

证券研究报告

公司研究——中报点评

回天新材（300041.SZ）



上次评级：买入，2018.06.05

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001
联系电话：+86 10 8332 6701
邮箱：shandan@cindasc.com

胡申 分析师

执业编号：S1500514070007
联系电话：+86 10 8332 6703
邮箱：hushen@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号：S1500514070001
联系电话：+86 10 8332 6700
邮箱：zhonghui@cindasc.com

相关研究

《技术铸就实力，国产替代正式拉开序幕》
2018.06.05信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

胶粘剂核心业务持续提升，光伏背板受新政影响较小

2018年08月27日

事件：2018年8月26日，回天新材发布2018年半年度报告，2018年上半年公司实现营业收入9.41亿元，同比增长30.21%；实现归属母公司股东净利润9140万元，同比增加26.01%；实现扣非后归属母公司股东净利润8239万元，同比增加30.4%。

点评：

- **胶粘剂核心业务持续提升，新客户开发顺利推进。**公司2018年上半年胶粘剂核心业务实现营业收入6.48亿元，同比增长37.19%，其中核心产品有机硅胶和聚氨酯胶分别同比增长38.7%和44.35%，其他胶类业务收入同比增长16.32%。公司胶粘剂业务持续保持高速增长，彰显了公司在胶粘剂领域的技术实力，公司持续加强研发投入和新品研发，2018年上半年研发费用2918万元，投入新品研发项目60项、取得发明专利授权8项，公司通过积极投入研发促进公司产品结构优化、产品技术和服务水平稳步提升。公司胶粘剂业务的持续高速增长，还得益于公司的新客户开发顺利推进。2018年上半年，公司在几个主要的下游领域都表现亮眼。公司在乘用车领域取得突破，驾驶室、变速箱、标准件、复合材料、铝蜂窝等汽车、轨道交通零部件行业重点客户批量成交。在轨道交通装配用胶领域，公司上半年实现营业收入翻番，同时中标主机厂年度订单，为后续持续高速增长奠定基础。而在建筑领域，公司2018年上半年高端建筑胶销售收入、毛利额已经赶超去年全年。在软包装胶领域，随着环保要求的提升，公司无溶剂产品成为增长主力，软包装胶销售收入同比增长50%以上。由于上游原材料价格上涨，公司胶粘剂业务毛利率小幅下降。但是公司强化精细化管理，完善全面预算，费用管控成效显著，2018年上半年，公司管理费用大幅下降，管理费用率由2017年的10.6%大幅下降至2018年半年报的7.06%。管理费用的下降也使得公司在毛利率小幅下降的情况下实现扣非归母净利润同比增长30.4%。
- **光伏背板上半年受影响较小，回款压力有所增加。**2018年5月31日，国家能源局、国家发展改革委、财政部以及国家能源局发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，通知规定新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低0.05元。从2018年公司光伏背板的营业收入来看，公司光伏背板业务受“5.31光伏新政”的影响较小。2018年上半年，公司非胶类业务实现营业收入2.14亿元，同比增长9.45%，其中光伏背板业务实现营业收入1.2亿元，同比增长10.59%，较2017年增速略有下滑，但仍保持了较为平稳的增长，公司新产品KPH光伏背板成功取得部分行业前十强客户订单。受下游客户光伏企业账期较长的影响，公司应收账款显著增加，截止2018年6月30日，公司应收账款5.9亿元，较2017年底增加1.2亿元，增幅达到25.2%，回款压力有所增加。但是公司目前下游客户主要为光伏龙头企业，整体风险仍然可控。

- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 2018-2020 年的 EPS (摊薄) 分别为 0.33、0.46 和 0.6 元, 对应动态市盈率 (股价 9.66 元) 分别为 30、21 和 16 倍, 维持公司 “买入” 投资评级。
- **风险因素:** 1、新进入领域验证周期过长, 实际销售不及预期; 2、行业竞争加剧导致产品价格下降; 3、光伏发电增长不及预期; 4、原材料价格持续增长带来成本压力

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,131.60	1,515.26	2,086.78	2,659.68	3,242.92
增长率 YoY %	16.04%	33.90%	37.72%	27.45%	21.93%
归属母公司净利润(百万元)	97.04	110.37	138.78	196.48	257.24
增长率 YoY%	15.73%	13.74%	25.74%	41.58%	30.92%
毛利率%	33.59%	27.26%	27.34%	28.40%	29.26%
净资产收益率 ROE%	6.29%	6.39%	7.55%	10.34%	12.09%
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.26	0.33	0.46	0.60
市盈率 P/E(倍)	42	37	30	21	16
市净率 P/B(倍)	2.61	2.19	2.28	2.06	1.82

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 8 月 25 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	974.67	1,419.65	1,632.75	1,945.12	2,317.87
货币资金	234.23	494.79	368.30	347.21	381.89
应收票据	94.00	142.87	196.76	250.78	305.78
应收账款	381.51	473.07	651.50	830.36	1,012.44
预付账款	41.66	41.25	56.74	71.27	85.85
存货	196.61	244.39	336.16	422.21	508.62
其他	26.66	23.28	23.28	23.28	23.28
非流动资产	851.55	824.02	822.14	820.21	819.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	608.77	568.29	566.89	577.38	577.03
无形资产	173.92	168.12	163.66	159.19	154.73
其他	68.86	87.61	91.59	83.63	87.80
资产总计	1,826.22	2,243.66	2,454.89	2,765.33	3,137.43
流动负债	220.31	344.18	628.88	741.97	855.71
短期借款	0.00	0.00	165.00	165.00	165.00
应付账款	157.78	145.60	200.29	251.56	303.03
其他	62.53	198.58	263.59	325.42	387.68
非流动负债	24.51	19.77	19.77	19.77	19.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.51	19.77	19.77	19.77	19.77
负债合计	244.82	363.95	648.65	761.74	875.48
少数股东权益	5.33	3.84	4.45	5.31	6.44
归属母公司股东权益	1,576.07	1,875.87	1,801.79	1,998.27	2,255.51
负债和股东权益	1826.22	2243.66	2454.89	2765.33	3137.43

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,131.60	1,515.26	2,086.78	2,659.68	3,242.92
同比	16.04%	33.90%	37.72%	27.45%	21.93%
归属母公司净利润	97.04	110.37	138.78	196.48	257.24
同比	15.73%	13.74%	25.74%	41.58%	30.92%
毛利率	33.59%	27.26%	27.34%	28.40%	29.26%
ROE	6.29%	6.39%	7.55%	10.34%	12.09%
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.26	0.33	0.46	0.60
P/E	42	37	30	21	16
P/B	2.61	2.19	2.28	2.06	1.82
EV/EBITDA	21.92	21.46	18.81	14.26	11.36

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,131.60	1,515.26	2,086.78	2,659.68	3,242.92
营业成本	751.50	1,102.23	1,516.16	1,904.27	2,293.96
营业税金及附加	10.75	13.36	18.40	23.45	28.60
营业费用	126.29	125.83	173.29	220.87	269.30
管理费用	140.09	160.94	221.64	282.48	344.43
财务费用	-1.72	0.98	-2.44	-1.31	-1.07
资产减值损失	7.18	11.38	12.29	14.40	20.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.12	0.00	0.04	0.05	0.03
营业利润	97.62	131.11	147.48	215.57	287.68
营业外收入	20.36	1.53	19.80	19.80	19.80
营业外支出	2.23	4.07	3.31	3.20	3.53
利润总额	115.75	128.56	163.98	232.17	303.96
所得税	19.24	17.71	24.60	34.83	45.59
净利润	96.51	110.85	139.38	197.34	258.36
少数股东损益	-0.53	0.48	0.61	0.86	1.13
归属母公司净利润	97.04	110.37	138.78	196.48	257.24
EBITDA	176.65	191.61	227.37	300.05	376.68
EPS	0.24	0.26	0.33	0.46	0.60

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	107.53	72.25	-17.55	44.62	106.06
净利润	96.51	110.85	139.38	197.34	258.36
折旧摊销	59.96	63.05	63.39	67.88	72.72
财务费用	0.94	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.12	0.00	-0.04	-0.05	-0.03
营运资金变动	-58.41	-116.88	-232.18	-234.76	-244.37
其它	8.64	15.22	11.90	14.22	19.38
投资活动现金流	-37.68	-35.82	-61.08	-65.71	-71.38
资本支出	-30.30	-35.76	-61.12	-65.76	-71.41
长期投资	0.12	0.00	0.04	0.05	0.03
其他	-7.50	-0.06	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-60.10	188.63	-47.86	0.00	0.00
吸收投资	2.16	247.64	0.00	0.00	0.00
借款	-40.00	0.00	165.00	0.00	0.00
支付利息或股息	31.00	60.12	212.86	0.00	0.00
现金净增加额	9.74	225.06	-126.49	-21.08	34.68

研究团队简介

单丹，分析师，2014年初至今从事中小企业研究（消费方向），曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，10年行业经验。

胡申，分析师，经济硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，先后从事农林牧渔、食品行业研究；目前从事中小企业研究（消费方向）。

钟惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，目前从事中小企业研究（消费方向）。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。