

回天新材（300041）深度研究报告

原材料低位企稳盈利改善，高端胶粘剂业务迎来质变拐点

推荐（维持）

目标价：12.60元

当前价：10.86元

- ❖ **标杆客户合作全面升级，高端胶粘剂业务迎来质变拐点。** 高端胶粘剂领域进入门槛高且认证周期长，一直被汉高、富乐、巴斯夫、杜邦、3M等欧美巨头牢牢把持，国产化率不足10%。公司经过长期研发投入，贸易摩擦背景下公司与标杆合作全面升级，送样认证周期大幅缩短。公司2019年7月专门成立通信事业部服务于华为项目，截止目前对接用胶达到50款，未来通信电子用胶有望实现千万级销量数倍增长。轨道交通步入高速发展期，预计2020年轨道交通用胶需求将达数亿元，公司与中车合作进入加速期；公司历经中车近两年的周期运行试验，2019年8月取得中车集团某车型新项目五成的订单，在该工程项目中实现了采用国内产品的“零突破”。
- ❖ **国内胶粘剂行业龙头，宜城基地预计年底投产。** 公司主要从事胶粘剂和新材料研发、生产和销售，是国内工程胶粘剂行业中规模最大、品种最全的企业。公司目前拥有上海、广州、常州及湖北四大生产基地，有机硅胶、聚氨酯胶和其他胶类产品产能分别为5万吨/年、3万吨/年、0.5万吨/年；宜城基地（2万吨高性能聚氨酯胶及年产1万吨车辆用新材料项目）预计年底投产，达产后公司市场份额有望进一步提升。此外，公司积极拓展了太阳能电池背板业务，目前公司太阳能电池背膜和氟膜产能分别为5000万m²/年、900万m²/年。
- ❖ **主业胶粘剂受益原材料低位企稳，光伏背膜逐步放量盈利有望改善。**（1）**胶粘剂：**公司多应用领域战略布局，涉足的细分市场包括新能源、电子电器、汽车、轨道交通等国家重点支持并处于高速成长的风口行业。胶粘剂市场集中度在不断提高，但国内以回天新材为代表的行业龙头市场份额2%不到，未来仍有较大提升空间。原材料（MDI、有机硅等）价格低位企稳，胶粘剂盈利改善；2019年上半年公司有机硅胶和聚氨酯胶毛利率为39.59%、36.97%，同比增加14.71pct、10.68pct。（2）**光伏背膜：**国内光伏行业逐步消化政策冲击，发展前景良好。随着国产光伏背板产品技术和客户的突破，以及国产背板明显的性价比优势，预计未来国产太阳能电池背板市场在全球市场中的份额有望进一步提升。公司太阳能背膜业务研发持续投入，有较大的技术领先优势、规模优势，盈利逐步改善。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**公司是国内胶粘剂行业龙头企业，原材料（MDI、有机硅等）价格低位企稳，常规胶粘剂盈利改善；贸易摩擦背景下，高端胶粘剂加速进口替代，公司通信电子、轨道交通用胶业务迎来质变拐点。光伏行业消化政策冲击，公司背膜盈利有望改善。考虑到原材料价格下跌，调整盈利预测，我们预计公司2019-2021年公司归母净利润为1.75/2.20/2.76亿元（原2019/2020预测值为2.24/2.98亿元），对应EPS 0.41/0.52/0.65元，对应PE 26/21/17倍。结合行业估值水平，给予2019年30倍PE，对应目标价12.6元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**原材料价格大幅波动，高端胶粘剂进口替代不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	1,740	1,785	2,049	2,367
同比增速(%)	14.8%	2.6%	14.8%	15.5%
归母净利润(百万)	119	175	220	276
同比增速(%)	7.6%	47.5%	25.6%	25.4%
每股盈利(元)	0.28	0.41	0.52	0.65
市盈率(倍)	39	26	21	17
市净率(倍)	3	2	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年11月01日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：蒋明远

电话：021-20572576

邮箱：jiangmingyuan@hcyjs.com

执业编号：S0360519100001

联系人：黄振华

电话：021-20572576

邮箱：huangzhenhua@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	42,571
已上市流通股(万股)	30,597
总市值(亿元)	46.83
流通市值(亿元)	33.66
资产负债率(%)	34.1
每股净资产(元)	3.9
12个月内最高/最低价	11.5/5.94

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《回天新材（300041）：从产品和应用维度看回天：原材料大幅涨价业绩逆势增长，多元布局致力长期发展》

2018-05-28

目录

一、高端胶粘剂加速进口替代，公司通信电子、轨道交通用胶业务迎来质变拐点	5
（一）标杆客户合作全面升级，通信电子用胶逐步放量	5
1、通信电子制造广泛应用，胶粘剂国产化加速推进	5
2、与华为展开全面合作，电子胶放量可期	7
（二）轨道交通呈现跨越式发展，公司与中车合作进入加速期	8
二、国内胶粘剂行业龙头，经营业绩稳步高增长	10
（一）四十二年成长积淀，占据胶粘剂市场领先地位	10
（二）经营业绩稳步高增长，研发费用持续高比例投入	12
1、战略客户结构改善，经营业绩持续增长	12
2、持续高比例研发投入，多项指标达到同行领先水平	14
三、主业胶粘剂受益原材料低位企稳，光伏背膜逐步放量盈利有望改善	16
（一）胶粘剂：行业持续增长，原材料低位企稳	16
1、胶粘剂行业概况：“工业味精”，应用领域广阔	16
2、胶粘剂行业供给端：行业集中度提高，国内龙头加速追赶	17
3、胶粘剂行业需求端：下游应用升级，传统领域需求稳定	18
4、胶粘剂行业成本端：原材料低位企稳，胶粘剂盈利改善	20
（二）光伏背膜：光伏行业消化政策冲击，公司背膜盈利有望改善	21
1、光伏背膜概况：太阳能电池组件背部支撑材料	22
2、光伏背膜行业供给端：背膜国产化大幅推进，氟膜进口替代空间大	23
3、光伏背膜行业需求端：光伏产业发展前景良好，背膜需求稳步增长	25
四、盈利预测、估值及投资评级	26
五、风险提示	26

图表目录

图表 1	手机中胶粘剂用途.....	5
图表 2	全球智能手机出货量及增速.....	6
图表 3	全球前五大手机品牌市占率.....	6
图表 4	手机用胶粘剂市场规模.....	6
图表 5	与华为对接用胶按胶种细分.....	7
图表 6	广州回天营业收入及增速.....	7
图表 7	广州回天净利润及增速.....	7
图表 8	轨道交通车辆胶粘剂用途.....	8
图表 9	高铁营业里程及增速.....	9
图表 10	动车组保有量及增速.....	9
图表 11	公司与中国中车合作进展.....	10
图表 12	回天新材历史沿革.....	10
图表 13	回天新材股权结构.....	11
图表 14	公司主要产品及用途.....	11
图表 15	回天新材主要产品产能.....	12
图表 16	公司营业收入及增速.....	13
图表 17	公司归母净利润及增速.....	13
图表 18	公司营业收入构成（分产品）.....	13
图表 19	公司营业收入构成（分应用领域）.....	13
图表 20	公司期间费用率.....	14
图表 21	公司毛利率和净利率.....	14
图表 22	公司分产品毛利率.....	14
图表 23	公司研发投入及占比.....	15
图表 24	公司研发费用率与同行对比.....	15
图表 25	公司部分核心自主知识产权.....	15
图表 26	公司部分科研成果.....	15
图表 27	胶粘剂产业链.....	16
图表 28	胶粘剂分类及应用领域.....	17
图表 29	胶粘剂行业竞争格局金字塔.....	17
图表 30	国内胶粘剂行业产量.....	18
图表 31	国内胶粘剂行业销售额.....	18
图表 32	国内胶粘剂龙头市占率变化.....	18

图表 33	国内胶粘剂行业消费量	19
图表 34	中国汽车产量及增速	19
图表 35	中国汽车销量及增速	19
图表 36	国内乘用车产量及增速	20
图表 37	国内商用车、客车产量及增速	20
图表 38	汽车领域胶粘剂用量预测	20
图表 39	胶粘剂主要原材料价格	21
图表 40	胶粘剂生产企业毛利率	21
图表 41	太阳能电池背膜产量及增速	22
图表 42	太阳能电池背膜销量及增速	22
图表 43	晶硅太阳能电池产业链图	22
图表 44	晶体硅太阳能电池组件结构	23
图表 45	太阳能光伏电池背板结构	23
图表 46	背膜按制作工艺分类	23
图表 47	部分太阳能光伏背膜生产企业	24
图表 48	国产太阳能背板市场占有率情况	24
图表 49	氟膜材料对比	25
图表 50	全球光伏发电新增及累计装机容量	25
图表 51	2019-2025 年全球光伏新增装机容量预测	25
图表 52	国内光伏发电新增及累计装机容量	26
图表 53	2019-2025 年国内光伏新增装机容量预测	26
图表 54	可比公司财务指标	26

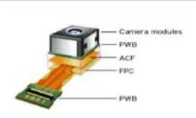
一、高端胶粘剂加速进口替代，公司通信电子、轨道交通用胶业务迎来质变拐点

（一）标杆客户合作全面升级，通信电子用胶逐步放量

1、通信电子制造广泛应用，胶粘剂国产化加速推进

为实现手机无间隙和扁平薄的外观点，手机组装过程中越来越多采用胶粘剂进行粘接、贴合组件。胶粘剂在手机制造应用广泛，包括芯片粘接、结构组装、摄像头、外壳、边框，甚至 LOGO 等，涉及到胶粘剂品种亦比较多，大类包括有机硅胶、环氧树脂胶、厌氧胶、UV 胶等。

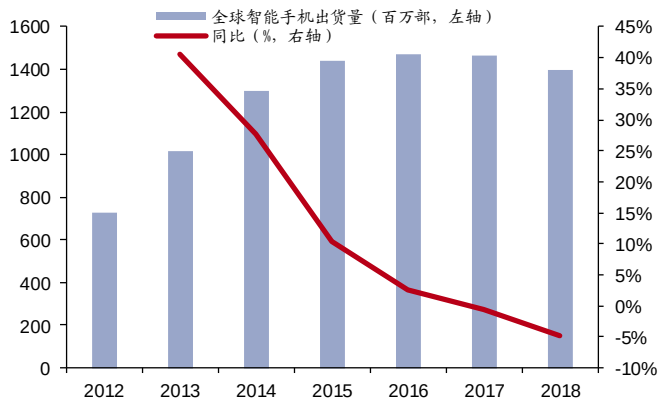
图表 1 手机中胶粘剂用途

胶粘剂用处	胶粘剂种类	图示
主板：芯片粘接、灌封、散热；电池的粘合；主板上零部件的粘合等	环氧胶黏剂、导热导电胶、有机硅胶黏剂、点焊胶、UV 胶、丙烯酸胶黏剂	
壳体粘接	聚氨酯热熔胶、丙烯酸树脂胶黏剂、反应型热熔胶	
屏幕和边框	聚氨酯热熔胶、UV 胶、反应型热熔胶、丙烯酸胶黏剂、耐高温胶黏剂	
LOGO	热熔压敏胶、有机硅胶黏剂、不干胶、丙烯酸树脂胶黏剂	
摄像头固定	UV 胶、OCA 光学胶	
侧按键粘合（音量键、开关机键）	UV 胶、快干胶	
FPC 天线与机壳粘合（手机天线与壳体的粘接）	不干胶、UV 胶、压敏胶	
摄像模组用胶（摄像模组上在 Holder 与 FPC 之间，FPC 弯折区域）	UV 胶、快干胶、环氧树脂胶、有机硅胶黏剂	
音腔盒盖子用胶（手机中音腔盒的盖子）	UV 胶、瞬干胶、热熔胶、环氧树脂胶、有机硅胶黏剂	
马达连线用胶（手机扁平式马达连线固定）	丙烯酸树脂胶黏剂环氧树脂胶黏剂	

资料来源：凯恩新材料公众号，华创证券

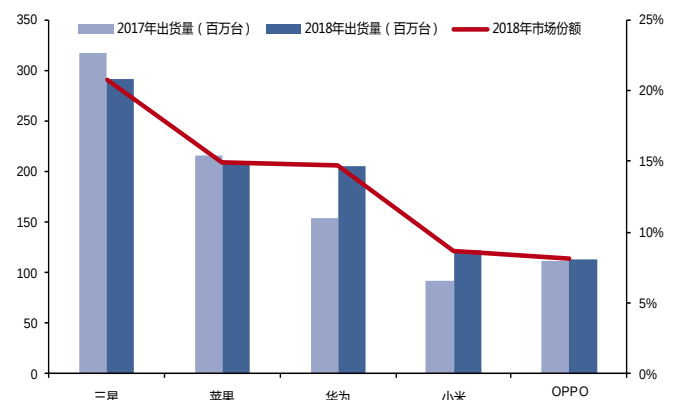
受全球经济下滑、中国等成熟智能手机市场普及率提升等因素影响，2018 年全球智能手机出货量同比略有下降，未来智能手机市场在地域渗透差异及 5G/折叠屏等创新技术驱动下具有较大的发展空间，IDC 预测 2023 年全球智能手机出货量将达 15.20 亿台。智能手机呈现行业集中度不断提高的发展特点，国内品牌在全球及新兴智能手机市场占有率显著提升；在全球市场，国内品牌华为、小米、OPPO 三家企业智能手机出货量占比由 2017 年的 24.4% 升至 2018 年的 31.5%，其中华为占比仅与第二大品牌苹果相差 0.2%。

图表 2 全球智能手机出货量及增速



资料来源：IDC，华创证券

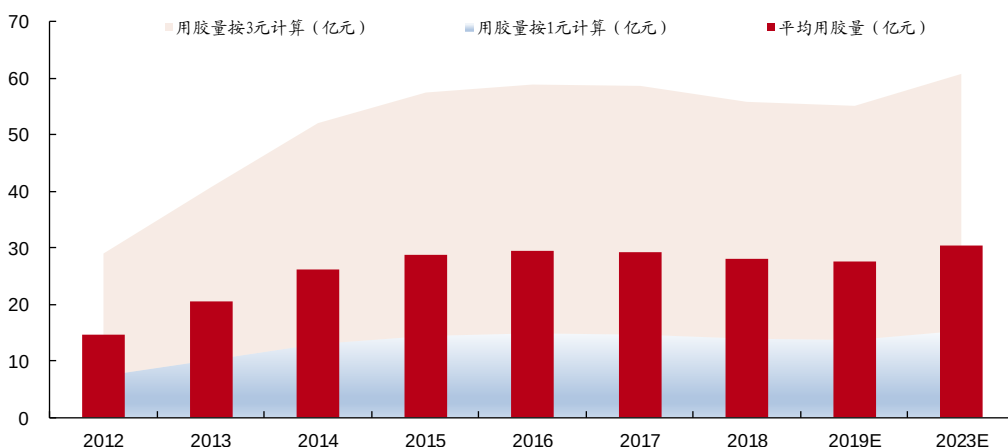
图表 3 全球前五大手机品牌市占率



资料来源：IDC，华创证券

根据我们草根调研了解到：平均每个手机高端胶粘剂用量金额 1-3 元左右，5G 商用后平均用量有望增长至 8-10 元。按照平均用量 2 元/部估算，2018 年全球智能手机出货量 13.95 亿部，对应手机用胶粘剂市场空间约 28 亿元。受贸易摩擦影响，以华为为代表的优秀国内品牌企业供应链国产化趋势日益明显，为国内胶粘剂制造企业的发展创造有利条件。华为市场份额稳步提升，2018 年华为智能手机出货量突破 2 亿部，预计 2019 年出货量将达到 2.7 亿部，对应手机用胶粘剂市场规模约 5.5 亿元。

图表 4 手机用胶粘剂市场规模



资料来源：草根调研，华创证券预测

此外，通信电子用胶粘剂还应用于 LED、电路板、显示器零部件等领域，5G 商用后基站中导热材料、密封胶用量将大幅增加。从整体市场来看，通信电子用胶粘剂市场规模约 80 亿元，华为年用胶量近 30 亿元。

2、与华为展开全面合作，电子胶放量可期

在客户开拓方面，2019 年以前公司电子电器用胶（不含 LED）主要客户有 Dell 电脑、美的电器、格兰仕等国内制造商，但总体量较小。公司与华为合作全面升级标志着公司通信电子用胶业务迎来质变拐点，公司 2017 年导入华为配套供货，虽多项产品测试通过且进入华为资源池，但年销售额始终在千万元左右；贸易摩擦背景下，公司与华为合作全面升级，2019 年 7 月公司专门成立通信事业部服务华为项目，目前对接用胶达到 50 款，开始供货 PUR、5G 电源、手机组装等用胶。

2019 年 5 月前公司与华为对接合作产品仅有 14 种，四个月时间不到目前对接合作产品已提升到 50 余款，足以证明华为进行关键材料国产化的决心；过去华为高端胶粘剂主要向陶氏、道康宁、3M 等海外龙头采购，未来有望逐步国产化。2019 年前公司在华为每年销售额近千万元，2019 年有望达到 4000 万元，一旦放量未来将会是由千万级销量实现数倍增长；而且公司实现在华为的放量，客户也将逐步拓展至其他通信电子生产商。

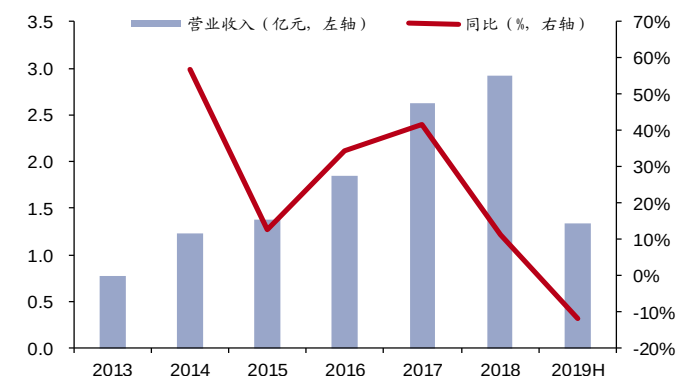
图表 5 与华为对接用胶按胶种细分

胶种	对接品种数量
有机硅	21
PUR 手持	3
聚氨酯	3
丙烯酸酯	2
导热材料	3
环氧	2
三防	2
MS 胶	2
导热硅脂	2
合计	40

资料来源：草根调研，华创证券 注：截止 2019 年 8 月，目前对接用胶已达 50 款

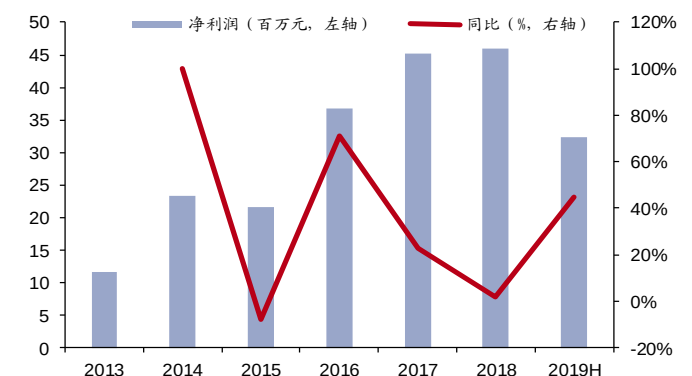
公司电子电器用胶的生产主要在广州回天进行，便于服务珠三角地区的重点客户。2019 年上半年广州回天营业收入 1.33 亿元，同比下滑 11.78%；净利润 3235.76 万元，同比增长 44.69%；广州回天净利润大幅增长主要受益华为等客户进入加速期，客户结构显著改善。根据我们草根调研了解到：华为等客户整体毛利率超过 40%，增加 1 亿元销售将增厚公司毛利 4000 万以上。

图表 6 广州回天营业收入及增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 7 广州回天净利润及增速



资料来源：Wind，华创证券

（二）轨道交通呈现跨越式发展，公司与中车合作进入加速期

胶粘剂依靠其独特优异的功能及作用，在轨道交通领域得到广泛的应用。胶粘剂可以实现同种和异种材料（包括金属与非金属）的连接，解决其他工艺方法（如焊、铆等）难以实现的连接。施工通常在常温下进行，可有效消除零部件因受热产生变形、应力集中等工艺缺陷。

轨道车辆制造根据设计时速、运行地域、运行环境的不同，对胶黏剂的选择方面有一定差异，在满足车身设计功能、可靠性、安全性等要求的基础上，施胶的工艺性也有较高要求，从转向架制造、车体加工、零部件制造及总装工序，轨道车辆制造过程使用的胶黏剂包含了厌氧胶（螺纹锁固胶、管螺纹密封胶等）、有机硅密封胶、聚氨酯胶黏剂（单组份和双组份）、丙烯酸酯结构胶、环氧结构胶、硅烷改性粘接密封胶、氯丁胶、乳液胶、热熔胶等系列胶黏剂以及配套产品。

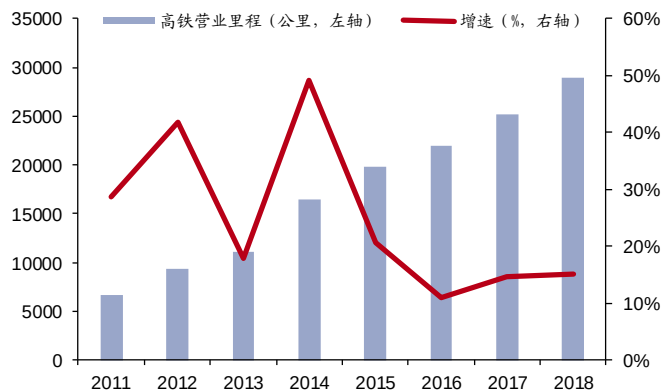
图表 8 轨道交通车辆胶粘剂用途

胶粘剂用途	胶粘剂种类	图示
弹性胶粘，司机室前挡风玻璃、侧窗玻璃、地板、车顶和侧墙板	以 PU 为主	
弹性密封，门边、头罩、车下、贯通道、车下焊缝、门缝、车内焊缝和座椅、内门槛及电器柜的密封	主要以 PU、MS 为主	
结构粘接，地板上减震座的粘接、墙板顶板的加强筋的粘接；铝蜂窝板的粘接；地板布的粘接；	主要是甲基丙烯酸酯、双组份环氧、双组份聚氨酯、双组份改性硅烷	
碳钢紧固件的防松、管螺纹的密封	螺纹锁固剂	
防电化学腐蚀，车内不锈钢支架与车体的连接，车下线槽与车体的连接	丁基胶	
定位垫块、窗边胶条、座椅胶条等粘接	瞬干胶	
车顶板与骨架之间的减震条，墙板顶板之间的搭扣的粘接、广告框的粘接	压敏胶	
封堵胶黏剂：进线、管口的封堵	封堵胶	

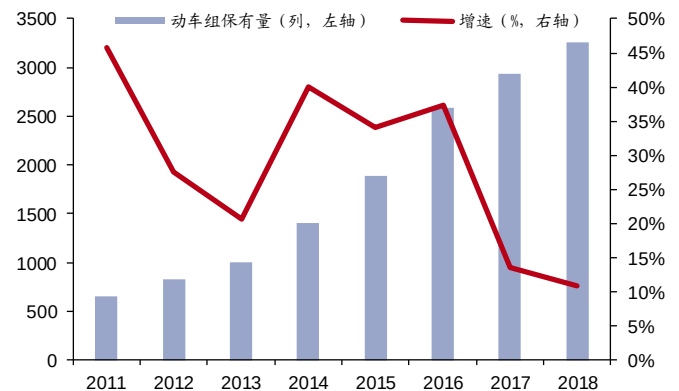
资料来源：2018 年胶粘剂行业发展会议中国中车报告，华创证券

近年来，我国轨道交通步入高速发展期。2018 年全国铁路行业固定资产投资完成 8028 亿元，投产新线 4683 公里。到 2018 年底，全国铁路营业里程达 13.1 万公里，其中高速铁路 2.9 万公里以上，比上年增长 15.08%。根据铁路总公司年初的工作会议，2019 年全国铁路固定资产投资仍将保持强度规模，确保投产新线 6800 公里，其中高铁 3200 公里，预计 2019 年铁路投资仍将维持 8000 亿元以上水平。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。

随着轨道交通工业的高速发展，对列车的安全舒适性、整车气密性、环保健康标准等要求越来越高，胶粘剂性能改善的同时，单位胶粘剂用量也将增加，预计 2020 年轨道交通用胶需求将达数亿元。

图表 9 高铁营业里程及增速


资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 动车组保有量及增速


资料来源: Wind, 华创证券

公司 2017 年 3 月组件南北车新材料有限公司，专门从事轨道交通行业客户的开发。公司自涉足轨道交通应用领域以来，轨道交通车辆装配用胶中标多家主机厂高铁、城轨项目订单，在替代进口的国产胶粘剂中排序领先，轨道交通零部件、复合材料、工程机械及通用工业设备等细分行业用胶供货份额呈现不同程度增长。

我国轨道车辆制造集中度高，轨道车辆的制造大部分集中在中国中车的六大主机厂进行，由于技术难度大、工艺复杂，又因为车型和使用地域的差异，选胶用胶方面也提出了较高要求。中国中车是公司在轨道交通领域的标杆客户，截至 2018 年 12 月，公司取得中车旗下六大主机厂的供应商资质。回天新材历经中车近两年的周期运行试验，回天新品“特种粘接胶”在与多家国际胶粘剂巨头和 20 余家国外品牌的竞争中脱颖而出，全面达成所有指标，2019 年 8 月拿到中车集团某车型新项目五成的订单，年增加业绩贡献超过 5000 万元，在该工程项目中实现了采用国内产品的“零突破”。

图表 11 公司与中国中车合作进展



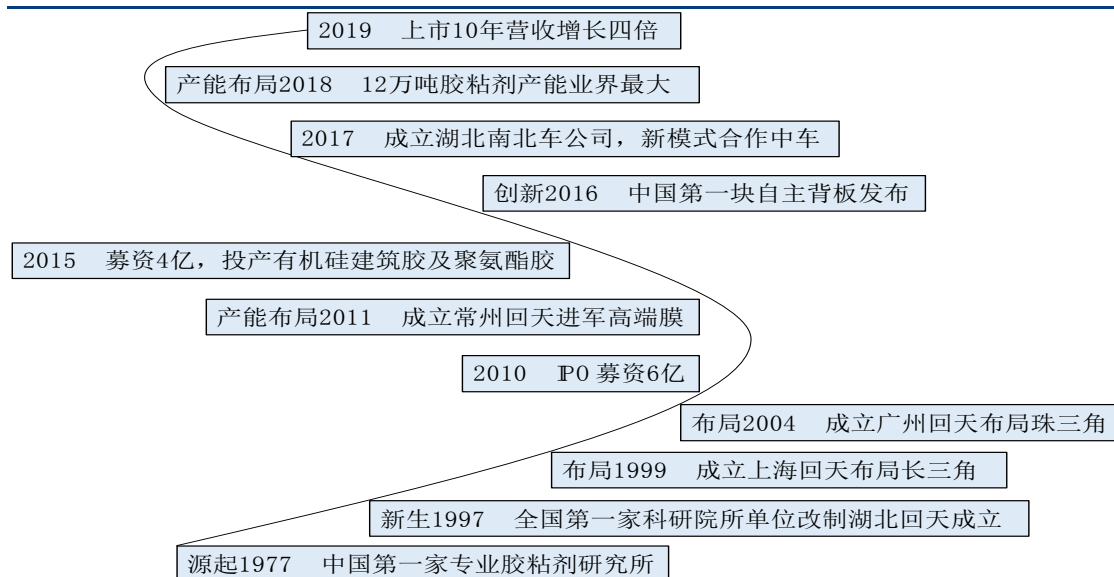
资料来源：公司公告，草根调研，华创证券

二、国内胶粘剂行业龙头，经营业绩稳步高增长

（一）四十二年成长积淀，占据胶粘剂市场领先地位

回天新材成立于1977年，公司是一家从事胶粘剂和新材料研发、生产和销售的高新技术企业，是目前国内工程胶粘剂、汽车后市场化学品、光伏背膜主要供应商之一。公司前身是国内较早期从事胶粘剂研发的科研单位，1997年改制湖北回天成立，主要生产汽车、轨道交通用胶黏剂以及包装和建筑用胶黏剂；1999年成立上海回天布局长三角；2004年成立广州回天布局珠三角；2011年成立常州回天进军高端膜；2017年成立南北车新材料公司，与中国中车展开新模式合作。在贸易摩擦影响下，公司高端胶粘剂加速进口替代，发展迎来新机遇。

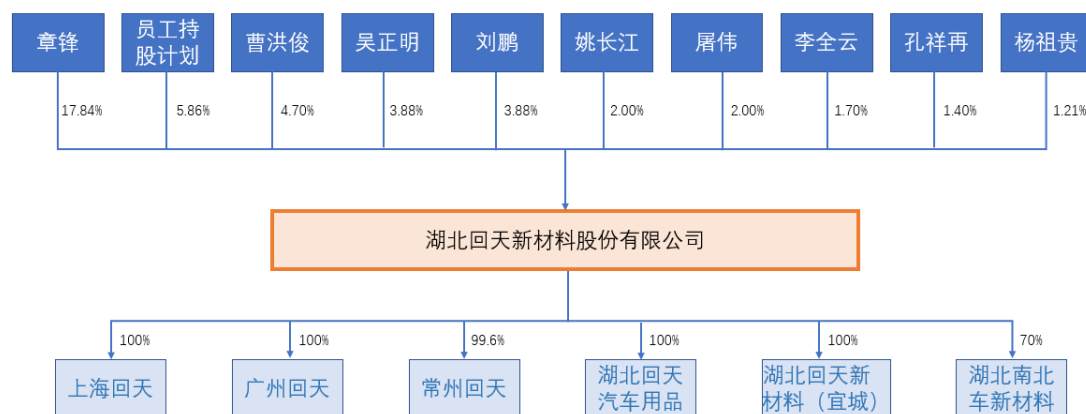
图表 12 回天新材历史沿革



资料来源：公司官网，华创证券

公司第一大股东为章锋董事长，其持有公司 17.84%股份；此外，公司第一期员工持股计划持有 5.86%股份。公司拥有六家主要子公司，上海回天、广州回天、湖北回天新材料（宜城）和湖北南北车新材料的主营业务为胶粘剂，湖北回天汽车用品主要对汽车后市场业务进行展开，常州回天主要从事太阳能电池背膜的研发与生产。

图表 13 回天新材股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

公司目前主营产品涵盖有机硅胶、聚氨酯胶等工程胶粘剂及太阳能电池背膜，产品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。

图表 14 公司主要产品及用途

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结密封等。
	双组份加成型有机硅胶	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。其中 PUR 热熔胶广泛应用于手持设备、家电、木材、纺织、汽车制造等领域。
	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结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。
	电子灌封环氧胶	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：公司公告，华创证券

公司目前拥有有机硅胶、聚氨酯胶和其他胶类产品产能分别为 5 万吨/年、3 万吨/年、0.5 万吨/年，太阳能电池背膜和氟膜产能分别为 5000 万 m²/年、900 万 m²/年。宜城基地在建有年产 2 万吨聚氨酯胶粘剂项目及年产 1 万吨车辆用新材料项目，预计 2019 年底投产。

图表 15 回天新材主要产品产能

	产品	产能
现有产能	有机硅胶（万吨/年）	5
	聚氨酯胶（万吨/年）	3
	其他胶类（万吨/年）	0.5
	太阳能电池背膜（万平方米/年）	5000
	氟膜（万平方米/年）	900
新增产能	聚氨酯胶粘剂（万吨/年）	2
	车辆用新材料（万吨/年）	1

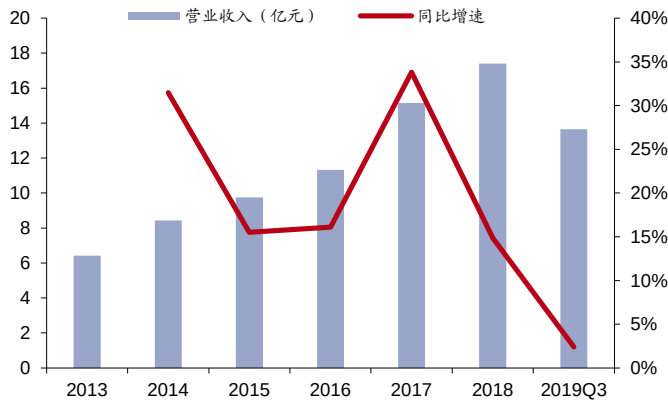
资料来源：公司公告，华创证券

（二）经营业绩稳步高增长，研发费用持续高比例投入

1、战略客户结构改善，经营业绩持续增长

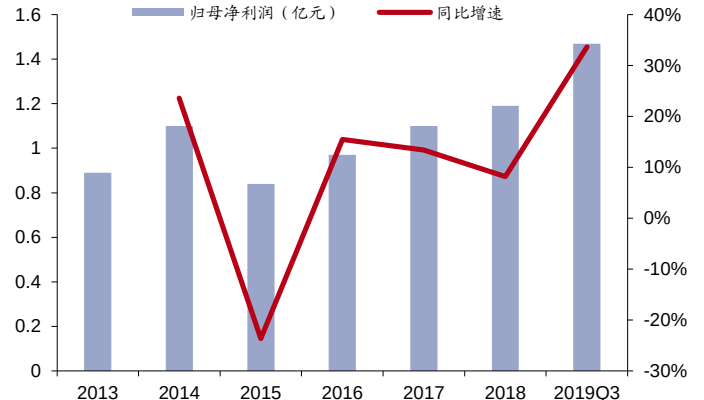
近年来公司营业收入、归母净利润保持稳定增长，2019 年前三季度营业收入 13.65 亿元，同比增长 2.40%；归母净利润 1.47 亿元，同比增长 33.64%。扣非后归母净利润 1.38 亿元，同比增长 45.84%。公司前三季度业绩增长主要受益于：（1）**原材料价格回落**，公司产品原材料占生产成本的 80%以上，2018 Q4 以来大部分主要原材料价格开始大幅回落，并在低位逐步企稳；（2）**现有产能有序释放**，胶粘剂产量、产值保持增长；（3）**客户结构显著改善**，高附加值产品逐步放量。

图表 16 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

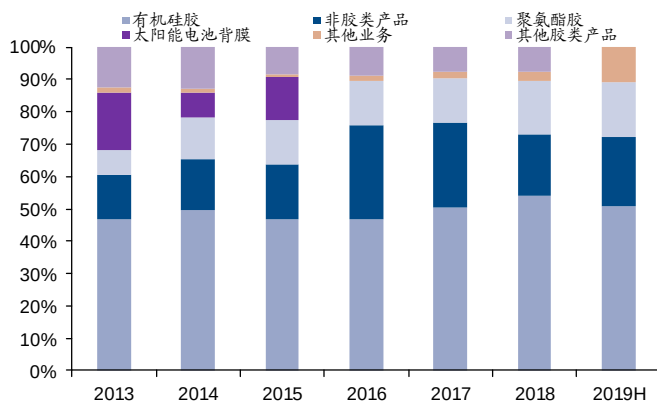
图表 17 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

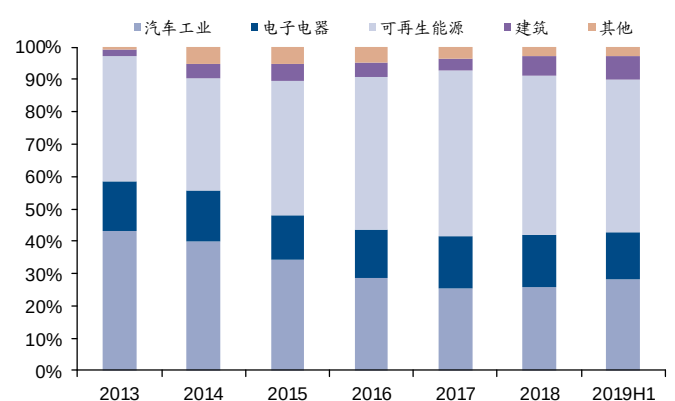
有机硅胶仍是公司营业收入占比最大的产品,聚氨酯胶营业收入占比有所提升。2019 年上半年有机硅胶营业收入 4.45 亿元,占营业总收入的 50.77%,同比下滑 12.09%;聚氨酯胶营业收入 1.47 亿元,占营业总收入的 16.71%,同比增长 3.39%。从应用领域来看,公司实现多领域战略布局,2019 年上半年可再生能源、汽车工业、电子电器应用领域营业收入占比分别为 47.14%、28.27%、14.50%。

图表 18 公司营业收入构成(分产品)



资料来源: Wind, 华创证券

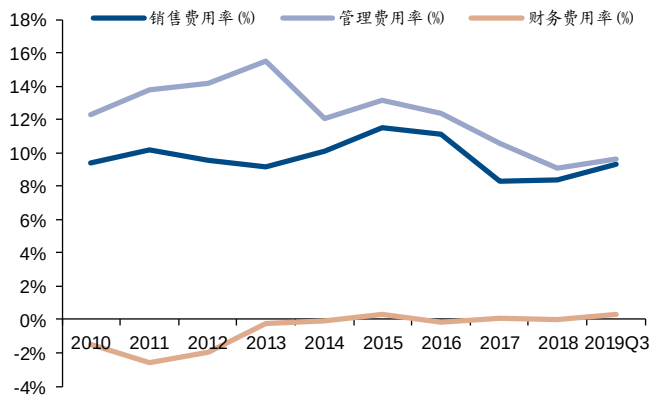
图表 19 公司营业收入构成(分应用领域)



资料来源: Wind, 华创证券

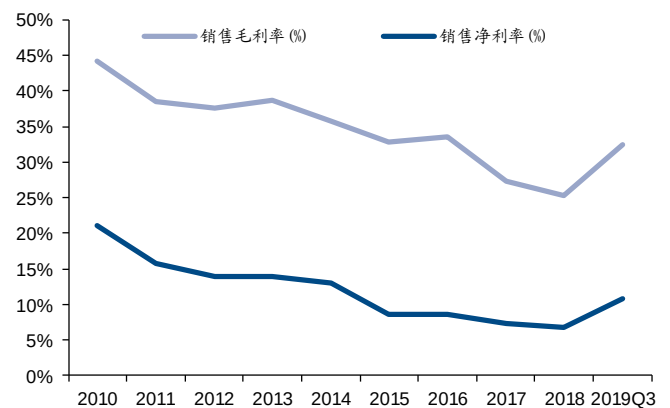
为布局未来市场经营,公司加大研发投入、人才引进成本略有提升,导致公司期间费用有所增长。2019 年前三季度公司期间费用合计 2.63 亿元,期间费用率 4.10%,同比增加 4.10pct;其中销售费用率、管理费用率、财务费用率同比增加 2.22pct、1.72pct、0.16pct 至 9.35%、9.66%、0.29%。随着上游原材料价格回落,公司客户结构持续优化,产品毛利率明显提升;2019 年前三季度公司销售毛利率和销售净利率分别为 32.48%、10.78%,同比增加 8.19pct、2.49pct。

图表 20 公司期间费用率



资料来源: Wind, 华创证券 注: 管理费用含研发费用

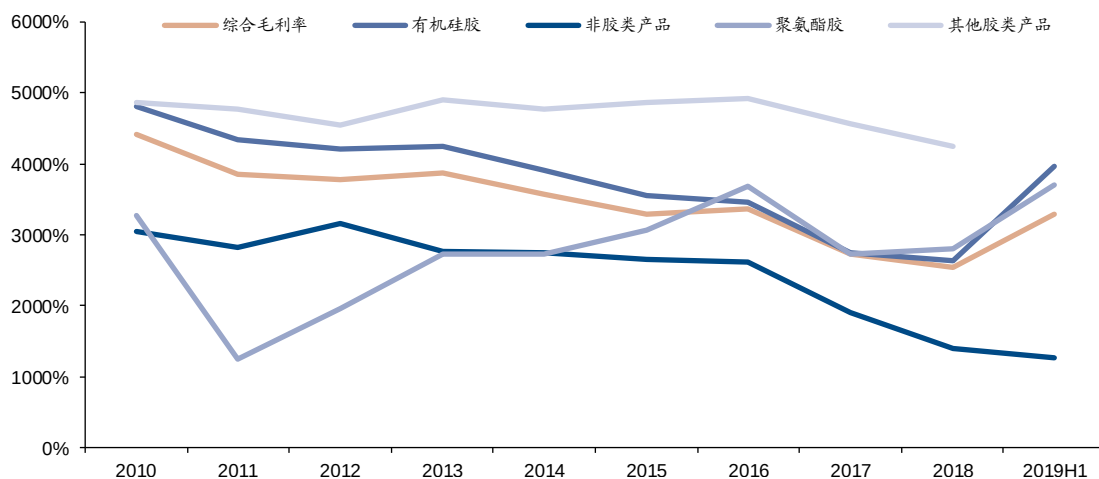
图表 21 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华创证券

公司两大胶类产品有机硅胶和聚氨酯胶的毛利率逐月回升, 毛利率提升 10%-15%; 2019 年上半年有机硅胶、聚氨酯胶毛利率分别为 39.59%、36.97%, 同比增加 14.71pct、10.68pct。

图表 22 公司分产品毛利率

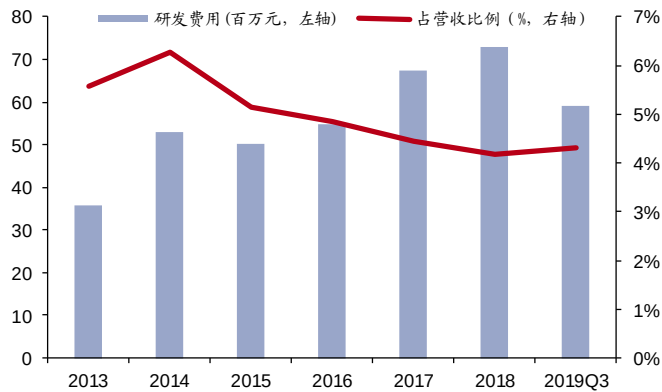


资料来源: Wind, 华创证券

2、持续高比例研发投入, 多项指标达到同行领先水平

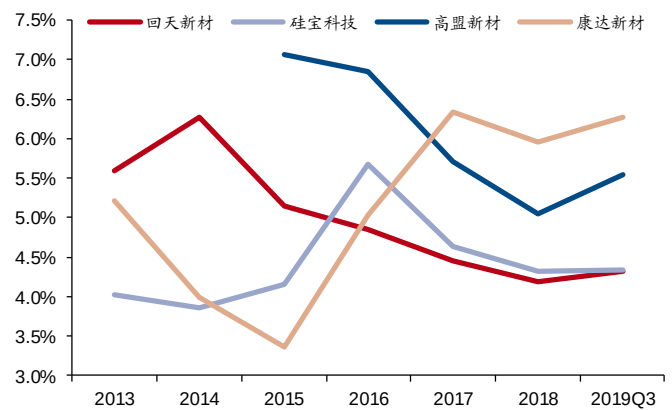
公司始终把自主创新和技术研发放在首位, 截止 2019 年上半年, 公司研发人员共 173 人, 占总人数的 15%。公司近三年的研发投入 5483.96 万元、6740.47 万元、7281.29 万元, 每年的研发投入占营业收入比重 5%左右; 2019 年前三季度公司研发投入 5897.93 万元, 占营业收入比例为 4.32%。公司不断增加研发投入, 实现技术持续升级, 促进公司产品结构持续优化, 通过研发优化调整配方、原材料标准规范和自产替代, 有效降低产品成本。

图表 23 公司研发投入及占比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 公司研发费用率与同行对比



资料来源: Wind, 华创证券

目前, 回天新材已自主研发并取得了多项核心技术, 车身结构胶 7130、高导热 5G 硅凝胶、单组份聚氨酯免底涂玻璃胶、复合材料粘接用结构胶等达到国际先进水平, 填补国内空白。截至 2019 年 6 月 30 日, 公司及子公司拥有 141 项授权专利权, 其中发明专利 63 项、实用新型专利 63 项、外观设计专利 15 项, 并已获受理发明专利 61 项。

图表 25 公司部分核心自主知识产权

序号	核心自主知识产权	国际国内先进性
1	高铁车顶“防电弧涂层”技术	国内首例, 国际一流
2	车身结构胶 7130	国内领先水平, 填补国内空白
3	高导热 5G 硅凝胶	国内领先, 国际先进, 填补国内空白
4	单组份聚氨酯免底涂玻璃胶	国内领先, 国际先进, 填补国内空白
5	叠瓦导电银胶	国内领先水平
6	复合材料粘接用结构胶	国内领先, 国际先进, 填补国内空白
7	8656 双组份高导热聚氨酯结构胶(电池用胶)	国内领先, 国际先进, 填补国内空白

资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 26 公司部分科研成果

专利数量中国同行领先	多项重量级科研成果	参与多项国标行标制定
截止2019年6月, 公司拥有专利共141项, 其中: - 发明专利63项, 实用新型63项, 外观设计15项; - 并已获受理发明专利61项。	2项“国家重点新产品”、4项“国家级火炬计划项目”、5项省级科技研究、27项通过省级技术鉴定 - 国家级科技进步奖、湖北省科技创新企业奖、专利金奖等13项政府科技奖励	- 参与起草、修订15项国家和行业标准, 是胶粘剂术语、厌氧胶粘剂、有机硅密封胶、丙烯酸酯胶、太阳能光伏背板覆膜胶等六项国家/行业标准的主要起草单位 - 受邀参与起草“预涂厌氧胶”《国际标准》

资料来源: 公司公告, 华创证券

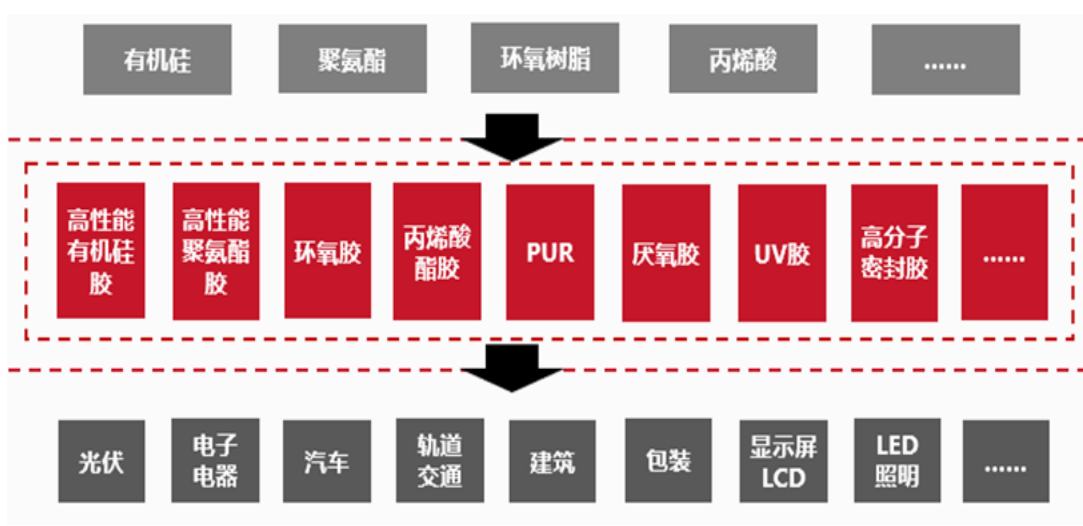
三、主业胶粘剂受益原材料低位企稳，光伏背膜逐步放量盈利有望改善

（一）胶粘剂：行业持续增长，原材料低位企稳

1、胶粘剂行业概况：“工业味精”，应用领域广阔

胶粘剂指通过粘合作用，能使被粘物结合在一起的物质，被称为“工业味精”，广泛应用于军工、航天、高铁、汽车、电子电器、建筑、环保等各个行业，对关键器件起着粘接、密封、防腐等重要作用，被称为装备制造业“皇冠上的明珠”。通过以粘代焊、以粘代铆、以粘代键，可以有效实现产品重量减轻、密封性提升和生产效率提高。从胶粘剂下游细分市场看，公司所涉足的新能源、电子电器、汽车、工程、轨道交通、建筑均是高速成长的风口行业，各细分配套市场均进入高速成长期，需求空间广阔。

图表 27 胶粘剂产业链

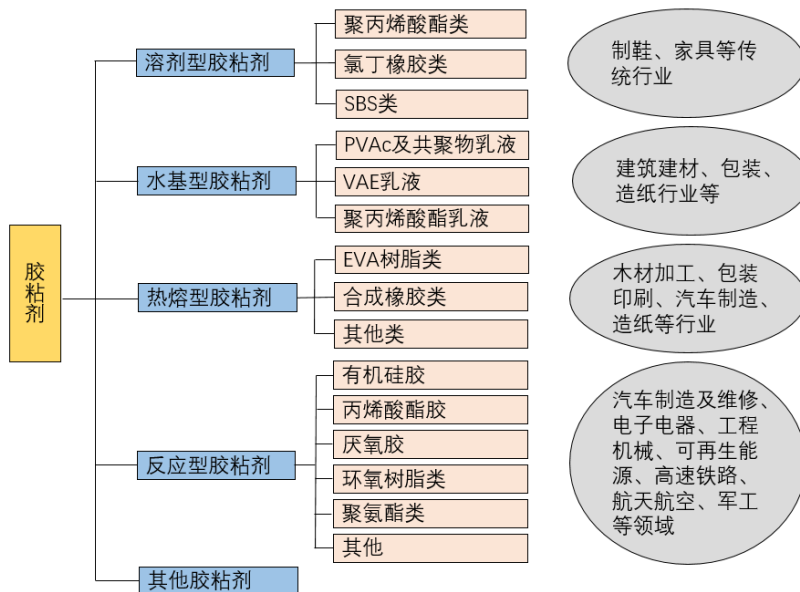


资料来源：公司公告，华创证券

胶粘剂种类繁多，分类方法各不相同，常见的分类方法有三种：

- （1）根据其性能可以分为：胶粘剂和密封胶。凡具有优良的粘合性能，应用于物体之间主要起到粘结功能的胶粘物质称为胶粘剂；主要起到密封性能的胶粘物质称为密封胶；
- （2）根据固化方式不同可以分为：溶剂型胶粘剂、水基型胶粘剂、热熔型胶粘剂、反应型胶粘剂等几大类。
- （3）根据化学成分不同可以分为：有机硅胶粘剂、环氧树脂类胶粘剂、丙烯酸类胶粘剂、聚氨酯类胶粘剂、合成橡胶类胶粘剂等几大类；

图表 28 胶粘剂分类及应用领域

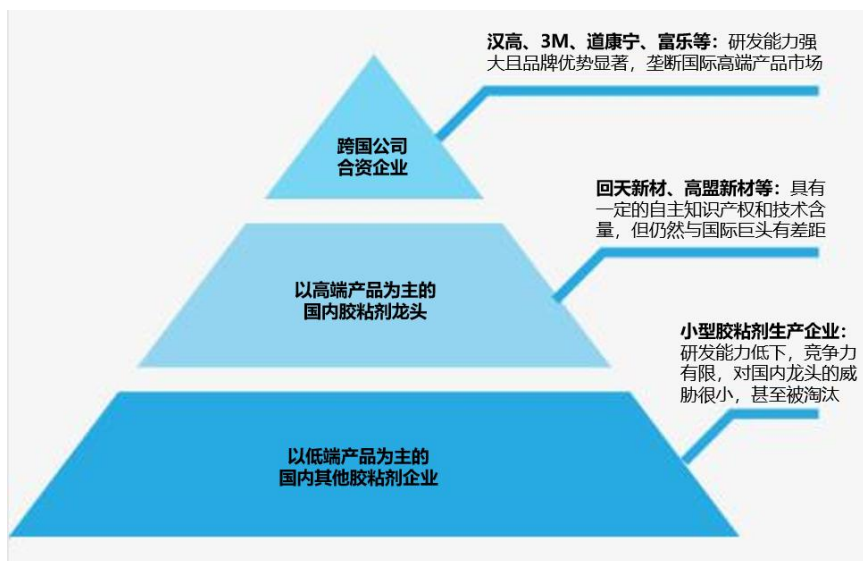


资料来源：公司招股说明书，华创证券

2、胶粘剂行业供给端：行业集中度提高，国内龙头加速追赶

我国胶粘剂行业呈现金字塔格局。汉高、道康宁、西卡、富乐等知名胶粘剂企业凭借其强大的研发能力和品牌优势，通过在国内建立合资企业或生产基地降低生产成本，在市场占有率和技术研发上占有明显的竞争优势，处在金字塔的顶部；以回天新材为代表的少数掌握工程胶粘剂自主知识产权的国内企业主要生产技术含量和利润率较高的产品，处在行业金字塔的中上部；以低端产品为主的国内其他胶粘剂生产企业研发能力低下，竞争力有限，处在行业金字塔的底部。

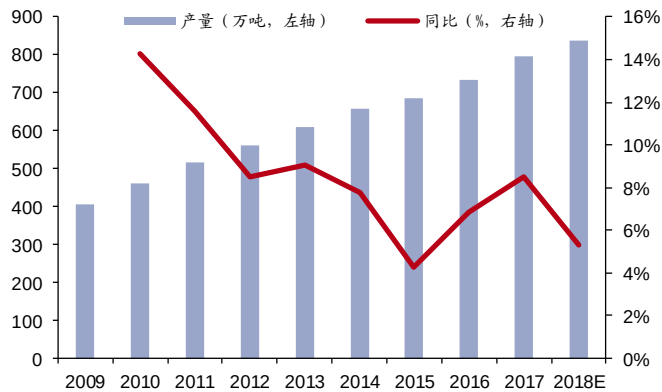
图表 29 胶粘剂行业竞争格局金字塔



资料来源：公司招股说明书，华创证券

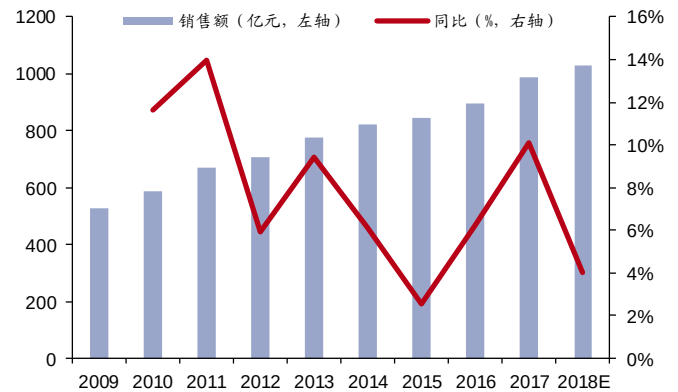
国内胶粘剂行业目前仍处于增长趋势,但增速有所放缓。2018 年中国胶粘剂行业产量达到 838.3 万吨,同比增长 5.3%;行业销售额约 1000 亿元,同比增长 4.0%。

图表 30 国内胶粘剂行业产量



资料来源：胶粘剂和胶粘带工业协会，华创证券

图表 31 国内胶粘剂行业销售额



资料来源：胶粘剂和胶粘带工业协会，华创证券

我国胶粘剂市场一直以来以中小企业为主,但市场集中度在不断提高。我们统计了国内胶粘剂龙头企业市占率(销售额占比)的情况,回天新材、集泰股份、硅宝科技市占率分别从 2014 年的 0.93%、0.48%、0.58%提升至 2018 年的 1.65%、0.69%、0.68%。从行业发展情况来看,国内胶粘剂企业 3500 多家,但年收入达到 5000 万的不足百家;随着用户对胶粘剂产品质量、性能和环保节能要求的日益提高,市场竞争日趋激烈,低端胶粘剂产品利润趋薄,一些技术水平落后、缺乏自主创新能力、高污染、高能耗的小型生产企业将被淘汰。而国内以回天新材为代表的行业龙头收入规模仅 17 亿元左右,胶粘剂市场份额 2%不到,未来仍有较大提升空间。

图表 32 国内胶粘剂龙头市占率变化

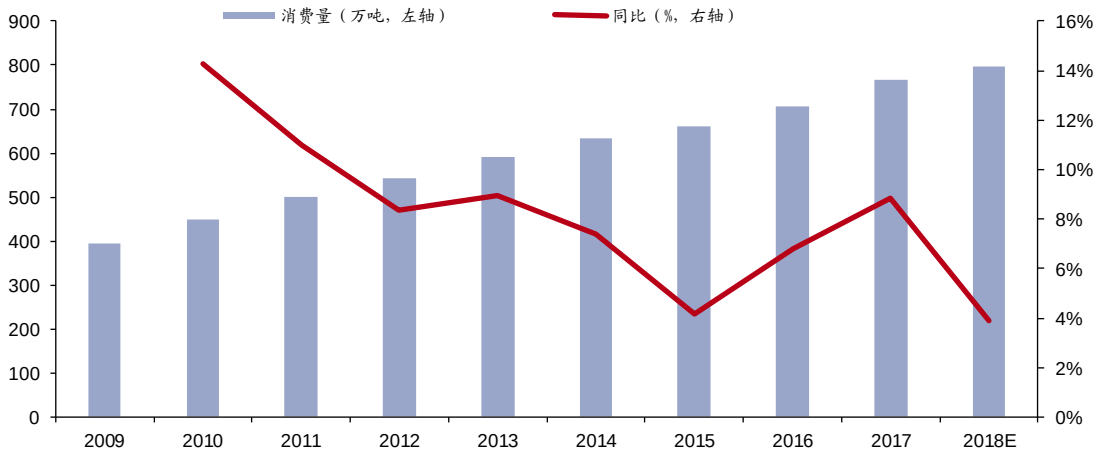
公司	2014	2015	2016	2017	2018
回天新材	0.93%	0.99%	1.24%	1.51%	1.65%
集泰股份	0.48%	0.46%	0.46%	0.55%	0.69%
硅宝科技	0.58%	0.62%	0.57%	0.56%	0.68%
高盟新材	0.61%	0.56%	0.55%	0.59%	0.60%
康达新材	0.61%	0.81%	0.61%	0.52%	0.60%

资料来源：Wind，华创证券

3、胶粘剂行业需求端：下游应用升级，传统领域需求稳定

我国胶粘剂行业发展进入“新常态”，市场整体需求增速放缓。2018 年我国胶粘剂行业消费量 797.4 万吨,同比增长 3.87%。未来高铁、城市轨道交通、汽车轻量化、工业装配自动化、住宅产业化、智能终端设备、航天航空、手持设备及显示器、绿色包装材料等新兴市场的快速崛起,将推动行业配套胶粘剂产品需求增长。高要求、高标准、高附加值的新兴市场,促进企业进行科技创新及产品结构优化升级,进而带动产品质量和档次的提高。

图表 33 国内胶粘剂行业消费量

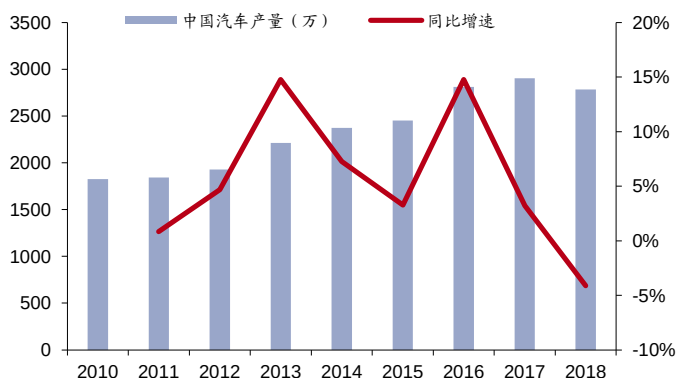


资料来源：胶粘剂和胶粘带工业协会，华创证券

从应用维度看，公司胶粘剂主要应用在新能源、汽车、轨道交通、电子电器等领域。其中新能源领域主要是风电叶片用胶、新能源电池用胶等，汽车领域主要是汽车整车/维修用胶，电子领域包括 LED 电子胶、电器用胶等。本报告第一部分着重介绍了电子通信和轨道交通的情况，在该部分不再赘述，本部分主要介绍汽车领域的应用情况。在汽车应用领域，公司目前已成为宇通客车用胶的第一供应商，车窗玻璃密封将占有 60% 以上份额。公司完成了对东风日产聚氨酯挡风玻璃胶重复、碰撞试验，产品技术获得突破并获得认可，这也将在线合资汽车厂商中产生较强的示范效应。目前已经实现对东风日产三大生产基地全面批量供货，成功替代进口胶。欧辉、中通、金龙、安凯客车、日产、众泰乘用车等已有优质客户的供货份额进一步提升，公司不断发掘新客户，进一步中标神龙、北汽、比亚迪等一大批优质客户订单，乘用车国产、合资品牌稳步前进，未来发展潜力巨大。

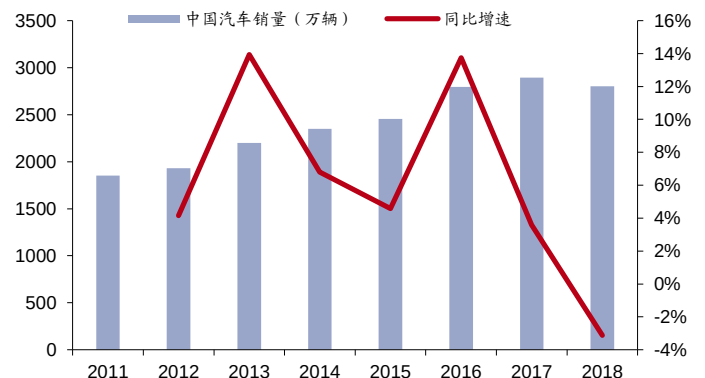
2018 年我国汽车产销量分别为 2781.90 万辆和 2803.89 万辆，分别同比下降 4.1% 和 3.1%，我国汽车产销量虽然有所下滑，但仍然保持较高存量。据《全球汽车胶粘剂市场 2020 年展望》统计，2015 年全球汽车胶粘剂市场规模为 37.4 亿美元，至 2020 年将达到 55.6 亿美元，年复合增长率为 8.2%，其中客车是当前汽车胶粘剂市场应用的主流车型。

图表 34 中国汽车产量及增速



资料来源：Wind，华创证券

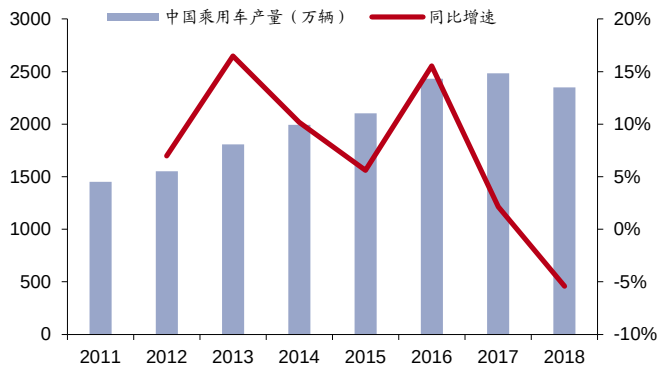
图表 35 中国汽车销量及增速



资料来源：Wind，华创证券

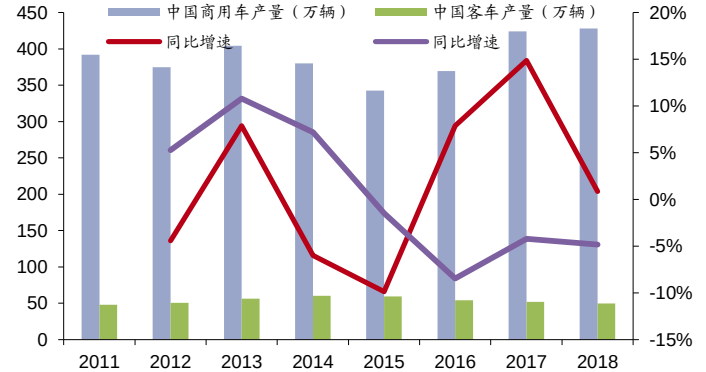
近年来国内乘用车实现稳步增长，2018 年实现产量 2348.87 万辆。国内商用车和客车产量 2018 年分别完成 427.89 万辆和 49.53 万辆。

图表 36 国内乘用车产量及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 国内商用车、客车产量及增速



资料来源: Wind, 华创证券

据中国产业信息网统计,在汽车整车制造用胶方面,有机硅胶平均用量为 300g/辆,聚氨酯胶平均用量为 900g/辆,丙烯酸酯为 66g/辆,厌氧胶为 120g/辆;在汽车维修用胶方面,有机硅胶平均用量为 60g/辆,聚氨酯胶为 40g/辆。

图表 38 汽车领域胶粘剂用量预测

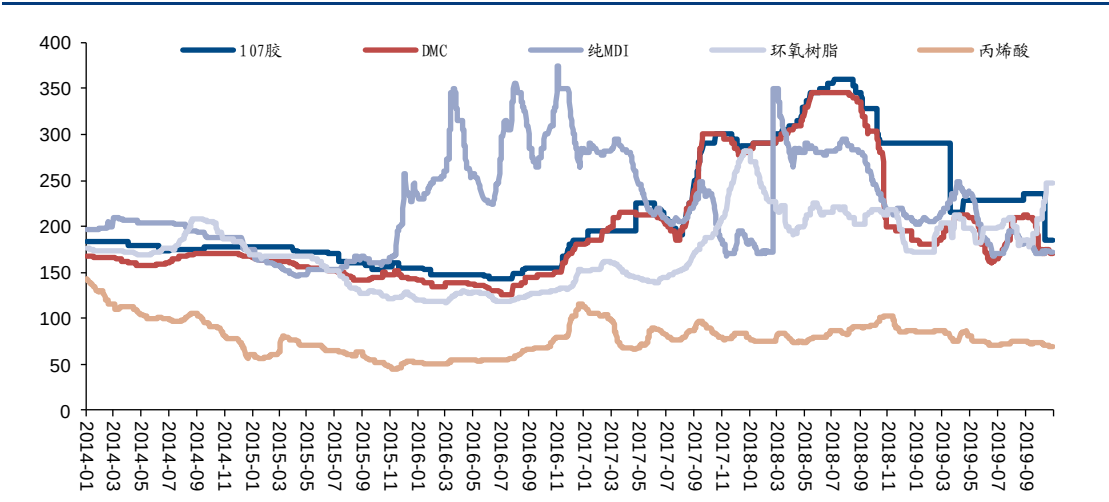
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
汽车产量 (万辆)	1927.18	2211.68	2372.29	2450.33	2811.88	2901.54	2781.90
汽车保有量 (万辆)	12000	13740.68	15447.44	17200	19400	21700	24028
有机硅胶需求量 (吨)							
汽车制造领域	5781.54	6635.04	7116.87	7350.99	8435.64	8704.62	8345.70
汽车维修领域	7200	8244.411	9268.465	10320	11640	13020	14416.8
聚氨酯胶需求量 (吨)							
汽车制造领域	17344.62	19905.12	21350.61	22052.97	25306.92	26113.86	25037.10
汽车维修领域	4800	5496.274	6178.977	6880	7760	8680	9611.2
丙烯酸酯胶需求量 (吨)	1271.939	1459.709	1565.711	1617.218	1855.841	1915.016	1836.054
厌氧胶需求量 (吨)	2312.616	2654.016	2846.748	2940.396	3374.256	3481.848	3338.28

资料来源: 中国产业信息网, 华创证券

4、胶粘剂行业成本端: 原材料低位企稳, 胶粘剂盈利改善

胶粘剂主要原材料有 MDI、有机硅 107 胶、丙烯酸、环氧树脂等, 原材料占生产成本 80%以上。经历了 2017 年大宗化工品大幅上涨后, 行业进入新一轮扩产周期; 2018 年四季度以来大部分主要原材料价格开始大幅回落, 并在低位逐步企稳。

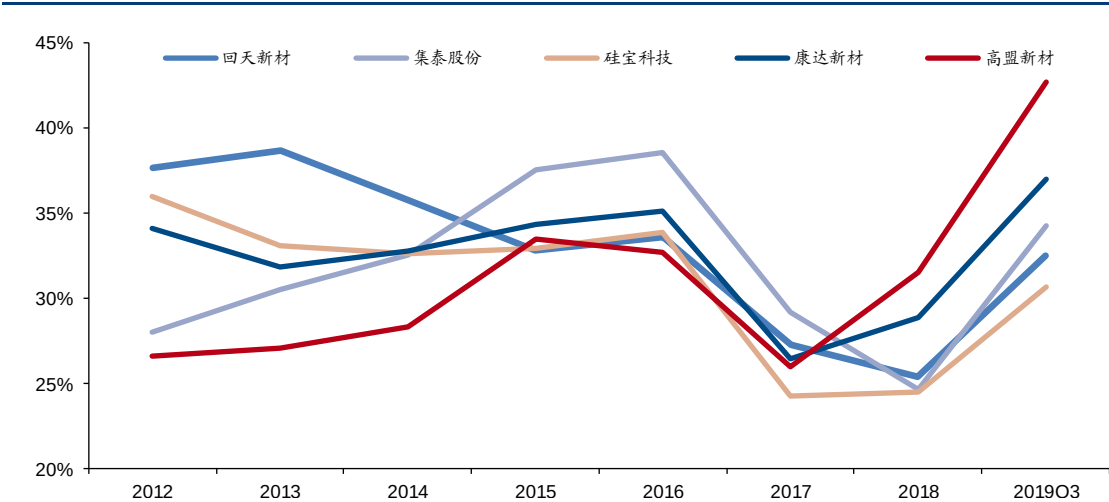
图表 39 胶粘剂主要原材料价格



资料来源：Wind，百川资讯，华创证券

2017-2018 年，上游化工原材料价格暴涨，胶粘剂按企业利润、毛利率大幅下滑，2018 年回天新材综合毛利率仅为 25.34%；原材料价格下跌，胶粘剂生产企业盈利均出现改善，2019 前三季度回天新材毛利率回升至 32.48%。我们认为未来较长一段时间内，MDI、有机硅等价格趋于稳定，常规胶粘剂盈利有望维持。

图表 40 胶粘剂生产企业毛利率

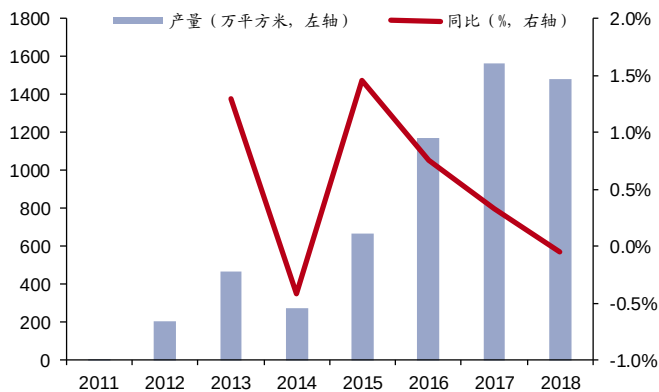


资料来源：Wind，华创证券

（二）光伏背膜：光伏行业消化政策冲击，公司背膜盈利有望改善

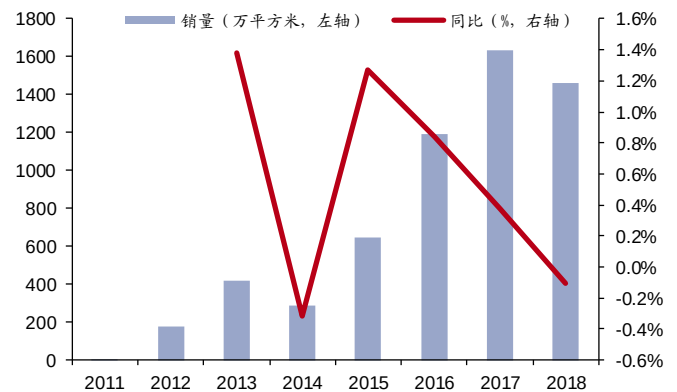
公司现有太阳能电池背膜和氟膜产能分别为 5000 万 m²/年、900 万 m²/年，2018 年公司太阳能电池背膜产销量分别为 1480.84/1461.29 万 m²，同比略有下滑，主要受“531 光伏新政”的影响。公司在背板研发持续投入，有较大的技术领先优势，未来在光伏行业消化政策冲击的背景下，公司背膜盈利有望改善。

图表 41 太阳能电池背膜产量及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 太阳能电池背膜销量及增速

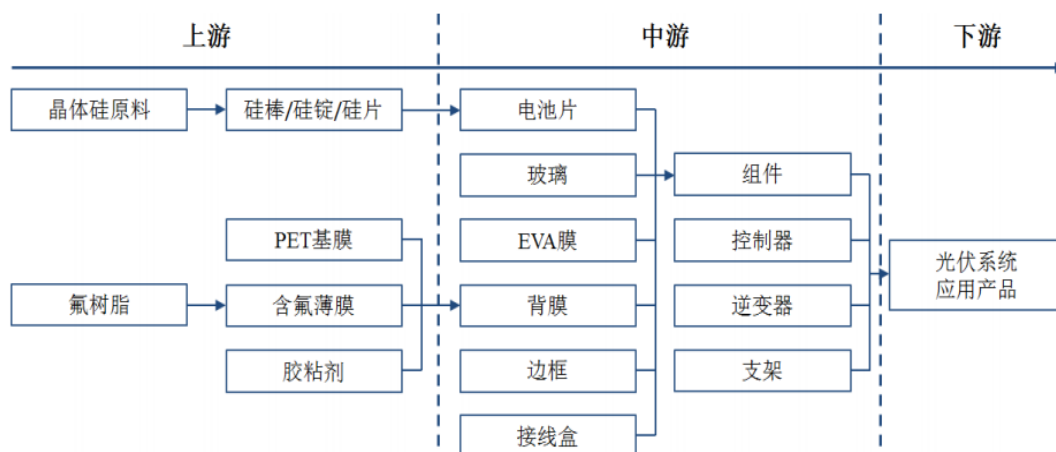


资料来源: Wind, 华创证券

1、光伏背膜概况：太阳能电池组件背部支撑材料

太阳能电池分为晶硅太阳能电池、薄膜电池、聚光太阳能电池等，其中晶硅太阳能电池应用最为广泛。晶硅太阳能电池产业链包括：上游原材料行业，包括生产电池片的硅料、硅片，生产背板的 PET 基膜、含氟薄膜等；中游包括电池片、玻璃、EVA 胶膜、背板、边框、接线盒及其组合而成的太阳能电池组件、安装系统支架、控制器、逆变器等；下游为应用系统环节。晶硅太阳能电池产业链基本呈金字塔型，越往上游，生产技术门槛越高，市场中参与企业数量越少，盈利能力也越强。

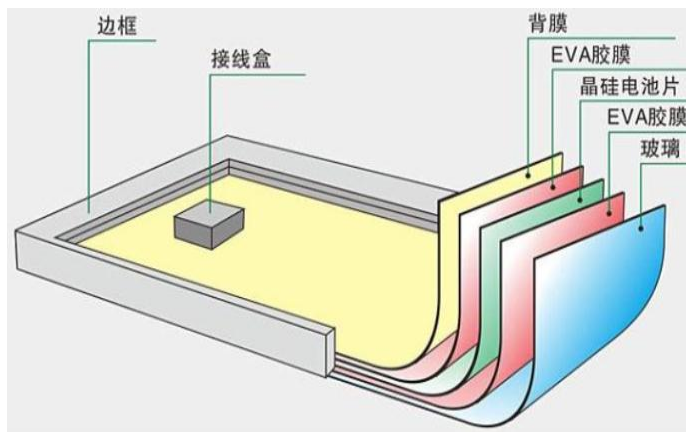
图表 43 晶硅太阳能电池产业链图



资料来源: 华创证券整理

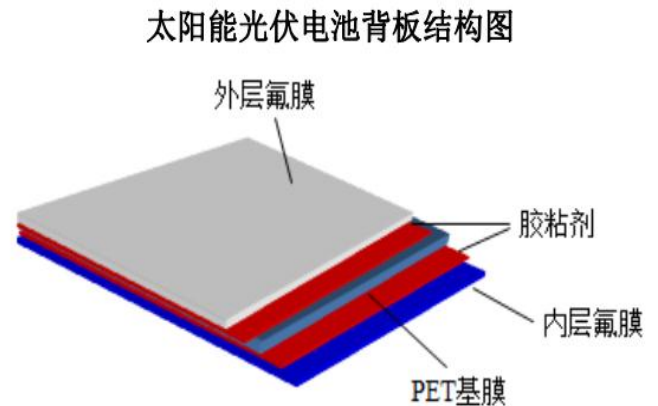
太阳能电池组件的使用年限是 25 年，而且太阳能电池组件的工作环境非常恶劣，有的安装在荒凉的戈壁沙漠，昼夜温差大，飞沙走石；有的组件工作的地方经常有雷雨、冰雹等恶劣天气；有的组件安装在高原，紫外线辐射量非常大。因此，对于组件的保护就显得尤为重要，不仅要求组件的原辅料要有至少 25 年的使用年限，作为背面保护材料，光伏电池背板更要有优异的抗老化、抗紫外线、抗渗水、抗高温高湿、防火绝缘等性能。

图表 44 晶体硅太阳能电池组件结构



资料来源：杭州福膜招股说明书，华创证券

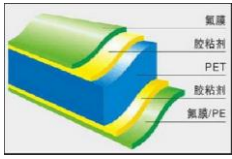
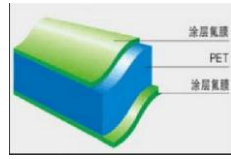
图表 45 太阳能光伏电池背板结构



资料来源：杭州福膜招股说明书，华创证券

按照制作工艺，背膜可分为复膜型背膜和涂覆型背膜，复膜型背膜以 PVF、PVDF 或 ETFE 等氟膜与 PET 基膜通过胶黏剂复合制备，是目前背膜产品的主要生产工艺，但由于氟膜主要依靠进口，价格相对较高。

图表 46 背膜按制作工艺分类

	复膜型背膜	涂覆型背膜
结构示意图		
制备原理	以 PVF、PVDF 或 ETFE 等氟膜与 PET 基膜通过胶黏剂复合制备。该工艺是目前背膜产品的主要生产工艺。	以 FEVE、PVDF 等为主体树脂制备的氟碳涂料直接涂覆到 PET 基膜上形成涂层氟膜，无需使用胶黏剂，具有明显成本优势。目前市场份额占 10%以上。
生产工艺	胶粘复合，由于不同膜层性能差异易致残留，并引发起泡，次品率高。	涂覆生产工艺，工序少，能耗低。
国外生产企业	美国杜邦公司、法国阿克玛、日本吴羽化学工业株式会社、日本旭硝子株式会社等。	美国 Madico 公司生产的 Protekt 背膜。
国内生产企业	明冠能源（江西）有限公司、苏州赛伍应用技术有限公司、江苏中南汇通光伏材料有限公司、乐凯胶片和回天胶业等。	中来股份、乐凯胶片、高盟新材、浙江哈氟龙新能源有限公司、杭州帆度光伏材料有限公司等。

资料来源：新材料在线，华创证券

2、光伏背膜行业供给端：背膜国产化大幅推进，氟膜进口替代空间大

从全球范围来看，能生产太阳能背膜材料的公司相对较少，主要有奥地利 Isovotla、美国 3M、日本东洋铝业（Toyol Solar）、中国台湾台虹、德国 KREMPEL 集团等，国内以回天新材、保定乐凯、江苏汇通和苏州赛伍等为代表的公司复合产品批量供货。目前康维明（张家港）、苏州赛伍、回天新材和中来科技为国内较大的生产商。

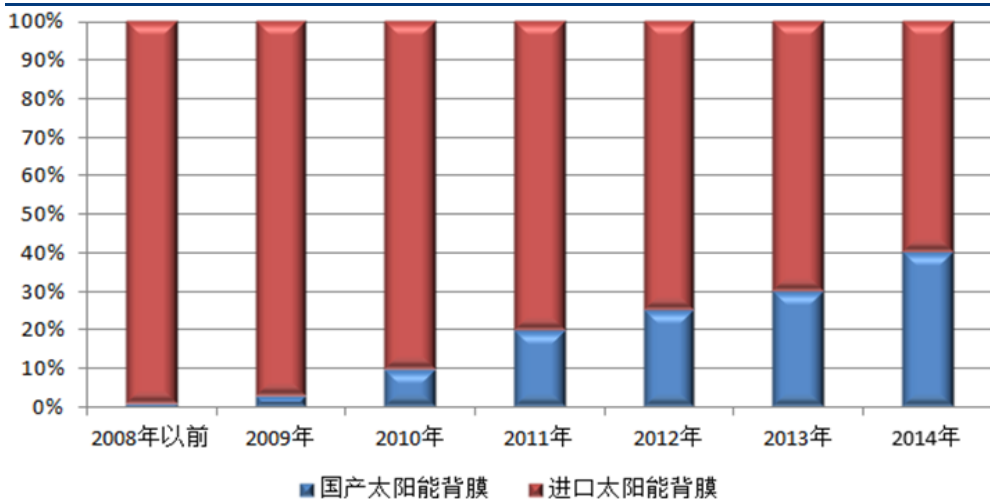
图表 47 部分太阳能光伏背膜生产企业

公司名称	背膜情况	公司名称	背膜情况
Isovoltaic 伊索	能提供 10GW 的组件用背膜量，采用杜邦 Tedlar PVF 氟膜	苏州赛伍	复膜型，双面 PVDF 氟膜（法国阿克玛进口）
日本 Toppan(凸版印刷)	杜邦 Tedlar PVF 氟膜，（2011 年）	苏州中来	涂覆型，自主研发氟涂料
康维明	PPE，自产 PET，中国张家港有厂	台虹科技	复膜型，杜邦 PVF 氟膜
美国 Madico	能产 12GW 的组件用背膜量（2011 年）	回天胶业	复膜型，PVDF 氟膜
东阳铝业	PVDF 氟膜，和 PPE	高盟新材	涂覆型，氟涂料
美国盾膜	杜邦 Tedlar PVF 氟膜	上海创辉	涂覆型，氟涂料
韩国 SFC	杜邦 Tedlar PVF 氟膜	乐凯胶片	复膜型，双面 PVDF
德国 Krempel(肯博)	杜邦 Tedlar PVF 氟膜、PVDF 氟膜	福斯特	EVA 太阳能电池胶膜、太阳能电池背板产品
3M	THV，dyneon THV+PET	江苏汇通	复膜型，双面 PVDF（法国阿克玛提供）
日本东丽	PP+PET+EVA	杭州兆丰	涂覆型，日本进口氟材料
Honeywell	ECTFE（杜邦提供）		

资料来源：新材料在线，华创证券

2010 年，国产太阳能背板仅占全球太阳能背板市场份额的 10%左右。2013 年，台虹科技、苏州赛伍和中来股份三家公司全球市场份额合计近 25%。随着国产太阳能背板产品技术和客户的突破，预计未来国产太阳能电池背板市场在全球市场中的份额有望进一步提升。此外，由于国产背板产品与进口背板产品相比有较为明显的性价比优势，光伏组件生产企业在盈利能力有所下降的时候将更重视成本控制，将更倾向于购买质量可靠且成本更低的国产背板产品。

图表 48 国产太阳能背板市场占有率情况



资料来源：中来股份招股说明书，华创证券

目前氟膜国内尚未形成主要产能，目前国内背板企业生产所用的氟膜原材料较多使用美国杜邦公司的 Tedlar PVF 氟膜，法国阿科玛公司、韩国 SKC 公司等生产的进口 PVDF 薄膜，进口替代空间较大。

图表 49 氟膜材料对比

氟材料	PVF 薄膜	进口 PVDF 薄膜	国产 PVDF 薄膜
供应商	美国杜邦公司	法国阿科玛公司、韩国 SKC 公司等	回天新材、福膜科技、浙江歌瑞公司等
制膜技术	熔融挤出	流延	吹膜/流延
水汽阻隔	>15g/m ² ·d	<4g/m ² ·d	<4g/m ² ·d
市场价格	高	中	低

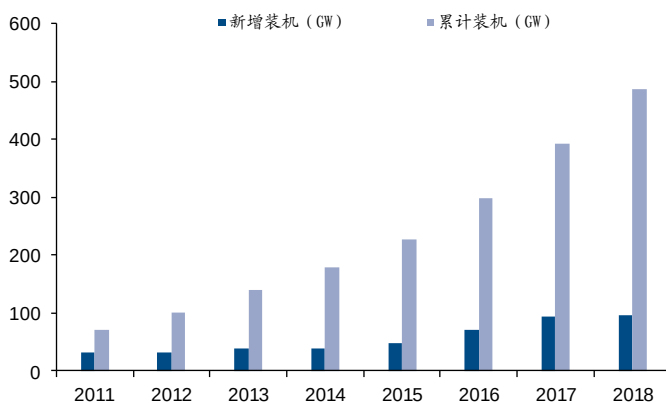
资料来源：公司公告，华创证券

3、光伏背膜行业需求端：光伏产业发展前景良好，背膜需求稳步增长

太阳能作为最具开发和应用前景的清洁能源，全球太阳能开发规模迅速扩大，技术不断进步、光伏产业日益成熟、成本下降和产品更新换代速度不断加快，将逐步降低行业发展对政策驱动因素的依赖，光伏发电将逐步实现平价上网，发展前景良好，预计 2040 年光伏发电将占总电力的 20%以上。

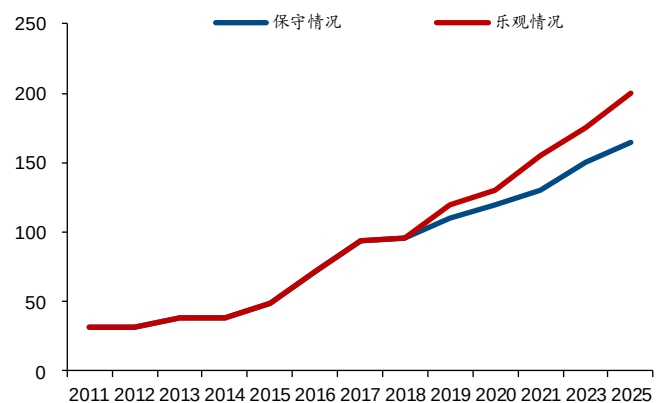
2018 年全球新增光伏装机容量为 110GW，增速明显放缓，主要受中国“531 光伏新政”的影响。2019 年上半年全球光伏新增装机 47GW，预计平价后全球光伏新增装机需求仍将较快增长，预计 2020 年后将再次进入高速发展阶段。按照 1GW 安装量对太阳能电池背板的需求量为 650 万平方米进行估算，保守情形下对应的 2019-2021 年太阳能电池背板需求量分别为 7.15 亿平方米、7.80 亿平方米、8.45 亿平方米；乐观情形下对应的 2019-2021 年太阳能电池背板需求量分别为 7.80 亿平方米、8.45 亿平方米、10.08 亿平方米。

图表 50 全球光伏发电新增及累计装机容量



资料来源：Wind，华创证券

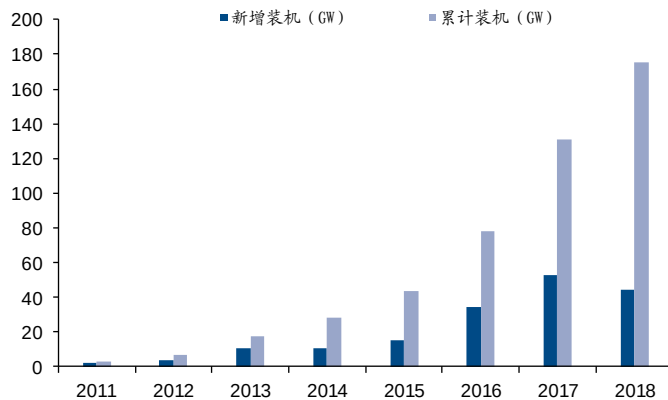
图表 51 2019-2025 年全球光伏新增装机容量预测



资料来源：Wind，华创证券

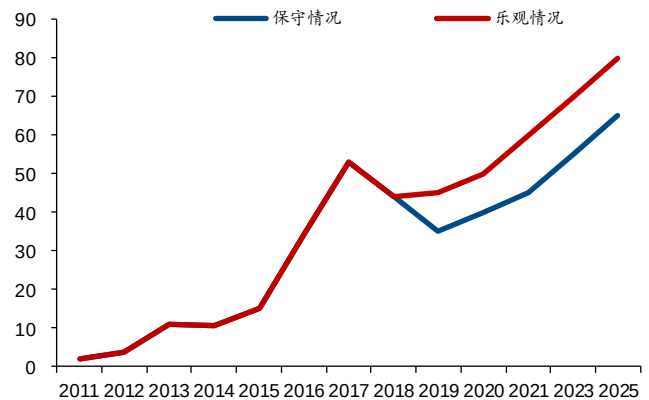
2018 年受“531 光伏新政”的影响，国内新增装机容量同比出现下滑；2018 年我国光伏发电新增装机容量 44.26GW，累计装机容量 174.5GW。2019 年上半年国内光伏新增装机量为 11.4GW，根据中国光伏行业协会的预测，预计 2019 年我国光伏新增装机容量保守情形下为 35GW，乐观情形下为 45GW。

图表 52 国内光伏发电新增及累计装机容量



资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 2019-2025 年国内光伏新增装机容量预测



资料来源: Wind, 华创证券

四、盈利预测、估值及投资评级

公司是国内胶粘剂行业龙头企业，原材料（MDI、有机硅等）价格低位企稳，常规胶粘剂盈利改善；贸易摩擦背景下，高端胶粘剂加速进口替代，公司通信电子、轨道交通用胶业务迎来质变拐点。光伏行业消化政策冲击，公司背膜盈利有望改善。我们预计公司 2019-2021 年公司归母净利润为 1.75/2.20/2.76 亿元，对应 EPS 0.41/0.52/0.65 元，对应 PE 26/21/17 倍。结合行业估值水平，考虑到公司高端胶粘剂逐步放量，给予 2019 年 30 倍估值，对应目标价 12.6 元，维持“推荐”评级。

图表 54 可比公司财务指标

股票代码	公司名称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(x)				CAGR(%)	PEG(x)
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	18-21	
300041.SZ	回天新材	46.83	1.19	1.80	2.23	2.73	39.43	26.02	21.00	17.15	31.98	0.81
002669.SZ	康达新材	32.32	0.80	1.27	1.67	2.03	40.18	25.37	19.37	15.94	36.09	0.70
300019.SZ	硅宝科技	29.65	0.65	0.80	1.00	1.17	45.52	37.06	29.65	25.34	21.56	1.72
300200.SZ	高盟新材	28.26	0.84	1.88	2.14	2.36	33.78	15.01	13.21	11.99	41.24	0.36
	平均值						39.73	25.86	20.81	17.61	32.72	0.90
	中位值						39.80	25.69	20.18	16.55	34.03	0.76

资料来源: Wind, 华创证券 注: 市值为 2019 年 10 月 31 日收盘市值; 2019-2021 年可比公司归母净利润为 Wind 一致预期

五、风险提示

原材料价格大幅波动，高端胶粘剂进口替代不及预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	474	713	857	1,011
应收票据	258	265	304	351
应收账款	482	452	519	599
预付账款	43	40	46	53
存货	242	225	258	294
其他流动资产	26	27	30	35
流动资产合计	1,525	1,722	2,014	2,343
其他长期投资	41	41	41	41
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	580	567	555	552
在建工程	37	45	58	71
无形资产	180	181	182	183
其他非流动资产	45	46	47	46
非流动资产合计	883	880	883	893
资产合计	2,408	2,602	2,897	3,236
短期借款	275	275	275	275
应付票据	120	112	128	146
应付账款	159	149	170	194
预收款项	24	24	28	32
其他应付款	19	19	19	19
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	30	132	234	336
流动负债合计	627	711	854	1,002
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	17	17	17	17
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	644	728	871	1,019
归属母公司所有者权益	1,762	1,873	2,025	2,216
少数股东权益	1	1	1	1
所有者权益合计	1,764	1,874	2,026	2,217
负债和股东权益	2,408	2,602	2,897	3,236

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	41	265	178	213
现金收益	180	239	285	341
存货影响	3	17	-33	-36
经营性应收影响	-148	7	-117	-135
经营性应付影响	3	-18	41	46
其他影响	4	21	2	-3
投资活动现金流	-96	-58	-63	-70
资本支出	-99	-57	-63	-70
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	3	-1	0	0
融资活动现金流	34	32	29	11
借款增加	275	0	0	0
股利及利息支付	-221	-79	-86	-107
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-20	111	115	118

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,740	1,785	2,049	2,367
营业成本	1,299	1,210	1,385	1,578
税金及附加	14	14	16	18
销售费用	146	167	182	210
管理费用	86	95	105	122
财务费用	1	2	4	5
资产减值损失	22	20	5	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	31	0	0	0
营业利润	131	198	250	315
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	135	202	254	319
所得税	16	27	34	43
净利润	119	175	220	276
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	119	175	220	276
NOPLAT	119	177	223	280
EPS(摊薄) (元)	0.28	0.41	0.52	0.65

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	14.8%	2.6%	14.8%	15.5%
EBIT 增长率	4.7%	51.1%	26.1%	25.5%
归母净利润增长率	7.6%	47.5%	25.6%	25.4%
获利能力				
毛利率	25.3%	32.2%	32.4%	33.3%
净利率	6.8%	9.8%	10.7%	11.7%
ROE	6.7%	9.3%	10.9%	12.4%
ROIC	6.5%	9.0%	10.3%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	26.8%	27.9%	30.0%	31.5%
债务权益比	16.6%	15.6%	14.4%	13.2%
流动比率	243.2%	242.2%	235.8%	233.8%
速动比率	204.6%	210.5%	205.6%	204.5%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	99	94	85	85
应付账款周转天数	42	46	41	42
存货周转天数	67	69	63	63
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.41	0.52	0.65
每股经营现金流	0.10	0.62	0.42	0.50
每股净资产	4.14	4.40	4.76	5.21
估值比率				
P/E	39	26	21	17
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	29	21	18	15

化工组团队介绍

组长、首席分析师：蒋明远

上海交通大学工商管理硕士。7 年二级市场化工行业研究经历，3 年一级市场化工及高端制造业投资经历。2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄振华

上海财经大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：孟瞳媚

新加坡国立大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	hua jie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baopingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500