

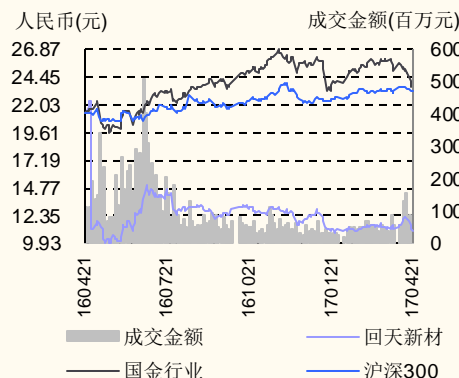
市场价格(人民币): 11.09元

业绩符合预期 成本上涨因素逐步向下游传导

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	254.08
总市值(百万元)	4,444.70
年内股价最高最低(元)	22.36/9.93
沪深300指数	3466.79



相关报告

- 《胶黏剂下游多点开花 光伏背膜业务快速增长-回天新材公司点评》, 2017.3.29
- 《各类胶粘剂产品齐头并进 背膜业务高速增长-回天新材公司点评》, 2016.10.24
- 《胶黏剂及光伏相关业务表现优异 公司上半年业绩大幅提升-回天新材...》, 2016.8.2
- 《新型产品步入正轨 业绩有望迎来拐点-回天新材公司点评》, 2016.7.13
- 《夯实主业 双轮驱动 公司有望迎来高速增长-回天新材公司深度》, 2016.6.28

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

郭一凡 联系人
(8621)60230247
guoyf@gjzq.com.cn

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

陈斌 联系人
Chenbc2@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.418	0.242	0.318	0.387	0.500
每股净资产(元)	7.53	3.93	4.10	4.12	4.47
每股经营性现金流(元)	-0.16	0.27	0.29	0.35	0.41
市盈率(倍)	63.81	51.58	34.82	28.69	22.18
行业优化市盈率(倍)	64.36	65.74	67.47	67.47	67.47
净利润增长率(%)	-23.46%	15.73%	31.53%	21.36%	29.34%
净资产收益率(%)	5.56%	6.16%	7.77%	9.39%	11.19%
总股本(百万股)	200.39	400.78	400.78	400.78	400.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 回天新材发布 2017 年一季度报, 公司实现营业收入 3.54 亿元, 同比增长 24.82%, 实现归属上市公司股东净利润 4622.43 万元, 同比增长 20.3%。公司收入以及利润的增长得益于下游各领域产品的布局与放量, 随着今年各类新产品逐步推广放量以及客户份额持续提升公司有望实现持续增长。

经营分析

- 受益于下游各领域份额增加 核心产品稳定增长:** 公司核心产品有机硅胶、聚氨酯胶收入分别同比增长 34.06%、52.19%, 这主要得益于主要下游需求领域市场份额的全面提升: 整车用胶在保持原有客户份额进一步提升的同时新开发江铃客车、欧辉客车等; 轨交用胶多项产品中标中车集团主机厂订单; 电子用胶、PUR 胶取得手持终端产品新订单; 光伏前三大重点客户供货份额显著提升; 高端建筑用胶相继中标南玻等客户, 并持续开拓终端客户份额。下游各领域经过多年布局的放量是公司收入与利润增长的主因。
- 原材料上涨压缩盈利水平 适时提价有效传导:** 16 年四季度以来公司主要原材料 107 胶、MDI 等原材料价格大幅上涨, 受此影响营业成本同比增长 36.03%。与此同时, 公司一季度综合毛利率 29.26%, 环比、同比分别下降 3.43 与 5.96 个百分点。公司除了在采购以及生产端通过原材料战略储备、深挖潜力等手段有效降低成本外, 也对主要产品销售价格合理调整, 逐步将成本压力向下游传导。
- 研发持续投入 新产品有望逐步兑现:** 一季度公司研发费用 1366.42 万元, 占营收比例为 3.86%。新产品研发持续稳步推进, 公司各类新型产品预计将逐步兑现放量: 装配式建筑胶完成中试; 光伏硅胶经韩华、晶科等客户测试通过; PUR 热熔胶在手持终端领域测试通过, 同时获得海信等客户验证通过; 风电胶整体配方完成升级。伴随新产品逐步放量公司成长性得到支撑。

投资建议

- 考虑到公司在行业内的龙头地位以及胶黏剂下游各领域景气度显著回升, 我们预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 0.32 元、0.39 元以及 0.5 元, 对应当前股价的 PE 分别为 35 倍、29 倍、22 倍, 维持对公司的增持评级。

风险提示

- 汽车、基建等行业下滑风险 新能源行业景气度低迷

图表 1: 财务数据与盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	844	975	1,132	1,350	1,570	1,850
增长率		15.6%	16.0%	19.3%	16.3%	17.8%
主营业务成本	-542	-655	-752	-891	-1,037	-1,227
% 销售收入	64.2%	67.2%	66.4%	66.0%	66.1%	66.3%
毛利	302	320	380	459	533	623
% 销售收入	35.8%	32.8%	33.6%	34.0%	33.9%	33.7%
营业税金及附加	-6	-5	-11	-9	-10	-11
% 销售收入	0.7%	0.5%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%
营业费用	-85	-113	-126	-149	-173	-185
% 销售收入	10.1%	11.6%	11.2%	11.0%	11.0%	10.0%
管理费用	-102	-129	-140	-169	-188	-213
% 销售收入	12.1%	13.2%	12.4%	12.5%	12.0%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	108	74	103	133	162	214
% 销售收入	12.9%	7.6%	9.1%	9.8%	10.3%	11.6%
财务费用	0	-3	2	6	8	9
% 销售收入	0.0%	0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-9	-10	-7	-5	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	100	61	98	135	167	220
营业利润率	11.9%	6.2%	8.6%	10.0%	10.6%	11.9%
营业外收支	22	34	18	15	15	15
税前利润	122	94	116	150	182	235
利润率	14.5%	9.7%	10.2%	11.1%	11.6%	12.7%
所得税	-12	-11	-19	-22	-27	-35
所得税率	10.2%	11.6%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	110	83	97	127	154	200
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	110	84	97	128	155	200
净利率	13.0%	8.6%	8.6%	9.5%	9.9%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	110	83	97	127	154	200
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	56	67	60	58	59
非经营收益	-3	2	2	-6	-15	-15
营运资金变动	-157	-172	-58	-64	-58	-81
经营活动现金净流	-2	-31	108	117	139	164
资本开支	-107	-144	-30	61	-4	-5
投资	0	-41	-8	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-107	-186	-38	60	-4	-5
股权募资	0	398	2	0	-88	0
债权募资	55	-15	-40	-25	0	1
其他	-23	-40	-22	0	-60	-60
筹资活动现金净流	32	343	-60	-25	-148	-59
现金净流量	-77	126	10	152	-13	99

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	114	239	234	387	373	473
应收款项	338	477	489	571	622	685
存货	198	161	197	208	236	269
其他流动资产	62	41	55	55	54	63
流动资产	712	918	975	1,220	1,285	1,490
% 总资产	53.3%	51.8%	53.4%	62.2%	64.5%	69.0%
长期投资	18	37	43	44	43	43
固定资产	480	630	612	514	472	429
% 总资产	36.0%	35.6%	33.5%	26.2%	23.7%	19.9%
无形资产	117	176	176	181	188	195
非流动资产	622	853	852	742	706	669
% 总资产	46.7%	48.2%	46.6%	37.8%	35.5%	31.0%
资产总计	1,334	1,771	1,826	1,962	1,991	2,159
短期借款	55	40	0	0	0	0
应付款项	176	192	201	232	254	279
其他流动负债	10	4	19	82	83	85
流动负债	241	235	220	313	336	364
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	31	23	25	0	0	0
负债	272	258	245	313	336	365
普通股股东权益	1,061	1,509	1,576	1,644	1,650	1,790
少数股东权益	1	4	5	5	4	4
负债股东权益合计	1,334	1,771	1,826	1,962	1,991	2,159

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.648	0.418	0.242	0.318	0.387	0.500
每股净资产	6.277	7.531	3.932	4.101	4.117	4.467
每股经营现金净流	-0.014	-0.157	0.268	0.291	0.347	0.408
每股股利	0.160	0.180	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	10.33%	5.56%	6.16%	7.77%	9.39%	11.19%
总资产收益率	8.21%	4.73%	5.31%	6.51%	7.78%	9.28%
投入资本收益率	8.72%	4.20%	5.43%	6.85%	8.32%	10.14%
增长率						
主营业务收入增长率	31.40%	15.58%	16.04%	19.30%	16.30%	17.83%
EBIT 增长率	24.98%	-32.04%	39.69%	28.96%	21.94%	32.27%
净利润增长率	23.22%	-23.46%	15.73%	31.53%	21.36%	29.34%
总资产增长率	19.06%	32.77%	3.12%	7.42%	1.47%	8.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	98.7	133.2	128.6	125.0	120.0	115.0
存货周转天数	115.7	99.9	86.8	85.0	83.0	80.0
应付账款周转天数	54.7	65.1	68.1	70.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	182.3	230.0	196.4	142.4	115.0	91.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.51%	-13.16%	-14.81%	-23.45%	-22.56%	-26.28%
EBIT 利息保障倍数	-297.8	22.5	-59.8	-20.7	-20.6	-24.6
资产负债率	20.41%	14.58%	13.41%	15.97%	16.89%	16.91%

来源: Wind, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.80

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

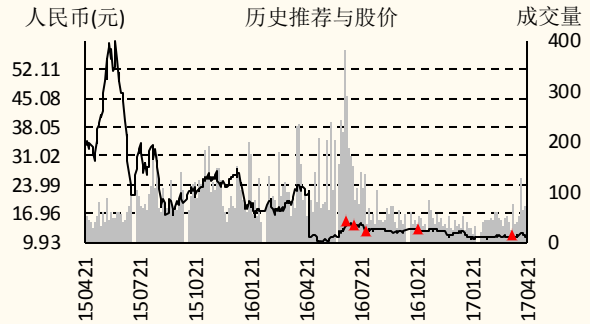
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-06-28	增持	14.33	14.00~16.00
2	2016-07-13	增持	14.00	16.00~18.00
3	2016-08-02	增持	12.46	16.00~18.00
4	2016-10-24	增持	13.14	16.00~18.00
5	2017-03-29	增持	11.40	16.00~18.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD