

基础化工/原材料

回天胶业 (300041)

成本上升影响短期增速，未来仍可稳健成长

——2011 中报点评

魏涛
0755-23976212
weitao@gtjas.com
编号 S0880511010033

本报告导读：

公司依托销售渠道优势、以及较高的产品性价比，业务规模进一步扩大。太阳能电池背膜项目年底达产，明年可贡献利润，项目前景看好。

投资要点：

- 2011 上半年公司实现销售收入 2.40 亿元，同比增长 31.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.45 亿元，同比增长 6.45%；净资产收益率 5.30%，基本每股收益 0.43 元。
- 上半年公司继续依托销售优势，在汽车制造及维修、新能源领域、电子电器、工程机械等工业领域销售规模进一步扩大，同比增速分别达到 27.44%、21.17%、22.70%、382.76%；各类产品除聚氨酯胶粘剂受高铁行业订单减少影响外，继续维持良好增长势头。
- 上半年公司主要原材料上涨明显。同时，受人工成本增加、以及下游行业产品如太阳能光伏组件、LED 组件价格回落影响，公司有机硅胶、聚氨酯胶、其他胶类产品、非胶类产品毛利率均出现一定下滑。
- 上半年公司太阳能电池背膜生产线项目稳步推进，预期年底可达到预定可使用状态，明年有望开始为公司贡献利润。在当前太阳能光伏发电依旧火热的形势下，太阳能电池背膜项目有望成为公司新的利润增长点。
- 公司是国内工程胶粘剂规模最大的内资企业，依托销售渠道优势，以及较高的产品性价比，未来几年业绩有望继续快速增长。另外太阳能电池背膜项目明年将开始贡献利润。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.97、1.22、1.44 元，“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	239	414	525	831	1,057
(+/-)%	9%	74%	27%	58%	27%
经营利润 (EBIT)	52	91	102	135	162
(+/-)%	36%	76%	13%	32%	20%
净利润	51	88	103	129	152
(+/-)%	44%	73%	17%	26%	18%
每股净收益 (元)	0.48	0.83	0.97	1.22	1.44
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	21.6%	21.9%	19.5%	16.2%	15.3%
净资产收益率 (%)	6.4%	10.4%	11.0%	12.3%	12.8%
投入资本回报率 (%)	21.2%	22.0%	16.6%	15.2%	17.0%
EV/EBITDA	30.3	17.7	14.5	11.1	8.8
市盈率	70.4	40.7	34.8	27.7	23.5
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：

目标价格：35.00

上次预测：

当前价格：33.80

2011.08.19

交易数据

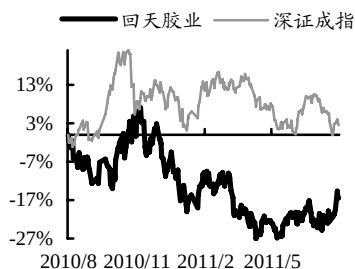
52 周内股价区间 (元)	29.97-73.50
总市值 (百万元)	3,696
总股本/流通 A 股 (百万股)	106/50
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	47%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	20

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	850
每股净资产	8.05
市净率	4.3
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.28	0.21
Q2	0.36	0.22
Q3	0.38	0.28
Q4	0.31	0.26
全年	1.33	0.97

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	7%	-17%
相对指数	15%	12%	-19%

相关报告

模型更新时间: 2011.08.19

股票研究

 原材料
 基础化工

回天胶业 (300041)
评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 35.00

上次预测:

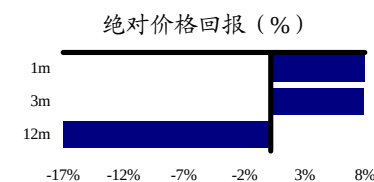
当前价格: 33.80

公司网址

www.huitian.net.cn

公司简介

公司是中国胶粘剂行业的知名企业, 中国汽车制造业、工程、建筑、电子用胶粘剂最大供应商之一, 专业从事各类高端工程胶粘剂的研发、生产和销售。产品涵盖了高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶、聚氨酯胶等五大类、四十个系列、三百多种工程胶粘剂产品, 主要应用于汽车制造及维修、电子电器、机械制造、脱硫环保、风力发电设备制造、太阳能电池板制造和高铁建设、动车组高速车箱组装等。与中国一汽、东风公司、TCL、美的、格兰仕、比亚迪股份等国内外知名企业建立了长期合作关系。


 52 周价格范围 29.97-73.50
 市值 (百万) 3,696

财务预测 (单位: 百万元)

损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

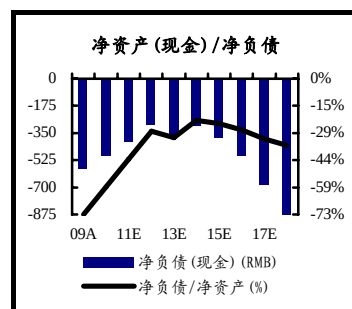
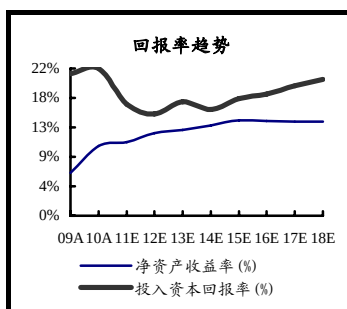
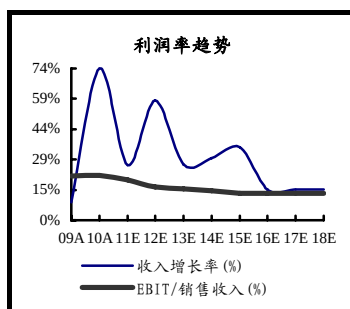
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表				
营业总收入	414	525	831	1,057
营业成本	231	306	511	660
税金及附加	2	3	5	6
销售费用	39	49	78	100
管理费用	51	65	102	130
EBIT	91	102	135	162
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
财务费用	-6	-10	-8	-8
营业利润	95	112	142	170
所得税	15	18	22	26
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	88	103	129	152
资产负债表				
货币资金、交易性金融资产	494	407	29,546	377
其他流动资产	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产合计	204	373	447	508
无形及其他资产	18	18	17	17
资产合计	914	1,038	1,210	1,378
流动负债	64	104	161	191
非流动负债	5	0	0	0
股东权益	844	934	1,049	1,188
投入资本(IC)	350	526	753	811
现金流量表				
NOPLAT	77	87	115	138
折旧与摊销	12	29	47	59
流动资金增量	-76	-17	-154	3
资本支出	-105	-189	-111	-111
自由现金流	-92	-90	-104	88
经营现金流	51	108	13	206
投资现金流	-105	-189	-111	-111
融资现金流	-83	-5	-13	-13
现金流净增加额	-137	-87	-111	81
财务指标				
成长性				
收入增长率	73.7%	26.6%	58.3%	27.2%
EBIT 增长率	75.7%	12.9%	31.6%	20.0%
净利润增长率	73.1%	16.8%	25.5%	18.2%
利润率				
毛利率	44.1%	41.8%	38.5%	37.6%
EBIT 率	21.9%	19.5%	16.2%	15.3%
净利率率	21.2%	19.5%	15.5%	14.4%
收益率				
净资产收益率(ROE)	10.4%	11.0%	12.3%	12.8%
总资产收益率(ROA)	9.6%	9.9%	10.6%	11.0%
投入资本回报率(ROIC)	22.0%	16.6%	15.2%	17.0%
运营能力				
存货周转天数	98	98	98	98
应收账款周转天数	27	27	27	27
总资产周转天数	802	678	38	29
净利润现金含量	0.58	1.05	0.10	1.35
资本支出/收入	25%	36%	13%	11%
偿债能力				
资产负债率	7.6%	10.1%	13.3%	13.8%
净负债率	-58.5%	-43.6%	-28.2%	-31.7%
估值比率				
PE	26.3	22.5	17.9	15.2
PB	2.7	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	17.7	14.5	11.1	8.8
P/S	5.6	4.4	2.8	2.2
股息率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%



1. 经营回顾

1.1. 收入、利润规模增长，增速分化

公司 2011 年上半年实现销售收入 2.40 亿元，同比增长 31.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.45 亿元，同比增长 6.45%；净资产收益率 5.30%，基本每股收益 0.43 元。上半年公司销售费用、管理费用随销售收入增长大幅上升，财务费用由于发行新股后存款规模扩大利息收入增加而大幅下滑，但三项期间费用基本与收入增长同步，期间费用率基本稳定。应收账款由于公司提高客户信用额度大幅上升，导致应收账款周转率与去年相比下滑较多；存货周转情况基本与去年相近。公司收入、净利润增速分化主要由原材料价格上涨导致销售成本增长所致。

图 1：公司 2009-2011 上半年收入、净利润及增长率

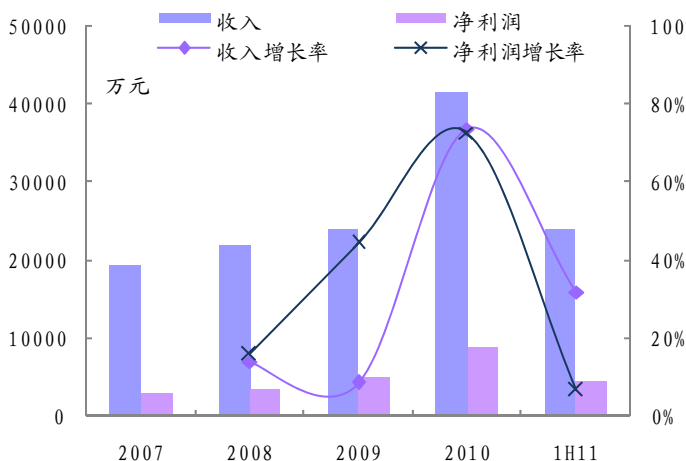


图 2：公司 2009-2011 上半年单季度收入、净利润

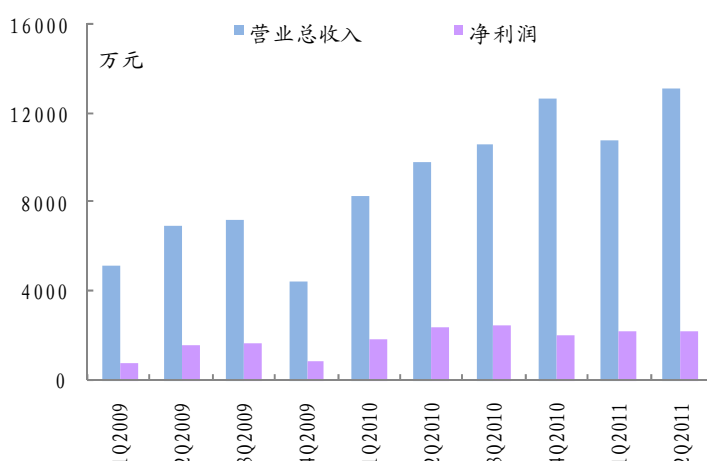


图 3：公司期间费用率变化

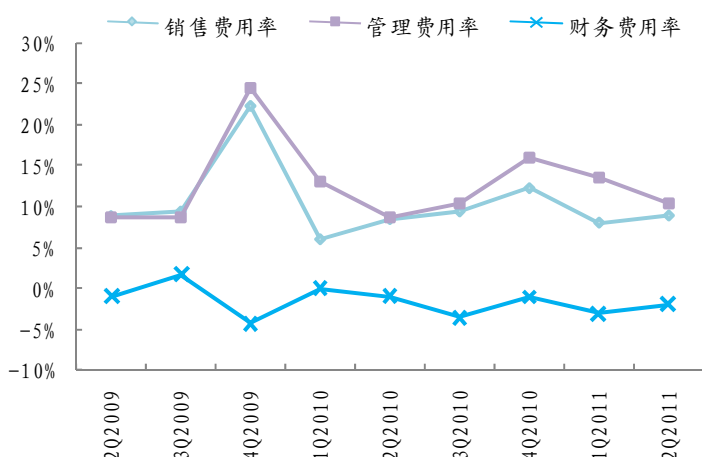
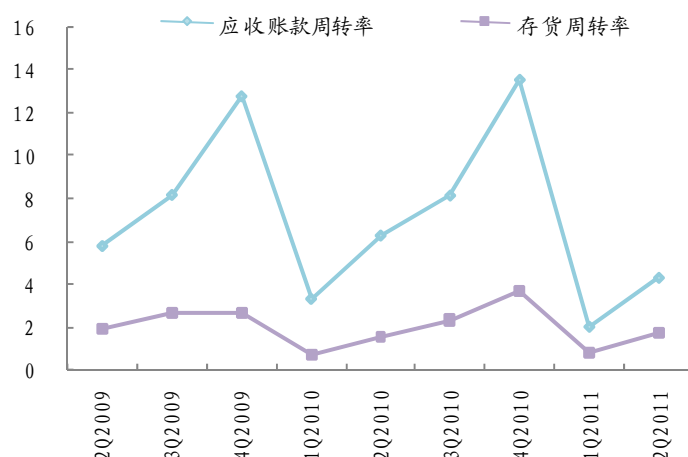


图 4：公司应收账款、存货营运情况



资料来源：Wind 资讯、国泰君安证券

1.2. 依托销售优势，大力开发下游市场

上半年公司继续依托销售优势，在汽车制造及维修、新能源领域、电子电器、工程机械等工业领域销售规模进一步扩大，同比增速分别达到 27.44%、21.17%、22.70%、382.76%；有机硅胶、其他胶类产品继续维持良好的增长

趋势，同比增速分别为 32.58%、12.67%；同期，公司在汽车售后市场推出多项新产品并上量，非胶类产品销售额迅速上升，同比增长 77.98%；而高铁领域订单减少，聚氨酯胶销售收入同比下降 22.17%。

图 5：2006-2010 年及 2011 上半年公司分行业收入

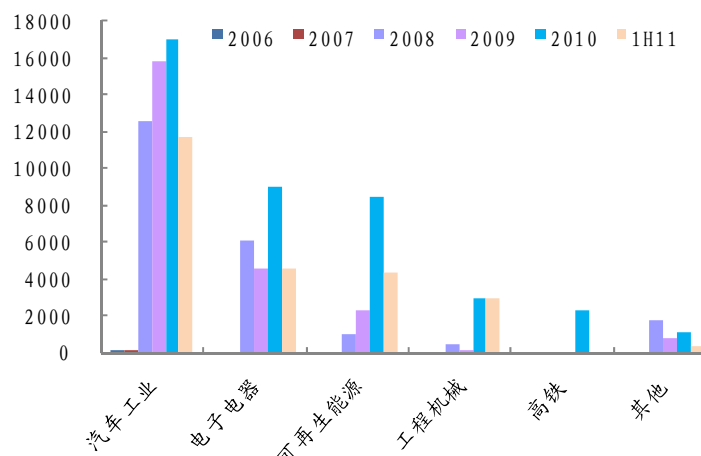


图 6：2006-2011 上半年及全年公司分产品收入

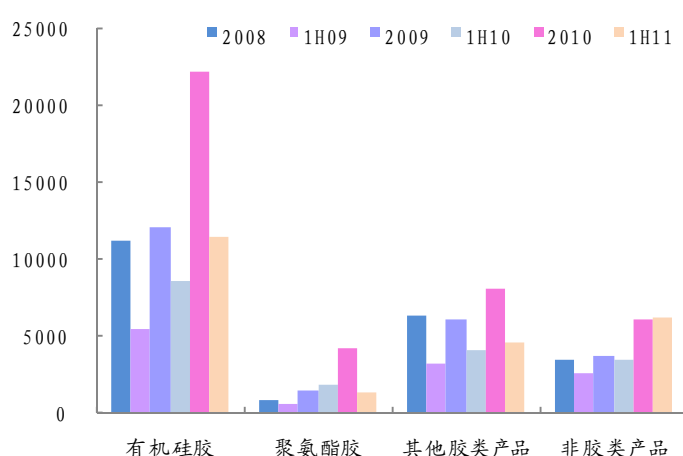


图 7：公司 2006-2011 上半年收入构成（按行业）

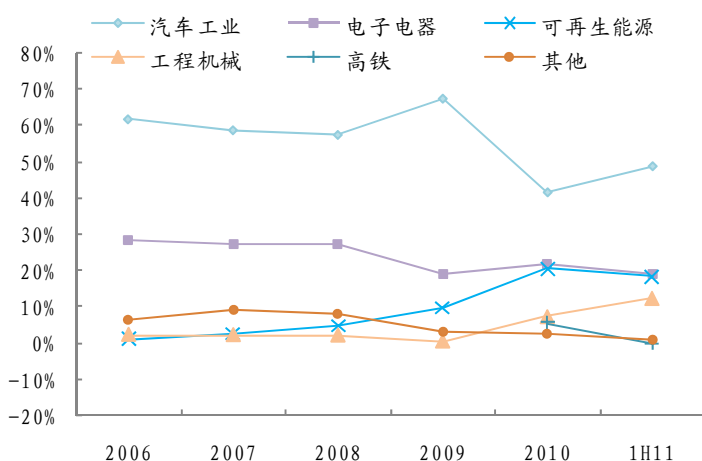
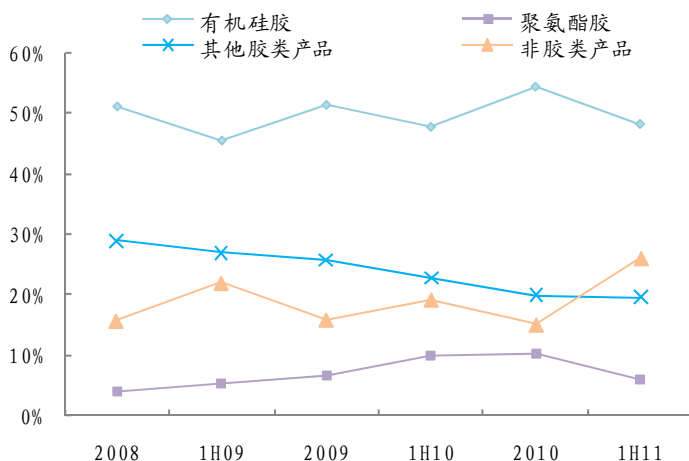


图 8：公司 2008-2011 上半年收入构成变化（按产品）



资料来源：百川资讯、化工在线、Wind 资讯、国泰君安证券

1.3. 原材料价格走高，主要产品毛利率下滑

2011 年 1-5 月，公司产品主要原材料 107 胶、MDI、TDI、DEG (二乙二醇)、MAA (甲基丙烯酸)、MMA (甲基丙烯酸甲酯) 整体走高。同时，受人工成本增加、以及下游行业产品如太阳能光伏组件、LED 组件价格回落的影响，公司有机硅胶、聚氨酯胶、其他胶类产品、非胶类产品毛利率均出现一定的下滑。其中，有机硅胶、其他胶类产品、非胶类产品上半年毛利率分别为 44.94%、48.19%、27.74%，下滑幅度较小；聚氨酯胶受恶性竞争、高铁建设速度放缓、订单减少影响，毛利率下降至 14.87%，下滑幅度最大。

图 5：2007 年以来 107 胶、MDI、TDI 价格

图 6：2007 年以来 DEG、MAA、MMA 价格

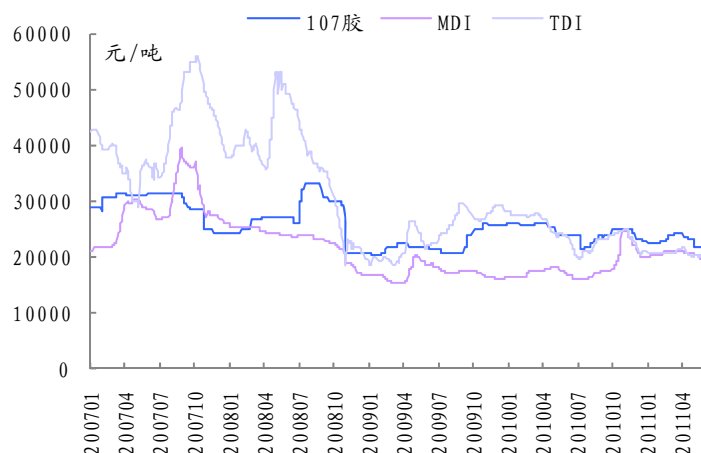


图 7: 公司 2009-2011 上半年单季度综合毛利

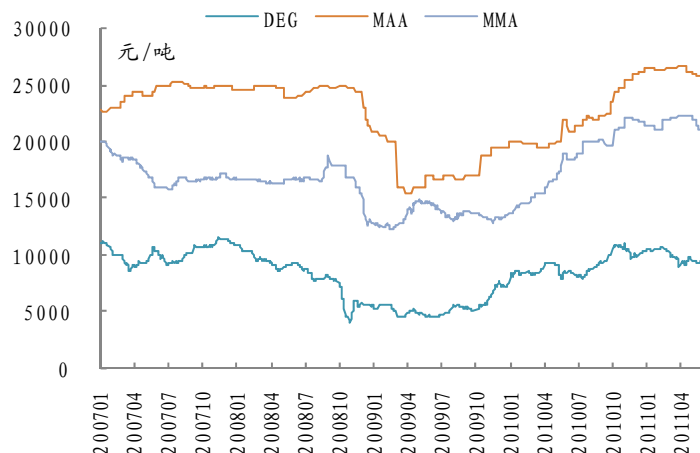
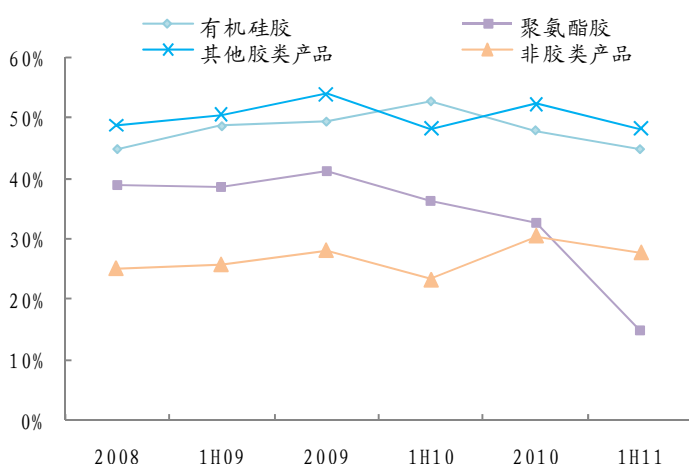
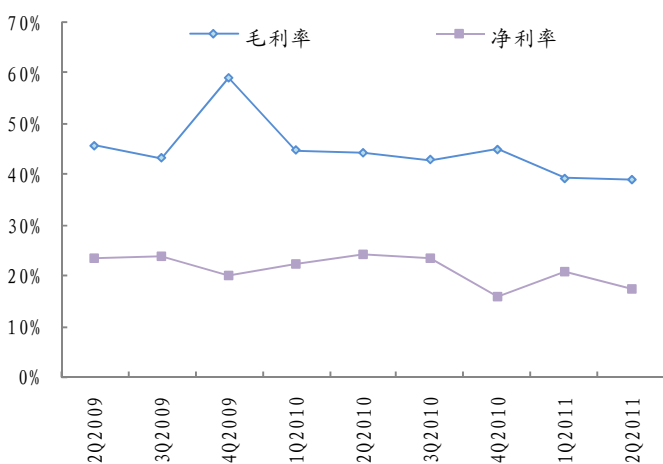


图 8: 公司 2009-2011 上半年分产品毛利



资料来源: 百川资讯、化工在线、Wind 资讯、国泰君安证券

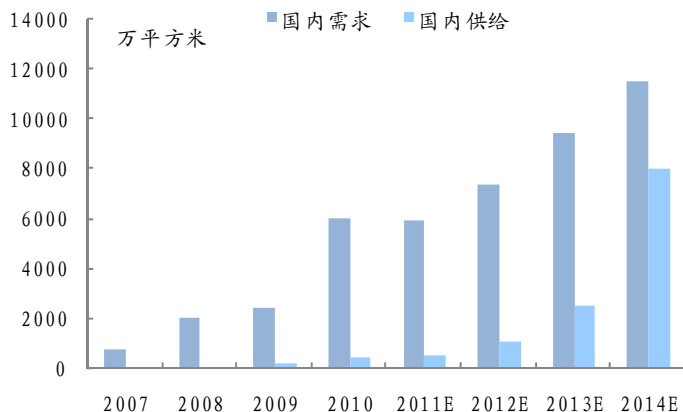
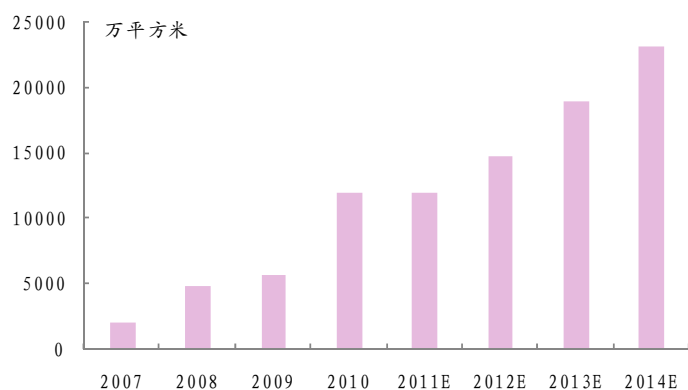
2. 太阳能电池背膜项目稳步推进，前景可期

目前，国内太阳能背膜主要依赖进口，国外品牌占了绝对份额约 90% 以上，背膜几乎是光伏晶硅组件上唯一还没有大规模国产化的材料；而限制光伏发电应用的瓶颈在于成本，背膜国产化有利于降低成本。近几年来，受市场刺激，国内企业纷纷努力开发背膜产品。到目前为止，已有保定乐凯、江苏汇通和苏州赛伍等公司复合产品开始供货，但国内供需缺口仍很大；并且同进口产品相比，国产背膜有着更高的性价比，因此背膜国产化有着很好的前景。

上半年公司总投资 4900 万元太阳能电池背膜生产线项目稳步推进，预期年底能达到预定可使用状态，届时公司将新增 300 万平方米太阳能电池背膜产能，该项目明年有望开始为公司贡献利润。在当前太阳能光伏发电依旧火热的形势下，太阳能电池背膜项目有望成为公司新的利润增长亮点。

图 15: 2007-2014 年全球太阳能电池背膜市场规模

图 16: 2007-2014 年中国太阳能电池背膜供需情况



资料来源: EPIA、公司公告、国泰君安证券

3. “谨慎增持”评级

公司是国内工程胶粘剂规模最大的内资企业，在各自应用领域的细分行业中也有较高的市场占有率，依托销售渠道优势，以及较高的产品性价比，未来几年将继续稳健成长。公司太阳能电池背膜项目年底建成，明年有望开始贡献利润。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.97、1.22、1.44 元，“谨慎增持”评级。

作者简介:**魏涛:**

执业资格证书编号: S0880511010033

电话: 0755-23976212

邮箱: weitao@gtjas.com

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。2010年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		