



2016-03-04

公司点评报告

增持/维持

回天新材(300041)

目标价: 23.00

昨收盘: 17.60

化工 化学制品

短期业绩承压较重,新增产能助力成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	169/128
总市值/流通(百万元)	2,974/2,260
12个月最高/最低(元)	59.30/16.30

相关研究报告:

《回天新材:胶粘剂行业龙头,新增产能助力成长》--2015/10/20

证券分析师: 姚鑫

电话: 010-88321661

E-MAIL: yaox@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210080004

研究员: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080040

事件: 公司近日发布 2015 年业绩快报, 报告期内实现营业收入 9.76 亿元, 同比增 15.69%, 实现归母净利润 0.83 亿元, 同比减少 24.01%, EPS 为 0.47 元。

业绩符合预期,短期承压较重。 公司是国内工程胶粘剂龙头企业, 产品主要应用于汽车制造及维修、电子电器、风力发电设备制造、太阳能电池板制造、高铁轨道及车箱组装等领域, 随着定向增发募投的“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”于 2015 年四季度投产后, 预计一年左右时间达产。目前公司拥有各类胶粘剂产能合计约 3.8 万吨。受新项目投产计提折旧、新产品销售费用增加以及常州光伏背膜生产线搬迁等影响, 导致公司 2015 年净利润同比减少 0.26 亿元。

定增发行完成,产能得到提升。 公司在 2015 年 9 月 10 日完成了定向增发, 共募集 3.95 亿元用于建设“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”及补充运营资金。公司有机硅建筑用胶主要应用于高层建筑玻璃幕墙, 已经通过中国建筑装饰协会认证并列为推荐产品, 未来将主要为高层建筑施工方大量供货, 可充分释放产能。年产一万吨聚氨酯胶粘剂主要应用于环保型无溶剂软包装及水处理膜, 公司产品无溶剂挥发且处于国内行业领先地位, 国家对于大气治理政策出台将推动软包装企业使用环保型胶粘剂, 公司此类产品将持续受益并充分释放产能。

逐步进军汽车整车用胶黏剂领域。 公司胶粘剂在汽车维修用胶市场中份额约 30%, 正逐步打开汽车整车用胶市场: 宇通客车已经实现供货, 2015 全年有望实现收入约两千万; 实现对众泰汽车、海南海马汽车首批供货, 成为吉利汽车风挡玻璃胶的合格供应商, 成功切入华泰汽车、力帆汽车等品牌的供应链体系。同时, 东风日产聚氨酯玻璃胶完成全项测试, 并在东风日产大连工厂装车进行 12 万公里的路试; 启动聚氨酯玻璃胶在标致雪铁龙的国产化认可工作流程。由于当前汽车整车用胶领域基本被汉高、西卡等国外巨头所垄断, 因此国内整车制造企业在生产成本压力下, 进口替代需求及市场空间十分巨大, 同时, 国内市场来看, 行业集中度较低, 未来存在通过产业并购提升行业集中度趋势, 根据中国胶粘剂工业协会的规划, 未来胶粘剂企业规模和产业集中度将不断提高, 在“十二五”末行业集中度达到 60% 以上, 自主品牌销售收入占销售额的 60% 以上。公司已经与软银回天共同出资设立宁波软银回天创业投资合伙企业(有限合伙), 未来将有

助于胶黏剂行业的整合及行业集中度的提升。

太阳能背膜销量回暖,氟膜投产实现进口替代。公司在常州拥有三条背膜生产线,具备900万平方米的太阳能电池背膜产能,经过技术改造后可达1,200万平方米,覆盖国内光伏组件前八大客户。随着欧美“双反”结束及国家新能源的政策导向陆续出台,国内光伏行业持续回暖,按照1MW光伏组件需要约0.75万平方米背膜计算,2015年我国光伏背膜需求量就达到约1.13亿平方米。全球范围来看,生产太阳能电池的厂家比较多,但能生产太阳能背膜材料的公司相对较少,主要有奥地利Isovotla、美国3M、日本东洋铝业、德国KREMPPEL集团等,国内以公司、保定乐凯、江苏汇通和苏州赛伍等为代表的公司复合产品开始供货,进口替代的空间依然较大。我国复胶型太阳能背膜中的氟膜(占背膜成本的25%)完全依赖进口,公司通过自身研发掌握了氟膜量产技术,2015年上半年300万平方米的氟膜生产线进行试车,未来有望实现自给自足,在降低成本的同时,将对进口背膜产品进行替代。

布局线上线下平台,进军汽车后市场。公司2015年投资5,000万成立上海回天汽车服务有限公司,从事汽车后服务线上线下一体业务,同时新公司收购了义乌德福汽车维修有限公司100%股权,该公司的“飞马星”车管家APP在义乌当地开展车主上门洗车、维修保养、购买车险等一系列汽车后市场服务。公司通过该线上模式意与车主建立紧密联系,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商业盈利。同时,汽车维修用胶是公司传统优势领域,市占率超过30%,公司推出了养护品、润滑油等非胶汽车用品,公司线上线下密切配合,全面进军汽车后市场。

收购光伏电站,延伸下游产业链。公司2015年11月3日发布公告,全资子公司上海回天拟以10,005万元收购英利能源持有的有泗阳荣盛电力工程有限公司100%股权,支付价中5,805万元抵消应收英利能源账款,剩余4,200万元采用现金支付。泗阳电站实际装机容量11.5MW,当地并网电价1.0元/千瓦时,国家补贴0.2元/千瓦时,据公司测算,年含税收入到达1,656万元,一般光伏电站的毛利率为60%-70%,该电站年净利润可达600-700万元,可为公司提供稳定的现金流和投资收益。同时投资光伏电站是对目前业务领域扩张的有效尝试,延伸公司在光伏发电领域的产业链;探索一条通过光伏发电建设,带动光伏组件用胶、背膜的销售,在光伏领域由单一销售胶粘剂、背膜拓展成为电站投资、电站运营和出售的掌控全产业链资金链条的商业模式。此外,“债转股+现金收购”的收购方式,有助于提高公司资金运营效率,缓解流动资金压力。

布局线上线下平台,进军汽车后市场。公司2015年投资5,000万成立上海回天汽车服务有限公司,从事汽车后服务线上线下一体业务,同时新公司收购了义乌德福汽车维修有限公司100%股权,该公司

的“飞马星”车管家 APP 在义乌当地开展车主上门洗车、维修保养、购买车险等一系列汽车后市场服务。公司通过该线上模式意与车主建立紧密联系,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商业盈利。同时,汽车维修用胶是公司传统优势领域,市占率超过 30%,公司推出了养护品、润滑油等非胶汽车用品,结合不久前公司战略入股上海聚车,借助其 O2O 平台“e 养车”,加强汽车后市场的客户、渠道资源导入公司线上线下密切配合,全面进军汽车后市场。

估值与评级。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.42 元、0.60 元和 0.74 元,对应 3 月 4 日收盘价(17.60 元)PE 分别为 42.1X、29.2X 和 23.7X。公司作为国内粘胶剂行业龙头,将充分受益于下游产业对粘胶剂的旺盛需求,新增产能将逐步提高公司市场份额,背膜业务线有望持续受益于光伏产业的回暖,同时公司计划通过产业并购基金提高胶黏剂行业集中度,继续维持“增持”评级。

风险提示:汽车后市场开拓不及预期;募投项目开展不及预期;应收账款坏账风险;光伏行业景气度下滑的风险。

■ 主要财务指标

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	843.72	976.12	1406.68	1790.81
净利润(百万元)	109.55	83.73	120.66	148.62
摊薄每股收益(元)	0.547	0.418	0.602	0.742

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	79.74	103.91	14.07	55.06	营业收入	843.72	976.12	1406.68	1790.81
应收和预付款项	396.41	328.54	713.98	613.63	营业成本	542.02	651.20	929.86	1185.40
存货	197.72	216.77	375.09	379.42	营业税金及附加	6.14	5.86	8.44	10.74
其他流动资产	3.87	3.87	3.87	3.87	销售费用	85.22	103.18	149.11	189.83
流动资产合计	677.74	653.08	1107.01	1051.98	管理费用	101.88	117.13	175.84	223.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-0.36	3.30	3.15	3.97
投资性房地产	18.09	15.07	12.05	9.03	资产减值损失	8.78	12.69	14.07	17.91
固定资产	421.42	426.96	372.42	314.04	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	58.70	0.00	0.00	0.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	116.66	114.04	111.41	108.79	营业利润	100.04	82.76	126.21	159.10
长期待摊费用	0.26	0.13	0.00	0.00	其他非经营损益	21.96	15.76	15.76	15.76
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	122.01	98.52	141.98	174.87
资产总计	1292.87	1209.28	1602.89	1483.84	所得税	12.44	14.78	21.30	26.23
短期借款	55.00	0.00	42.05	0.00	净利润	109.57	83.74	120.68	148.64
应付和预收款项	176.30	91.64	279.81	185.89	少数股东损益	0.02	0.01	0.02	0.02
长期借款	0.00	0.00	82.60	0.00	归母股东净利润	109.55	83.73	120.66	148.62
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	231.30	91.64	404.46	185.89	预测指标				
股本	168.95	168.95	168.95	168.95	毛利率	35.76%	33.29%	33.90%	33.81%
资本公积	466.98	466.98	466.98	466.98	销售净利率	12.99%	8.58%	8.58%	8.30%
留存收益	424.59	480.65	561.43	660.92	销售收入增长率	31.40%	15.69%	44.11%	27.31%
归母公司股东权益	1060.53	1116.58	1197.36	1296.86	EBIT 增长率	20.74%	-19.36%	47.21%	23.20%
少数股东权益	1.04	1.06	1.07	1.09	净利润增长率	23.17%	-23.57%	44.10%	23.17%
股东权益合计	1061.57	1117.64	1198.44	1297.95	ROE	10.33%	7.50%	10.08%	11.46%
负债和股东权益	1292.87	1209.28	1602.89	1483.84	ROA	9.39%	8.10%	8.99%	11.97%
					ROIC	11.06%	6.68%	10.66%	10.40%
现金流量表(百万)					EPS(X)	0.547	0.418	0.602	0.742
经营性现金流	-2.15	92.84	-185.84	204.09	PE(X)	32.19	42.12	29.23	23.73
投资性现金流	-106.59	13.40	13.40	13.40	PB(X)	3.45	3.27	3.05	2.82
融资性现金流	32.39	-82.07	82.60	-176.49	PS(X)	4.33	3.74	2.60	2.04
现金增加额	-76.35	24.17	-89.84	40.99	EV/EBITDA(X)	19.08	20.73	16.85	13.62

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。