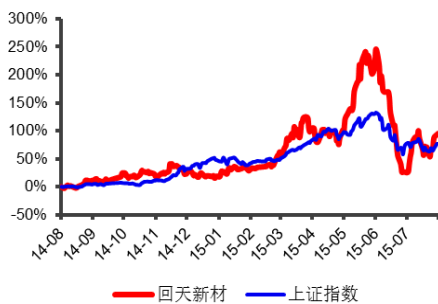


2015年8月11日

**回天新材（300041.SZ）中报点评**

评级：维持“推荐”评级

**最近 52 周走势：**

**相关研究报告：**

《回天胶业临时公告点评：业绩符合预期，背膜是最大驱动力》2014/1/22

《业务布局完善，下游多点开花，2014 值得期待》2014/3/11

《回天新材三季度业绩预告点评：业绩略低于预期，长期依然看好》

2014/10/14

**报告作者：**
**分析师：皮斌**
**执业证书编号：S0590514040001**
**联系人：**
**石亮 马群星**
**电话：0510-82832380**
**Email：shil@glsc.com.cn**
**独立性申明**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。  
 国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

**事件：**2015年8月11日公司发布2015年半年报，报告期内公司实现营业收入4.90亿元，同比增长20.31%，实现归属于上市公司股东的净利润4776万元，同比下降13.88%，实现每股EPS 0.28元；其中2015Q2实现营业收入2.21亿元，同比增长4.80%，环比下降18.01%；实现归属于上市公司股东的净利润1631万，同比下降37.53%，环比下降48.12%。

**点评：**

- **毛利率下降和费用上升导致增收不增利。**2015H1公司综合毛利率32.59%，同比下滑3.68%，主要是报告内公司包装胶、建筑胶和非胶类产品营收增长较快，但毛利率相对较低，拉低了公司的整体毛利率，同时公司背膜业务受行业竞争加剧，毛利率下跌至21.41%，同比下降12.96%，综合影响下公司毛利率下滑明显。报告期内公司不断开拓新业务，各项费用增加明显，报告期内公司三费合计1.02亿元，同比增加了2100万。
- **各项业务继续向好，期待业绩好转。**在汽车原厂胶领域，公司聚氨酯玻璃胶在东风日产大连工厂进行路试，在标致雪铁龙进行国产化认证，对众泰汽车供货份额提升，成为吉利风挡玻璃胶合格供应商，切入华泰汽车、力帆汽车、海南海马等供应商体系；建筑胶通过了标杆客户台玻和南玻的测试，新增两款建筑胶被列为行业推荐产品；微电子胶在笔记本上实现小批量供货，同时有6款产品获得客户测试通过；耐紫外光密封胶在宇通客车获得验证通过，并取得出口批量订单，2015H1公司对宇通的销售超过千万；在风电叶片胶领域：完成明阳风电30吨订单，通过惠腾\中材样品测试，正式进入金风科技合格供应商流程；报告期内，公司包装胶实现营收2221万元，同比增长591.59%；非胶产品中，润滑油营收2400万元，同比增长64.76%。
- **我国胶黏剂行业空间大，发展快，集中度低，未来行业整合是必然趋势。**根据《我国胶黏剂市场及“十二五”规划》预测，2015

年我国胶黏剂产量将达到 717 万吨，销售额将达到 1038 亿元，工程胶黏剂产量将达到 73 万吨，产值 230 亿元。据不完全统计我们胶黏剂生产企业达 3500 多家，而年销售收入在 5000 万元以上的企业不足百家；工程胶黏剂企业有 280 多家，但年销售收入在 5000 万元以上且以自主技术为主的厂家只有 30 家左右。2013 年 4 家 A 股上市胶黏剂企业合计的市占率只有 2.5% 左右，而全球胶黏剂龙头汉高的全球市占率达到 28%，CR10 占比超过 40%，我们认为目前我国胶黏剂行业集中度过低，行业整合势在必行，公司作为行业龙头且具有资本平台优势，未来必然会在行业整合上有所作为。

- **依托线下经销商资源进军汽车后市场。**公司在汽车维修领域用胶的市占率达到 30%，在全国拥有 600 多家经销商和 10 万多个终端客户，线下渠道资源优势明显；我国汽车保有量超过 1.5 亿辆，每年新增超过 2000 万辆，从国外成熟国家的汽车产业链利润分布情况看，汽车后市场占比在 50% 以上，目前我国还只有 10% 左右，未来发展空间巨大，目前汽车后市场处于跑马圈地阶段，公司收购义务德福的“飞马星”车管家业务，志在通过上门洗车、换胎、贴膜等高频服务与用户建立紧密联系，掌握客户入口，然后通过保险分成、金融服务、配件销售分成和线下维修分成等途径实现盈利。
- **维持“推荐”评级。**预计公司 15-17 年公司 EPS 分别为 0.67、0.82 和 1.01 元，对应当前的股价 33.47 元，PE 分别为 49.6X、41.0X、33.2X，考虑到公司目前处于转型时期，同时外延并购预期强烈，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 光伏行业盈利能力下降导致公司应收账款坏账的风险，2) 聚氨酯胶和建筑用胶的销售低于预期，3) 汽车后市场发展低于预期

利润表						资产负债表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	642.10	843.72	1,053.05	1,289.92	1,560.76	现金	175.37	113.50	100.00	100.00	100.00
YOY(%)	27.0%	31.4%	24.8%	22.5%	21.0%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	393.92	542.02	703.24	858.38	1,040.10	应收款项净额	208.35	338.06	421.93	516.84	625.36
营业税金及附加	3.17	6.14	7.66	9.39	5.62	存货	145.99	197.72	263.60	323.88	392.09
销售费用	58.75	85.22	101.09	122.54	148.27	其他流动资产	47.63	62.22	77.65	95.12	115.09
占营业收入比(%)	9.1%	10.1%	9.6%	9.5%	9.5%	<b>流动资产总额</b>	<b>577.33</b>	<b>711.50</b>	<b>863.18</b>	<b>1,035.84</b>	<b>1,232.54</b>
管理费用	97.28	99.62	110.57	135.44	163.88	固定资产净值	417.02	430.20	406.87	395.53	400.14
占营业收入比(%)	15.2%	11.8%	10.5%	10.5%	10.5%	减: 资产减值准备	(3.70)	(8.78)	(8.30)	(8.07)	(8.17)
<b>EBIT</b>	<b>86.78</b>	<b>108.46</b>	<b>125.82</b>	<b>159.50</b>	<b>198.21</b>	固定资产净额	413.32	421.42	398.56	387.46	391.97
财务费用	(1.71)	(0.36)	2.66	4.53	6.57	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.3%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	在建工程	16.97	58.70	92.92	124.18	137.97
资产减值损失	(3.70)	(8.78)	(10.00)	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.75	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>固定资产总额</b>	<b>430.29</b>	<b>480.12</b>	<b>491.48</b>	<b>511.64</b>	<b>529.94</b>
<b>营业利润</b>	<b>85.54</b>	<b>100.04</b>	<b>113.16</b>	<b>154.98</b>	<b>191.64</b>	无形资产	89.47	116.66	111.99	107.32	102.66
营业外净收入	17.20	21.96	15.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>102.73</b>	<b>122.01</b>	<b>128.16</b>	<b>154.98</b>	<b>191.64</b>	其他长期资产	23.23	25.55	25.55	25.55	25.55
所得税	13.78	12.44	14.10	17.05	21.08	<b>资产总额</b>	<b>1,120.33</b>	<b>1,333.83</b>	<b>1,492.20</b>	<b>1,680.35</b>	<b>1,890.68</b>
所得税率(%)	13.4%	10.2%	11.0%	11.0%	11.0%	循环贷款	0.00	55.00	78.92	119.83	152.60
<b>净利润</b>	<b>88.96</b>	<b>109.57</b>	<b>114.06</b>	<b>137.93</b>	<b>170.56</b>	应付款项	55.28	148.32	197.74	242.95	294.12
占营业收入比(%)	13.9%	13.0%	10.8%	10.7%	10.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.05)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	其他流动负债	49.38	37.83	48.54	59.53	72.06
归属母公司净利润	88.91	109.55	114.05	137.91	170.54	<b>流动负债</b>	<b>104.66</b>	<b>241.15</b>	<b>325.20</b>	<b>422.31</b>	<b>518.78</b>
YOY(%)	25.7%	23.2%	4.1%	20.9%	23.7%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>EPS (元)</b>	<b>0.53</b>	<b>0.65</b>	<b>0.67</b>	<b>0.82</b>	<b>1.01</b>	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	36.64	31.11	25.59	20.07	14.54
<b>主要财务比率</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>负债总额</b>	<b>141.29</b>	<b>272.26</b>	<b>350.79</b>	<b>442.38</b>	<b>533.32</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	1.03	1.04	1.06	1.07	1.09
营业收入	27.0%	31.4%	24.8%	22.5%	21.0%	股东权益	978.01	1,060.53	1,140.36	1,236.90	1,356.27
营业利润	18.0%	17.0%	13.1%	37.0%	23.7%	<b>负债和股东权益</b>	<b>1,120.33</b>	<b>1,333.83</b>	<b>1,492.20</b>	<b>1,680.35</b>	<b>1,890.68</b>
净利润	25.7%	23.2%	4.1%	20.9%	23.7%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
毛利率(%)	38.7%	35.8%	33.2%	33.5%	33.4%	税后利润	88.91	109.55	114.05	137.91	170.54
净利率(%)	13.9%	13.0%	10.8%	10.7%	10.9%	加: 少数股东损益	0.03	0.01	0.01	0.01	0.02
ROE(%)	9.1%	10.3%	10.0%	11.1%	12.6%	公允价值变动	3.70	8.78	10.00	0.00	0.00
ROA(%)	7.9%	8.2%	7.6%	8.2%	9.0%	折旧和摊销	32.44	39.02	33.78	34.74	36.27
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	-63.15	-117.30	-111.05	-122.21	-138.43
流动比率	5.52	2.95	2.65	2.45	2.38	<b>经营活动现金流</b>	<b>61.94</b>	<b>40.06</b>	<b>46.79</b>	<b>50.46</b>	<b>68.39</b>
速动比率	4.12	2.13	1.84	1.69	1.62	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	12.6%	20.4%	23.5%	26.3%	28.2%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力</b>						固定资产投资	0.00	-82.89	-50.00	-50.00	-50.00
总资产周转率	57.3%	63.3%	70.6%	76.8%	82.5%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0.00</b>	<b>-82.89</b>	<b>-50.00</b>	<b>-50.00</b>	<b>-50.00</b>
应收账款周转天数	118.43	146.25	146.25	146.25	146.25	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	145.26	141.12	141.12	141.12	141.12	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>每股指标 (元)</b>						公司债券发行/(	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.53	0.65	0.67	0.82	1.01	股利分配	-25.19	-27.61	-34.21	-41.37	-51.16
每股净资产	5.79	6.28	6.75	7.32	8.03	计入循环贷款前副	-25.19	-27.61	-34.21	-41.37	-51.16
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加G	-94.46	36.20	23.92	40.91	32.77
P/E	63.6	51.6	49.6	41.0	33.2	<b>融资活动现金流</b>	<b>-144.85</b>	<b>-19.03</b>	<b>-10.30</b>	<b>-0.46</b>	<b>-18.39</b>
P/B	5.8	5.3	5.0	4.6	4.2	<b>现金净变动额</b>	<b>-82.91</b>	<b>-61.86</b>	<b>-13.50</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。