

评级：买入(维持)

市场价格：12.12

目标价格：13.5—15

分析师：王席鑫

执业证书编号：S0740517010008

电话：021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

分析师：肖晴

执业证书编号：S0740517020005

Email: xiaoqing@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	401
流通股本(百万股)	254
市价(元)	12.12
市值(百万元)	4,858
流通市值(百万元)	3,079

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	975.21	1,131.60	1,298.00	1,588.00	1,933.00
增长率 yoy%	15.58%	16.04%	14.71%	22.34%	21.73%
净利润	83.85	97.04	127.01	157.77	198.38
增长率 yoy%	-23.46%	15.73%	30.89%	24.22%	25.74%
每股收益(元)	0.42	0.24	0.32	0.39	0.49
每股现金流量	-0.16	0.27	0.23	0.13	0.23
净资产收益率	5.56%	6.16%	7.73%	8.76%	9.92%
P/E	63.81	51.59	35.97	28.96	23.03
PEG	—	3.28	1.16	1.20	0.89
P/B	3.55	3.18	2.78	2.54	2.29
备注:					

投资要点

- 新产品加速增长，产品结构持续调整：**2016年公司业绩好转，营业收入和利润保持增长，主要系公司有机硅胶、聚氨酯胶和太阳能电池背膜等产品继续保持较快增长，其中太阳能背膜出货量快速增长，收入同比增长62.57%。同时加大对新市场和新产品的投入，改善产品结构，具体来看，在汽车胶领域成功实现进口替代，对东方日产三大生产基地全面批量供货，中标神龙、北汽、比亚迪等优质客户订单；轨交领域取得中车集团批量订单，全面覆盖中车四大主机厂；电子电器和LED领域16年收入同比增速近30%；软包领域收入破亿，已开始进入海外市场，未来仍有很大的增长空间；建筑领域与多家优质的客户达成合作。
- 员工持股计划全额认购定增股份：**此前公司发布了定增方案，公司拟发行不超过2500万股，募集资金2.54亿元，用于补充流动资金，公司高管(副总、财务总监及董秘等5人合计认购47.6%)、核心技术人员等不超过90人的员工持股计划2.54亿元拟全额认购本次定增发行的股份，锁定期为3年，一方面是对公司未来发展信心的体现，另一方面提高员工凝聚力，充分调动员工积极性，对公司未来发展坚定信心。公司定增已获证监会批准，未来3-4年发展可期。
- 胶黏剂行业市场空间大，公司作为国内龙头成长空间巨大：**目前国内胶粘剂行业上市公司有回天胶业、高盟新材、硅宝科技和康达新材等，各公司几亿元左右的收入，回天新材作为行业龙头收入规模仅11亿元左右，相对于国内行业900亿元左右的销售额而言所占份额极低，未来发展空间广阔。据统计，2011年国内胶黏剂厂家有1800多家，年销售额达5000万元的不足百家，而到2013年胶黏剂企业大约1000多家，年销售额达亿元的不足百家，从行业发展情况来看，集中度正在进一步的提升，一些高耗能、高污染、缺乏自主创新的小型企业将相继被淘汰。
- 看好公司未来发展，给买入评级：**公司现有胶黏剂业务行业大空间、高盈利、高成长，公司作为国内行业龙头未来将维持稳定增长。大股东及核心管理层认购公司增发，锁定3年，体现对公司未来发展的决心和信心。预计公司17-19年EPS分别为0.32, 0.39, 0.49元(暂不考虑增发股本摊薄)，给予买入评级。
- 风险提示：**胶黏剂市场需求低于预期的风险、后市场竞争激烈的风险等

内容目录

1、公司概况.....	- 3 -
1.1 回天新材：多点开花的胶黏剂业务和高速增长的太阳能膜业务.....	- 3 -
1.2 凝心提气共谋发展，员工持股彰显信心.....	- 4 -
2、主营业务多点开花，公司盈利呈现较大幅度的提高.....	- 4 -
2.1 有机硅胶、聚氨酯胶下游应用广泛.....	- 4 -
2.2 太阳能电池背膜.....	- 8 -
3、盈利预测与估值.....	- 10 -
风险提示.....	- 10 -

图表目录

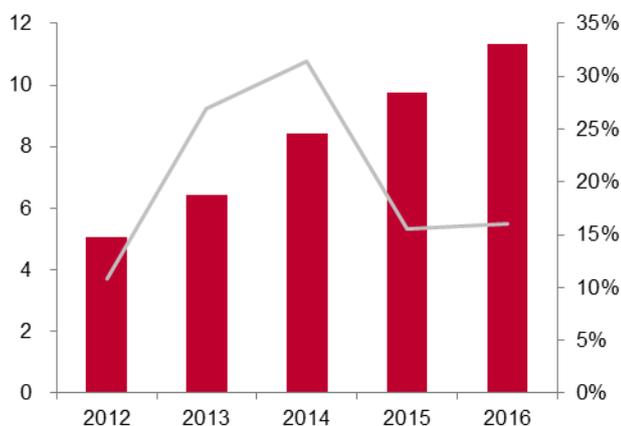
图表 1：公司主营业务收入（亿元）.....	- 3 -
图表 2：公司归母净利润（亿元）.....	- 3 -
图表 3：公司 16 年营收结构.....	- 3 -
图表 4：公司 16 年毛利结构.....	- 3 -
图表 5：公司近年来的三费率.....	- 4 -
图表 6：公司近年来利润率水平.....	- 4 -
图表 7：公司有机硅胶产品数据（亿元、%）.....	- 5 -
图表 8：公司聚氨酯胶产品数据（亿元、%）.....	- 5 -
图表 9：公司工程胶粘剂和化学品数据（吨）.....	- 5 -
图表 10：我国狭义乘用车年销量.....	- 6 -
图表 11：2016 年国内市场各型汽车市场占有率（%）.....	- 6 -
图表 12：汽车用胶粘剂消费量（万吨）.....	- 6 -
图表 13：我国动车组密度.....	- 7 -
图表 14：2025 年全国高铁“八纵八横”规划.....	- 7 -
图表 15：城镇居民人均住房面积（平方米）.....	- 7 -
图表 16：公司太阳能背膜数据（万平方米）.....	- 8 -
图表 17：全球太阳能光伏装机容量（万千瓦）.....	- 8 -
图表 18：中国太阳能光伏装机容量（百万瓦特）.....	- 8 -
图表 19：中国电力光伏发电量（兆瓦时）.....	- 9 -

1、公司概况

1.1 回天新材：多点开花的胶黏剂业务和高速增长的太阳能膜业务

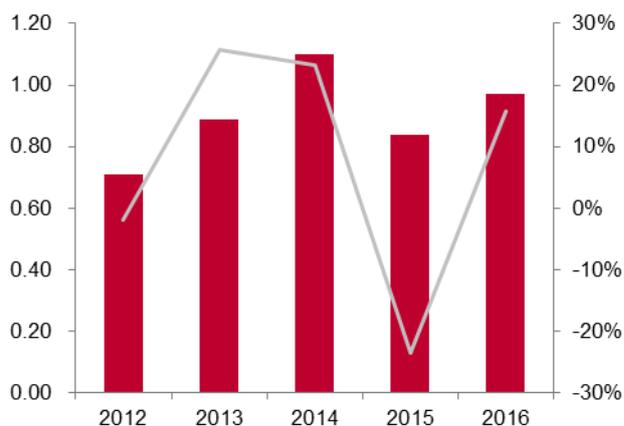
- 公司是一家专业从事胶黏剂和新材料研发、生产和销售的高新技术企业集团，是当前中国汽车、工程、建筑、高铁、新能源、电子行业胶黏剂最大供应商之一。公司是国内最早从事胶黏剂研发的科研单位，也是全国第一批科研院所按市场化运作转制的民营科技企业。公司与中国科学院强强联合成立了“中科院应化回天高性能胶黏剂材料工程技术中心”，携手共同打造世界级胶黏剂研发中心。公司目前主要产品有高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧胶、聚氨酯胶等五大类、四十多系列、三百多种工程胶黏剂。广泛用于车辆、工业、电子电器等行业制造和维修，风能和太阳能发电、高速铁路等新兴行业和领域。产品通过 SGS、UL、FDA 等认证。
- 2016 年公司实现了主营业务收入 11.32 亿元，较去年同期增长了 16.04%（2015 年 9.75 亿元）；实现归母净利润 9704 万元，较去年同期增长了 15.73%（2015 年 8385 万元）。

图表 1：公司主营业务收入（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：公司归母净利润（亿元）

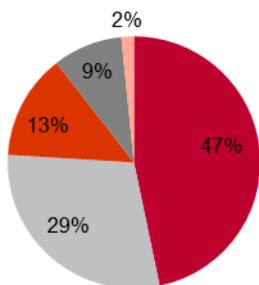


来源：中泰证券研究所

图表 3：公司 16 年营收结构

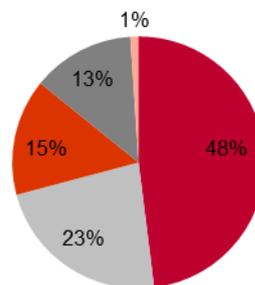
图表 4：公司 16 年毛利结构

■ 有机硅胶 ■ 非胶类产品 ■ 聚氨酯胶
■ 其他胶类产品 ■ 其他业务



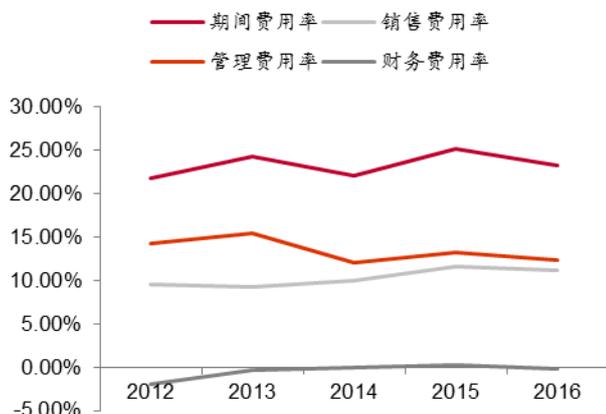
来源: Wind, 中泰证券研究所

■ 有机硅胶 ■ 非胶类产品 ■ 聚氨酯胶
■ 其他胶类产品 ■ 其他业务



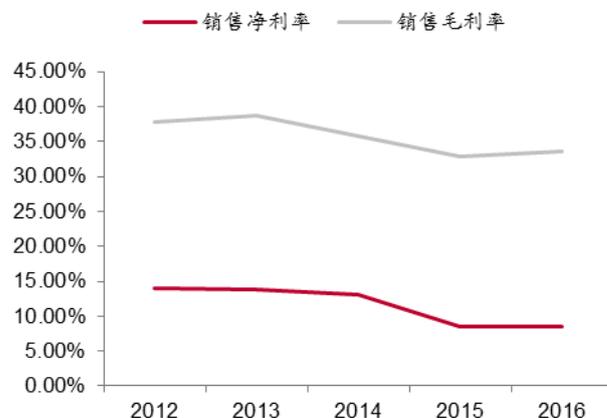
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司近年来的三费率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司近年来利润率水平



来源: Wind, 中泰证券研究所

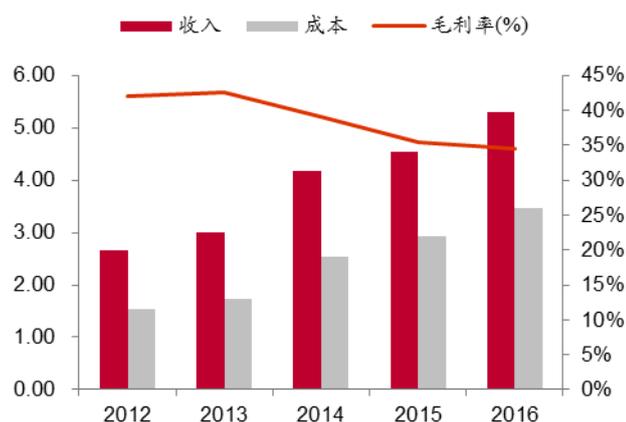
1.2 凝心提气共谋发展, 员工持股彰显信心

- 2016年6月20日公司披露定增预案, 决定以10.16元/股向公司第一期员工持股计划非公开发行不超过2,500万股, 募集资金总额不超过2.54亿元, 锁定期三年。认购名单包括董事&副总经理章力、副总经理冷金洲和程建超、财务总监文汉萍以及董秘章宏建, 认购金额合计为1.21亿元, 占员工持股计划总份额的比例为47.6%。其他管理人员、核心技术人员及董事会认为需要激励的对象不超过85人, 认购总金额不超过1.33亿元, 占员工持股计划总份额的比例为52.4%。此次员工持股既能为公司提供流动资金支持, 又有利于进一步完善了公司与员工的利益共享机制, 使得员工的利益与公司未来发展更紧密地结合, 能够提高公司整体的凝聚力, 使公司上下同心谋发展, 彰显了管理层对公司未来发展的信心。

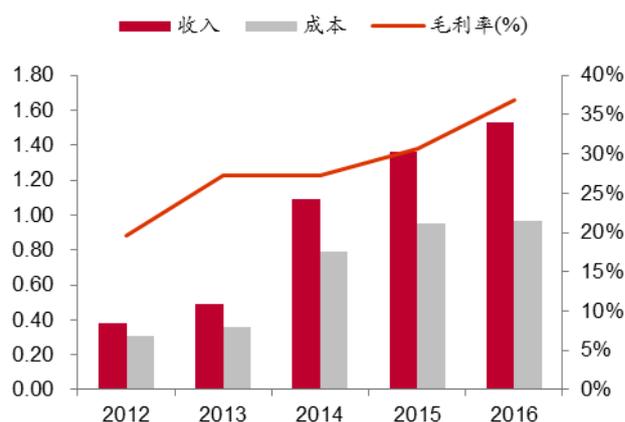
2、主营业务多点开花, 公司盈利呈现较大幅度的提高

2.1 有机硅胶、聚氨酯胶下游应用广泛

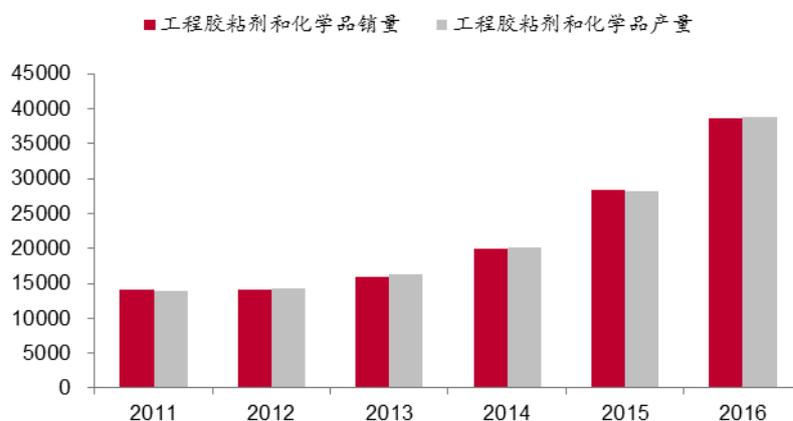
2016 年公司在有机硅胶产品业务上实现了收入 5.29 亿人民币的收入，较 2015 年增长 16.52%；聚氨酯胶产品业务上实现了 1.53 亿人民币的收入，较 2015 年增长了 12.5%。胶黏剂产品收入的大幅度提高得益于 1) 市场集中度的逐步提高从而致使公司市占率提高；2) 在多领域所使用的有机硅胶和聚氨酯胶已逐步代替进口产品，产品营业收入也因此被带动；3) 成功在汽车、轨交领域签订合作协议，获得大额订单从而提高其营业收益。

图表 7：公司有机硅胶产品数据（亿元、%）


来源：中泰证券研究所

图表 8：公司聚氨酯胶产品数据（亿元、%）


来源：中泰证券研究所

图表 9：公司工程胶粘剂和化学品数据（吨）


来源：Wind，中泰证券研究所

- 市场集中度逐步提高：**目前国内胶粘剂行业上市公司有回天胶业、高盟新材、硅宝科技和康达新材等，各公司几亿元左右的收入，回天新材作为行业龙头收入规模仅 11 亿元左右，相对于国内行业 900 亿左右的销售额而言所占份额极低，未来发展空间广阔。据统计，2011 年国内胶黏剂厂家有 1800 多家，年销售额达 5000 万元的不足百家，而到 2013 年胶黏剂企业大约 1000 多家，年销售额达亿元的不足百家，从行业发展情况来看，集中度正在进一步的提升，一些高耗能、高污染、缺乏自主创新的小型企业将相继被淘汰。
- 汽车市场稳步增长：**受购车税优惠政策、经济形势相对稳定增长以及人均 GDP 带来的消费观念转变，国产自主品牌和合资品牌的经济车型销

销量持续增长。

我国狭义的乘用车销售量从2011年的1176万辆增长至2016年的2369万辆，复合增长率高达12.4%。随着汽车向轻量化、低成本、环境友好化方向发展，黏胶在汽车中的使用愈加重要。依据中国产业信息网统计，单辆汽车制造中有机硅胶的平均用量为300g，聚氨酯胶的平均用量为900g，丙烯酸酯为66g，厌氧胶为120g；而在汽车维修市场内，有机硅胶的平均用量为60g/辆，聚氨酯胶的平均用量为40g/辆。

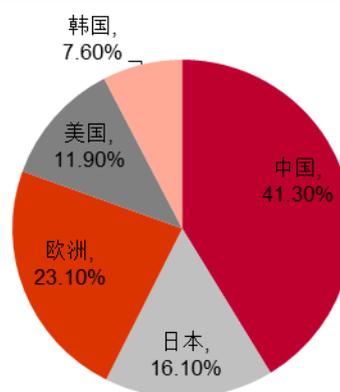
如若我们套用上述用料量，我们可以估算得出就2016年在狭义乘用车国内市场（该数据并未包含所有车辆）就有机硅胶高达710.7吨、聚氨酯胶2131.8吨、丙烯酸酯156.35吨、厌氧胶284.28吨，并且这些产品都随着汽车的增长率而增长。

图表 10：我国狭义乘用车年销量

年份	狭义乘用车销量 (万辆)	YOY
2011	1,176	7.69%
2012	1,324	12.59%
2013	1,630	23.11%
2014	1,838	12.76%
2015	2,011	9.41%
2016	2,369	17.80%

来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 11：2016 年国内市场各型汽车市场占有率 (%)



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 12：汽车用胶粘剂消费量 (万吨)

年份	汽车领域胶粘剂消费量分析 (万吨)	同比增长
2011	26.2	
2012	28.4	8.55%
2013	32.4	13.88%
2014	36.5	12.83%

来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

- **八纵八横，铁路网建设：**根据2016年7月国务院出台的《中长期铁路网规划》，到2020年中国高速铁路规模将达到3万公里，覆盖全国80%的大中城市，到2025年将达到3.8万公里左右，远期将达到4.5万公里左右（截止至2016年9月，我国高铁总里程超2万公里），将目前我国的“四纵四横”拓展成为“八纵八横”。

这一巨大项目将直接带来对高铁机车以及其组件的硬性需求。依据2011-2015年高铁运营里程数据和动车组保有量数据可计算五年平均高铁密度为0.93辆每公里，乘以新增里程，我们可大致估算2016到2020年仅由国内产生的新增高铁需求约有9300辆，到2025年累计新增需求

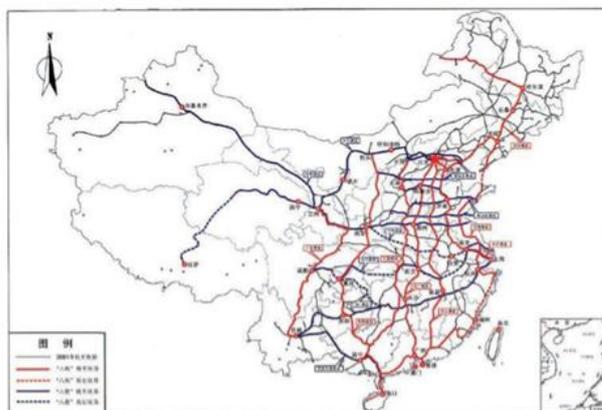
23230 辆，这将极大带动上游多个行业持续高速发展，其中就包括了公司的主营产品有机硅胶和聚氨酯胶。

图表 13：我国动车组密度

年份	动车组 (辆)	高铁运营总里程 (万公里)	高铁密度 (辆/公里)
2011	6792	0.66	1.03
2012	8566	0.94	0.91
2013	10464	1.1	0.95
2014	13695	1.65	0.83
2015	17648	1.9	0.93
2016	20688	2.1	0.99

来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

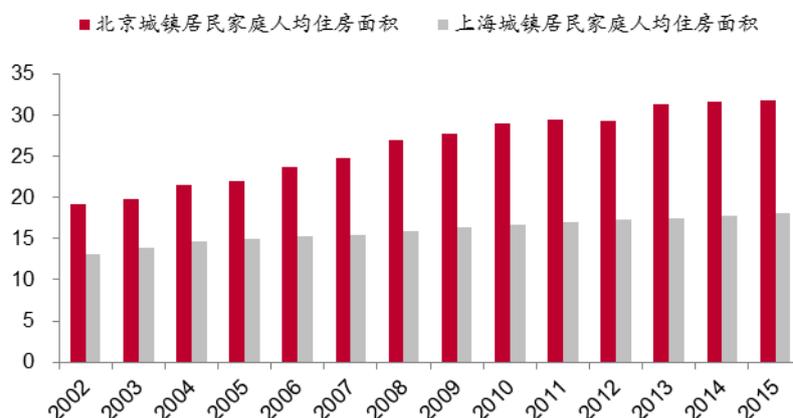
图表 14：2025 年全国高铁“八纵八横”规划



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

- **住房建筑用胶：**建筑用胶多用于建筑主体的加固和涂抹接缝，而装饰用胶则主要用于建筑墙体和饰面的胶合。目前根据我们判断，我国住房面积增加的主要来源是城镇化、以及改善型住房需求，而住房面积的增加也将会带动建筑用胶的使用量。
- **城镇化：**根据国务院发布的《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》预计至 2020 年中国城镇化率将会达到 60%。结合中国第六次人口普查并施以轮替代法，我们判断截止至 2020 年中国城镇人口会达到 8.5 亿，这也就要求了新住房面积 33.1 亿平方米。
- **改善型住房需求：**随着中国人均 GDP 的增长，以及消费观念的逐步改变，我们判断城镇居民改善住房的需求将会逐步提高。例如目前北京和上海的人均住房面积虽然增长缓慢，但是我们可以看见其增长从未停歇。如若我们假设未来全国城镇居民人均住房面积仅仅提高 1 平方米，那么我们会带来城镇住房总需求 4.85 亿平方米的增长。

图表 15：城镇居民人均住房面积 (平方米)

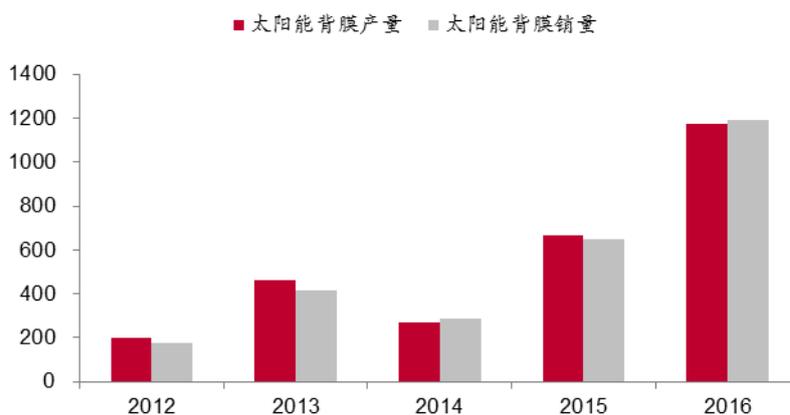


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 太阳能电池背膜

2016 年公司在太阳能背膜产品上实现了出货量的快速增长, 2016 年销售 1188.68 万平方, 较 2015 年同期相比同比增长了 62.57%。根据我们判断, 公司在太阳能背膜产品上的告诉增长主要得益于市场的增长, 同时也得益于公司对新市场和新产品的大力投入, 改善了产品结构致使其飞跃式的增长。

图表 16: 公司太阳能背膜数据 (万平方米)

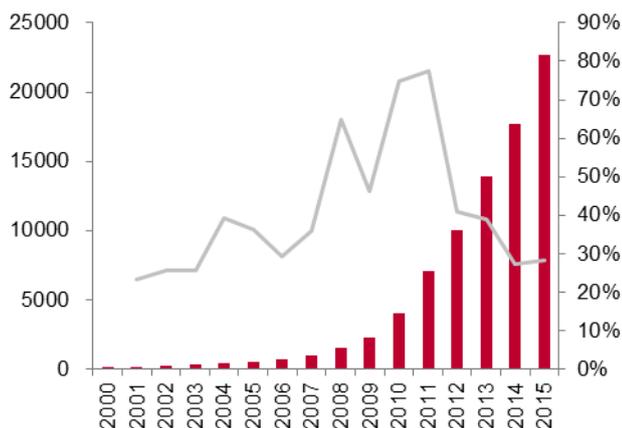


来源: Wind, 中泰证券研究所

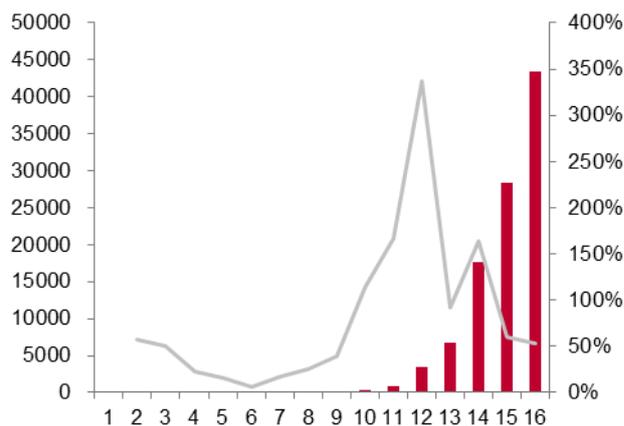
- 新经营模式带来产能的释放:** 目前公司具备 3000 万方的背膜产能, 其中新型氟膜年产能占据了 1000 万方的份额。根据我们判断, 由于太阳能背膜销售回款周期较长, 导致公司不得不限产, 控制销售量从而保证公司正常运营; 然而 2016 年由于公司采用了新型销售方式, 直接参与进入开发太阳能光伏电站的过程当中, 直接改善了这一回款周期的问题, 所以公司得以在 2016 年逐渐释放其产能, 从而达到公司太阳能背膜业务的高速增长
- 光伏市场带来背膜的高需求:** 目前全球以及中国太阳能光伏装机容量不断上升: 2015 年全球装机容量增长了 28.25%, 达到 22700 万千瓦; 中国装机容量更是增长了 53.48%, 达到了历史最高 43480 百万瓦特。太阳能光伏装机容量的持续攀升带来的是光伏产业的走高, 也是带动了背膜的增长。目前新建 1GW 光伏组件要求 700 万平方米的背板, 意味着同时需要 700 万平方米的背膜。根据目前我们所掌握的信息, 在 2016 年我们预计已有 60GW 的光伏组件实行了建造, 这也就是意味着在 2016 年全球市场对于背膜的需求高达 42000 万平方米, 市场空间巨大。

图表 17: 全球太阳能光伏装机容量 (万千瓦)

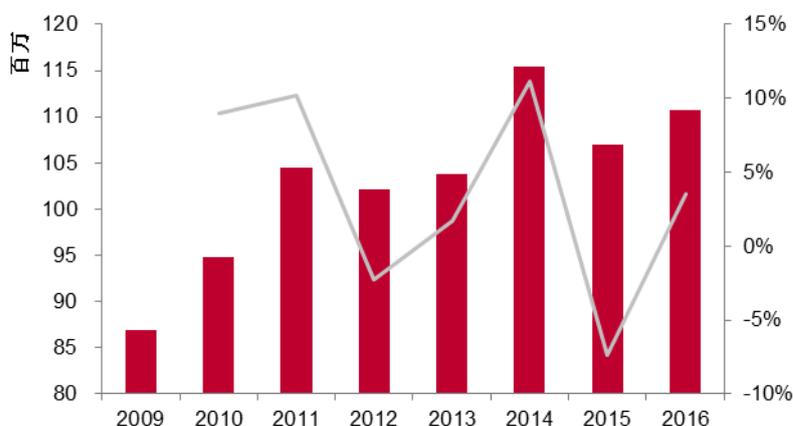
图表 18: 中国太阳能光伏装机容量 (百万瓦特)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 中国电力光伏发电量 (兆瓦时)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **打破外企主导的市场, 有望实现国产化的步伐:** 目前太阳能背板所需的原材料为氟膜、PET、胶粘剂等。虽然国内光伏基膜实现了自产自用的能力, 但是其真正原材料: 氟膜却仍是高度依赖于国外企业的供给, 例如美国杜邦的 PVF 膜。由于公司的技术突破, 并且建成了目前所拥有的约 1000 万平方米的氟膜生产线, 开启了氟膜国产化的进度条。同时由于公司所使用的光伏用胶源于自我生产, 实现成本了大幅度下降, 盈利能力大幅度提高。
- **政策辅佐, 助公司一臂之力:** 公司该产品下游主要应对着的是节能环保的新能源行业。根据我国“十三五”以及“十二五”的规划, 中国将进入一个注重环保、倡导新能源利用的时代。“十三五”期间, 根据国家能源局发布的《太阳能发展“十三五”规划》, 提议到 2020 年底, 太阳能发电装机达到 1.1 亿千瓦以上, 而其中的光伏发电装机达到 1.05 亿千瓦以上, 在“十二五”基础上每年保持稳定的发展规模。同时由于“十三大”中重点关注的节能环保一事, 未来其他高污染高行业将会逐渐加大打击力度, 这势必带新能源行业一番助力, 帮助其发展成长。除总体目标外, 规划中提到的成本目标、技术进步目标等要求均对有机硅胶发展形成实质利好。2016 年, 全国新增风电装机 1,930 万千瓦, 累计并网装机容量达到 1.49 亿千瓦, 风电发电量占全部发电量的 4%。国家能源局发布的《风电发展“十三五”规划》提出, 到 2020 年底, 风电累计并网装机容量确保达到

2.1 亿千瓦以上，风电年发电量约占全国总发电量的 6%。受风电行业自身发展的影响，未来风电设备用胶需求将保持平稳增长。

3、盈利预测与估值

- 公司现有胶黏剂业务行业大空间、高盈利、高成长，公司作为国内行业龙头未来将维持稳定增长。大股东及核心管理层认购公司增发，锁定 3 年，体现对公司未来发展的决心和信心。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.32, 0.39, 0.49 元（暂不考虑增发股本摊薄），给予买入评级。

风险提示

- 胶粘剂市场需求低于预期的风险；
- 后市场竞争激烈的风险等。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。