

2015年07月13日

回天新材 (300041.SZ)

引入高端人才加大创新影响现有业绩，坚定看好公司胶黏剂业务和汽车后市场布局

■ **事件:** 公司发布15年半年度业绩预告: 归属于上市公司股东净利润4714~5823万元, 同比变化-15%~5%。公司预计2015年1-6月非经常性损益对净利润的影响金额约为135万元~160万元。

■ **引入高端人才加大创新导致公司费用上升:** 从我们跟踪公司的情况了解到, 公司胶黏剂、汽车用品、太阳能电池背膜等产品销售收入保持平稳增长, 预计公司上半年收入增速20%以上, 汽车整车制造和汽车后市场均取得了预期的效益。公司净利润略低于预期, 主要是受下游行业需求及市场竞争的影响, 部分产品价格有一定程度下降, 同时公司引入高端人才(去年公司技术和研发团队扩充100多人, 导致上半年相关费用同比增加1000多万), 加大投入开拓新市场、新项目、新产品, 导致期间费用同比上升。

■ **胶黏剂行业市场空间大, 公司作为国内龙头成长空间巨大:** 目前国内胶黏剂行业上市公司有回天胶业、高盟新材、硅宝科技和康达新材等, 各公司几亿元左右的收入, 回天新材作为行业龙头收入规模仅8亿元, 相对于国内行业600亿左右的销售额而言所占份额极低, 未来发展空间广阔。

公司的汽车维修用胶市场占有率为30%, 在汽车制造用胶市场的份额为12%, 二者比较而言, 汽车制造领域所用胶黏剂的需求量和价格均更高。但汽车制造领域进入壁垒较高, 需要经过认证和考察, 目前国内汽车整车胶黏剂市场是以汉高公司产品为主。公司也正在逐步开拓, 目前已在客车和商用车领域取得突破口, 未来一旦进入新厂商的供货渠道, 市场空间巨大, 公司产品销量将会出现大幅增长, 预计公司未来3年复合增速30%以上。

■ **依托线下资源切入汽车后市场, 并积极整合搭建产业链平台:** 分析见下文;

■ **前期定增募集4亿, 锁定三年, 体现信心决心, 且现金在手确保未来行业整合顺利进行:** 分析见下文;

■ **超跌下估值处于安全区间, 给予买入-A评级:** 仅考虑现有胶黏剂业务, 我们预计公司15-17年EPS分别为0.85、1.22和1.64元, 在市场整体超跌的行情下, 公司目前股价对应15年PE仅为26倍, 未来3年复合增速35%以上, 估值安全。公司现有胶黏剂业务行业大空间、高盈利、高成长, 公司作为国内行业龙头未来将持续高增长。同时, 公司利用线下优势整合汽车后市场, 发展空间广阔, 坚定看百亿市值, 维持公司买入-A评级, 6个月目标价60元。

■ **风险提示:** 胶黏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	1,096.8	1,439.1	1,895.2
净利润	88.9	109.5	142.9	206.3	277.5
每股收益(元)	0.53	0.65	0.85	1.22	1.64
每股净资产(元)	5.79	6.28	6.85	7.71	8.86

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	41.1	33.4	25.6	17.7	13.2
市净率(倍)	3.7	3.4	3.2	2.8	2.4
净利润率	13.8%	13.0%	13.0%	14.3%	14.6%
净资产收益率	9.1%	10.3%	12.3%	15.8%	18.5%
股息收益率	0.7%	0.8%	1.2%	1.7%	2.3%
ROIC	11.4%	11.5%	13.2%	18.5%	21.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

有机硅

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

60.00元

股价(2015-07-10)

21.65元

交易数据

总市值(百万元)	3,657.87
流通市值(百万元)	2,782.02
总股本(百万股)	168.95
流通股本(百万股)	128.50
12个月价格区间	15.04/59.30元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-39.37	-37.98	-47.69
绝对收益	-62.02	-43.46	43.95

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

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

罗雅婷

021-68765295

luoyt@essence.com.cn

相关报告

设立汽车后市场公司布局汽车金融、保险业务, 期待未来大放异彩	2015-05-15
汽车、新能源领域持续增长, 互联网浪潮下渠道价值重估	2015-04-24
胶黏剂龙头, 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

■**依托线下资源切入汽车后市场，并积极整合搭建产业链平台：**国内汽车保有量超过 1.5 亿辆，每年新增 2000 多万辆以上的产销量，因此汽车后市场空间巨大。目前行业呈现百花齐放的格局，我们最看好上门服务的模式。公司建立车辆管家的模式，依托线下 500 多家经销商，经销团队 5000 余人，以及 10 万个终端维修网点，通过上门的无水洗车、换胎、贴膜和小的养护等高频服务来和客户建立亲密联系，使得下游对车管家形成依赖，未来通过保险分成、保养用品的集体采购、线下维修的分成、金融服务变现等方式实现盈利来支撑业务发展。后续公司还将继续整合汽车后市场相关环节的核心资源，搭建一个具有强大的导流能力的线上平台和线下全产业链的汽车后市场综合平台。

■**前期定增募集 4 亿，锁定三年，体现信心决心，且现金在手确保未来行业整合顺利进行：**公司定增方案于近期获批。公司将对大股东和 70 个核心管理层定向增发募集 4 亿资金，用于建设“年产一万吨有机硅建筑胶及年产一万吨聚氨酯胶粘剂建设项目”及补充流动资金。锁定期三年完成，体现公司对于未来高速成长的信心和决心，同时足够的现金将能够确保未来行业整合顺利进行。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年07月12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	1,096.8	1,439.1	1,895.2	成长性					
减:营业成本	393.9	542.0	688.8	880.0	1,147.6	营业收入增长率	27.0%	31.4%	30.0%	31.2%	31.7%
营业税费	3.2	6.1	8.0	10.5	13.8	营业利润增长率	18.0%	17.0%	52.4%	47.3%	37.1%
销售费用	58.8	85.2	110.8	145.4	191.4	净利润增长率	25.7%	23.2%	30.5%	44.4%	34.5%
管理费用	99.5	101.9	132.4	173.8	228.8	EBITDA 增长率	40.5%	19.3%	37.7%	37.7%	31.7%
财务费用	-1.7	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	EBIT 增长率	33.9%	18.9%	52.5%	47.3%	37.2%
资产减值损失	3.7	8.8	5.0	5.8	6.5	NOPLAT 增长率	32.1%	23.3%	44.4%	47.3%	37.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.8%	25.3%	5.2%	16.2%	11.8%
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%	9.2%	12.5%	14.9%
营业利润	85.5	100.0	152.4	224.5	307.8	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%	37.2%	38.9%	39.5%
利润总额	102.7	122.0	168.2	242.8	326.5	营业利润率	13.3%	11.9%	13.9%	15.6%	16.2%
减:所得税	13.8	12.4	25.2	36.4	49.0	净利润率	13.8%	13.0%	13.0%	14.3%	14.6%
净利润	88.9	109.5	142.9	206.3	277.5	EBITDA/营业收入	18.1%	16.4%	17.4%	18.3%	18.3%
						EBIT/营业收入	13.1%	11.8%	13.9%	15.6%	16.2%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	193	178	132	92	63
货币资金	175.4	113.5	108.3	115.1	151.6	流动营业资本周转天数	150	151	151	152	152
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	324	275	244	233	230
应收帐款	176.8	307.8	220.1	515.5	474.4	应收帐款周转天数	86	103	87	92	94
应收票据	31.6	30.2	75.6	48.1	113.4	存货周转天数	72	73	72	70	69
预付帐款	47.6	58.3	130.3	84.0	188.7	总资产周转天数	605	524	442	373	330
存货	146.0	197.7	240.8	322.2	408.6	投资资本周转天数	397	375	329	278	240
其他流动资产	-	3.9	1.3	1.7	2.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.1%	10.3%	12.3%	15.8%	18.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	8.2%	10.5%	12.7%	15.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	11.4%	11.5%	13.2%	18.5%	21.9%
投资性房地产	18.9	18.1	18.1	18.1	18.1	费用率					
固定资产	413.3	421.4	385.0	348.6	312.2	销售费用率	9.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
在建工程	17.0	58.7	58.7	58.7	58.7	管理费用率	15.5%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
无形资产	89.5	116.7	114.1	111.5	109.0	财务费用率	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	4.4	7.5	4.6	5.2	5.6	三费/营业收入	24.4%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%
资产总额	1,120.3	1,333.8	1,356.8	1,628.8	1,842.6	偿债能力					
短期债务	-	55.0	-	29.6	13.3	资产负债率	12.6%	20.4%	14.6%	20.0%	18.7%
应付帐款	64.7	125.1	83.4	195.0	175.8	负债权益比	14.4%	25.6%	17.1%	24.9%	23.0%
应付票据	4.0	37.2	12.2	26.1	33.2	流动比率	5.52	2.95	4.79	3.74	4.31
其他流动负债	36.0	23.9	66.4	40.1	88.3	速动比率	4.12	2.13	3.30	2.63	3.00
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-49.15	-273.65	-414.09	-425.07	-527.21
其他非流动负债	36.6	31.1	35.7	34.5	33.8	分红指标					
负债总额	141.3	272.3	197.8	325.2	344.4	DPS(元)	0.16	0.18	0.27	0.37	0.49
少数股东权益	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	分红比率	30.4%	27.8%	31.8%	30.0%	29.9%
股本	169.0	169.0	169.0	169.0	169.0	股息收益率	0.7%	0.8%	1.2%	1.7%	2.3%
留存收益	809.1	891.6	989.0	1,133.4	1,328.0						
股东权益	979.0	1,061.6	1,159.0	1,303.5	1,498.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.53	0.65	0.85	1.22	1.64
净利润	89.0	109.6	142.9	206.3	277.5	BVPS(元)	5.79	6.28	6.85	7.71	8.86
加:折旧和摊销	32.7	39.3	39.0	39.0	39.0	PE(X)	41.1	33.4	25.6	17.7	13.2
资产减值准备	3.7	8.8	-	-	-	PB(X)	3.7	3.4	3.2	2.8	2.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-65.2	-112.5	97.9	52.8	30.6
财务费用	-	0.3	-0.4	-0.5	-0.6	P/S	5.7	4.3	3.3	2.5	1.9
投资损失	-0.7	-	-0.2	-0.3	-0.2	EV/EBITDA	22.3	24.4	18.5	13.5	10.1
少数股东损益	-	-	-	0.1	0.1	CAGR(%)	32.4%	36.3%	26.4%	32.4%	36.3%
营运资金的变动	-111.0	-171.0	-86.6	-206.3	-180.9	PEG	1.3	0.9	1.0	0.5	0.4
经营活动产生现金流量	6.6	-2.4	94.7	38.2	134.9	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-73.0	-106.6	0.2	0.3	0.2	REP					
融资活动产生现金流量	-16.8	32.4	-100.1	-31.7	-98.6						

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

