88       | 118.43        | 92.00         | 92.00         | 92.00         | 股权融资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 存货周转天数          | 133.22       | 145.26        | 104.00        | 104.00        | 104.00        | 长期贷款的增加/       | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>每股指标 (元)</b> |              |               |               |               |               | 公司债券发行/(       | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 每股收益            | 0.67         | 0.53          | 0.70          | 0.87          | 1.04          | 股利分配           | -28.31          | -25.19          | -35.49          | -43.94          | -52.55          |
| 每股净资产           | 8.64         | 5.79          | 6.28          | 6.88          | 7.61          | 计入循环贷款前        | -28.31          | -25.19          | -35.49          | -43.94          | -52.55          |
| <b>估值比率</b>     |              |               |               |               |               | 循环贷款的增加/       | -120.39         | 16.18           | 0.00            | 27.17           | 29.83           |
| P/E             | 29.9         | 38.0          | 28.5          | 23.1          | 19.3          | <b>融资活动现金流</b> | <b>-177.01</b>  | <b>-34.21</b>   | <b>-35.49</b>   | <b>-16.77</b>   | <b>-22.73</b>   |
| P/B             | 2.3          | 3.5           | 3.2           | 2.9           | 2.6           | <b>现金净变动额</b>  | <b>-106.60</b>  | <b>-82.91</b>   | <b>15.20</b>    | <b>-40.56</b>   | <b>0.00</b>     |

### 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<br>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<br>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。