

## 毛利率高于去年同期，业绩超预期

——回天胶业（300041）2010年一季度财报点评

2010年4月27日

强烈推荐/维持

回天胶业

财报点评

**杨若木** 基础化工行业分析师 从业资格证书编号：S1480209110083  
yangrm@dxzq.net.cn 010-66557316

### 事件：

2010年一季报显示，公司实现营业收入3115.33万元，增长60.11%；归属于母公司所有者净利润1,863.25万元，同比增长127.21%；实现每股收益0.28元。

### 公司分季度财务指标

指标	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
营业收入（百万元）	66.37	39.79	51.83	69.49	72.44	44.85	82.98
增长率（%）					9.15%	12.73%	60.11%
毛利率（%）	44.97%	40.07%	39.58%	45.59%	43.19%	59.21%	44.76%
营业利润率（%）	19.95%	39.52%	20.98%	16.85%	19.95%	42.74%	19.21%
净利润（百万元）	22.88%	2.71%	17.45%	26.44%	24.24%	15.80%	25.18%
增长率（%）	12.42	6.05	8.20	16.40	17.17	8.97	18.63
每股盈利（季度，元）					38.24%	48.29%	127.21%
资产负债率（%）		0.124		0.335	0.350	0.136	0.282
存货周转率（%）		33.90%		34.60%	31.75%	13.13%	8.80%
应收帐款周转率（%）		3.36%		8.53%	8.20%	1.14%	2.31%

### 评论：

#### 积极因素：

- **营业收入较上年同期增加3115.33万元，增长60.11%**。主要是业务规模扩大，销售快速增长所致。公司加大对汽车用胶的销售，已经在产品方面开始同外资企业神龙汽车开始合作，聚氨酯胶粘剂受益于高铁建设订单的增长。公司根据市场需求情况对公司产品和产品的生产计划进行了细分，重点生产汽车制造及维修、高速铁路轨道、新能源、电子电器、LED等行业用胶的产品。同时，为适应市场对产品的要求，公司增加了生产设备，扩大了生产规模，保证了产品质量。
- **公司的毛利率水平较去年同期有一定增长**。营业成本较上年同期增加1452.64万元，增长46.39%，增长幅度低于营业收入的增长幅度。2010年一季度的毛利率为44.75%，高于去年同期的39.58%的毛利率水平。主要是公司产品逐渐向高端发展。

**消极因素:**

- **原材料价格波动风险。**2010 年经济回暖，原料价格和市场供需关系发生变化，呈现不同程度的波动。尽管公司已采取各种措施缓解原材料价格波动带来的压力，并取得良好成效，但如果未来主要原材料价格出现大幅上涨或波动频繁而公司又未能采取及时有效的应对措施，仍将会对公司的经营业绩产生不利影响。DCM价格从19000元/吨涨至23500元/吨，其中107胶占公司2009年上半年总成本的17%左右。
- **管理费用上升较快。**管理费用较上年同期增加554.58万元，增长103.28%，主要原因系本期研发支出、人员工资和折旧费用增长所致。

**业务展望:**

- **最近三年将会是新建产能的释放期。**2008年有机硅胶粘剂拥有2,975吨产能，新项目建成投产已经后再加上5000吨，使产能达到7,975吨。聚氨酯胶粘剂2008年拥有400吨产能，募集资金项目建成后将增加5000吨产能。预计新建产能从2010年开始释放，到2012年将会实现满产。

**盈利预测**

我们预计公司10-12年的每股收益分别为1.13元、1.73元、2.15元。

**投资建议:**

目前价格为48.85元，对应的10年的市盈率为43倍，低于化工行业创业板的平均估值水平在66倍，给予“强烈推荐”评级。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	220	239	364	541	678
营业成本	126.06	128.57	200.79	296.49	371.72
营业费用	28.99	27.87	40.00	59.52	74.55
管理费用	25.34	28.90	40.00	59.52	74.55
财务费用	0.31	(0.57)	(0.71)	(0.94)	(0.95)
投资收益	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02
营业利润	37.23	52.06	82.72	125.20	156.26
利润总额	40.56	58.45	86.22	131.70	163.76
所得税	5.38	7.71	11.47	17.52	21.78

净利润	35	50.74	74.75	114.18	141.98
归属母公司所有者的 净利润	35.35	50.74	74.75	114.18	141.98
NOPLAT	32.55	44.70	71.11	107.73	134.66
每股净收益（元）	0.72	1.04	1.13	1.73	2.15

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	50.20	630.74	557.78	561.68	562.03
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	16.22	21.18	29.89	44.47	55.71
预付款项	59.15	30.80	78.99	150.15	239.36
存货	40.60	53.66	66.01	97.48	122.21
流动资产合计	177.40	747.35	744.85	871.89	1,002.00
非流动资产	94.71	161.56	205.62	221.00	235.33
资产总计	272.11	908.90	950.47	1,092.89	1,237.33
短期借款	36.00	21.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	7.15	21.80	16.50	24.37	30.55
预收款项	14.30	24.48	37.20	56.14	79.86
流动负债合计	76.10	98.22	63.71	92.51	122.41
非流动负债	16.14	21.14	65.85	122.37	165.91
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	179.88	789.54	820.92	878.01	949.00
净营运资本	101.30	649.12	681.14	779.38	879.59
投入资本 IC	189.48	210.61	282.95	336.14	406.97

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	35.17	50.74	74.75	114.18	141.98
折旧摊销	24.00	23.88	0.00	4.62	5.67
净营运资金增加	101.30	547.82	32.02	98.24	100.21
经营活动产生现金流	510.38	538.21	12.18	21.51	46.84
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(50.18)	(19.98)	(19.98)
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	(34.96)	2.37	(26.50)
现金净增（减）	124.03	281.64	(72.96)	3.90	0.36

## 分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有三年石油和化工行业研究经验。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。