

2015年04月23日

回天新材 (300041.SZ)

汽车、新能源领域持续增长，互联网浪潮下渠道价值重估

■事件：公司公告14年年报，实现营业收入8.4亿元、同比增长31.4%，实现归属于上市公司股东的净利润为1.1亿元、同比增长23.2%，EPS为0.65元。公司同时公告15年一季报，实现营业收入2.7亿元、同比增长37%，归属于上市公司股东的净利润为3144万元、同比增长7%。

■汽车、新能源等领域用胶保持20%销售增速，高铁用胶稳步前行：公司14年在汽车和新能源领域用胶保持20%销售增长，北汽、众泰等轿车领域客户中成功替代国外竞品，比亚迪、吉利等相继进入试装阶段，在法士特、康明斯等取得重大突破。与南、北车启动“高铁用胶国产化”合作项目，是胶粘剂行业唯一的官方合作项目，多款产品已完成路试和批量列装。

■反垄断政策下将推动汽车后维修市场获得更大发展：交通部颁布新政，提出了打破汽车生产企业对于汽车维修技术和配件渠道的垄断措施，鼓励原厂配件生产企业向汽车售后市场提供原厂配件和具有自有品牌的独立售后配件。我们认为该政策将打破目前4S店垄断原厂配件的格局，配件生产企业独立后市场将迎来大发展。

■公司胶粘剂产品用于整车和汽车后市场等领域，在汽车后有天然的渠道价值和品牌价值：公司汽车用胶粘剂用于整车和后市场两个领域，后市场方面公司经销商五百多家，在汽车后有天然的渠道价值和品牌价值，尤其是商用车领域。目前中国9000万辆乘用车的平均车龄约3.5年，根据国外经验预计后续汽车维修费用将明显增加且市场将逐步从4S店转向独立维修市场，因此我们判断15年将是独立维修市场需求爆发元年。考虑到汽车后市场电商在去中介化、费用透明化和用户体验改善等方面将发挥很大作用，能带来车主、配件厂、维修站三方共赢的局面，因此我们强烈看好该领域的颠覆性变化，具备渠道资源的企业能够从中实现渠道价值变现。

■投资建议：我们预计公司15-17年EPS分别为0.92、1.31和1.90元，胶粘剂和新材料业务稳步、快速增长，公司与软银建立股权基金带来外延预期，互联网浪潮下，具备渠道资源的企业有望显著受益于汽车后市场的崛起，维持公司买入-A评级，12个月目标价50元。

■风险提示：胶粘剂市场需求低于预期的风险、后市场竞争激烈的风险等

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	642.1	843.7	1,185.9	1,556.0	2,046.1
净利润	88.9	109.5	155.0	221.7	321.7
每股收益(元)	0.53	0.65	0.92	1.31	1.90
每股净资产(元)	5.79	6.28	6.99	8.07	9.72

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	65.8	53.4	37.8	26.4	18.2
市净率(倍)	6.0	5.5	5.0	4.3	3.6
净利润率	13.8%	13.0%	13.1%	14.2%	15.7%
净资产收益率	9.1%	10.3%	13.1%	16.3%	19.6%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.6%	0.7%	0.7%
ROIC	11.4%	11.5%	14.5%	18.7%	25.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

有机硅

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

50.00元

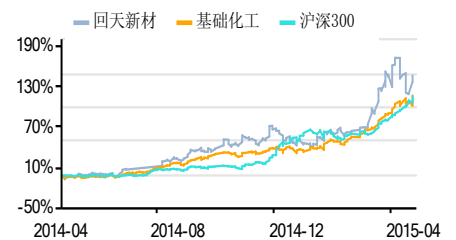
股价(2015-04-23)

34.65元

交易数据

总市值(百万元)	5,854.29
流通市值(百万元)	4,481.99
总股本(百万股)	168.95
流通股本(百万股)	129.35
12个月价格区间	13.16/38.30元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-15.93	21.96	27.14
绝对收益	3.43	54.69	143.16

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaoqing@essence.com.cn

相关报告

胶粘剂龙头，优秀的汽车后市场渠道和品牌资源在互联网浪潮下价值面临重估	2015-03-18
细分领域的“佼佼者”	2014-01-17
回天胶业：“高速”前进的高	2010-05-31
端胶粘剂龙头：公司快报	

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月23日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	642.1	843.7	1,185.9	1,556.0	2,046.1	成长性					
减:营业成本	393.9	542.0	742.9	951.5	1,211.3	营业收入增长率	27.0%	31.4%	40.6%	31.2%	31.5%
营业税费	3.2	6.1	8.6	11.3	14.9	营业利润增长率	18.0%	17.0%	66.6%	45.6%	48.3%
销售费用	58.8	85.2	119.8	157.2	206.7	净利润增长率	25.7%	23.2%	41.5%	43.0%	45.1%
管理费用	99.5	101.9	143.2	187.9	247.1	EBITDA 增长率	40.5%	19.3%	48.2%	36.9%	41.6%
财务费用	-1.7	-0.4	-	-	-	EBIT 增长率	33.9%	18.9%	67.2%	45.6%	48.3%
资产减值损失	3.7	8.8	5.0	5.8	6.5	NOPLAT 增长率	32.1%	23.3%	58.2%	45.6%	48.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.8%	25.3%	13.1%	10.1%	17.4%
投资和汇兑收益	0.7	-	0.2	0.3	0.2	净资产增长率	6.8%	8.4%	11.3%	15.5%	20.4%
营业利润	85.5	100.0	166.7	242.6	359.8	利润率					
加:营业外净收支	17.2	22.0	15.8	18.3	18.7	毛利率	38.7%	35.8%	37.4%	38.9%	40.8%
利润总额	102.7	122.0	182.4	260.9	378.5	营业利润率	13.3%	11.9%	14.1%	15.6%	17.6%
减:所得税	13.8	12.4	27.4	39.1	56.8	净利润率	13.8%	13.0%	13.1%	14.2%	15.7%
净利润	88.9	109.5	155.0	221.7	321.7	EBITDA/营业收入	18.1%	16.4%	17.3%	18.1%	19.5%
						EBIT/营业收入	13.1%	11.8%	14.1%	15.6%	17.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	193	178	122	85	58
						流动营业资本周转天数	150	151	151	152	151
						流动资产周转天数	324	275	239	230	231
						应收账款周转天数	86	103	87	92	94
						存货周转天数	72	73	72	70	68
						总资产周转天数	605	524	422	360	323
						投资资本周转天数	397	375	316	269	233
						投资回报率					
						ROE	9.1%	10.3%	13.1%	16.3%	19.6%
						ROA	7.9%	8.2%	10.7%	13.3%	16.1%
						ROIC	11.4%	11.5%	14.5%	18.7%	25.1%
						费用率					
						销售费用率	9.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
						管理费用率	15.5%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
						财务费用率	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	24.4%	22.1%	22.2%	22.2%	22.2%
						偿债能力					
						资产负债率	12.6%	20.4%	18.2%	18.3%	17.7%
						负债权益比	14.4%	25.6%	22.2%	22.4%	21.5%
						流动比率	5.52	2.95	3.81	4.15	4.66
						速动比率	4.12	2.13	2.59	2.93	3.30
						利息保障倍数	-49.15	-273.65			
						分红指标					
						DPS(元)	0.16	-	0.21	0.23	0.26
						分红比率	30.4%	0.0%	22.6%	17.7%	13.4%
						股息收益率	0.5%	0.0%	0.6%	0.7%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	89.0	109.6	155.0	221.7	321.7	EPS(元)	0.53	0.65	0.92	1.31	1.90
加:折旧和摊销	32.7	39.3	39.0	39.0	39.0	BVPS(元)	5.79	6.28	6.99	8.07	9.72
资产减值准备	3.7	8.8	-	-	-	PE(X)	65.8	53.4	37.8	26.4	18.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.0	5.5	5.0	4.3	3.6
财务费用	-	0.3	-	-	-	P/FCF	-104.3	-180.0	436.0	84.5	53.4
投资损失	-0.7	-	-0.2	-0.3	-0.2	P/S	9.1	6.9	4.9	3.8	2.9
少数股东损益	-	-	-	0.1	0.1	EV/EBITDA	22.3	24.4	28.1	20.3	14.1
营运资金的变动	-111.0	-171.0	-164.2	-151.2	-250.7	CAGR(%)	35.6%	43.2%	29.9%	35.6%	43.2%
经营活动产生现金流量	6.6	-2.4	29.6	109.2	109.9	PEG	1.8	1.2	1.3	0.7	0.4
投资活动产生现金流量	-73.0	-106.6	0.2	0.3	0.2	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.4	1.8	2.4
融资活动产生现金流量	-16.8	32.4	-48.4	-80.0	-43.9	REP	3.0	3.2	3.8	2.6	1.6

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

