



# 上市公司季报点评

证券研究报告  
化工—基础化工原料与制品

增持 维持

回天胶业（300041）

2011 年 10 月 26 日

## 毛利率环比上升，预计盈利能力将进一步回升

基础化工行业高级分析师：曹小飞  
SAC 执业证书编号：S0850511020004

caoxf@htsec.com

021-23219267

联系人：张 瑞

Zr6056@htsec.com

021-23219634

联系人：易团辉

yith@htsec.com

021-23219737

2011 年 10 月 25 日收盘价：24.50 元

6 个月目标价：28.20 元

### 主要内容：

- **回天胶业 2011 年前三季度净利润同比增长 4.14%，每股收益 0.66 元。**2011 年前三季度公司实现营业收入 3.68 亿元，同比增长 27.77%；实现营业利润 7285.21 万元，同比微降 0.28%；实现归属于上市公司股东的净利润 7019.98 万元，同比增长 4.14%，实现每股收益 0.66 元，其中三季度实现每股收益 0.24 元，同比增长 0.21%，环比增长 9.67%，公司前三季度业绩符合我们的预期。
- **毛利率下滑、管理费用大幅攀升使得公司利润增速低于收入增速。**受原料价格高企、下游景气度波动、新领域市场空间开拓等因素影响，2011 年前三季度公司毛利率相比去年同期下降 4.64 个百分点；受人力成本提高、研发支出增加等因素影响，公司前三季度管理费用大幅攀升，2011 年前三季度公司管理费用为 4367.70 万元，相比去年同期增加 42.23%。在这两点因素作用下，公司前三季度销售收入虽然增加 27.77%，但营业利润出现微幅负的增长。
- **三季度毛利率环比回升，预计随着原材料价格的下降，公司盈利能力将进一步提升。**公司三季度毛利率为 39.79%，环比增加 0.98 个百分点，比 1H2011 增加 0.88 个百分点，主要原因是进入 2011 年下半年，公司部分原材料如硅油、硅橡胶、异氰酸酯、己二酸等价格出现下降，预计未来随着原材料价格的下降，公司盈利能力将进一步提升。
- 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.94 元、1.21 元、1.50 元（与上期一致），相对于公司 2011 年 10 月 25 日 24.50 元的收盘价，2011-2013 年动态市盈率分别为 26 倍、20 倍、16 倍；我们维持公司“增持”投资评级，6 个月目标价 28.20 元（比上期调低），对应 2011 年 30 倍市盈率。

风险提示：（1）公司所用化工原料价格波动；（2）公司新项目进展；（3）公司新业务开拓的不确定性。

表 1 回天胶业主要财务数据及预测

|                   | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E  |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入（万元）          | 41446 | 56665 | 83258 | 103329 |
| 同比增长（%）           | 73.70 | 36.72 | 46.93 | 24.11  |
| 综合毛利率（%）          | 44.15 | 39.98 | 38.58 | 38.97  |
| 归属于母公司所有者的净利润（万元） | 8781  | 9923  | 12792 | 15804  |
| 同比增长（%）           | 73.05 | 13.01 | 28.91 | 23.54  |
| 全面摊薄后每股收益（元）      | 0.83  | 0.94  | 1.21  | 1.50   |
| 市盈率（倍）            | 30    | 26    | 20    | 16     |

资料来源：回天胶业 2010 年年报，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

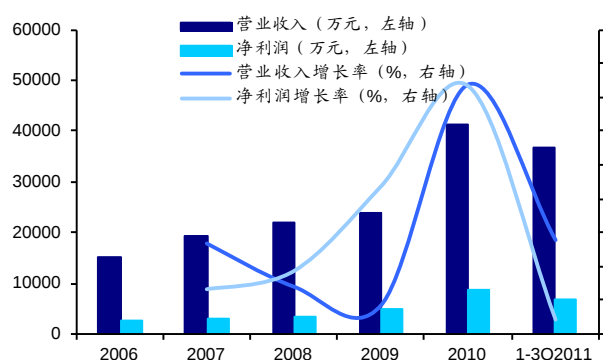
## 1. 回天胶业 2011 年前三季度业绩增长 4.14%

回天胶业 2011 年 10 月 26 日披露三季报，2011 年前三季度公司实现营业收入 3.68 亿元，同比增长 27.77%；实现营业利润 7285.21 万元，同比微降 0.28%；实现归属于上市公司股东的净利润 7019.98 万元，同比增长 4.14%，实现每股收益 0.66 元，其中三季度实现每股收益 0.24 元，同比增长 0.21%，环比增长 9.67%，公司前三季度业绩符合我们的预期。

**毛利率下滑、管理费用大幅攀升使得公司利润增速低于收入增速。**在原料价格高企、下游景气度波动、新领域市场空间开拓等因素的影响下，公司综合毛利率出现下滑，2011 年前三季度公司毛利率为 39.21%，相比去年同期下降 4.64 个百分点；受人力成本提高、研发支出增加等因素影响，公司前三季度管理费用大幅攀升，2011 年前三季度公司管理费用为 4367.70 万元，相比去年同期增加 42.23%。在这两点因素作用下，公司前三季度销售收入虽然增加 27.77%，但营业利润出现微幅负的增长，同时由于政府补助等原因，公司营业外收入同比增加 47.94%，使得公司净利润同比增加 4.14%。

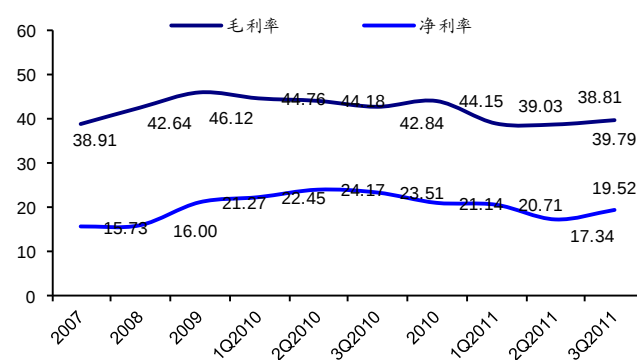
**三季度毛利率环比回升，预计随着原材料价格的下降，公司盈利能力将进一步提升。**公司三季度毛利率为 39.79%，环比增加 0.98 个百分点，比 1H2011 增加 0.88 个百分点，主要原因是进入 2011 年下半年，公司部分原材料如硅油、硅橡胶、异氰酸酯、己二酸等价格出现下降，预计未来随着原材料价格的下降，公司盈利能力将进一步提升。

图 1 2006-1-3Q2011 回天胶业收入及净利润变化



资料来源：回天胶业 2006-2010 年报及 2011 年三季报，海通证券研究所

图 2 2007-3Q2011 回天胶业毛利率变化 (%)



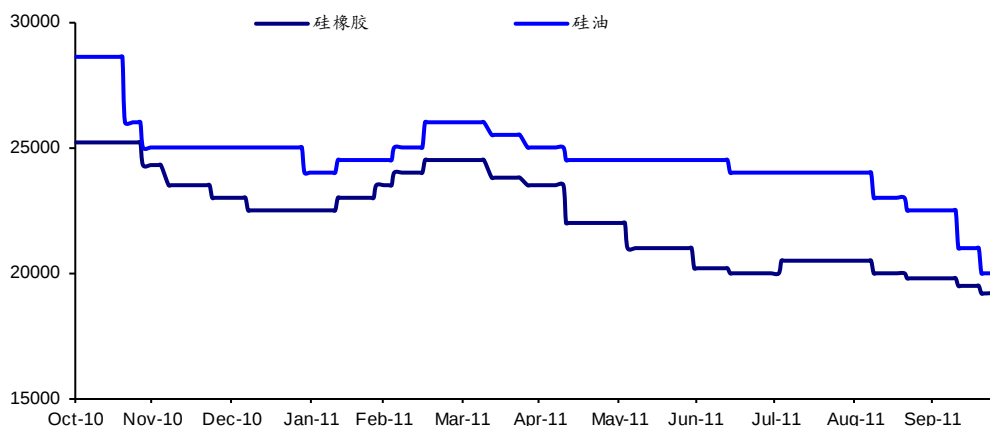
资料来源：回天胶业 2007-2010 年报及 2011 年三季报，海通证券研究所

表 2 回天胶业单季度经营情况 (万元)

|                  | 1Q2010  | 2Q2010  | 3Q2010   | 4Q2010   | 1Q2011   | 2Q2011   | 3Q2011   | 3Q2011 同<br>比 (%) | 3Q2011 环<br>比 (%) |
|------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------|-------------------|
| 营业收入             | 8297.94 | 9864.92 | 10602.78 | 12680.51 | 10829.00 | 13134.51 | 12791.59 | 20.64             | -2.61             |
| 营业利润             | 2089.58 | 2478.73 | 2737.00  | 2152.88  | 2122.72  | 2446.95  | 2715.54  | -0.78             | 10.98             |
| 归属于母公司所<br>有者净利润 | 1865.88 | 2381.87 | 2493.24  | 2039.79  | 2243.45  | 2278.11  | 2498.41  | 0.21              | 9.67              |
| 单季 EPS (元)       | 0.18    | 0.23    | 0.24     | 0.19     | 0.21     | 0.22     | 0.24     | 0.21              | 9.67              |
| 综合毛利率 (%)        | 44.76   | 44.18   | 42.84    | 44.82    | 39.03    | 38.81    | 39.79    | -3.05             | 0.98              |
| 销售费用率 (%)        | 6.03    | 8.51    | 9.46     | 12.31    | 8.09     | 8.95     | 9.06     | -0.40             | 0.10              |
| 管理费用率 (%)        | 13.15   | 8.90    | 10.39    | 16.04    | 13.64    | 10.53    | 11.78    | 1.39              | 1.25              |
| 财务费用率 (%)        | 0.02    | -0.99   | -3.57    | -1.03    | -2.99    | -1.92    | -3.37    | 0.21              | -1.44             |
| 期间费用率 (%)        | 19.21   | 16.41   | 16.28    | 27.31    | 18.73    | 17.56    | 17.47    | 1.20              | -0.09             |
| 销售净利率 (%)        | 22.45   | 24.17   | 23.51    | 15.94    | 20.71    | 17.34    | 19.52    | -3.99             | 2.18              |

资料来源：2010-2011 年回天胶业定期公告，海通证券研究所

图 3 进入 2011 年下半年，公司主要原材料硅油和硅橡胶的价格不断下降（元/吨）



资料来源：百川资讯，海通证券研究所

## 2. 盈利预测与投资建议

回天胶业主要专注于工程胶粘剂领域，工程胶粘剂下游领域广泛，产品附加值高，公司充分利用多年来形成的技术积累，积极开发新的应用领域，随着公司 IPO 募集资金项目的逐步投产，公司有机硅、聚氨酯胶粘剂的产能将得到进一步扩充；另外公司新增的 300 万平方米太阳能电池背膜项目也将于 2011 年四季度建成投产。

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.94 元、1.21 元、1.50 元（与上期一致），相对于公司 2011 年 10 月 25 日 24.50 元的收盘价，2011-2013 年动态市盈率分别为 26 倍、20 倍、16 倍；我们维持公司“增持”投资评级，6 个月目标价 28.20 元（比上期调低），对应 2011 年 30 倍市盈率。

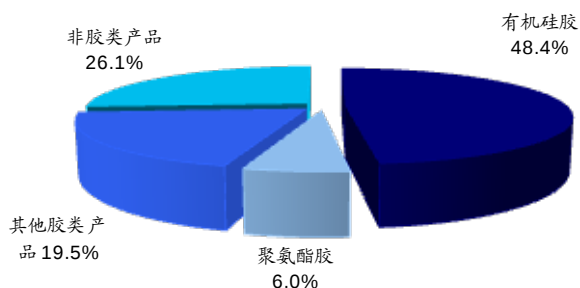
## 3. 风险提示

（1）公司所用化工原料价格波动；（2）公司新项目进展；（3）公司新业务开拓的不确定性。

相关研究报告：

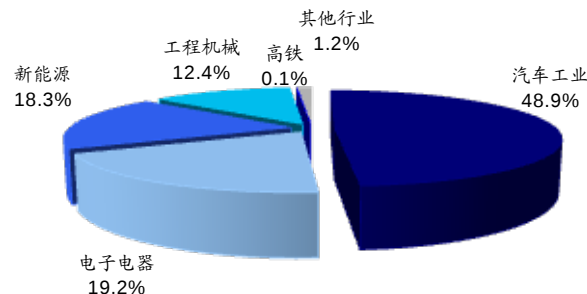
回天胶业 2011 半年报点评：产品销量显著增长，毛利率有所下滑 20110818

图 4 1H2011 回天胶业收入构成



资料来源：回天胶业 2011 年半年报，海通证券研究所

图 5 1H2011 回天胶业下游行业分布



资料来源：回天胶业 2011 年半年报，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

曹小飞：基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

曹小飞：海利得、闰土股份、泰和新材、回天胶业、中泰化学、永利带业、金力泰、高盟新材、安利股份、华峰超纤、阳谷华泰

### 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较标准                                                                                        | 类别     | 评级 | 说明                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|----|----------------------------|
|                                                                                                     |        | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上；           |
| <p>投资评级分为股票评级和行业评级</p> <p>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；</p> | 股票投资评级 | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；      |
|                                                                                                     |        | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；       |
|                                                                                                     |        | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；      |
|                                                                                                     |        | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。            |
| 2. 投资建议的评级标准                                                                                        | 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；       |
|                                                                                                     |        | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间； |
|                                                                                                     |        | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。       |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。