

太阳能电池背膜成新亮点

回天胶业
300041

事件

公司发布年报：2010年实现营业收入4.14亿元，同比增长73.7%；利润总额1.02亿元，同比增长76.02%；归属于母公司所有者净利润8780.8万元，同比增长72.85%；基本每股收益1.33元。分配预案为每10股转增6股，派现金6元(含税)。

评述

2010年公司有机硅胶粘剂和聚氨酯胶粘剂销量增加，致使公司收入、利润大幅增长。而由于部分原材料价格上涨，在建工程转固折旧费增加等因素，综合毛利率同比下降1.97个百分点，为44.15%。其中聚氨酯胶粘剂毛利率下降明显，同比下降8.49个百分点，为32.68%。

公司产品应用领域继续扩展。除了在传统的汽车制造维修领域保持优势外，公司产品在新能源、电子电器、工程机械领域也有快速增长。随着聚氨酯胶粘剂的投产，高铁也成为公司的重要应用领域。

下游的发展将拉动胶粘剂的需求，高性能有机硅胶、改性丙烯酸酯胶、环氧树脂胶和聚氨酯胶等需求仍将保持20%以上增速。公司募投资金项目有机硅胶粘剂5,000吨、聚氨酯胶粘剂5,000吨及超募资金项目聚氨酯胶粘剂3,000吨的陆续投放将成为公司明后两年的业绩增长点。

公司拟出资2.49亿元，与戴宏程先生共同出资设立控股子公司常州回天，持股99.6%。公司以超募资金首次出资4900万元，在常州建设**太阳能电池背膜生产线项目**，年产太阳能电池背膜300万平方米，建设期8个月。

太阳能电池背膜是用在太阳能电池组件上的一种保护性材料，作用是保护硅片在野外恶劣环境下二十五年乃至更长时间都能正常工作。目前我国背膜材料主要依赖进口，国外品牌占到90%。

这种复合膜的关键技术在于复合胶粘剂的性能及氟膜与PET的粘接复合工艺。目前背膜制造商均采用聚氨酯类的胶粘剂。公司投资该项目的优势在于已有的聚氨酯胶粘剂技术积累，和从事多年的太阳能光伏组件有机硅密封胶的销售渠道和市场知名度。

未来光伏市场仍将维持较高的增速，而背膜的进口替代空间广阔。如项目能顺利达产，根据公司测算，年均销售收入可达1.77亿元，项目税后的内部收益率为44%。

维持

增持

分析师：王会芹

投资咨询执业证书编号：

S0630511030001

021-50586660-8624

wanghq@longone.com.cn

日期

分析：2011年03月26日

调研：无

价格

当前市价：58.08元

半年目标：69.60元

股价表现



公司估值

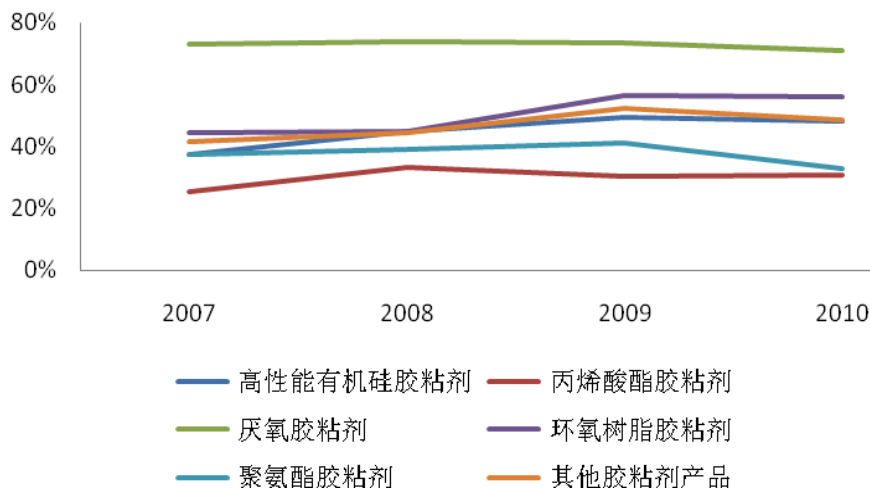
	2009	2010	2011E	2012E
EPS	0.77	1.33	1.74	2.35
PE	75.46	43.65	33.38	24.75
PB	4.85	4.54	4.02	3.60

注：EPS为最新股本摊薄后数据

我们上调公司2011-2012年的盈利预测，预计公司2011年、2012年EPS分别为1.74元和2.35元，对应的动态市盈率为33倍和24倍，估值仍有一定的上升空间；公司具有技术和销售网络的优势，下游市场发展空间广阔，我们维持公司“增持”的投资评级。

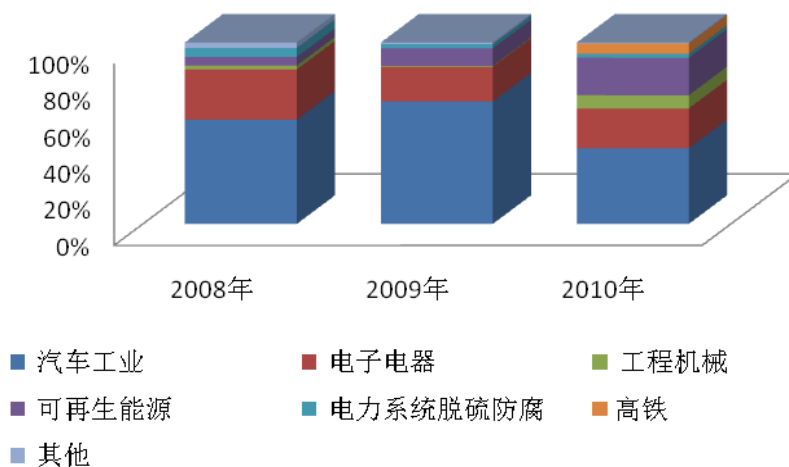
风险提示：2011年公司主要原材料价格仍将保持上涨趋势，如涨幅过高，则公司业绩将低于预期。

图表 1 聚氨酯和厌氧胶毛利率下降，其余产品与去年基本持平



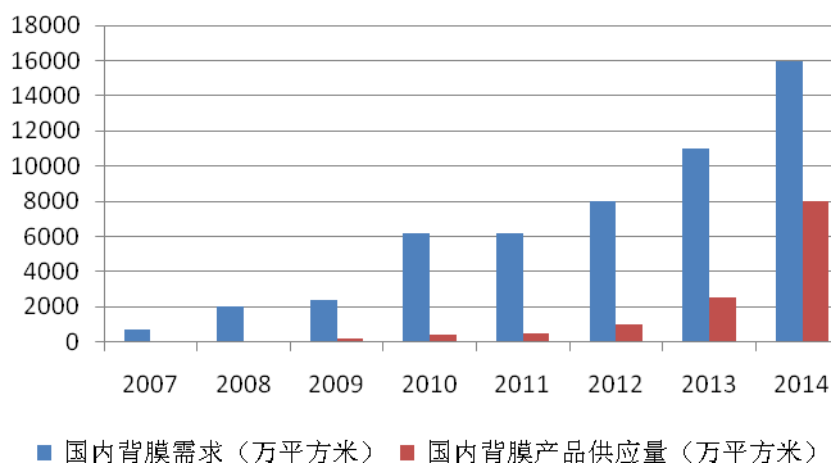
资料来源：公司历年年报

图表 2 产品在新能源、工程机械和高铁上的应用比例提升



资料来源：公司历年年报

图表 3 太阳能电池背膜国内供需缺口明显



资料来源: 公司公告

图表 4 公司盈利预测表

资产负债表 单位: 百万元					利润表				
	2009	2010	2011E	2012E		2009	2010	2011E	2012E
总资产	909	914	1,165	1,401	营业收入	239	414	672	885
货币资金、交易性金融	631	494	336	310	营业成本	129	231	387	497
应收票据、应收帐款	31	54	100	132	营业税金及附加	2	2	5	6
其他流动资产	86	142	262	345	销售费用	28	39	71	93
长期投资	-	-	-	-	管理费用	29	51	82	108
固定资产合计	142	204	410	540	EBIT	51	89	128	181
无形资产及其它资产	19	18	56	74	财务费用	-6	-2	3	8
总负债	119	69	212	337	投资收益	0	-	-	-
无息负债	22	20	57	75	公允价值变动损益	-	-	-	-
有息负债	98	49	155	262	营业利润	52	95	124	172
股东权益	790	844	953	1,064	所得税	8	15	20	27
股本	66	66	66	66	少数股东损益	-0	-0	-	-
公积金、公益金	626	631	643	659	归属母公司净利润	51	88	115	155
未分配利润	97	148	245	339	EPS	0.77	1.33	1.74	2.35
少数股东权益	-	-0	-0	-0					
负债与权益合计	909	914	1,165	1,401					
现金流量表					主要财务比率				
	2009	2010	2011E	2012E		2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	52	-11	47	134	增长率				
净利润	51	88	115	155	营业收入	8.57%	73.70%	62.20%	31.64%
折旧摊销	501	-	35	46	净利润	44.26%	72.69%	31.05%	34.87%
财务费用	0	-6	3	8	盈利能力				
投资收益	-0	-	-	-	毛利率	46.12%	44.15%	42.45%	43.84%
营运资金变动	-21	92	107	75	净利率	21.27%	21.14%	17.08%	17.50%
其它	-522	-	-	-	ROE	6.43%	10.38%	12.05%	14.56%
投资活动现金流	-31	-62	-244	-148	ROIC	6.41%	10.56%	12.80%	15.65%
资本支出	67	62	206	130	偿债能力				
其他投资	-98	-124	-450	-277	资产负债率	13.13%	7.60%	18.17%	24.07%
筹资活动现金流	559	-65	39	-13	流动比率	7.61	10.77	3.30	2.33
借款变动	21	-49	148	125	营运能力				
普通股增加	17	-	-	-	资产周转率	0.40	0.45	0.65	0.69
资本公积增加	557	4	12	16	存货周转率	5.06	6.65	5.79	4.74
股利分配	12	-	30	41	收款周期	28.22	26.62	29.82	33.57
其他	-24	-20	-91	-114	估值比率				
现金净增加额	581	-137	-158	-26	PE	75.46	43.65	33.38	24.75
					PB	4.85	4.54	4.02	3.60

资料来源: 东海证券研究所

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897