

化工新材料III



回天胶业（300041）

推荐（维持）

业务战略性聚焦，持续快速成长

市场数据

报告日期	2010-8-26
收盘价(元)	66.80
总股本(百万股)	66.00
流通股本(百万股)	17.00
总市值(百万元)	4408.67
流通市值(百万元)	1135.60
净资产(百万元)	808.17
总资产(百万元)	886.19
每股净资产	12.11

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	239	357	541	747
同比增长(%)	8.6%	49.4%	51.7%	38.2%
净利润(百万元)	51	86	125	173
同比增长(%)	43.5%	69.7%	45.8%	37.6%
毛利率(%)	46.1%	45.9%	45.6%	45.6%
净利率(%)	21.3%	24.1%	23.2%	23.1%
净资产收益率(%)	6.4%	10.2%	13.2%	15.7%
每股收益(元)	0.77	1.30	1.90	2.62
每股经营现金流(元)	0.79	0.65	1.24	1.76

相关报告

《工程胶粘剂行业龙头》
2010-1-8《电子化学品：小产品，大文章》
2010-6-11

投资要点

事件：

回天胶业公布 2010 年半年报，1-6 月实现营业收入 1.82 亿元，同比增长 49.72%，实现营业利润 4568 万元，同比增长 66.63%；归属于上市公司股东的净利润 4242 万元，同比增长 72.41%，按 6599.8 万股的总股本计，实现每股收益 0.643 元。每股经营活动产生的净现金流量为 0.28 元。

点评：

回天胶业 2010 年中期业绩与我们 EPS 为 0.63 元的预期基本一致，报告期内公司收入与利润继续保持高速增长，体现了良好的成长性。

- **有机硅胶和聚氨酯胶是收入增长最主要动力。**2010 年上半年，公司实现营业收入 1.82 亿元，同比增长 49.72%（约 6000 万），其中有机硅胶和聚氨酯胶分别增长 57.06%、180.68%，贡献收入增量 3151 万和 1178 万，因此是增长的主要动力。总体而言，公司产品价格基本平稳，收入增长主要来自于销量的大幅增长。

分行业来看，公司产品在汽车制造及维修、环保新能源、电子电器、高速铁路等工业领域的销售收入均有所增长，其中工程机械、可再生能源（有机硅胶）和高铁（聚氨酯胶）等细分领域分别大幅增长 181.47%、328.36%和 100%。

分析师

郑方铤 S0190207120108
021-3856 5927

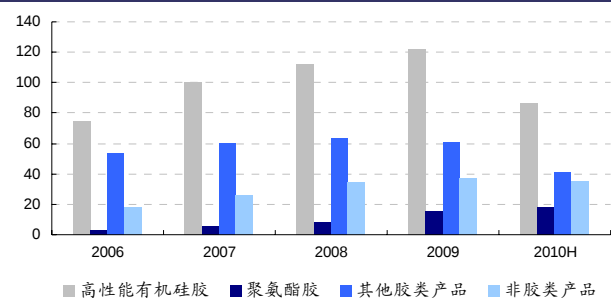
zhengfb@xyzq.com.cn

刘曦

021-3856 5754

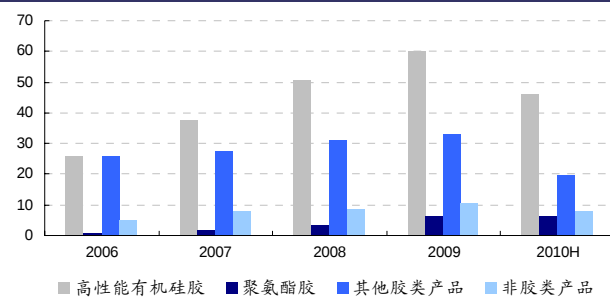
liuxi@xyzq.com.cn

图1 回天胶业主营业务历年收入情况（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

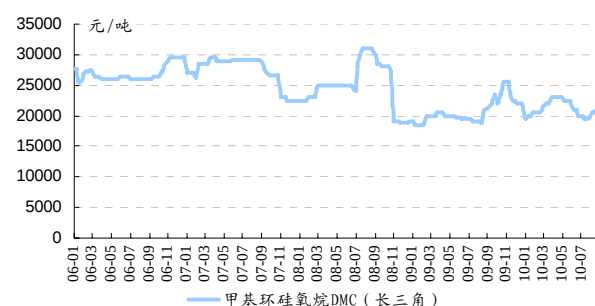
图2 回天胶业主营业务历年毛利情况（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

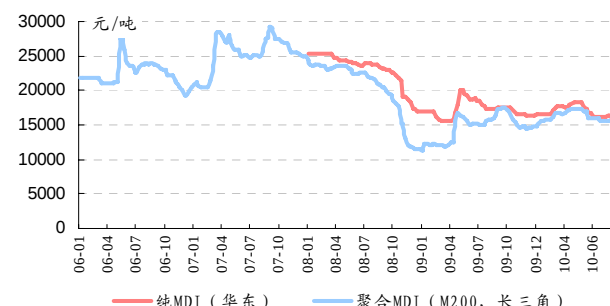
- **毛利率总体稳中有升。**报告期内，公司综合毛利率为 44.45%，同比小幅提高 1.43%，其中有机硅胶和聚氨酯胶的毛利率分别为 52.90%、36.25%，同比分别上涨 4.15%、下跌 2.10%。虽然产品价格较为平稳而原料价格同比有所上涨（图 3、图 4），但是公司通过技术研发和自主创新优化产品结构，保持了总体毛利率的稳中有升。

图3 06年以来有机硅原料 DMC 价格走势



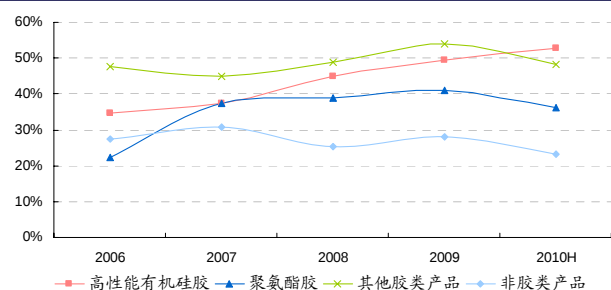
数据来源：百川资讯，兴业证券研发中心

图4 06年以来聚氨酯原料 MDI 价格走势



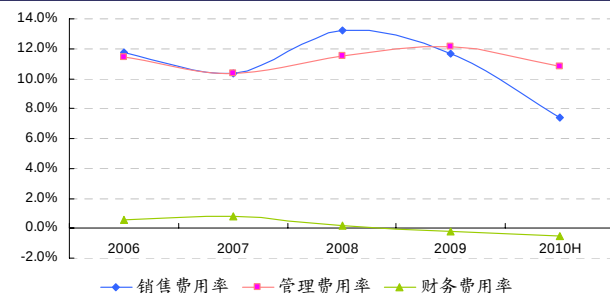
数据来源：环球聚氨酯，兴业证券研发中心

图5 回天胶业各项业务历年毛利率变化



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

图6 回天胶业历年期间费用率变化



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

- **期间费用控制良好。**2010 年上半年，回天胶业的期间费用率为 17.69%，同比下降-0.93%，其中销售费用率下降 1.68%，主要系公司收入大幅增加而销售费用绝对数值增加不多；管理费用率上升 1.34%，主要由于研发支出、折

旧费用及人员工资增长所致；财务费用率下降 0.59% 的主要原因是公司发行新股后，存款规模大幅增长，利息收入相应增加。

- **公司处于快速成长期，未来空间广阔。**依托对行业发展趋势的把握，回天胶业过去几年对业务进行了战略调整，目前将产品聚焦于汽车、新能源、电子电器和高铁等四个竞争门槛较高、未来增长空间广阔的领域：在新能源和高铁等新兴领域，回天已经处于竞争的第一集团（中报中聚氨酯胶和有机硅胶均实现销量大幅增长）；在汽车和电子电器领域，公司正逐渐蚕食海外巨头占有的高端领地。

产能建设方面，公司募投项目（5000 吨/年有机硅胶和 5000 吨/年聚氨酯胶）在 IPO 前已利用自筹资金先期投入建设；同时，公司于 4 月 20 日发布公告，增加上海回天和广州回天为有机硅胶项目的实施主体，在贴近下游市场的同时也利用子公司的现有厂房加快募投项目建设。目前上述两个项目已经形成部分产能（聚氨酯胶项目报告期内已经实现效益），并将视市场开拓情况分期建成（我们预计将于 2012 年完全达产）。超募资金投资项目（3000 吨/年聚氨酯胶）也在加紧建设，我们预计将在年底完工并逐步贡献利润。市场开拓与产能扩张的相互匹配将保证公司未来数年的快速成长。

- **维持“推荐”评级。**回天胶业是一家技术和管理先进、综合素质突出的优秀企业。公司所处的工程胶粘剂行业具有较高竞争壁垒，汽车、电子等传统行业利润丰厚，高铁、新能源等细分行业正在进入高速增长期。作为国内细分市场优秀企业的代表，回天胶业正依托自身进步从国际巨头手中抢占中高端市场的份额。结合中报反映出的经营进展，我们上调公司 2010-2012 年 EPS 预测至 1.30、1.90、2.62 元，考虑到公司的优良素质和突出的成长性，我们维持“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	747	657	730	882
货币资金	631	497	490	550
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	21	32	49	67
其他应收款	1	3	4	6
存货	54	68	103	142
非流动资产	162	280	340	367
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	54	153	235	286
在建工程	88	94	82	56
油气资产	0	0	0	0
无形资产	19	19	19	19
资产总计	909	937	1070	1249
流动负债	98	89	115	146
短期借款	21	10	10	10
应付票据	0	0	0	0
应付账款	22	32	44	57
其他	55	47	61	79
非流动负债	21	5	5	4
长期借款	15	0	0	0
其他	6	5	5	4
负债合计	119	94	119	151
股本	66	66	66	66
资本公积	570	570	570	570
未分配利润	97	142	238	368
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	790	843	951	1098
负债及权益合计	909	937	1070	1249

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	51	86	125	173
折旧和摊销	5	5	10	14
资产减值准备	3	-0	1	1
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-1	-9	-8	-9
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-37	25	56	61
经营活动产生现金流量	101	43	82	116
投资活动产生现金流量	-67	-110	-80	-40
融资活动产生现金流量	564	-66	-9	-16
现金净变动	598	-133	-7	60
现金的期初余额	50	631	497	490
现金的期末余额	648	497	490	550

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	239	357	541	747
营业成本	129	193	294	407
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	28	36	54	75
管理费用	29	39	57	75
财务费用	-1	-9	-8	-9
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	52	95	141	196
营业外收入	6	7	8	9
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	58	101	148	203
所得税	8	15	22	30
净利润	51	86	125	173
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	51	86	125	173
EPS (元)	0.77	1.30	1.90	2.62

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	8.6%	49.4%	51.7%	38.2%
营业利润增长率	39.8%	83.1%	47.7%	38.9%
净利润增长率	43.5%	69.7%	45.8%	37.6%
盈利能力(%)				
毛利率	46.1%	45.9%	45.6%	45.6%
净利率	21.3%	24.1%	23.2%	23.1%
ROE	6.4%	10.2%	13.2%	15.7%

偿债能力(%)

资产负债率	13.1%	10.1%	11.2%	12.1%
流动比率	7.61	7.38	6.37	6.03
速动比率	7.06	6.62	5.47	5.06

营运能力(次)

资产周转率	0.40	0.39	0.54	0.64
应收帐款周转率	12.21	12.57	12.69	12.21

每股资料(元)

每股收益	0.77	1.30	1.90	2.62
每股经营现金	0.79	0.65	1.24	1.76
每股净资产	11.96	12.77	14.41	16.64

估值比率(倍)

PE	86.89	51.21	35.13	25.53
PB	5.58	5.23	4.64	4.01

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。