

化学制品

回天新材 (300041.SZ) / 15.04 元

新产品募资扩产，未来成长可期

事项

公司发布公告，拟定向融资不超过 4.01 亿元。

8 月 5 日晚回天新材公告，拟非公开发行不超过 3100 万股，募集资金不超过 4.01 亿元。本次非公开募集资金将用于扩产一万吨有机硅建筑胶及一万吨聚氨酯胶黏剂，并补充流动资金。发行价将不低于定价基准日前 20 个交易日的交易均价（即 12.94 元）。财通基金-玉泉 91 号资产管理计划（认购 300 万股）、章锋（认购 1297 万股）、吴正明（认购 260 万股）、刘鹏（认购 260 万股）和长江证券超越理财宝 9 号集合资产管理（认购 983 万股）计划全部以现金认购。

主要观点

1. 大股东参与定向增发，对公司未来发展充满信心。

公司董事长章锋、公司董事吴正明、刘鹏、史襄桥、王争业和赵勇刚于 8 月 4 日签署《一致行动协议》，其中本次发行中公司董事长章锋认购不超过 1297 万股，共同实际控制人刘鹏和吴正明各认购不超过 260 万股，本次发行后，上述共同实际控制人控股比例将提高至 34.38%。此外超越理财宝 9 号集合资产管理计划是由长江证券的资产管理部设立和管理，由回天新材的部分董事、监事、高级管理人员、核心技术人员及公司骨干等 58 名员工自筹资金出资设立。此次定向增发既显示公司管理层对未来发展充满信心，又提高公司大股东持股比例，增强其控制权。

2. 募投项目技术成熟空间巨大，未来高盈利可期。

公司募投项目投入研发一年多，正步入收获期。且中报提到包装复膜胶、水处理胶等新产品已达到相应合格标准并实现批量销售，用于幕墙结构粘结的产品取得关键技术突破，被列为行业推荐产品，可见公司募投项目技术成熟。预计项目达产后实现销售收入 3.5 亿元/年，新增年平均利润总额为 6687 万元，所得税后静态、动态投资回收期分别为 4.83 年、5.35 年，所得税后财务内部收益率为 32.43%，项目经济效益前景良好。

3. 募集资金锦上添花，将推动公司快速扩张。

公司 2014 年 1-6 月营业收入同比增长 36.78%，其中公司各类胶粘剂产品销售收入较上年同期增长 59.43%；但由于工程胶黏剂回款周期较长且公司存货占比较高，导致公司应收账款达 2.6 亿元，同比增长 72.01%。本次募集资金将能有效解决公司快速发展的资金需求，实现公司快速扩张。

4. 盈利预测

由于增发尚未完成且有一定不确定性，暂时不考虑此次增发因素影响，我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.70、0.91、1.11 元，对应的 PE 分别为 21X、17X、14X。维持强烈推荐评级。

风险提示

1、新产品量产低于预期；2、受国家宏观经济影响，胶黏剂市场增长低于预期。

证券分析师：曹令
 执业编号：S0360513040001
 Tel：010-66500885
 Email：caoling@hcq.com
 研究助理：宋涛
 Tel：010-66500853
 Email：songtao@hcq.com

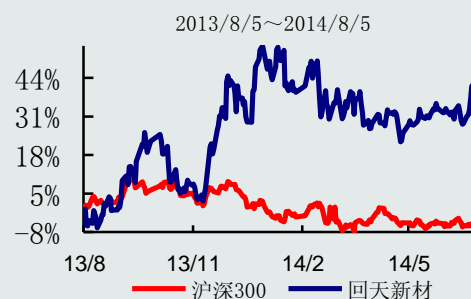
投资评级

投资评级：强推
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	16895
流通 A 股/B 股(万股)	12556/0
资产负债率(%)	11.5
每股净资产(元)	6.33
市盈率(倍)	21.48
市净率(倍)	2.38
12 个月内最高/最低价	17.94/8.37

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《中报业绩符合预期，新老业务齐头并进》	2014-07-30
《多项业务将迎来收获期》	2014-05-05
《老产品稳定增长，新产品逐步放量》	2014-04-24
《经营持续好转，一季度业绩同比增速较快》	2014-02-2
《多项业务取得稳步增长》	2014-01-2
《建筑用胶和背膜成今年两大亮点》	2013-05-2

一、大股东参与定向增发，对公司未来发展充满信心。

公司董事长章锋、公司董事吴正明、刘鹏、史襄桥、王争业和赵勇刚于 8 月 4 日签署《一致行动协议》，其中本次发行中公司董事长章峰认购不超过 1297 万股，共同实际控制人刘鹏和吴正明各认购不超过 260 万股，财通基金-玉泉 91 号资产管理计划认购 300 万股，长江证券超越理财宝 9 号集合资产管理计划认购 983 万股。本次发行后，上述共同实际控制人控股比例将提高至 34.38%。此外超越理财宝 9 号集合资产管理计划是由长江证券的资产管理部设立和管理，由回天新材的部分董事、监事、高级管理人员、核心技术人员及公司骨干等 58 名员工自筹资金出资设立。此次定向增发既显示公司管理层对未来发展充满信心，又提高公司大股东持股比例，增强其控制权。

二、募投项目技术成熟空间巨大，未来高盈利可期。

（一）公司募投项目技术已成熟

公司非公开募集资金部分将用于扩产一万吨有机硅建筑胶及一万吨聚氨酯胶黏剂。主要用于生产有机硅建筑胶、水处理聚氨酯胶、包装聚合聚氨酯胶这三个产品。这三个产品公司投入研一年多，正步入收获期。其 2014 年中报提到，包装复膜胶、水处理胶等新产品已达到相应合格标准并实现批量销售，用于幕墙结构粘结的产品取得关键技术突破，被列为行业推荐产品。可见公司募投项目技术已成熟，部分产品已占据市场。

图表 1 公司非公开募集资金项目建设内容

项目名称		拟投入募集资金数额
年产一万吨有机硅建筑胶及年产一万吨聚氨酯胶黏剂建设项目	有机硅建筑胶项目	17560.0
	水处理聚氨酯胶黏剂项目	
	包装聚合聚氨酯胶黏剂项目	
补充公司主营业务发展所需运营资金		22554.0
合计		40114.0
项目建设期		12 个月
项目主要内容		建设用地面积 66666.7m ² ，总建筑面积 50400m ² ，新增设备 217 台；

资料来源：华创证券

图表 2 公司研发项目

项目名称	项目来源	项目阶段	备注
凸型挡台填充聚氨酯树脂胶	引进消化	批量生产	
太阳能电池用有机硅胶黏剂	自主研发	批量生产	技术突破及市场扩大
第三代高性能丙烯酸酯胶的研制（汽车、微电子、游艇等）	自主研发	批量生产	产品升级，市场扩大
医疗、液晶用紫外光固化胶	自主研发	批量生产	技术突破及市场扩大
硅烷封端聚醚（MS）密封胶	自主研发	批量生产	技术突破及市场扩大
低粘度低离子含量的脱醇型有机硅密封胶	自主研发	批量生产	技术突破
高挤出率的脱醇型有机硅胶黏剂（电源用）	自主研发	批量生产	技术突破及市场扩大
风机叶片用高性能结构胶	自主研发	批量生产	市场推广
大功率 LED 封装用有机硅树脂	自主研发	批量生产	技术突破，市场推广
轿车用单组份聚氨酯风挡玻璃胶黏剂	自主研发	批量生产	技术升级，市场扩大
触摸屏用紫外线固化胶黏剂（LOCA）	自主研发	批量生产	技术突破，市场推广
水处理过滤器用双组份聚氨酯胶黏剂*	自主研发	批量生产	技术突破，市场推广

建筑用高性能有机硅幕墙玻璃结构胶*	自主研发	批量生产	技术突破, 市场推广
轿车用聚氨酯风挡玻璃底涂剂	自主研发	批量生产	技术突破, 市场推广
有机硅高铁轨道嵌缝密封胶	自主研发	批量生产	技术突破, 市场推广
无溶剂耐蒸煮包装复合用双组份聚氨酯胶*	自主研发	批量生产	技术突破, 市场推广
微电子用低温固化环氧胶黏剂	自主研发	小批量	技术突破, 市场推广
微电子用底部填充环氧胶黏剂	自主研发	小批量	技术突破, 市场推广
微电子用高导热率导热材料	自主研发	小批量	技术突破, 市场推广

资料来源: 公司 2013 年年报, 华创证券 *为本次募投项目

(二) 公司募投项目市场空间巨大

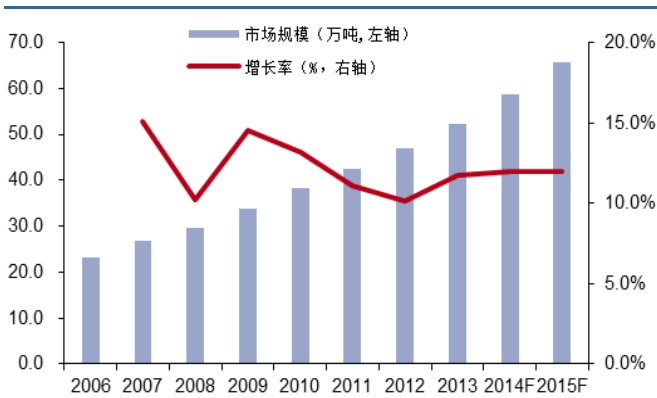
1、有机硅建筑胶市场稳定增长, 公司作为胶黏剂龙头将受益

有机硅建筑胶属于工程胶粘剂的一个重要品种。有机硅材料具有优异的耐高低温性能, 通过改性后可具有优异的耐油性能, 是工业中不可缺少的最优异的密封粘接材料。公司产品能够广泛用于装饰装修、防水工程、玻璃安装和幕墙的结构粘结。

2013 年我国有机硅胶市场规模达 52 万吨, 2006~2013 年的年均增长率超过 12%, 其中建筑幕墙、中空玻璃、门窗密封、装饰装修是有机硅胶四大应用领域, 2013 年市场规模合达 34.3 万吨。预计到 2015 年, 我国有机硅建筑胶需求接近 40 万吨, 市场销售额超过 120 亿元。

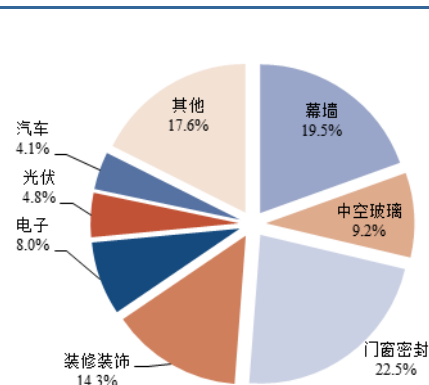
公司是国内胶黏剂行业龙头企业, 其产品涉及汽车、光伏、风电、电子、包装等胶黏剂各领域, 产品知名度高。有机硅建筑胶一经推出, 产品市场前景广阔。

图表 3 我国有机硅胶市场规模及增长



资料来源: 华创证券

图表 4 2013 年国内有机硅产品结构



资料来源: 华创证券

2、水处理膜技术壁垒高, 市场前景广阔

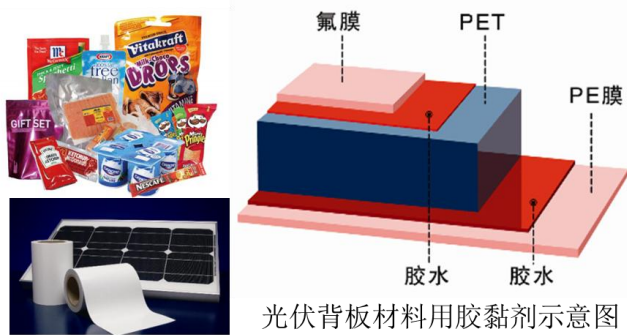
膜分离水处理技术广泛应用于家庭净水、楼宇净水、海水淡化、工业净水和污水处理等众多方面。国家《分离膜“十二五”发展规划》中明确指出发展多种分离膜技术, 其中我国水处理膜市场已占膜分离市场的 85%。预计到 2015 年, 我国新增分离膜市场规模接近 300 亿元。聚氨酯胶黏剂由于具有良好的力学性能、粘接性、耐水性、无毒、且其在膜分离过程中物质不发生相的变化, 分离系数较大, 是净水器中膜组件组装的重要材料。预计到 2015 年, 水处理膜用胶黏剂市场规模接近 15-20 亿元。

3、包装用聚氨酯胶黏剂

包装聚合聚氨酯胶黏剂主要用于食品、药品等日用品软包装和工业品包装两大领域。一方面, 随着国民经济的持续快速增长, 居民生活水平的提高, 促使食品、药品、日用品的软包装也在持续的升级换代, 日用品软包装用聚氨酯胶黏剂用量年均增速约 20% 的稳定增长。另一方面, 以太阳能背板覆膜、建筑装饰材料、金属/薄膜复合

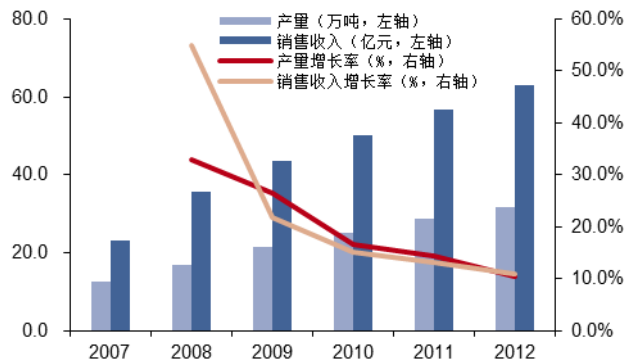
材料为代表的工业品包装用聚合聚氨酯胶黏剂也保持较为稳定增长，年均增速超过13%。预计到2015年，包装用聚氨酯胶黏剂市场规模接近80亿元。

图表 5 包装用聚氨酯胶黏剂用途



资料来源：华创证券

图表 6 我国塑料软包胶黏剂产量及市场规模



资料来源：华创证券

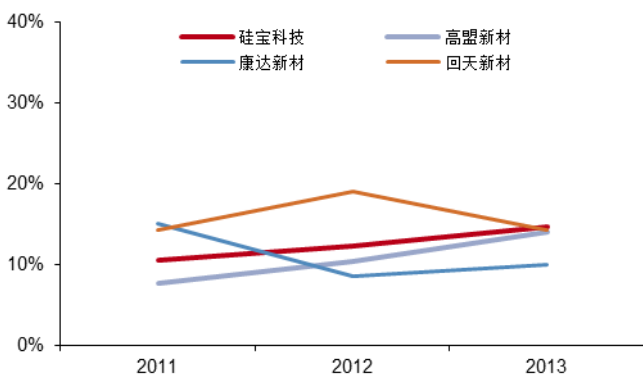
三、募集资金锦上添花，将推动公司快速扩张。

本次非公开发行将用不超过 22554.0 万元募集资金补充公司主营业务发展所需的运营资金。

(一) 存货和应收账款占用公司大量资金

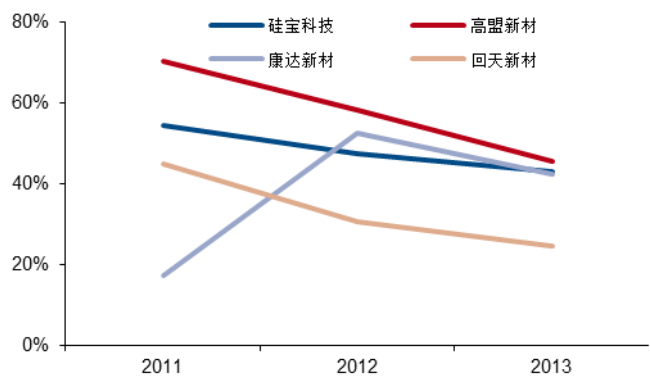
由于胶粘剂产品应用领域十分广泛，涉及众多行业，因此产品种类繁多。同时，客户的采购呈现小批量、多批次的特点，随着产品种类的丰富和业务的快速增长，在有限的生产能力下，为保证交货速度，公司保持的安全库存规模大幅增加。存货规模的扩大增加了公司流动性压力，至2014年第二季度，公司存货占流动资产的比高达25.40%，呈逐年上升趋势，而货币资金占流动资产的占为13.52%，呈下降趋势。

图表 7 国内胶黏剂公司存货/流动资产对比



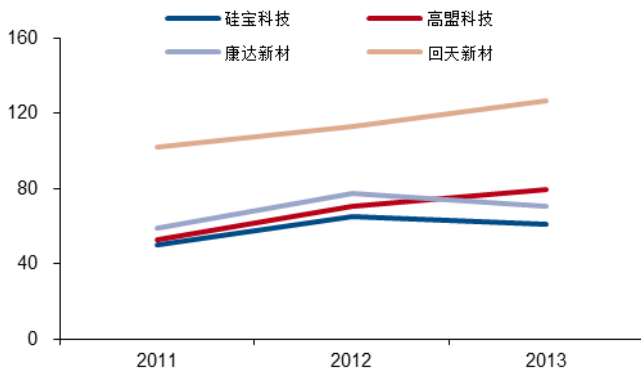
资料来源：华创证券

图表 8 国内胶黏剂公司流动资金/流动资产对比



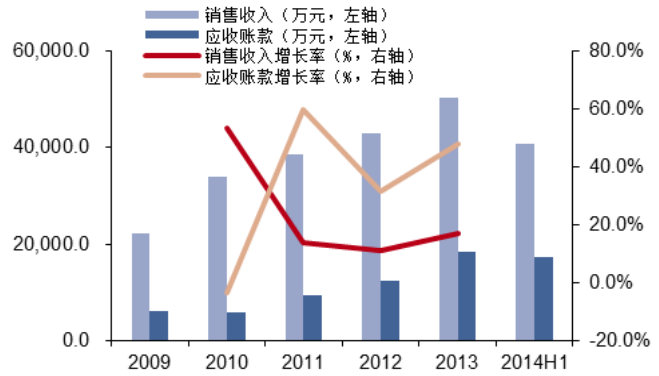
资料来源：华创证券

图表 7 胶黏剂公司存货周转天数



资料来源: 华创证券

图表 8 我国塑料软包胶黏剂产量及市场规模



资料来源: 华创证券

(二) 公司发展需要大量资金

公司在快速扩张期间,项目研发、扩产等都需要公司拥有良好的现金流。但近年来,随着公司投产项目增多,现金流一直捉襟见肘,本次募集资金将能够有效的解决公司未来快速发展的资金需求。与此同时,公司也可以利用现金适时通过兼并收购等方式参与优质资源整合,实现公司主营业务的结构优化和升级,创造新增利润点,增强公司持续盈利能力,做大做强主营业务。

四、多项业务进展顺利,行业龙头步入发展快车道。

公司自年初以来,传统汽车用胶销售明显增长,开拓新客户如海马等汽车整车客户及零部件客户;照明电源、车灯业务高速增长;风电用胶、光伏用胶由于行业回暖,销售逐渐回升,轨道交通、高铁用胶产品销售大幅增长。在新产品领域,除募投项目外,电缆胶实现批量销售;非胶业务如润滑油、刹车油也实现快速增长。研发项目背板用氟膜材料及胶黏剂、笔记本用高性能丙烯酸酯胶等实现技术突破。

与此同时,多项国家产业政策逐步推进:国家能源局及地方政府先后出台分布式光伏补贴政策,将推动光伏市场增长;今年 10 月 1 日起,我国将禁止进口和销售 60 瓦及以上的普通照明用白炽灯,随着白炽灯的退市,LED 照明市场将快速增长;新建铁路也于下半年加速推进。随着这些产业政策实施,将推动工程胶黏剂市场快速增长,回天新材作为国内工程胶黏剂龙头,有望率先受益。

四、盈利预测

由于增发尚未完成且有一定不确定性,暂时不考虑此次增发影响,我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.70、0.91、1.11 元,对应的 PE 分别为 21X、17X、14X。维持强烈推荐评级。

五、风险提示

- 1、新产品量产低于预期,市场销售低于预期;
- 2、受国家宏观经济影响,胶黏剂市场增长低于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	577	610	627	691
现金	175	129	124	158
应收账款	160	200	240	260
其它应收款	17	18	18	18
预付账款	48	50	60	80
存货	146	148	145	145
其他	32	65	40	30
非流动资产	543	599	662	706
长期投资	0	0	0	0
固定资产	413	465	514	554
无形资产	89	112	136	150
其他	40	22	12	1
资产总计	1120	1209	1289	1397
流动负债	105	110	104	96
短期借款	0	0	0	0
应付账款	51	70	60	50
其他	53	40	44	46
非流动负债	37	29	35	33
长期借款	0	0	0	0
其他	37	29	35	33
负债合计	141	139	139	129
少数股东权益	1	1	1	1
股本	169	169	169	169
资本公积金	467	467	433	399
留存收益	342	433	547	698
归属母公司股东权益	978	1069	1149	1267
负债和股东权益	1120	1209	1289	1397

现金流量表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	7	69	170	193
净利润	89	118	153	188
折旧摊销	33	36	42	49
财务费用	-2	-5	-4	-4
投资损失	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	-113	-74	-28	-38
其它	0	-6	6	-2
投资活动现金流	-73	-93	-105	-93
资本支出	-84	-75	-75	-78
长期投资	0	6	-4	1
其他	11	-24	-26	-16
筹资活动现金流	-17	-22	-70	-66
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	63	0	0	0
资本公积增加	-63	0	-34	-34
其他	-17	-22	-36	-32
现金净增加额	-83	-46	-5	34

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	642	947	1257	1548
营业成本	394	609	816	1017
营业税金及附加	3	6	8	10
营业费用	59	76	101	124
管理费用	99	133	167	193
财务费用	-2	-5	-4	-4
资产减值损失	4	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	86	124	165	205
营业外收入	18	13	12	12
营业外支出	1	0	1	1
利润总额	103	136	176	217
所得税	14	18	23	29
净利润	89	118	153	188
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	89	118	153	188
EBITDA	130	168	215	262
EPS 摊薄 (元)	0.53	0.70	0.91	1.11

主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	27.0%	47.5%	32.7%	23.2%
营业利润	18.0%	45.4%	32.5%	24.5%
归属母公司净利润	25.7%	33.1%	29.7%	22.5%
获利能力				
毛利率	38.7%	35.7%	35.0%	34.3%
净利率	13.9%	12.5%	12.2%	12.1%
ROE	9.4%	11.5%	13.8%	15.6%
ROIC	8.3%	10.4%	12.7%	14.2%
偿债能力				
资产负债率	12.6%	11.5%	10.8%	9.2%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	5.52	5.55	6.04	7.22
速动比率	4.12	4.20	4.65	5.71
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.81	1.01	1.15
应收帐款周转率	4.59	5.26	5.71	6.19
应付帐款周转率	8.26	10.05	12.56	18.48
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.70	0.91	1.11
每股经营现金	0.04	0.41	1.00	1.14
每股净资产	5.79	6.33	6.80	7.50
估值比率				
P/E	28.58	21.48	16.56	13.52
P/B	2.60	2.38	2.21	2.01
EV/EBITDA	1.25	14.57	11.41	9.24

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售总监	010-66500827	wangweihua@hcq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hcq.com
	梁岩涛	机构销售经理	010-66500807	liangyantao@hcq.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hcq.com
	王勇	机构销售助理	010-66500810	wangy@hcq.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcq.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hcq.com
	刁建楠	机构销售经理	0755-88283039	diaojiannan@hcq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hcq.com
	余洋	机构销售经理	0755-83186870	yuyang1@hcq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83479862	zhangyujie@hcq.com
上海	戴莉	机构销售总监	021-50497772	daili@hcq.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hcq.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hcq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hcq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hcq.com
	孙洁	机构销售助理	021-50157561	sunjie@hcq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjiani@hcq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558