

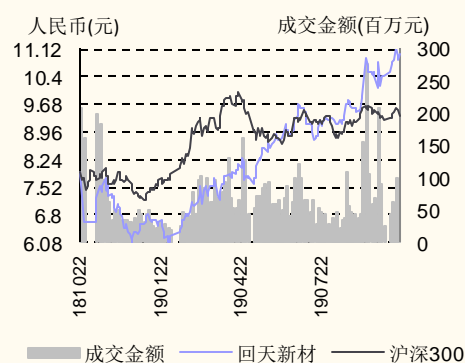
回天新材 (300041.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 11.00 元
 目标价格 (人民币): 12.25-12.25 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.26
已上市流通 A 股(亿股)	3.06
总市值(亿元)	46.83
年内股价最高最低(元)	11.14/10.11
沪深 300 指数	3869



相关报告

1.《胶黏剂龙头企业, 步入优质发展赛道-【国金基化】回天新材深度报...》, 2019.10.18

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

王明辉 联系人
 wangmh@gjzq.com.cn

业绩持续改善, 高端领域逐步放量

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.259	0.279	0.411	0.532	0.652
每股净资产(元)	4.41	4.14	4.43	4.75	5.14
每股经营性现金流(元)	0.17	0.12	0.56	0.47	0.57
市盈率(倍)	38.65	23.91	26.83	20.75	16.92
净利润增长率(%)	13.74%	7.61%	47.30%	29.37%	22.70%
净资产收益率(%)	5.88%	6.74%	9.27%	11.19%	12.68%
总股本(百万股)	425.71	425.71	425.71	425.71	425.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布 2019 年三季报, 截止 2019 三季度, 公司实现营收 13.65 亿元, 同比增长 2.43%; 实现归母净利润 1.47 亿元, 同比增长 33.43%; 实现扣非后归母净利润 1.38 亿元, 同比增长 45.84%; 实现经营活动现金净流量 2.0 亿元, 同比增长 669.10%; 业绩符合我们预期。

经营分析

- **原材料价格逐步回落, 业绩持续改善:** 报告期内公司主要原材料 MDI 和有机硅价格逐步回落, 2019 年前三季度 MDI 和有机硅价格分别为 14158 元/吨、19237 元/吨, 较去年同期分别下滑 34%和 37.9%。伴随着原材料价格的下跌, 公司有机硅胶和聚氨酯胶的毛利率逐步提升。
- **收入实现同比增长, 光伏用胶迎来拐点:** 公司 2019 年前三季度实现营业收入 13.65 亿元, 同比增长 2.43%, 其中三季度实现营业收入 4.88 亿元, 比去年同期增长 25.04%, 主要原因系 2019 年下半年光伏政策逐步落地, 下游光伏行业同比去年“5.31”之后装机量得到显著提升。2019 年 7 月 11 日, 国家能源局发布 2019 年光伏发电项目国家补贴竞价结果, 同时, 能源局给出了年内可建成并网装机容量 40~45GW 的预测指引, 预计随着下游装机量的提升将带动公司光伏用胶的需求, 公司的收入将持续增长。
- **高端领域持续放量, 步入优质发展赛道:** 公司自 2017 年进入高端通信领域, 但始终无法放量, 在贸易摩擦背景下, 公司与通信领域客户合作迅速升级并进入下游客户研发体系, 对接产品数量不断增加。此外, 公司产品在 LED 导热灌封、乘用车、轨道交通等领域与下游客户不断加强合作, 在进口替代的大潮中, 公司高附加值产品将不断放量, 公司的盈利结构有望持续优化, 公司将步入优质发展赛道。

投资建议

■ 伴随着原材料价格的回落, 产品毛利率不断提升, 并在高端领域持续放量, 公司的盈利结构持续优化。我们维持公司 2019-2021 业绩预测, EPS 分别为 0.41 元、0.53 元和 0.65 元; 当前股价对应 PE 为 26.83X、20.75X、16.92X, 维持“增持”评级。

风险提示

■ 高端产品替代不及预期; 公司产能建设及投放进度不及预期; 上游原材料价格波动

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,132	1,515	1,740	1,783	2,031	2,320	货币资金	234	495	474	442	504	571
增长率		33.9%	14.8%	2.5%	13.9%	14.3%	应收账款	489	627	754	888	1,012	1,156
主营业务成本	-752	-1,102	-1,299	-1,201	-1,350	-1,530	存货	197	244	242	230	258	292
%销售收入	66.4%	72.7%	74.7%	67.4%	66.5%	65.9%	其他流动资产	55	53	56	40	43	48
毛利	380	413	441	582	681	791	流动资产	975	1,420	1,525	1,600	1,817	2,067
%销售收入	33.6%	27.3%	25.3%	32.6%	33.5%	34.1%	%总资产	53.4%	63.3%	63.3%	64.1%	65.7%	67.4%
营业税金及附加	-11	-13	-14	-14	-16	-19	长期投资	43	42	41	45	49	53
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	612	590	617	657	692	724
销售费用	-126	-126	-146	-154	-176	-201	%总资产	33.5%	26.3%	25.6%	26.3%	25.0%	23.6%
%销售收入	11.2%	8.3%	8.4%	8.7%	8.7%	8.7%	无形资产	176	168	181	195	209	223
管理费用	-140	-161	-86	-98	-112	-128	非流动资产	852	824	883	897	950	1,000
%销售收入	12.4%	10.6%	4.9%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	46.6%	36.7%	36.7%	35.9%	34.3%	32.6%
研发费用	0	0	-73	-89	-112	-116	资产总计	1,826	2,244	2,408	2,497	2,768	3,068
%销售收入	0.0%	0.0%	4.2%	5.0%	5.5%	5.0%	短期借款	0	0	275	163	237	299
息税前利润 (EBIT)	103	113	123	226	265	327	应付款项	201	319	322	414	466	528
%销售收入	9.1%	7.5%	7.1%	12.7%	13.1%	14.1%	其他流动负债	19	25	30	31	40	49
财务费用	2	-1	-1	-3	-2	-4	流动负债	220	344	627	608	743	876
%销售收入	-0.2%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-7	-11	-22	-23	-3	-4	其他长期负债	25	20	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	245	364	645	608	743	876
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	1,576	1,876	1,762	1,887	2,023	2,190
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	其中：股本	401	426	426	426	426	426
营业利润	98	131	131	200	260	320	未分配利润	457	484	384	489	625	792
营业利润率	8.6%	8.7%	7.6%	11.2%	12.8%	13.8%	少数股东权益	5	4	1	1	1	1
营业外收支	18	-3	4	4	4	4	负债股东权益合计	1,826	2,244	2,408	2,497	2,768	3,068
税前利润	116	129	135	204	264	323	比率分析						
利润率	10.2%	8.5%	7.8%	11.4%	13.0%	13.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-19	-18	-16	-29	-37	-46	每股指标						
所得税率	16.6%	13.8%	12.1%	14.1%	14.1%	14.1%	每股收益	0.242	0.259	0.279	0.411	0.532	0.652
净利润	97	111	119	175	226	278	每股净资产	3.932	4.406	4.140	4.434	4.753	5.144
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.268	0.170	0.119	0.565	0.471	0.567
归属于母公司的净利润	97	110	119	175	226	278	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.164	0.213	0.261
净利率	8.6%	7.3%	6.8%	9.8%	11.1%	12.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.16%	5.88%	6.74%	9.27%	11.19%	12.68%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	5.31%	4.92%	4.93%	7.01%	8.18%	9.05%
净利润	97	111	119	175	226	278	投入资本收益率	5.43%	5.18%	5.31%	9.46%	10.06%	11.29%
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	67	74	82	84	68	73	主营业务收入增长率	16.04%	33.90%	14.81%	2.51%	13.86%	14.27%
非经营收益	2	4	6	18	4	7	EBIT增长率	39.69%	9.66%	9.06%	83.58%	17.26%	23.52%
营运资金变动	-58	-117	-156	-36	-98	-116	净利润增长率	15.73%	13.74%	7.61%	47.30%	29.37%	22.70%
经营活动现金净流	108	72	51	240	201	241	总资产增长率	3.12%	22.86%	7.35%	3.67%	10.84%	10.84%
资本开支	-30	-36	-91	-80	-111	-111	资产管理能力						
投资	-8	0	-5	-4	-4	-4	应收账款周转天数	128.6	102.9	100.2	124.8	124.8	124.8
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	86.8	73.0	68.3	70.5	70.5	70.5
投资活动现金净流	-38	-36	-96	-84	-115	-115	应付账款周转天数	68.1	50.2	42.9	59.5	59.5	59.5
股权募资	2	248	0	20	0	0	固定资产周转天数	196.4	136.9	121.6	114.9	97.0	80.8
债权募资	-40	0	275	-130	74	62	偿债能力						
其他	-22	-59	-239	-79	-99	-122	净负债/股东权益	-14.81%	-26.32%	-11.27%	-14.81%	-13.19%	-12.40%
筹资活动现金净流	-60	189	36	-188	-24	-59	EBIT利息保障倍数	-59.8	115.0	237.0	72.5	122.1	79.6
现金净流量	10	225	-10	-31	62	67	资产负债率	13.41%	16.22%	26.77%	24.36%	26.85%	28.57%

来源：公司年报、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	1	1	1	3	3
增持	1	1	3	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.75	1.50	1.50

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。

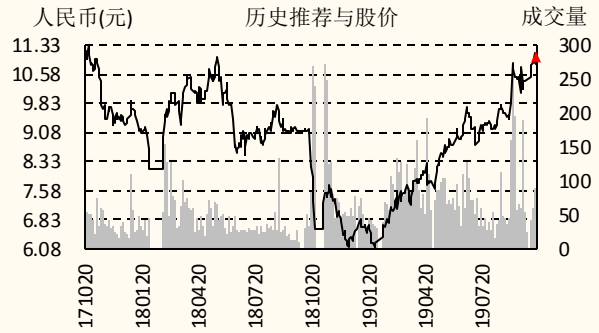
最终评分与平均投资建议对照：

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	2019-10-18	增持	10.82	12.25~12.25

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH