

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2017年09月12日**
**市场数据**

目前股价	13.27
总市值（亿元）	56.49
流通市值（亿元）	34.08
总股本（万股）	42,571
流通股本（万股）	25,681
12个月最高/最低	16.72/10.08

**分析师**

顾锐 0755 -83675954

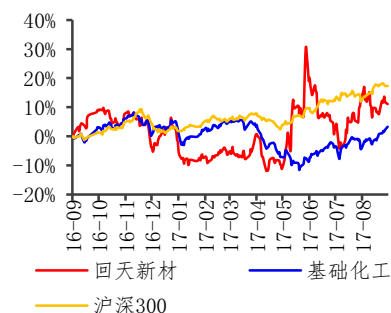
Email: gurui @cgws.com

执业证书编号: S1070516040001

杨超 0755-83663214

Email: ychao@cgws.com

执业证书编号: S1070512070001

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 原料成本上升，盈利增长难能可贵

## ——回天新材（300041）公司动态点评

**盈利预测**

	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,505	1,881	2,314
(+/-%)	33.0%	25.0%	23.0%
净利润	115	146	174
(+/-%)	18.3%	26.8%	19.7%
摊薄 EPS	0.27	0.34	0.41
PE	49.2	38.8	32.4

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 事件：**公司发布 2017 年三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 8550.86 万元-9716.88 万元，同比变动 10%-25%；预计第三季度实现归母净利润 1296.91 万元-2462.93 万元，同比变动-12.02%-67.09%。
- 原料成本上升，盈利增长难能可贵：**2016 年下半年至今，在化工品价格普遍上涨的背景下，公司粘胶剂产品的原材料 107 胶、聚氨酯等的价格大幅上涨，尽管公司已提高粘胶剂产品售价，但提价幅度不及原材料上涨幅度，公司毛利率有所下降。我们预计前三季度公司收入保持了较快增长，公司收入增速快于净利润增速。
- 收入持续增长，费用管控加强：**公司三季度继续保持上半年业绩增长态势，重点推进高附加值产品销售，优化产品和客户结构，公司胶粘剂产品在汽车整车制造及维修、轨道交通、工业设备、电子电器 LED、新能源等业务领域销售增长较快，尤其是汽车整车制造、轨道交通和电子电器 LED 用胶等在扩大销量的同时，毛利额提升明显。面对化工原材料价格快速上涨的不利形势，公司加强内部管理，并与供应商合作，采取集中采购，改进产品配方及工艺，节能降耗等措施，部分缓解成本上涨压力。公司加强费用管控，销售费用和管理费用有所降低。
- 汽车、电子等高端领域用胶步入收获期：**汽车/电子/高铁等领域行业特点在于，进入壁垒比较高，对胶的质量要求非常。胶在产品中的总价值量不高，但对性能、安全影响会非常大，因此这些细分领域过去主要被海外企业比如汉高之类的把控。如果要进入这些行业，首先需要比较强的研发能力，能够开发出合适的产品，其次，开发出产品之后，还需要比较长的认证周期，才能进入客户供应链体系。最后，进入供应链体系之后，开始也只是小批量供货，然后才能逐步放量。但一旦得到客户的认可，客户黏性就会比较高，盈利也会有保证。回天经过多年在这些领域的耕耘，已经成功进入一些主流汽车、电子、高铁的供应链。并且经过一段时间稳定供货之后，开始步入收获期，有望逐步放量。

- **投资建议:** 回天新材是 A 股胶粘剂行业最大、最有竞争优势的上市公司。高端胶粘剂产品具有技术门槛高、产品认证周期长等特征,公司凭借研发、产品、市场、品牌等竞争优势,产品已接近或达到国际同类产品水平,公司产品已实现进口替代,在诸多业务领域快速放量,推动了公司收入持续快速增长。今年前三季度,在原料成本大幅上涨的背景下,公司实现归母净利润增长 10%-25%,难能可贵。我们预计公司 2017 年-2019 年 EPS 为 0.27/0.34/0.41,对应 PE 为 49/39/32 倍,维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 业务拓展不及预期;汽车、建筑、新能源等行业景气度下滑。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)						主要财务指标					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	975.21	1,131.60	1,505.02	1,881.28	2,313.97	<b>成长性</b>					
营业成本	655.00	751.50	1,056.53	1,311.25	1,608.21	营业收入增长	15.6%	16.0%	33.0%	25.0%	23.0%
销售费用	112.75	126.29	152.01	191.89	236.03	营业成本增长	20.8%	14.7%	40.6%	24.1%	22.6%
管理费用	128.51	140.09	168.56	208.82	259.16	营业利润增长	-39.5%	61.3%	17.1%	31.5%	22.3%
财务费用	3.27	-1.72	-0.65	1.18	4.81	利润总额增长	-22.6%	22.6%	16.0%	26.8%	19.7%
投资净收益	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00	净利润增长	-23.5%	15.7%	18.3%	26.8%	19.7%
<b>营业利润</b>	60.51	97.62	114.29	150.27	183.79	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	33.91	18.13	20.00	20.00	20.00	毛利率	32.8%	33.6%	29.8%	30.3%	30.5%
利润总额	94.41	115.75	134.29	170.27	203.79	销售净利率	8.6%	8.6%	7.6%	7.7%	7.5%
所得税	10.91	19.24	20.14	25.54	30.57	ROE	5.5%	6.1%	6.8%	8.1%	8.9%
少数股东损益	-0.35	-0.53	-0.61	-0.77	-0.92	ROIC	5.2%	5.5%	6.1%	7.1%	7.7%
净利润	83.85	97.04	114.75	145.50	174.14	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>						销售费用/营业收入	11.6%	11.2%	10.1%	10.2%	10.2%
						管理费用/营业收入	13.2%	12.4%	11.2%	11.1%	11.2%
						财务费用/营业收入	0.3%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%
						投资收益/营业利润	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
						所得税/利润总额	11.6%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
						应收帐款周转率	2.74	2.75	3.27	3.18	3.16
						存货周转率	3.65	4.21	4.47	4.23	4.21
						流动资产周转率	1.20	1.20	1.42	1.45	1.44
						总资产周转率	0.63	0.63	0.78	0.85	0.90
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	14.6%	13.4%	17.4%	24.0%	29.7%
						流动比率	3.90	4.42	3.77	2.89	2.44
						速动比率	3.22	3.53	2.86	2.20	1.86
						<b>每股指标 (元)</b>					
						EPS	0.20	0.23	0.27	0.34	0.41
						每股净资产	3.55	3.71	3.94	4.23	4.58
						每股经营现金流	(0.07)	0.25	0.01	0.09	0.11
						每股经营现金/EPS	(0.37)	1.11	0.05	0.25	0.27
						<b>估值</b>					
						2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
						PE	67.37	58.22	49.23	38.83	32.44
						PEG	3.97	2.59	1.84	1.97	(0.32)
						PB	3.73	3.57	3.37	3.14	2.90
						EV/EBITDA	49.15	34.45	32.15	26.23	22.32
						EV/SALES	5.49	4.70	3.54	2.89	2.41
						EV/IC	3.45	3.36	3.17	2.83	2.52
						ROIC/WACC	0.75	0.79	0.89	1.03	1.12
						REP	4.81	4.49	3.56	2.74	2.26

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

## 研究员介绍及承诺

**顾锐:** 2009年至2015年任职于中山证券。2016年加入长城证券金融研究所，任化工行业分析师。

**杨超:** 2006-2012年任职于鹏华基金，从事化工行业研究。2012年加入长城证券，任化工行业分析师。

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com  
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
佟骥: 0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

### 北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编: 200126 传真: 021-31829681  
网址: <http://www.cgws.com>