

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2017年09月05日

市场数据

目前股价	13.37
总市值（亿元）	54.75
流通市值（亿元）	33.03
总股本（万股）	42,571
流通股本（万股）	25,681
12个月最高/最低	16.72/10.08

分析师

杨超 0755-83663214

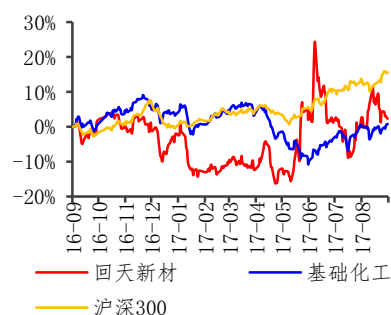
Email: ychao@cgws.com

执业证书编号: S1070512070001

顾锐 0755-83675954

Email: gurui @cgws.com

执业证书编号: S1070516040001

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

汽车、电子等高端用胶进入收获期

——回天新材（300041）公司深度报告

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,505	1,881	2,314
(+/-%)	33.0%	25.0%	23.0%
净利润	115	146	174
(+/-%)	18.3%	26.8%	19.7%
摊薄 EPS	0.27	0.34	0.41
PE	49.5	39.3	32.6

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 粘胶剂龙头，收入快速增长：**公司是 A 股粘胶剂行业最大的上市公司。多年来，公司收入规模持续快速增长，公司产品在汽车制造、电子电器、LED、新能源等核心细分市场粘胶剂业务替代进口份额持续扩大；在软包装胶、高端建筑幕墙胶等新业务领域的销量快速增长，品牌认可度不断加强；近年来公司还积极布局新能源电池用胶、轨道交通车辆用胶、PUR 热熔胶、装配式建筑用胶等市场。公司产品在各业务领域的持续放量为公司持续发展奠定坚实的基础。
- 汽车、电子等高端领域用胶步入收获期：**汽车/电子/高铁等领域行业特点在于，进入壁垒比较高，对胶的质量要求非常。胶在产品中的总价值量不高，但对性能、安全影响会非常大，因此这些细分领域过去主要被海外企业比如汉高之类的把控。如果要进入这些行业，首先需要比较强的研发能力，能够开发出合适的产品，其次，开发出产品之后，还需要比较长的认证周期，才能进入客户供应链体系。最后，进入供应链体系之后，开始也只是小批量供货，然后才能逐步放量。但一旦得到客户的认可，客户黏性就会比较高，盈利也会有保证。回天经过多年在这些领域的耕耘，已经成功进入一些主流汽车、电子、高铁的供应链。并且经过一段时间稳定供货之后，开始步入收获期，有望逐步放量。
- 拥有核心竞争优势，公司市场份额有望进一步提升：**截至 2013 年末，我国生产粘胶剂的厂家有 1000 多家，其中年销售额达亿元以上的不足百家。2016 年我国粘胶剂和密封胶的销售额为 800 多亿元，而回天新材作为最大的 A 股粘胶剂上市公司，其市场份额仅有 1.0% 左右。国内粘胶剂行业十分分散，但高端产品的进入门槛较高，认证周期较长，回天新材已获得汽车整装备套、轨道交通、装配式建筑、电子电器及食品软包装等行业权威技术认证，并得到多家国内外知名公司的产品试用验证；具有研发、产品、市场、品牌等方面的竞争优势，公司具备向多业务领域和高端产品进军的能力，其市场份额将有进一步提升的空间。
- 员工持股，绑定公司和员工的利益：**粘胶剂高端市场领域被绝大多数欧美

跨国公司垄断。公司为了留住人才，锁定骨干，实施了“员工持股计划”。公司以 10.01 元/股的价格向公司第一期员工持股计划非公开发行 2,492.8032 万股，募集资金 2.50 亿元，锁定期 3 年，公司高管、核心技术人员及董事会认为需要激励的员工参与。公司通过本次定增将利于提升公司治理水平，进一步完善公司与员工的利益共享机制，提高员工的凝聚力，调动员工的积极性，使员工的利益与公司的发展更紧密地结合，实现公司可持续发展。

- **投资建议：**回天新材是 A 股粘胶剂行业最大、最有竞争优势的上市公司。高端粘胶剂产品具有技术门槛高、产品认证周期长等特征，公司凭借研发、产品、市场、品牌等竞争优势，产品已接近或达到国际同类产品水平，公司产品已实现进口替代，在诸多业务领域快速放量，推动了公司收入持续快速增长。我们预计公司 2017 年-2019 年 EPS 为 0.27/0.34/0.41，对应 PE 为 50/39/33 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**业务拓展不及预期；汽车、建筑、新能源等行业景气度下滑。

目录

1. 公司简介：国内优秀的粘胶剂龙头企业	5
2. 粘胶剂下游需求空间广阔，公司收入持续增长	7
2.1 公司上市以来，收入增速持续保持两位数	7
2.2 粘胶剂下游需求空间十分广阔	7
2.2.1 汽车领域	8
2.2.2 新能源领域	9
2.2.3 高铁领域	9
2.2.4 电子电器领域	10
2.2.5 软包装复膜领域	11
2.2.6 建筑领域	12
2.2.7 水处理领域	12
3. 公司核心竞争优势明显，高端产品开始发力	13
3.1 研发持续投入	13
3.2 高端产品开始发力	13
3.3 市场优势明显	14
3.4 品牌号召力强	14
4. 实施员工持股计划，共谋公司长远发展	14
5. 投资建议	15
6. 风险提示	15
附：盈利预测表	16

图表目录

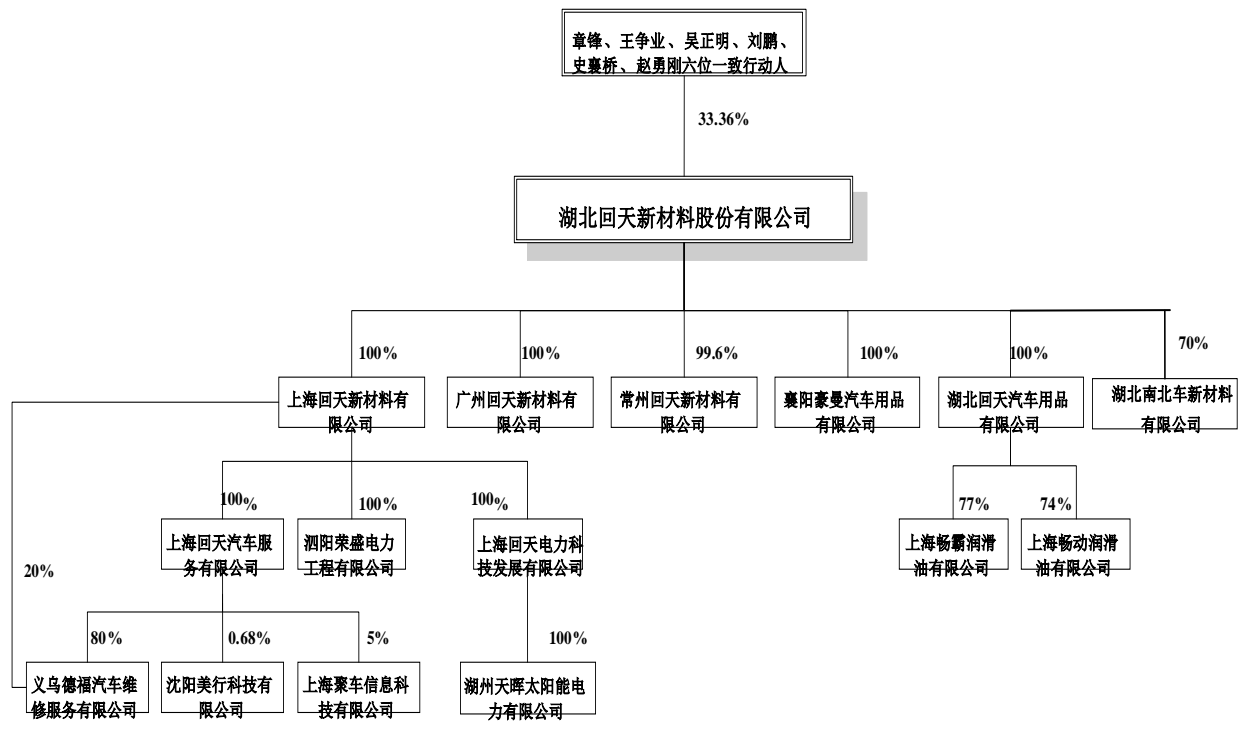
图 1: 公司股权结构.....	5
图 2: 公司各类产品.....	6
图 3: 公司产品下游应用.....	6
图 4: 公司收入和归母净利润情况.....	7
图 5: 公司产品销量.....	7
图 6: 2017 年中期公司收入结构.....	7
图 7: 2017 年中期公司毛利结构.....	7
图 8: 公司产品在汽车领域的应用.....	8
图 9: 中国汽车产量及增速.....	8
图 10: 粘胶剂在汽车制造工艺中的应用.....	8
图 11: 公司产品在新能源领域的应用.....	9
图 12: 中国光伏组件产量及增速.....	9
图 13: 公司产品在高铁领域的应用.....	9
图 14: 中国中长期高速铁路规划图.....	9
图 15: 公司产品在电子电器领域的应用.....	10
图 16: 公司产品在软包装复膜领域的应用.....	11
图 17: 公司产品在建筑领域的应用.....	12
图 18: 中国房屋施工面积及增速.....	12
图 19: 公司产品在水处理领域的应用.....	12
图 20: 中国水处理超滤膜产量及增速.....	12
图 21: 公司产品的下游企业.....	14
表 1: 公司主要产品的用途及应用领域.....	6
表 2: 公司研发投入占营业收入的比例.....	13

1. 公司简介：国内优秀的胶粘剂龙头企业

湖北回天新材料股份有限公司（以下简称“回天新材”或“公司”）的前身系 1977 年成立的“襄樊胶粘技术研究所”，公司主营胶粘剂产品。公司于 2010 年 1 月在深交所创业板上市。

回天新材是国内工程胶粘剂行业规模较大的内资企业，专业从事胶粘剂和新材料研发、生产和销售，是当前中国工程胶粘剂、汽车后市场化学品、光伏背膜主要供应商之一，产品主要应用于汽车、高铁、电子电器、精工制造、建筑、软包装、水处理及光伏等新能源行业，公司下设上海回天、广州回天、常州回天、回天汽车用品等 13 个子公司，在鄂、沪、粤、苏四地分别建有生产基地和研发中心，占地 50 万平方米，员工人数 1207 人。

图 1：公司股权结构



资料来源：长城证券研究所整理

公司是专业从事胶粘剂和新材料研发、生产销售的高新技术企业，目前主营业务产品涵盖高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶等工程胶粘剂及太阳能电池背膜，广泛应用于汽车制造及维修、电子电器、LED、轨道交通、新能源、工程机械、软包装、高端建筑等众多领域。此外，公司利用已有的汽车行业销售渠道兼营一部分非胶粘剂产品，主要为汽车制动液和其他汽车维修保养用化学品。

图 2: 公司各类产品

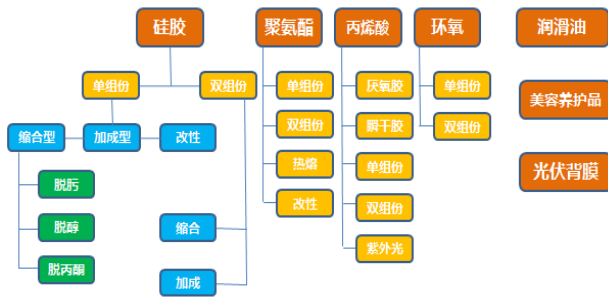


图 3: 公司产品下游应用



资料来源: 长城证券研究所整理

资料来源: 长城证券研究所整理

表 1: 公司主要产品的用途及应用领域

类别	主要产品	主要用途及应用领域
高性能有机硅胶	单组份有机硅密封胶	主要用于家电, 电子电器, 太阳能, 汽车、工程机械及轨道车辆的零部件, 各类建筑施工中门窗接缝处、内外墙体间的密封、粘接。
	双组份缩合型有机硅密封胶	主要用于电子电器的密封、粘接, LED 显示屏灌封、模具制造、电厂烟囱脱硫材料粘接, 中空玻璃的密封, 玻璃、石材、铝板幕墙和玻璃光顶和金属结构的结构粘接密封等。
	双组份加成型有机硅密封胶	主要用于电子电器的密封, HID 灯、大功率 LED 照明、风能电机的涂覆与绝缘等。
聚氨酯胶	单组份聚氨酯胶	主要用于汽车风挡玻璃直接装配及维修, 车身边板与骨架的弹性粘接密封及车箱内木地板与底盘副架的弹性粘接、也适用于车顶及车身焊缝的粘接密封, 建筑行业的粘接密封。
	双组份聚氨酯胶	主要用于非金属复合材料的粘接, 应用于车辆、船舶制造、高速铁路建设等行业, 在电子元器件、电器的密封粘接上, 工业、食品软包装膜的复合和水处理行业超滤丝的粘固定上也有大批量的应用。
厌氧胶	螺纹锁固型	隔绝氧气后快速固化, 形成不同强度的热固化性高分子聚合物, 使螺纹锁固件耐冲击、耐振动、不渗漏, 可替代弹簧垫、开口销等机械锁固和固持方式。
	平面密封型	用于汽车紧密结合部位的密封, 替代垫片, 进行小间隙部件的平面静密封。
	浸渗型	压铸件微孔的浸渗密封, 用于发动机缸体及进排气歧管, 汽车水泵壳体, 空调压缩机壳体, 粉末冶金件与压铸件等。
环氧树脂胶	修补剂	用于各种材质铸件的各类铸造缺陷的修复, 修复后的部位颜色与基材基本一样, 并具有很高的强度, 可与基材一起进行各类机械加工。
	电子灌封环氧树脂	汽车点火线圈、继电器等各类电子元器件的灌封。
	陶瓷片粘接剂	用陶瓷片进行耐磨、防腐工程时陶瓷与基材粘接的专用胶粘剂。
	环氧结构胶	各种材料的结构粘接, 粘接强度高。
耐高温无机胶	C 系列无机胶	耐高温场合 (1000 度以上) 的粘接密封。
	氧化铜无机胶	各种工业刀具的嵌接粘接, 具有耐高温性。
UV 系胶	UV 光固化胶	一种通过紫外线照射而快速固化的胶粘剂, 主要用于电子元器件、LCD 显示屏、医疗器械。
高分子液体密封胶		弹性好, 耐油、耐压、耐酸碱等介质, 作为液态密封材料, 可代替固体垫片, 广泛用于五金电机、压缩泵、油泵、石油化工管道、变压器等产品的平面法兰、管螺纹连接件的密封。
丙烯酸酯胶		具有固化快, 使用方便, 可油面粘接, 粘接材料广泛, 综合机械性能好等诸多优点, 在电子电气、机械维修、工艺礼品、交通运输等行业得到大量应用。

汽车制动液	对汽车制动系统的橡胶皮碗及金属部件起保护作用，有优异的防锈、防腐蚀作用。
太阳能电池背膜	是太阳能电池的一个重要组件，用来抵御恶劣环境对组件造成伤害，确保组件使用寿命。

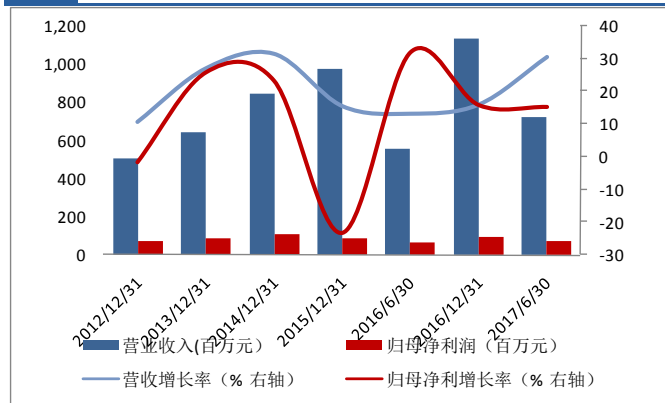
资料来源:

2. 粘胶剂下游需求空间广阔，公司收入持续增长

2.1 公司上市以来，收入增速持续保持两位数

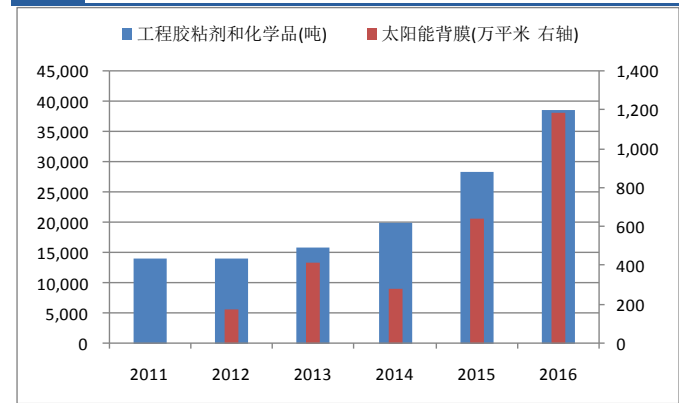
公司上市以来，收入从 2010 年 4.14 亿元增长至 2016 年的 11.32 亿元，每年收入增速均为双位数。受有机硅、聚氨酯等大宗原材料价格波动的影响，公司毛利率有所波动，但基本在 30% 以上。公司上市以来，收入增长较快，但毛利率有所下降，公司归母净利润增长则不太明显。

图 4: 公司收入和归母净利润情况



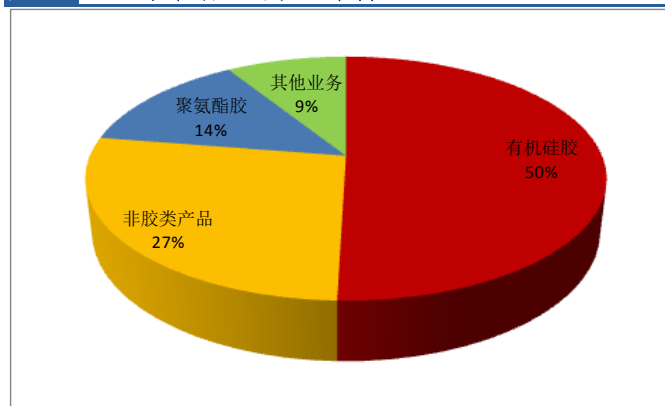
资料来源: 长城证券研究所整理

图 5: 公司产品销量



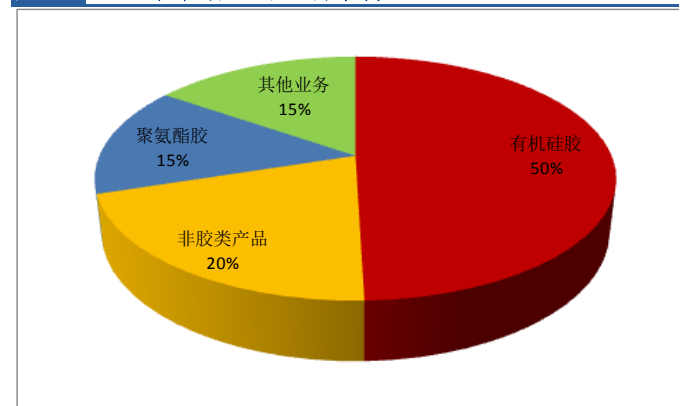
资料来源: 长城证券研究所整理

图 6: 2017 年中期公司收入结构



资料来源: 长城证券研究所整理

图 7: 2017 年中期公司毛利结构



资料来源: 长城证券研究所整理

2.2 粘胶剂下游需求空间十分广阔

随着中国经济的发展和国内制造业水平的不断提高,胶粘剂已成为汽车制造、电子电器、工程制造、交通运输、医疗器械和航空航天等生产过程中简化工艺、节约能源、降低成本、提高经济效益的重要材料。2014年我国胶粘剂产量达到658.7万吨,销售额达到823.1亿元。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会发布的《中国胶粘带和胶粘剂市场报告及“十三五”发展规划》显示,“十三五”期间,我国胶粘剂发展目标是产量年均增长率为7.8%,销售额年均增长率为8.3%,2020年末我国胶粘剂产量达1,033.7万吨,销售额达1,328亿元。胶粘剂下游需求空间十分广阔。

2.2.1 汽车领域

图 8: 公司产品在汽车领域的应用



图 9: 中国汽车产量及增速

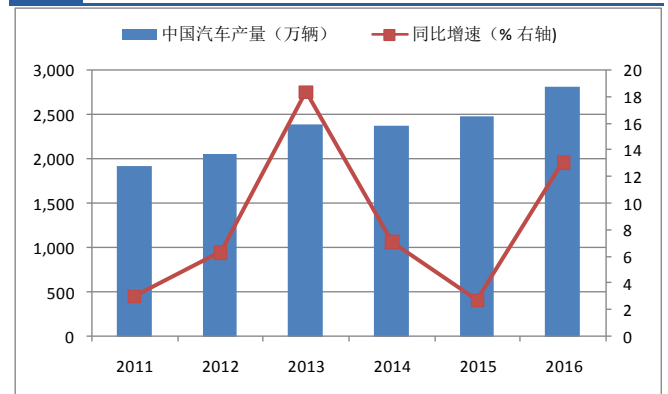


图 10: 胶粘剂在汽车制造工艺中的应用

制造工艺	细分工艺	胶粘剂	用量/kg
焊接工艺用胶	点焊胶	聚氯乙烯胶、丙烯酸酯胶	0.34
	折边胶	环氧树脂胶	0.23
	膨胀胶	合成橡胶或树脂添加发泡剂	0.76
涂装工艺用胶	焊缝密封胶	基材成分为PVC塑溶胶	0.69
	抗石击涂料	基材成分为PVC塑溶胶	7.57
	隔热阻尼胶板	基材成分为PVC塑溶胶	4.73
	指压胶	基材成分为PVC塑溶胶	0.00
装饰工艺用胶	内饰件胶	氯丁橡胶胶粘剂、丙烯酸酯压敏胶、聚氨酯胶粘剂、丁基密封胶和胶带等	0.70
	挡风玻璃胶	单组分聚氨酯胶	1.14
	车身体棚胶	氯丁胶	0.17
装配工艺用胶	发动机和底盘装配用胶	厌氧胶、硅酮密封胶	0.17
	滤芯胶	增粘树脂补强的PVC塑溶胶	1.43
	刹车片胶	改性酚醛树脂	0.21
	灯具胶	湿固化聚氨酯热熔胶	0.64
其他工艺及其他用胶	模具、协助准配、隔音隔热用胶等	聚氨酯、酚醛树脂、呋喃树脂等	1.22
合计			20.00

注:《粘接》2007年第28期上发表的文章“我国汽车胶粘剂密封胶的现状与发展”;2004年第25期上发表的文章“汽车胶粘剂的应用即期发展需求”。

资料来源: 长城证券研究所整理

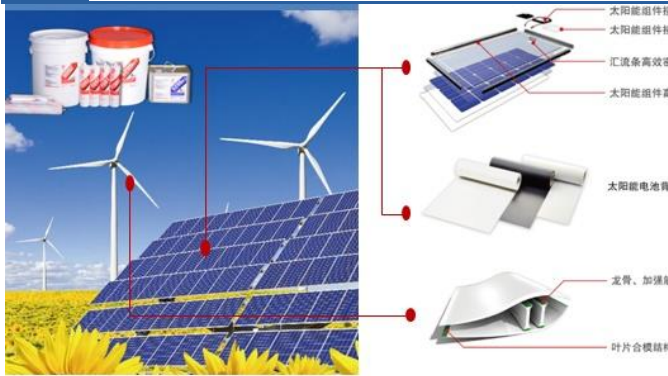
2016年我国汽车产销分别完成2811.88万辆和2802.82万辆。估算汽车胶粘剂用量约为24.46万吨(8.7KG/辆),其中结构胶胶粘剂用量约为17.38万吨(6.2KG/辆)。

公司目前已成为宇通客车用胶第一供应商,并形成辐射效应,成功中标中通、金龙客车等整车厂及汽车空调、车门等零部件行业订单,对东风日产三大生产基地全面批量供货,

成功替代进口胶，中标神龙、北汽、比亚迪等一大批优质客户订单，乘用车自主品牌新客户快速突破，合资品牌逐步介入，未来发展空间巨大。

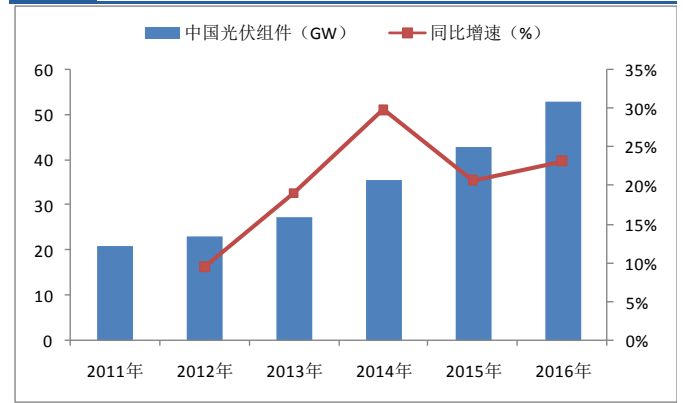
2.2.2 新能源领域

图 11: 公司产品在新能源领域的应用



资料来源: 长城证券研究所整理

图 12: 中国光伏组件产量及增速



资料来源: 长城证券研究所整理

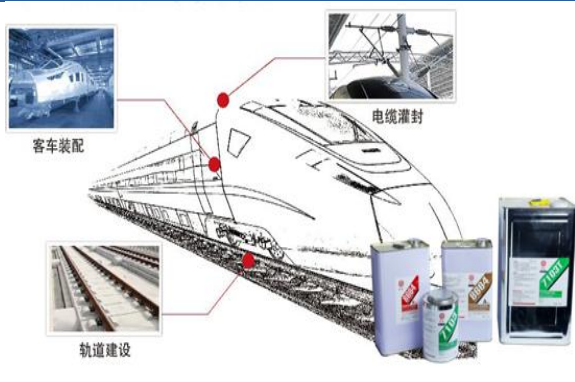
按照 1MW 光伏组件需 1 吨左右有机硅胶粘剂密封材料计算，2016 年国内光伏组件产量超过 53GW，光伏行业对胶粘剂的年需求量约为 5.3 万吨。

以 1MW 组件大约需要背板 0.7 万平方米计算，若 2017 年全球装机达 68GW（来源于：中国光伏行业协会），则背板的需求为 47600 万平方米。

近年来，公司面对组件价格下降及市场竞争的压力，主动紧跟行业前十名优质客户，在业内的主导地位加强，海外市场拓展顺利，光伏行业用胶、太阳能电池背膜销售收入增长较快，客户结构优化，其中太阳能电池背膜 2016 年销售收入同比增长 62.57%。风电叶片胶与广东明阳合作，持续供货。

2.2.3 高铁领域

图 13: 公司产品在高铁领域的应用



资料来源: 长城证券研究所整理

图 14: 中国中长期高速铁路规划图



资料来源: 长城证券研究所整理

车辆方面，单节车厢用聚氨酯胶约为 109.3Kg，主要应用于车窗玻璃的粘接密封及部分填充部位的密封。铁轨方面，无砟轨道每 5 米嵌入一个凸型档台，每个档台两边各需灌注聚氨酯胶粘剂 17.8Kg 左右，因此凸型档台复线每公里聚氨酯胶粘剂用量约 7 吨。

2016年5月我国《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》指出：2016-2018年重点推进103个城市轨道交通项目前期工作，新建城轨2000公里以上，涉及投资金额约为1.6万亿。

2016年6月我国《中长期铁路网规划》指出：到2020年铁路网规模达到15万公里，覆盖80%以上城市，到2025年进一步扩大铁路网络覆盖，铁路网规模达到17.5万公里，其中高速铁路3.8万公里。“十三五”铁路投资维持高位，动车组需求仍将维持高水平，预计2020年高铁车辆平均密度将从0.9辆/公里提升至1.2-1.3辆/公里。根据测算，未来五年平均每年新增车辆有望维持在450-500列的高位。

公司目前已取得中车集团批量订单，全面覆盖中车集团四大主机厂，轨道配件用胶快速增长，市场份额逐步扩大，轨道交通整车制造、维修用胶未来增长可期。

2.2.4 电子电器领域

图 15: 公司产品在电子电器领域的应用



资料来源：长城证券研究所整理

根据高工LED研究所(GGII)调研显示，2016年中国LED封装硅胶市场销量1400吨。随着国产LED封装硅胶性能的不断提升以及价格优势显现，进口硅胶的优势不断削弱，目前国产LED封装硅胶的销售量和销售额均已超越进口封装硅胶占据市场主导地位。

公司产品目前主要应用在LED电源、照明、UV胶、显示屏、车灯、电器、移动终端等行业，2016年上述行业销售额已实现全面增长，其中，LED电源、照明、车灯用胶增长迅速；已有客户销售额增长，新客户开发成果明显，带来增量的同时提高重点客户的占比；新能源电池、逆变器等新行业顺利推动，已取得批量供货。

2.2.5 软包装复膜领域

图 16: 公司产品在软包装复膜领域的应用



资料来源: 长城证券研究所整理

随着中国城市化进程及居民消费能力的不断提升, 每年带动软包装产业规模增速都在 8 - 12%, 截至到 2016 年行业产值已达 10,000 亿以上, 其中软包装聚氨酯胶水使用量在 60 - 80 亿元。

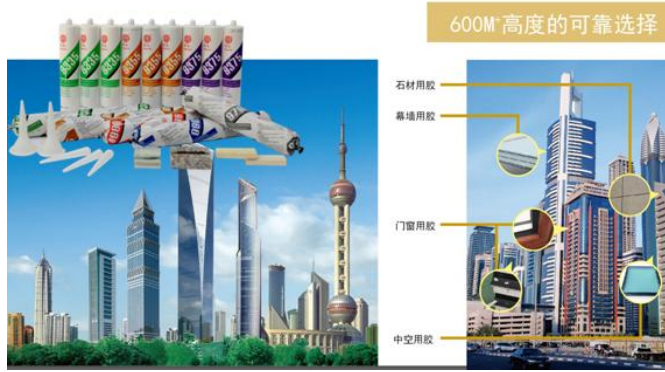
根据中国粘胶网测算, 国内塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂 2000 年之后以超过 20% 的速度增长, 2012 年塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂产量超过 34 万吨。目前所用的聚氨酯复膜胶几乎都是溶剂型产品, 在生产、运输、使用过程中存在溶剂排放、耗能、溶剂残留及安全隐患等问题。

随着政府对节能减排要求的提高, 新实施的国家标准 GB/T 10004-2008 对复合包装材料中的溶剂残留总量的限制, 越来越多的用户要求产品符合美国食品药品监督管理局 21FDA CFR170-178 法规及欧盟 2002/72/EC 指令, 加之无溶剂复合设备及胶粘剂的国产化, 加速了无溶剂复膜胶的推广速度, 今后几年无溶剂聚氨酯复膜胶市场需求的增长将更快, 最终完全取代无溶剂型产品。

2016 年公司软包装胶销售收入同比增长 26.30%。自公司年产万吨的产线投产以来, 随着包装胶在设备投资、研发投入以及销售布局的逐渐完成, 销售快速增长。由于关键原材料实行全面自主生产等因素, 包装胶产品质量和毛利率均得到较大提升。公司的无溶剂产品在行业中率先通过 GB9685、欧盟 EC 以及美国 FDA175.105 相关法规要求, 并广泛应用到食品、医药、日化等各行业巨头包装结构中。软包装胶已开始进入海外市场, 目前已在东南亚国家销售量突破 100 吨/月, 未来仍有较大的增长空间。

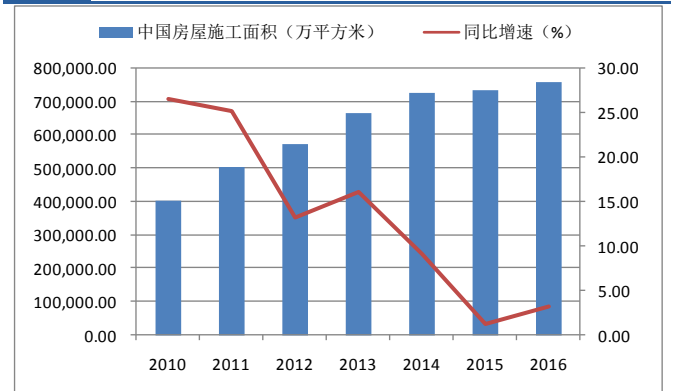
2.2.6 建筑领域

图 17: 公司产品在建筑领域的应用



资料来源: 长城证券研究所整理

图 18: 中国房屋施工面积及增速



资料来源: 长城证券研究所整理

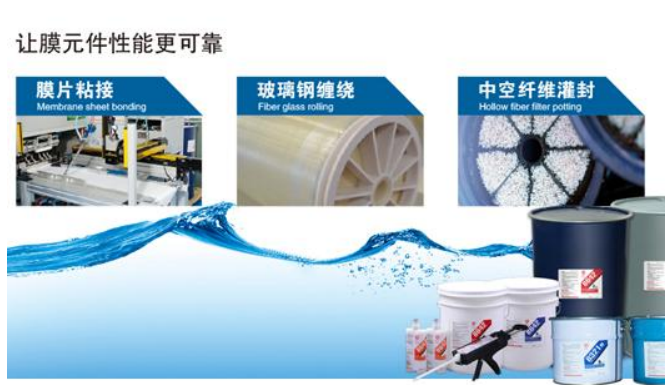
根据中国胶粘剂工业协会数据: 2016 年建筑/施工/民用工程/装饰工艺领域胶粘剂的消费量为 224 万吨, 占胶粘剂市场整体容量的 28%。

中共中央、国务院于 2016 年 2 月 6 日发布的《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》提出, 力争用 10 年左右时间, 到 2025 年使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%, 装配式建筑面积达 6 亿平方米, 每平方米用胶需求为 1kg, 预计 2025 年市场用胶需求达数十万吨。

公司产品主要包括中空结构胶、中空密封胶、幕墙胶及门窗胶, 其中高毛利率产品中空结构胶、幕墙胶销售收入同比增长较快, 其占建筑胶全部销售收入的比重明显提高; 中标中国第一高楼 606 项目高端幕墙胶、幕墙玻璃深加工行业前三强等典型项目和客户订单, 行业地位和影响力显著提升, 经销商渠道结构逐步完善, 与装配式建筑龙头企业达成合作, 产品施工标准、流程、客户开发等得到有效验证, 已取得部分订单。2017 年初, 公司已针对雄安投资建设商机, 成立了回天装配建筑事业部, 并在雄安新区设置办事处, 开展市场前期推广工作。

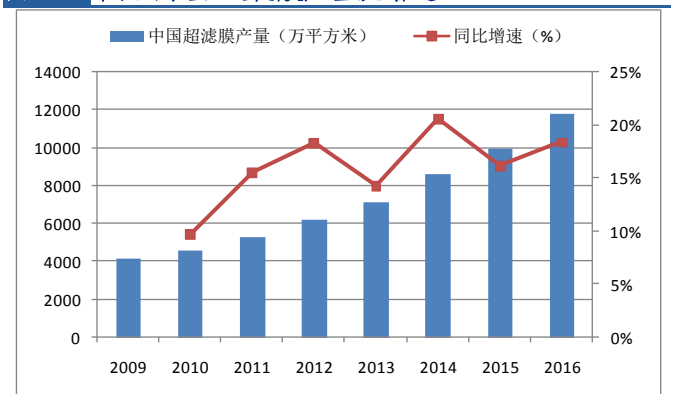
2.2.7 水处理领域

图 19: 公司产品在水处理领域的应用



资料来源: 长城证券研究所整理

图 20: 中国水处理超滤膜产量及增速



资料来源: 长城证券研究所整理

根据中国膜工业协会数据，“十二五”期间国内超滤膜产量将以 20%~25% 的速度增长。超滤膜净水技术是一种重大创新性技术，与其他水处理技术相比，处理效率高、效果好、能耗低，是一种环保节能兼备的新技术。超滤膜净水设备广泛应用于饮用水处理、海水淡化、污水回用、医药、食品、饮料、生物等领域。超滤膜净水设备的核心技术是超滤膜的制备，此外超滤膜滤芯的封端技术也非常关键。

3. 公司核心竞争优势明显，高端产品开始发力

截至 2013 年末，我国生产胶粘剂的厂家有 1,000 多家，其中年销售额达亿元以上的不足百家。2016 年我国胶粘剂和密封胶的销售额为 800 多亿元，当年回天新材胶粘剂销售收入为 7.83 亿元，公司占 2016 年市场总份额的 1.0% 左右。国内胶粘剂行业十分分散，而回天新材作为最大的 A 股胶粘剂上市公司，其研发、产品、市场、品牌等都具备明显的核心优势，公司具备进一步提升市占率的能力。

3.1 研发持续投入

目前国内胶粘剂市场通用型产品供大于求的局面没有改观，而部分高性能、高品质、环保型胶粘剂需求量大，市场供不应求。高性能高品质环保型胶粘剂有较大发展前景，特别是用于机械、电子、汽车、建筑、医疗卫生、航天航空、水处理等领域的胶粘剂品种将发展更快，部分特种胶粘剂产量每年将以高于 20% 的速度增长。

高性能、高品质、环保型胶粘剂的生产需要大量的研发投入作为支撑。回天新材上市以来始终把自主创新和技术研发放在首位，最近三年平均研发费用为 5262.68 万元，占平均营业收入比例为 5.35%。

表 2: 公司研发投入占营业收入的比例

	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
研发投入金额（万元）	5483.96	5,013.64	5,290.45	3,586.47
研发投入占营业收入比例	4.85%	5.14%	6.27%	5.59%

资料来源:

公司已自主研发并取得了多项核心技术，硅酮密封胶技术、太阳能电池板组装用有机硅密封胶、汽车挡风玻璃聚氨酯胶粘剂技术、厌氧胶技术、SMT 贴片胶、膜材料技术等相关指标已达到国际同行业领先水平；取得了多项技术成果：2 项“国家重点新产品”，4 个“国家级火炬计划项目”系列产品，完成 2 项省级科技攻关计划项目，26 项科研成果通过了省级的技术鉴定。

3.2 高端产品开始发力

汽车/电子/高铁等领域用胶特点在于：进入壁垒比较高，对胶的质量要求非常。胶在产品中的总价值量不高，但对性能、安全影响会非常大，因此这些细分领域过去主要被海外企业比如汉高之类的把控。如果要进入这些行业，首先需要比较强的研发能力，能够开发出合适的产品，其次，开发出产品之后，还需要比较长的认证周期，才能进入客户供应链体系。最后，进入供应链体系之后，开始也只是小批量供货，然后才能逐步放量。但一旦得到客户的认可，客户黏性就会比较高，盈利也会有保证。回天经过多年在这些

领域的耕耘，已经成功进入一些主流汽车、电子、高铁的供应链。并且经过一段时间稳定供货之后，开始步入收获期，有望逐步放量

3.3 市场优势明显

建立了与产品及下游行业相适应的销售模式，采取直接对工业客户和通过经销商销售相结合的方式。按照专业化分工原则，逐渐形成了专注于汽车制造、轨道交通和工程用胶、汽车维修(后市场)、电子电器 LED、新能源、高端建筑、软包装等领域的专业销售团队。

销售网络基本覆盖全国所有地级城市和重要的县级城市，共有经销商 1600 多家，是行业内销售网络最大、经销商最多的企业之一。

3.4 品牌号召力强

公司曾被评为“中国胶粘剂市场产品质量用户满意第一品牌”，拥有的“回天”系列胶粘剂品牌获得“中国驰名商标”称号，在工程胶粘剂市场享有卓越的声誉，在新产品开发、产品质量、技术服务方面均处于国内行业领先水平。

公司与宇通客车、中通客车、东风日产、海马汽车、中国中车、比亚迪股份、天合光能、明纬电子等国内外知名企业建立了长期合作伙伴关系，是中国汽车制造及维修、电子电器、轨道交通、新能源、高端建筑、软包装等领域工程胶粘剂和新材料最大供应商之一。

图 21：公司产品的下游企业



资料来源：长城证券研究所整理

4. 实施员工持股计划，共谋公司长远发展

胶粘剂高端产品的技术门槛高、产品认证周期长，胶粘剂高端市场领域被绝大多数欧美跨国公司垄断。公司为了留住人才，锁定骨干，实施了“员工持股计划”。公司以 10.01 元/股的价格向公司第一期员工持股计划非公开发行 2,492.8032 万股，募集资金 2.50 亿元，

锁定期 3 年。公司高管（副总、财务总监及董秘等 5 人合计认购 48.45%）、核心技术人员等不超过 90 人的员工持股计划全额认购本次定增发行的股份。

公司通过本次定增实现了公司大批优秀骨干员工的“持股计划”将利于提升公司治理水平，进一步完善公司与员工的利益共享机制，提高员工的凝聚力，调动员工的积极性，使员工的利益与公司的发展更紧密地结合，实现公司可持续发展，为实现公司发展战略和股东利益最大化的目标打下坚实的基础。

5. 投资建议

回天新材是 A 股粘胶剂行业最大、最有竞争优势的上市公司。高端粘胶剂产品具有技术门槛高、产品认证周期长等特征，公司凭借研发、产品、市场、品牌等竞争优势，产品已接近或达到国际同类产品水平，公司产品已实现进口替代，在诸多业务领域快速放量，推动了公司收入持续快速增长。我们预计公司 2017 年-2019 年 EPS 为 0.27/0.34/0.41，对应 PE 为 50/39/33 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

业务拓展不及预期；汽车、建筑、新能源等行业景气度下滑。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	975.21	1,131.60	1,505.02	1,881.28	2,313.97	成长性					
营业成本	655.00	751.50	1,056.53	1,311.25	1,608.21	营业收入增长	15.6%	16.0%	33.0%	25.0%	23.0%
销售费用	112.75	126.29	152.01	191.89	236.03	营业成本增长	20.8%	14.7%	40.6%	24.1%	22.6%
管理费用	128.51	140.09	168.56	208.82	259.16	营业利润增长	-39.5%	61.3%	17.1%	31.5%	22.3%
财务费用	3.27	-1.72	-0.65	1.18	4.81	利润总额增长	-22.6%	22.6%	16.0%	26.8%	19.7%
投资净收益	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00	净利润增长	-23.5%	15.7%	18.3%	26.8%	19.7%
营业利润	60.51	97.62	114.29	150.27	183.79	盈利能力					
营业外收支	33.91	18.13	20.00	20.00	20.00	毛利率	32.8%	33.6%	29.8%	30.3%	30.5%
利润总额	94.41	115.75	134.29	170.27	203.79	销售净利率	8.6%	8.6%	7.6%	7.7%	7.5%
所得税	10.91	19.24	20.14	25.54	30.57	ROE	5.5%	6.1%	6.8%	8.1%	8.9%
少数股东损益	-0.35	-0.53	-0.61	-0.77	-0.92	ROIC	5.2%	5.5%	6.1%	7.1%	7.7%
净利润	83.85	97.04	114.75	145.50	174.14	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	11.6%	11.2%	10.1%	10.2%	10.2%
流动资产	917.59	974.67	1,151.94	1,436.90	1,766.01	管理费用/营业收入	13.2%	12.4%	11.2%	11.1%	11.2%
货币资金	239.04	234.23	150.50	188.13	231.40	财务费用/营业收入	0.3%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%
应收帐款	428.87	394.82	525.11	656.39	807.36	投资收益/营业利润	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	47.77	94.00	125.03	156.28	192.23	所得税/利润总额	11.6%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	160.81	196.61	276.62	343.28	421.01	应收帐款周转率	2.74	2.75	3.27	3.18	3.16
非流动资产	853.38	851.55	884.77	938.82	1,008.95	存货周转率	3.65	4.21	4.47	4.23	4.21
固定资产	614.49	608.77	637.44	677.30	733.24	流动资产周转率	1.20	1.20	1.42	1.45	1.44
资产总计	1,770.97	1,826.22	2,036.71	2,375.71	2,774.96	总资产周转率	0.63	0.63	0.78	0.85	0.90
流动负债	235.17	220.31	305.81	497.40	725.04	偿债能力					
短期贷款	40.00	0.00	2.85	120.69	263.17	资产负债率	14.6%	13.4%	17.4%	24.0%	29.7%
应付款项	164.36	157.78	222.00	275.49	337.87	流动比率	3.90	4.42	3.77	2.89	2.44
非流动负债	23.01	24.51	49.02	73.53	98.04	速动比率	3.22	3.53	2.86	2.20	1.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	258.19	244.82	354.83	570.93	823.08	EPS	0.20	0.23	0.27	0.34	0.41
股东权益	1,512.78	1,581.40	1,678.33	1,801.23	1,948.33	每股净资产	3.55	3.71	3.94	4.23	4.58
股本	200.39	400.78	400.78	400.78	400.78	每股经营现金流	(0.07)	0.25	0.01	0.09	0.11
留存收益	1,308.70	1,175.28	1,272.82	1,396.50	1,544.52	每股经营现金/EPS	(0.37)	1.11	0.05	0.25	0.27
少数股东权益	3.69	5.33	4.72	3.95	3.02	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	1,770.97	1,826.22	2,033.15	2,372.16	2,771.41	PE	67.88	58.65	49.60	39.12	32.68
现金流量表					(百万)	PEG	4.00	2.61	1.85	1.99	(0.33)
经营活动现金流	-31.39	107.53	5.23	36.85	47.42	PB	3.76	3.60	3.39	3.16	2.92
其中营运资本减少	516.68	-32.31	-169.75	-164.98	-192.07	EV/EBITDA	49.51	34.71	32.39	26.42	22.48
投资活动现金流	-185.64	-37.68	-75.25	-94.06	-115.70	EV/SALES	5.54	4.74	3.56	2.91	2.43
其中资本支出	-144.37	-30.30	-75.25	-94.06	-115.70	EV/IC	3.48	3.39	3.19	2.85	2.54
融资活动现金流	342.91	-60.10	-13.71	94.84	111.55	ROIC/WACC	0.75	0.79	0.89	1.03	1.12
净现金总变化	125.88	9.74	-83.73	37.63	43.27	REP	4.85	4.53	3.59	2.77	2.27

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

顾锐: 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所, 任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 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他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
佟骥: 0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编: 200126 传真: 021-31829681
网址: <http://www.cgws.com>