

审慎推荐-A (维持)

上海天洋 603330.SH

当前股价: 42.46 元
2017年09月07日

拟收购信友新材66%股权, 分享渠道及客户资源

基础数据

上证综指	3365
总股本(万股)	6000
已上市流通股(万股)	1500
总市值(亿元)	25
流通市值(亿元)	6
每股净资产(MRQ)	9.7
ROE(TTM)	6.0
资产负债率	7.2%
主要股东	李哲龙
主要股东持股比例	36.1%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

事件: 上海天洋热熔粘接材料股份有限公司(以下简称为“上海天洋”或“公司”)拟投资 5676 万元至 5940 万元人民币, 取得新三板挂牌公司烟台信友新材料股份有限公司(以下简称为“信友新材”)约 66% 的股份(投资金额及收购股份比例以最终签署生效的股权转让协议为准)。

本框架协议签署之日起 5 个工作日内, 上海天洋向信友新材支付 500 万交易定金。如果于排他期结束时, 因为信友新材或信友新材之股东原因, 导致仍未能签署正式投资协议, 则信友新材应向上海天洋双倍返还该定金; 如果于排他期结束时, 因为上海天洋之原因, 导致未能签署正式投资协议, 则信友新材对该等定金可以不予返还。双方签署正式投资协议时, 该等定金可转为股权转让支付款。

拟收购标的情况:

【公司简介】

信友新材成立于 2004 年, 于 2016 年 1 月在新三板挂牌。信友新材自成立以来主要从事工业和电子胶粘剂的研发、生产与销售。公司产品广泛应用于汽车、电子电器、航空航天、工程机械等多种领域。

图 1 电子组装用胶



图 2 微电机电胶



资料来源: 公司官网、wind

【业务规模】

信友新材属于精细化工细分行业胶粘剂行业, 主要通过胶粘剂产品的销售获取收入。2016 年公司营业收入为 2,450.57 万元, 净利润为 702.57 万元, 与行业内龙头企业相比仍有较大的差距。截至 2017 年 6 月 30 日, 信友新材的总资产为 3120 万元, 负债总计为 188 万元, 净资产为 2932 万元, 营业收入为 1270 万元, 净利润为 314 万元。

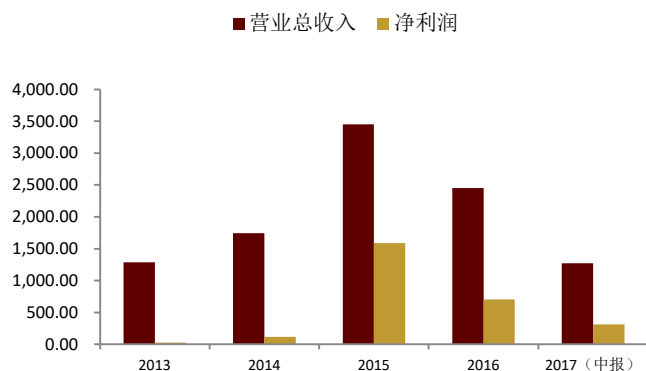
董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

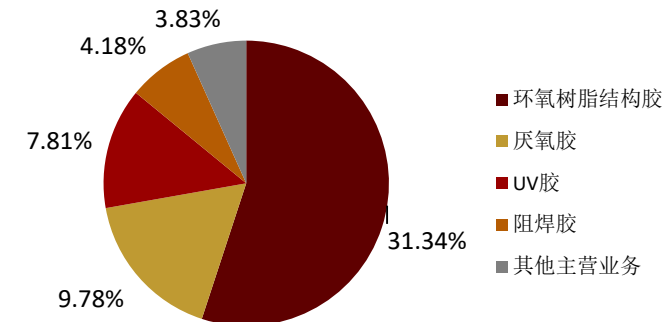
杨珏

yangjue@cmschina.com.cn
S1090517070003

图 3 2013-2017 年信友新材营业总收入与净利润(单位: 万元) 图 4 2015 年信友新材产品结构占比



资料来源: 公司公告, wind



资料来源: 公司公告, wind

【业务影响】

信友新材主要产品为无溶剂环保型中高端胶粘剂, 致力于工业和电子胶粘剂的研发、生产与销售, 产品广泛应用于汽车、电子电器、航空航天、工程机械等多种领域。

公司此前的产品应用领域已经包括汽车内饰用胶、电子电器用胶等应用领域。本次交易旨在利用信友新材在微电机、消费电子领域的产品、渠道和客户优势, 实现资源互补、优势协同。本次收购完成后, 将提升上海天洋在汽车、电子用胶领域的体系化能力、产品及配套的综合服务能力。

【业绩承诺及估值】

本次交易各方将共同努力促使标的公司 2017、2018 年扣除非经常性损益后的归属于母公司股东净利润目标分别为 700 万元、840 万元。如果没有完成上述业绩承诺, 则相应调整估值; 如果信友新材业绩承诺期内实现的税后净利润超过 1540 万元, 则对信友新材主要股东本次出售股份的估值予以适当上调, 按照重新计算后的估值与此前整体估值之间的差额计算奖励, 奖励部分由上海天洋以现金方式补足。

根据信友新材历史业绩以及未来发展前景, 对信友新材的整体估值范围为 8600 万至 9000 万。若按照 9000 万作为最后整体估值, 对应 2017、2018 年业绩承诺 12.86、10.71 倍 PE, 对应两年平均净利润 PE 约为 11.69 倍。

点评:

1、拟收购信友新材 66%股权, 强化汽车、电子用胶领域服务能力

共享公司渠道及客户优势, 快速拓展汽车、电子用胶领域份额。公司此前的产品应用领域已经包括汽车内饰用胶、电子电器用胶等应用领域。信友新材在汽车用微电机、消费电子产品用胶等领域具有一定的市场及客户优势。本次交易旨在利用上海天洋技术优势、生产制造优势以及信友新材在微电机、消费电子领域的产品、渠道和客户优势, 实现资源互补、优势协同。本次收购完成后, 将提升上海天洋在汽车、电子用胶领域的体系化能力、产品及配套的综合服务能力。

表 1: 2015 年 1-6 月前五名客户

2015 年 1-6 月前五名客户			
序号	客户名称	金额 (万元)	占比
1	昆山欣富联贸易有限公司	110.50	11.33%
2	华生电机 (广东) 有限公司	74.05	7.59%
3	上海马陆日用友捷汽车电气有限公司	46.38	4.75%
4	江西盈通电子材料有限公司	38.12	3.91%
5	东莞市正柏电子有限公司	34.04	3.49%

资料来源: 公司公告, wind

2、产品提价, 缓解原材料成本压力, 提升利润空间

涨价将提升公司产品 2-3% 毛利率, 适当缓解成本上涨压力。鉴于今年以来, 国内环保监管日益趋紧, 原材料价格大幅上涨, 致使公司生产成本结构持续增加, 公司的热熔胶产品成本较前期有大幅度增加。考虑到热熔胶原材料价格上涨以及热熔胶产品市场供求情况, 公司正式决定, 自 2017 年 9 月 1 日起公司热熔胶产品的销售价格是在原价基础上, PA (聚酰胺) 类产品销售价格上调 2000 元人民币/吨, PES (聚酯) 类产品销售价格上调 1000 元人民币/吨, 提价幅度约 5% 左右。

表 2: 各类产品的销售收入及其对应的成本要素与变动情况

项目	2017 年 1-6 月	2016 年 1-6 月	同比增长比例
一、热熔胶胶粉及胶粒产品			
产品销量 (KG)	4,890,242.00	5,419,756.50	-9.77%
单位原料成本 (元/KG)	16.11	12.86	25.27%
单位人工成本 (元/KG)	0.83	0.82	1.22%
单位制费成本 (元/KG)	1.49	1.72	-13.37%
单位主营销售成本 (元/KG)	18.43	15.40	19.68%
单位产品销售售价 (元/KG)	25.45	24.36	4.46%
主营业务收入合计 (元)	124,441,759.51	132,030,256.24	-5.75%
直接材料 (元)	78,783,299.43	69,674,379.37	13.07%
直接人工 (元)	4,040,002.47	4,462,758.34	-9.47%
制造费用 (元)	7,309,865.61	9,334,371.08	-21.69%
主营业务成本合计 (元)	90,133,167.51	83,471,508.79	7.98%
主营业务毛利合计 (元)	34,308,592.00	48,558,747.45	-29.35%
本大类产品主营业务毛利率	27.57%	36.78%	-25.04%
二、热熔胶网膜类产品			
产品销量 (M ²)	16,941,024.57	17,198,755.16	-1.50%
单位原料成本 (元/M ²)	0.56	0.52	7.69%
单位人工成本 (元/M ²)	0.12	0.13	-7.69%
单位制费成本 (元/M ²)	0.16	0.18	-11.11%
单位主营销售成本 (元/M ²)	0.84	0.83	1.20%
单位产品销售售价 (元/M ²)	1.09	1.18	-7.21%
主营业务收入合计 (元)	18,549,945.00	20,295,532.67	-8.60%
直接材料 (元)	9,405,128.27	8,919,669.70	5.44%
直接人工 (元)	2,108,881.81	2,251,698.64	-6.34%
制造费用 (元)	2,705,190.66	3,039,838.74	-11.01%
主营业务成本合计 (元)	14,219,200.74	14,211,207.08	0.06%
主营业务毛利合计 (元)	4,330,744.26	6,084,325.59	-28.82%
本大类产品主营业务毛利率	23.35%	29.98%	-22.12%
三、太阳能电池封装用 EVA 胶膜产品			
产品销量 (M ²)	5,899,276.03	2,691,747.31	119.16%

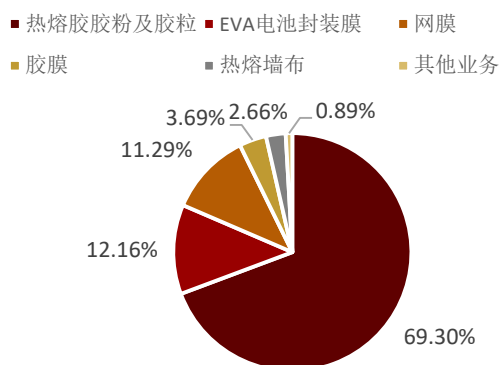
项目	2017 年 1-6 月	2016 年 1-6 月	同比增长比例
单位原料成本 (元/M ²)	5.23	5.06	3.36%
单位人工成本 (元/M ²)	0.27	0.42	-35.71%
单位制费成本 (元/M ²)	0.28	0.50	-44.00%
单位主营销售成本 (元/M ²)	5.78	5.98	-3.34%
单位产品销售售价 (元/M ²)	6.46	6.91	-6.58%
主营业务收入合计 (元)	38,096,995.38	18,608,065.88	104.73%
直接材料 (元)	30,848,396.94	13,615,536.35	126.57%
直接人工 (元)	1,582,266.33	1,136,129.92	39.27%
制造费用 (元)	1,646,312.42	1,342,305.93	22.65%
主营业务成本合计 (元)	34,076,975.69	16,093,972.20	111.74%
主营业务毛利合计 (元)	4,020,019.69	2,514,093.68	59.90%
本大类产品主营业务毛利率	10.55%	13.51%	-21.90%
四、热熔胶胶膜类产品			
产品销量 (M ²)	3,622,559.93	2,426,865.82	49.27%
单位原料成本 (元/M ²)	1.09	1.03	5.83%
单位人工成本 (元/M ²)	0.35	0.46	-23.91%
单位制费成本 (元/M ²)	0.37	0.33	12.12%
单位主营销售成本 (元/M ²)	1.81	1.82	-0.55%
单位产品销售售价 (元/M ²)	2.48	2.62	-5.27%
主营业务收入合计 (元)	8,980,582.95	6,351,146.14	41.40%
直接材料 (元)	3,963,940.85	2,507,099.19	58.11%
直接人工 (元)	1,283,190.16	1,106,268.24	15.99%
制造费用 (元)	1,353,030.18	808,793.04	67.29%
主营业务成本合计 (元)	6,600,161.19	4,422,160.47	49.25%
主营业务毛利合计 (元)	2,380,421.76	1,928,985.67	23.40%
本大类产品主营业务毛利率	26.51%	30.37%	-12.73%

资料来源：公司公告，wind

3、公司立足热熔胶产品优势，积极拓展高附加值产品。

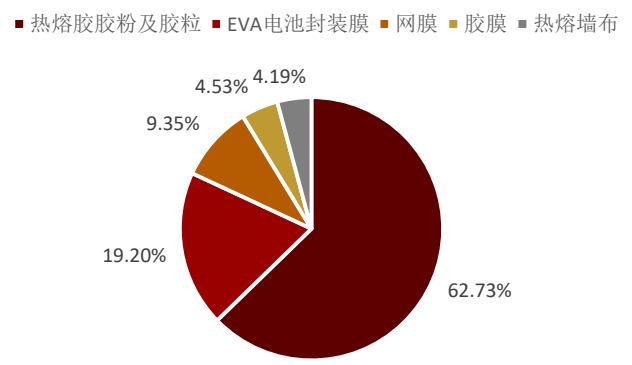
未来随着产品结构的逐渐调整升级，公司整理毛利率及盈利能力将再上一个台阶。公司自成立以来便深耕热熔胶相关技术，不断创新推出新的高附加值产品，满足不同领域客户关于环保型胶粘剂的需求，实现对溶剂型胶粘剂产品以及非环保加工工艺的替代。这些新产品将优化、丰富公司产品结构，改变公司营业收入主要来自热熔胶胶粉胶粒产品的现状，为公司业务发展提供新的增长点。

图 5 上海天洋 2016 年收入构成



资料来源：公司公告，招商证券

图 6 上海天洋 2017 年中报收入构成



资料来源：公司公告，招商证券

(1) 太阳能电池封装用 EVA 胶膜

公司太阳能电池封装用 EVA 胶膜产品已形成一定规模，短期增长确定。2017 年上半年公司 EVA 胶膜产品产销量同比增速分别达到 108% 及 119%。在募投项目投产后，将扩大公司 EVA 胶膜产品的产能，产品销量将持续增加，市场占有率将进一步提高。从而，产品定价能力将得到加强，公司整体盈利能力将得到进一步提升。太阳能电池封装用 EVA 胶膜将成为公司主要业务收入来源之一。

(2) 热熔胶网膜

切入汽车内饰及零部件供应商体系，网膜类产品放量在即。公司热熔胶网膜产品主要应用于汽车内饰，通过了汽车内饰厂商的各项性能测试，应用于汽车内饰复合领域，和多家汽车内饰及零部件供应商保持稳定的合作关系，包括公司和捷温汽车系统（中国）有限公司（隶属于全球最大的汽车座椅舒适系统供应商德国威意特集团）、丰田通商（天津）有限公司等多家汽车内饰及零部件供应商。相关产品已通过丰田汽车配套厂商的认证，随着公司热熔胶膜类产品下游市场的不断拓展，公司产品和品牌的知名度也将进一步提升。

(3) 热熔胶墙布

公司墙布产品推广及销售步入正轨，踏上装修市场消费升级浪潮。热熔网膜可以大大降低室内装修中的有毒挥发物污染。目前作为热熔网膜延伸产品的热熔网膜墙布已经在市场进行销售，逐渐取得市场认可。公司产品热熔墙布由于性能优越，安装简易，周期短，可实现定制化，相比传统墙纸和墙面漆定位中高端。根据公司市场调研数据，截止 2017 年 6 月，热熔墙布的市场认知率仅有 7%，考虑到产品优越的性能和环保特性，市场空间巨大。

投资评级：

维持“审慎推荐-A”投资评级。随着上游原材料价格逐渐稳定，公司产品结构更加多元化，公司整体盈利能力将重回快速增长轨道。我们预计公司 17-19 年净利润 4794 万元、8048 万元、1.14 亿元，对应 PE 53.1、31.7、22.3 倍。

风险提示：

原材料涨价风险。公司产品的生产成本主要是直接材料，公司热熔胶粘剂产品的整体原材料成本占产品生产成本的 80% 以上。公司产品的原材料主要包括 EVA 粒子、癸二胺、十二酸、六六盐、1.4 丁二醇、己内酰胺、间苯、对苯、癸二酸等，该等原料主要为石化产品，其价格受石油等基础原料价格和市场供需关系影响，呈现不同程度的波动。自 2016 年年初以来，原油价格持续上涨，而己内酰胺、癸二酸、间苯等供应商自四季度以来相应受到检修、停产以及华北地区雾霾限产等因素影响，导致供应量减少，供应紧张，原材料价格短期内涨幅较大。如果原材料价格波动的风险不能及时传导到下游客户时，公司的利润将受到直接影响。

新产品推广不达预期。公司墙布新产品目前规模相对偏小，随着销售渠道推广客户对墙布的认知和接受度尚存在不确定性。公司原有产品均为工业品，而新产品墙布属于消费品，销售方式将有很大的不同，公司能否将产品成功推广存在较多影响因素。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	241	313	304	410	536
现金	46	96	56	101	164
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	16	13	15	20	24
应收款项	104	127	140	177	217
其它应收款	1	2	2	2	3
存货	54	59	72	86	101
其他	21	16	19	23	28
非流动资产	142	161	360	325	294
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	108	109	310	277	248
无形资产	18	18	16	14	13
其他	15	34	34	34	33
资产总计	383	474	664	735	831
流动负债	74	111	47	52	57
短期借款	46	68	0	0	0
应付账款	11	18	22	26	30
预收账款	1	2	3	3	4
其他	16	23	23	23	23
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	74	111	47	52	57
股本	45	45	60	60	60
资本公积金	177	177	391	391	391
留存收益	87	141	166	233	323
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	309	363	617	683	773
负债及权益合计	383	474	664	735	831

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	48	48	37	62	88
净利润	50	54	48	80	114
折旧摊销	11	13	14	35	31
财务费用	0	(1)	2	2	2
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(14)	(19)	(27)	(57)	(61)
其它	0	1	1	2	2
投资活动现金流	(30)	(21)	(213)	0	0
资本支出	(21)	(33)	(213)	0	0
其他投资	(9)	11	0	0	0
筹资活动现金流	3	18	136	(16)	(26)
借款变动	26	39	(68)	0	0
普通股增加	0	0	15	0	0
资本公积增加	0	0	214	0	0
股利分配	(23)	(23)	(23)	(14)	(24)
其他	(1)	2	(2)	(2)	(2)
现金净增加额	21	45	(40)	46	62

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	351	395	456	578	708
营业成本	243	267	325	388	457
营业税金及附加	1	2	3	3	4
营业费用	18	33	38	48	59
管理费用	34	31	36	46	56
财务费用	0	(2)	2	2	2
资产减值损失	1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	54	59	53	91	131
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	57	63	56	94	134
所得税	7	9	8	14	19
净利润	50	54	48	80	114
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	50	54	48	80	114
EPS (元)	1.12	1.19	0.80	1.34	1.91

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	8%	12%	16%	27%	22%
营业利润	30%	9%	-11%	72%	44%
净利润	30%	7%	-11%	68%	42%
获利能力					
毛利率	30.8%	32.2%	28.8%	32.8%	35.5%
净利率	14.3%	13.6%	10.5%	13.9%	16.2%
ROE	16.3%	14.8%	7.8%	11.8%	14.8%
ROIC	13.5%	11.5%	7.6%	11.6%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	19.3%	23.5%	7.1%	7.1%	6.9%
净负债比率	12.0%	14.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.3	2.8	6.4	7.9	9.4
速动比率	2.5	2.3	4.9	6.2	7.6
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9
存货周转率	4.4	4.7	5.0	4.9	4.9
应收帐款周转率	3.5	3.4	3.4	3.7	3.6
应付帐款周转率	19.3	18.6	16.4	16.3	16.2
每股资料 (元)					
每股收益	1.12	1.19	0.80	1.34	1.91
每股经营现金	1.07	1.07	0.62	1.03	1.47
每股净资产	6.86	8.06	10.29	11.39	12.89
每股股利	0.50	0.50	0.24	0.40	0.57
估值比率					
PE	38.0	35.6	53.1	31.7	22.3
PB	6.2	5.3	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	34.8	32.7	33.1	17.7	13.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名。

杨珏，上海交通大学数学系硕士，于 2015 年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。