



买入

42% ↑

目标价格:人民币 16.00

300041.CH

价格:人民币 11.30

目标价格基础:45倍 16年市盈率

板块评级:中立

回天新材

胶水创新赢空间，氟膜自产旺背板

公司是中国工程胶粘剂行业中规模最大的内资企业，随着产品创新和客户结构优化，业绩将持续增长；公司光伏背板具备一体化优势，规模将不断壮大。同时，公司战略性重视外延，值得期待。首次给予买入评级，目标价 16.00 元。

支撑评级的要点

- **胶粘剂+背板双线出击。**公司主营产品为胶粘剂、汽车养护品和太阳能光伏背板。公司已成为中国最大的工程胶粘剂内资企业。同时，公司拥有年产 2,000 万平方米背板产能，配套建有年产 900 万平米氟膜装置，产品性价比高，已进入全球主要的光伏组件厂商供应链。
- **胶粘剂市场空间大，内资企业机会多。**2014 年全球胶粘剂需求达 1,900 万吨，市值 294 亿美元，中国占比 32%，居全球首位，预计未来年复合增速达 8%，尤其是汽车、包装、新能源等领域用胶存在诸多发展良机。供给方面，市场主要为外企垄断，内资企业普遍偏小，凭借成本和服务优势，替代机遇好。公司已在众多领域布局，产品创新能力强，必将趋势崛起。
- **背板傍大势，替代机会大。**2015 年全球光伏装机量为 50GW，背板需求为 3.5 亿平米，预计 2016 年达到 4.2 亿平米。2015 年中国大陆光伏装机量为 15GW，光伏组件产量为 43GW，全球占比 71.7%，背板消费达 3 亿平米。而全球约 50% 背板由外资把控，中国企业替代外企的机会巨大。
- **公司背板具备一体化优势，前景良好。**公司 2015 年下半年建成年产 900 万平方米氟膜生产线，同时已完全实现了光伏用胶自给，光伏背板生产成本大幅降低，未来市占率有望不断提高。
- **公司拐点已到。**2015 年业绩回落 23%，源于新品销售处于初期，新增生产线折旧增加，集中扩大调整产品、市场结构导致费用增加。随着新品市场打开、销售上量，以及产品、市场结构调整完毕，利润将恢复增长。

评级面临的主要风险

- 市场开发风险；竞争激烈，毛利率下降风险。

估值

- 公司募投项目投产，新品逐步放量，产品附加值高，并将随新能源产业保持快速增长。预计 2016-2018 年每股收益分别为 0.35 元、0.45 元、0.58 元，首次给予买入评级，目标价 16.00 元，对应 2016 年市盈率 45 倍。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	844	975	1,262	1,608	2,049
变动(%)	31	16	29	27	27
净利润(人民币 百万)	110	84	139	181	230
全面摊薄每股收益(人民币)	0.273	0.209	0.346	0.452	0.575
变动(%)	23.2	(23.5)	65.5	30.5	27.3
全面摊薄市盈率(倍)	41.3	54.0	32.6	25.0	19.6
价格/每股现金流量(倍)	(1,911.0)	(144.3)	46.6	53.7	49.5
每股现金流量(人民币)	(0.01)	(0.08)	0.24	0.21	0.23
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.8	41.1	21.2	17.3	14.3
每股股息(人民币)	0.067	0.076	0.075	0.052	0.068
股息率(%)	0.6	0.7	0.7	0.5	0.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.0)	(4.2)	23.9	(58.9)
相对深证成指	15.4	(3.3)	17.9	(17.9)

发行股数(百万)	401
流通股(%)	63
流通股市值(人民币 百万)	2,871
3个月日均交易额(人民币 百万)	172
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
章锋	23

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

马太, CPA*

(86755)82560525

tai.ma@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515120001

*王海涛为本报告重要贡献者

目录

公司介绍：胶粘剂+光伏背板双线出击	3
胶粘剂行业分析：市场足够大，内资企业机会多	6
胶粘剂细分领域分析：百花齐放，聚沙成塔.....	10
背板行业分析：傍大势，市场空间广大.....	16
盈利预测与投资评级.....	22
研究报告中所提及的有关上市公司.....	25

公司介绍：胶粘剂+光伏背板双线出击

湖北回天新材料股份有限公司创建于 1977 年，前身是国内最早从事胶粘剂研发的襄樊市胶粘剂研究所，1998 年整体改制，成立湖北回天胶业股份有限公司。2009 年 12 月，公司在创业板挂牌上市，股票简称“回天胶业”。2014 年 4 月，公司更名为湖北回天新材料股份有限公司，股票简称改为“回天新材”。

公司运营坚持“一专多能”。公司在坚持发展以高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶等产品为代表的**工程胶粘剂**主业的同时，适度开展多元化业务，扩展**汽车养护品、太阳能电池背膜**等新产品领域。公司胶粘剂产品广泛应用于汽车、地产、家电、电子、包装、光伏、风电等诸多领域。公司已成为中国工程胶粘剂行业中规模最大的内资企业，“回天”牌商标在 2007 年被认定为“中国驰名商标”。背板业务方面，目前公司拥有年产 2,000 万平方米光伏背板产能，并配套建有年产 900 万平方米氟膜生产线，产品性价比高，客户涵盖英利、阿特斯、天合等全球领先的光伏组件厂商。同时，公司切入汽车后市场 O2O 服务、太阳能光伏电站运营等新业态领域。

图表 1. 公司产品主要应用领域

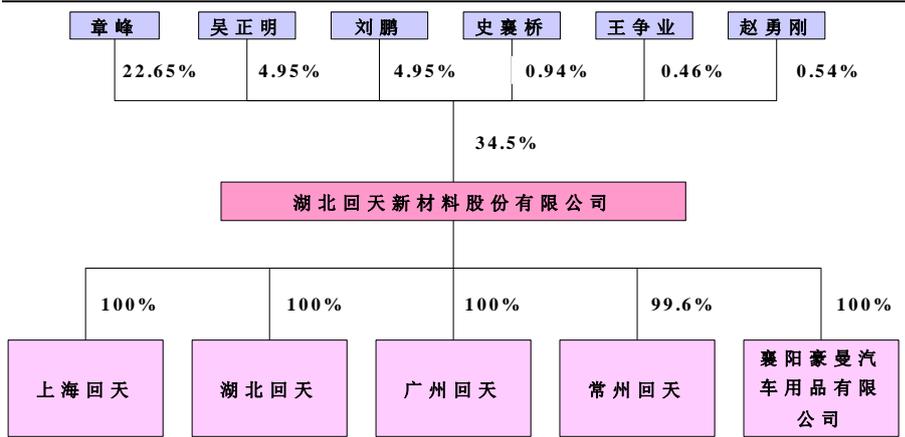


资料来源：公司网站、中银证券

股权结构：老班底一脉相承

自公司 1998 年改制以来，以章峰先生为核心的**管理班底几乎保持不变**。吴正明、刘鹏两位副总一直辅佐左右，后根据公司发展需要，史襄桥、王争业、赵勇刚三位逐步成为公司高管。2014 年 8 月，六位高管签署《一致行动协议》，成为一致行动人。截至 2015 年末，章峰先生持股比例为 22.7%，六位一致行动人合计持股比例为 34.5%。

目前公司直接控股五家下属企业，分别是上海回天新材料有限公司、湖北回天新材料股份有限公司、广州市回天精细化工有限公司、常州回天新材料有限公司和襄阳豪曼汽车用品有限公司。

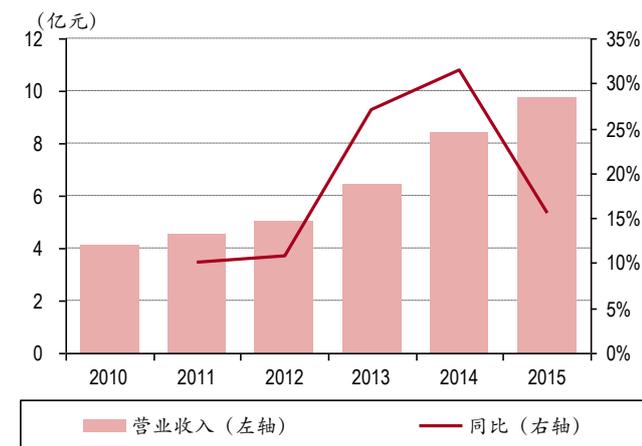
图表 2. 公司股权结构


资料来源：公司公告、中银证券

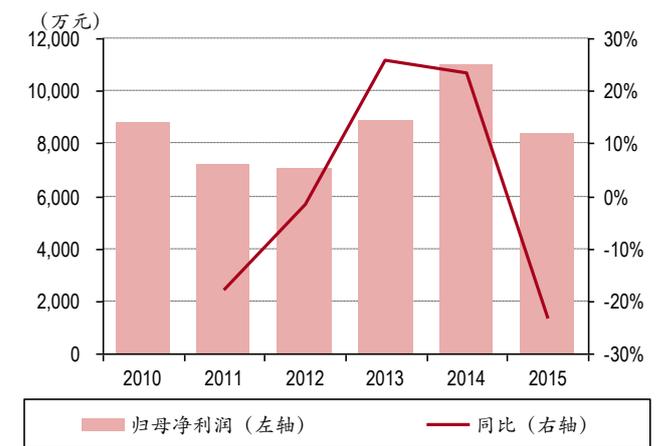
注：章峰、吴正明、刘鹏等6人于2014年8月4日共同签署了《一致行动协议》，2017年8月4日到期。

财务分析：拐点已至

公司利润有望恢复增长。近年来，公司运营良好，收入规模不断扩大，从2011年的4.6亿快速增长至2015年的9.8亿，接近翻番。2015年，公司归母净利润8,385万元，同比下降23%，原因主要有二，一是新产品如建筑幕墙胶、软包装胶、润滑油等销售处于初期阶段，新增多条生产线投产后折旧增加，共同导致公司综合毛利率降低；二是公司集中扩大调整产品、市场结构，导致费用增加。我们认为，公司处于创新、升级时期，基本面没有恶化，随着新产品市场打开、销售上量，以及产品、市场结构调整完毕，公司利润将恢复增长。

图表 3. 公司营业收入情况


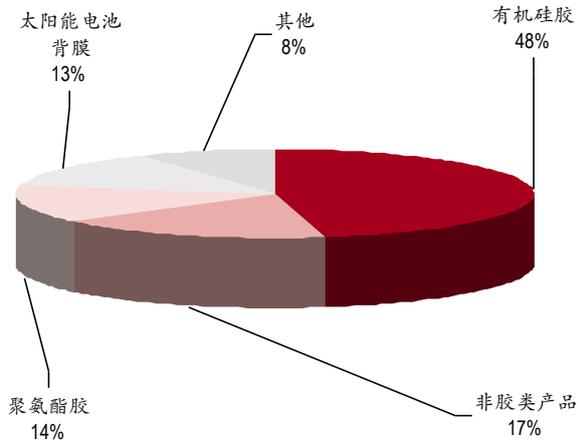
资料来源：公司公告、中银证券

图表 4. 公司净利润情况


资料来源：公司公告、中银证券

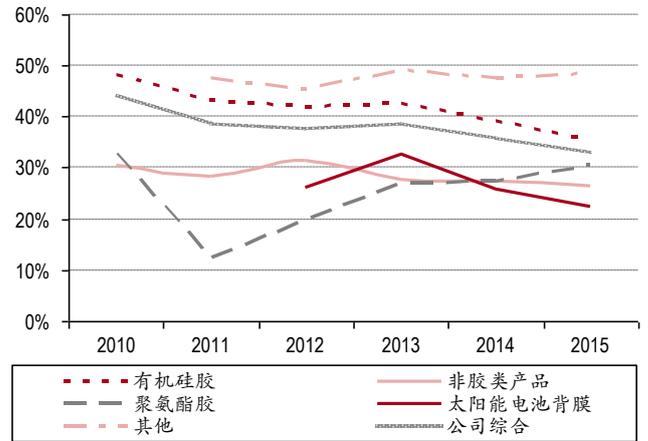
公司主业清晰，盈利能力稳定。公司收入主要来自有机硅胶、聚氨酯胶等胶粘剂业务以及太阳能电池背膜业务，三大主业合计贡献公司收入的74%以上。公司产品毛利率长期稳定，一直保持在较高水平，总体平均维持在32%以上。尤其是有机硅胶、聚氨酯胶等公司核心产品的毛利率长期稳定在较高水平，对公司业绩形成有力支撑。

图表 5. 2015 年公司营业收入结构



资料来源：公司公告、中银证券

图表 6. 公司产品销售毛利率



资料来源：公司公告、中银证券

胶粘剂行业分析：市场足够大，内资企业机会多

胶粘剂：粘结一切

胶粘剂指通过粘合作用，能使被粘物结合在一起的物质。胶粘剂下游利用广泛，涉及人们工作、生活的方方面面，亦被视为工业生产的“味精”，物状小却作用大。

胶粘剂种类丰富。因为应用领域不同，要求的性能不同，胶粘剂种类繁多。根据其化学成分及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。胶粘剂根据其性能及应用领域不同可分为普通胶粘剂和工程胶粘剂。其中工程胶粘剂是特指应用于受力结构件的粘接场合，能承受较大动负荷、静负荷，并能长期使用的胶粘剂，通常称结构胶或半结构胶。主要包括：丙烯酸酯胶、厌氧胶、聚氨酯胶、环氧树脂胶等，还包括了近年来在汽车工业、工业制造、电子电器、太阳能和风能领域快速发展的高性能有机硅胶。

图表 7. 胶粘剂产品分类及特点

分类名称	代表类型	胶粘原理	产品特点及市场前景
溶剂型胶粘剂	聚丙烯酯类、氯丁橡胶类、SBS 类	将树脂或橡胶等基料溶解于适当的有机溶剂，由有机溶剂的挥发及与基料进行化学反应固化而产生粘合力	由环保性较差，技术要求较低，毛利率也较低，且生产成本较高，近年来市场逐步萎缩
水基型胶粘剂	PVAc 及共聚物乳液、VAE 乳液、聚丙烯酯乳液	可溶于水的高分子物质溶解成适当浓度的水溶液，或不溶性高分子物质，借助于表面活性剂的作用，在水中分散成微粒子，然后配制成胶粘剂	环保性能好，技术要求较低，毛利率较低，生产成本也较低，应用范围广泛，近年来保持稳定增长
热熔型胶粘剂	EVA 树脂类、合成橡胶类、其他类	将固体聚合物加热熔融后粘接，随后冷却固化而发挥粘合力	环保性能较好，技术要求较高，应用范围在逐年扩大，毛利率较高，近年来市场需求增长较快
反应型胶粘剂	有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂类、聚氨酯类、其他	由不可逆的化学变化引起固化而产生粘合力	环保性能好，技术要求高，产品毛利率高，近年来应用范围不断扩大，市场增长迅速、主要为工程胶粘剂

资料来源：招股说明书、中银证券

图表 8. 有机硅胶、聚氨酯胶



有机硅胶



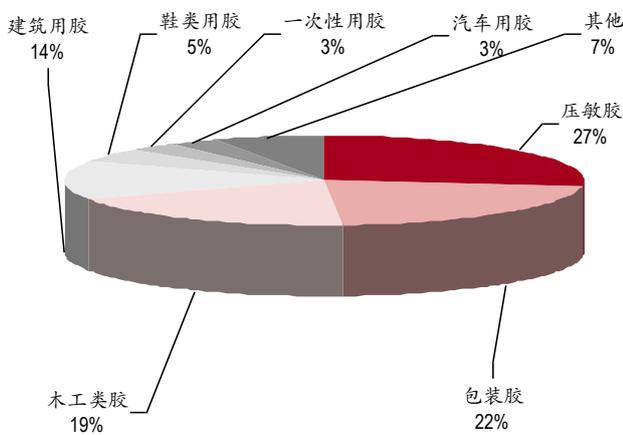
聚氨酯胶

资料来源：公司网站、中银证券

需求保持平稳较快增长

胶粘剂下游利用结构复杂多样。压敏胶是胶类产品最大的终端用途（包括胶带，标签，贴纸等），2014年压敏胶占到了全球胶类产品消费量的27%；包装胶是胶类产品第二大终端用途，同年份额占到了全球胶产品消费量的22%，其中，软包装占到了包装类胶产品的15%，而其价值却占到了包装类胶产品价值的1/4；木工类行业占全球胶类产品消费量的19%，这一行业具体包括家具、建筑产品和其他应用型产品。建筑行业是另一大胶类消费和终端用途的行业，占消费份额的14%。以上4大类胶产品终端用途合计分别占到了2014年全球胶类产品消费量和价值的82%和63%。中国下游需求结构与世界市场情况相似，建筑、包装、木工及制品是用胶最大的三个行业，合计约占用胶总量的62%。

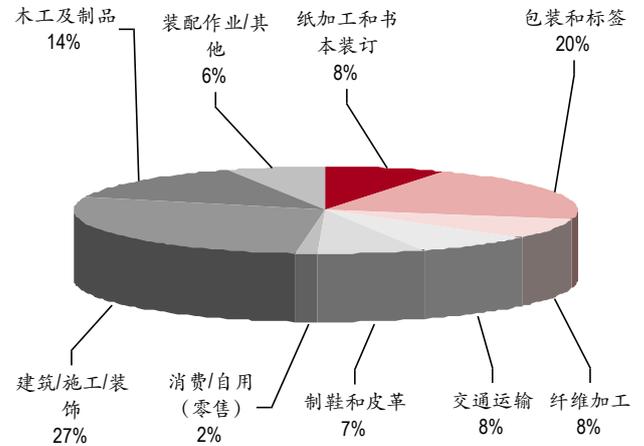
图表 9. 2014 年世界胶产品终端消费结构



资料来源：Kusumgar, Nerfi & Growney、中银证券

注：其中消费终端包括：航空航天、电子、一次性产品以及新能源等

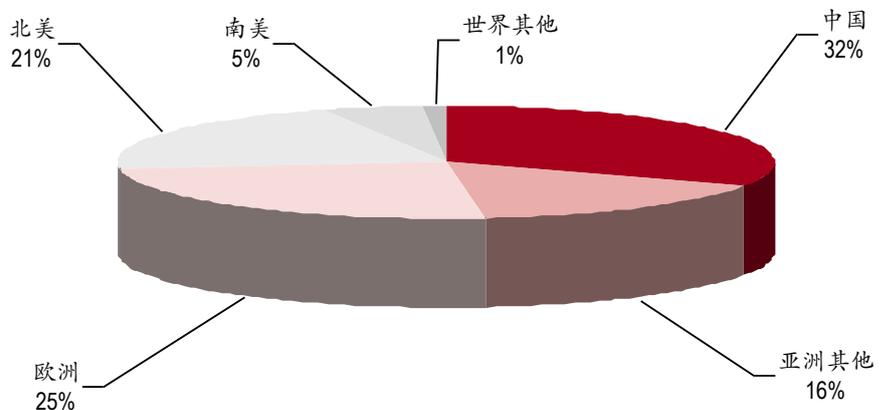
图表 10. 2013 年中国胶粘剂和密封剂终端消费结构



资料来源：《中国胶粘剂和胶粘带市场报告》、中银证券

中国已经成为世界最大的用胶国家。2014年全球胶类产品的消费量已超过1,900万吨，价值约294亿美元。中国地区胶类产品的消费量占到了整个亚太地区的2/3，占到了全球胶类产品消费量的32%，是名副其实的用胶大国。

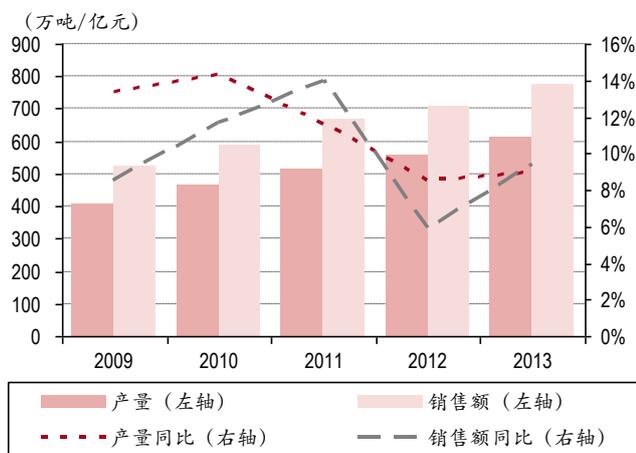
图表 11. 2014 年世界胶粘剂按区域市场分布



资料来源：Kusumgar, Nerfi & Growney、中银证券

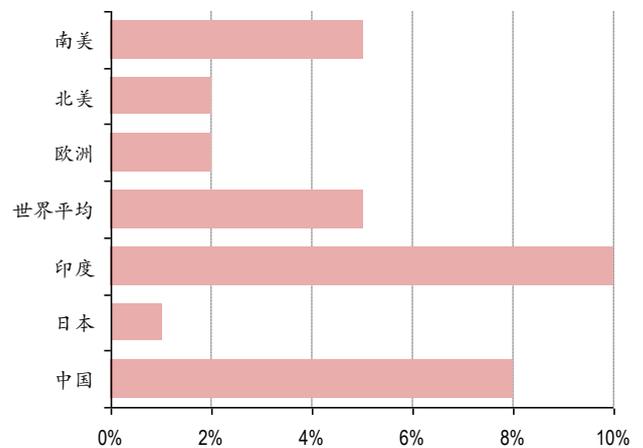
中国将带动世界胶产品需求平稳增长。自 2009 年全球经济危机以来，胶类产品的消费量保持了平稳增长，并预期将保持下去。根据 Kusumgar, Nerfi & Growney 公司的预测，到 2019 年，全球胶类产品消费量的年增长率将保持在 5% 左右；具体而言，中国依然可以保持年增长率 8% 的强劲势头，带动亚太地区以每年 7% 的速度增长；欧洲和北美的消费量将保持 2% 的年增长率；巴西是南美的主要消费国，占到了该地区胶类产品消费总量的 60% 以上，预计巴西胶类产品消费量在今后几年的年增长率会与该地区持平，约为 5%。综合判断，我们认为“十三五”期间我国胶粘剂产量有望达到 8% 的年均增长率，尤其是环保节能型和高新技术型产品将有较大发展，如“热熔型”、“生物降解型”、“改性型”、“多功能型”胶粘制品年增长率当高于 8%，到 2020 年末我国胶粘剂的总产量可达 1,034 万吨左右，销售额约 1,328 亿元人民币。

图表 12. 中国胶粘剂和密封剂的市场发展情况



资料来源：《中国胶粘剂和胶粘带市场报告》，中银证券

图表 13. 2014-2019 年世界胶产品需求年均增速预测



资料来源：Kusumgar, Nerfi & Growney，中银证券

对标世界主要胶粘剂生产商——任重而道远

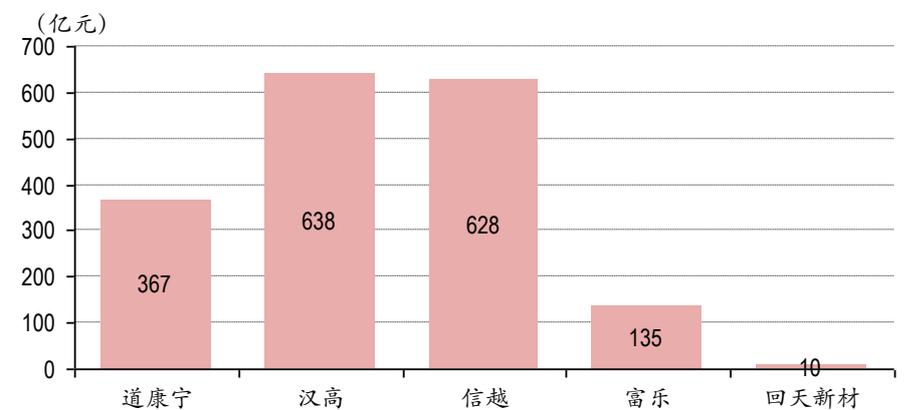
世界大公司长期处于行业领先地位。世界大型胶粘剂公司起步早、积淀深，凭借先发优势，在产品质量、客户服务方面占据明显上风。具有百年历史的德国汉高公司是行业绝对龙头，道康宁、信越、富乐等跨国企业是所在细分领域的领导者，不管是产品结构还是业务规模均远远领先于国内企业。2015 年汉高、道康宁的相关业务收入分别达到 638 亿元、367 亿元。

图表 14. 主要对标公司情况汇总

对标企业	国别	公司特点	主要产品	在中国的发展	与公司的竞争领域
道康宁	美国	全球有机硅技术的领导者，著名有机硅胶粘剂和密封胶广泛应用的有机硅产品生产商和供应商，占全球有机硅市场份额的40%左右	有机硅胶粘剂和密封胶	在上海建有工厂生产有机硅胶粘剂和密封胶	太阳能用胶、电子电器用有机硅胶方面
汉高	德国	全球胶粘剂龙头企业，其产品在胶粘剂市场占有率全球第一，其工业用胶粘剂和密封胶占全球胶粘剂销售额的27%，汉高的民用胶粘剂占全球胶粘剂销售额的15%左右	工程胶粘剂、密封剂和表面处理方面的系列产品涵盖了锡膏、环氧胶、环氧胶、硅胶、瞬干胶、UV胶、PU胶、MS聚合物、清洗剂等八个大的系列	在山东建有工厂生产有机硅等胶粘剂和密封胶	聚氨酯胶、有机硅胶、环氧胶、UV胶、瞬干胶、清洗剂、MS聚合物等产品系列在车辆及零部件的制造与维修、电子电器行业、风电行业、工业设备维修等领域存在市场竞争关系
信越	日本	以原材料供应起步的供应商，有机硅产品的制作和销售已经历50余年	有机硅产品超过5,000种	在浙江建有有机硅胶粘剂和密封胶生产工厂	有机硅胶
富乐 (北京天山)	美国/中国	美国富乐公司是全球粘合剂领域的领先供应商。北京天山新材料科技有限责任公司成立于1993年底，以专业研究、开发、生产、销售工程胶粘剂及辅助产品而著称于中国工程胶粘剂领域。	单组分聚氨酯胶，第二代丙烯酸酯胶，改性增强型氯丁胶类产品	2016年初，美国富乐公司以14亿元人民币（约2.25亿美元）现金收购了天山公司95%的股权	有机硅胶、环氧胶、瞬干胶、丙烯酸酯胶等产品系列在汽车工业、电子电器、工程机械、太阳能行业、工业设备维修等多个应用领域存在市场竞争关系

资料来源：招股说明书、各公司网站、各公司年报、中银证券

中国企业发展潜力巨大。中国胶粘剂企业大多成立于20世纪80-90年代，起步较晚，通过对标主要公司的收入规模可以发现，中国公司与行业领先企业的规模尚不具备可比性，回天新材2015年胶粘剂销售收入仅为6.72亿元，但这也从反面说明中国公司的发展潜力巨大，尤其是考虑到背靠中国这一世界规模最大、增长最快的胶粘剂市场。最近几年，中国公司凭借着较低的运营成本和快速发展的中国市场这些优势奋起直追，在某些细分领域已经可以与世界领先企业比肩。

图表 15. 2015 年国内外胶粘剂龙头销售收入


资料来源：各公司年报、中银证券

注：(1) 汉高仅计算胶粘剂业务收入；(2) 采用2015年12月31日汇率计算

胶粘剂细分领域分析：百花齐放，聚沙成塔

汽车用胶：保持增长，公司双拳出击

胶粘剂特性与汽车工业的发展完美契合。轻质金属，复合材料和塑料在汽车上扩大应用使得粘剂和密封胶在汽车上的用量持续增长，采用粘接技术可以降低、减振、减轻质量、降低能耗、简化工艺、提高产品质量和驾乘的舒适性，达到其他连接方法所难以达到的效果。汽车工业几乎涵盖并使用所有类型胶粘剂，而且应用范围越来越广，整车用量比例也越来越高。

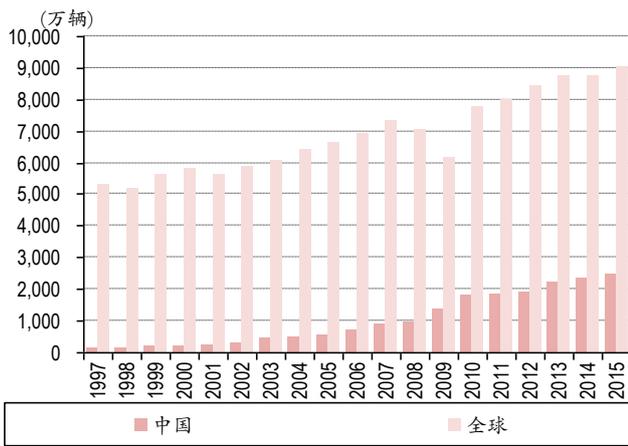
图表 16. 汽车领域用胶情况

汽车用胶部件或环节	用胶类型	
车体	车身	丙烯酸酯型压敏胶、SBS 型压敏胶
	内饰	氯丁型装饰胶粘剂、SBS 型装饰胶粘剂、水基装饰胶粘剂
	顶棚灯具	EVA 热熔胶、SBS 热熔胶
	车体结构	PU 胶粘剂
	车窗（挡风玻璃）	聚氨酯密封胶
	电焊	PVC 焊缝密封胶、橡胶型电焊密封胶
运行系统	刹车片	改性酚醛树脂胶粘剂
	离合器	有机硅改性酚醛树脂
动力系统	螺杆和螺栓	厌氧胶粘剂
	气缸垫片	厌氧胶粘剂
	发动机	厌氧胶粘剂
修理	发动机缸体或水箱	丙烯酸胶粘剂、厌氧胶、环氧树脂胶粘剂
	内饰、侧边条	热熔胶

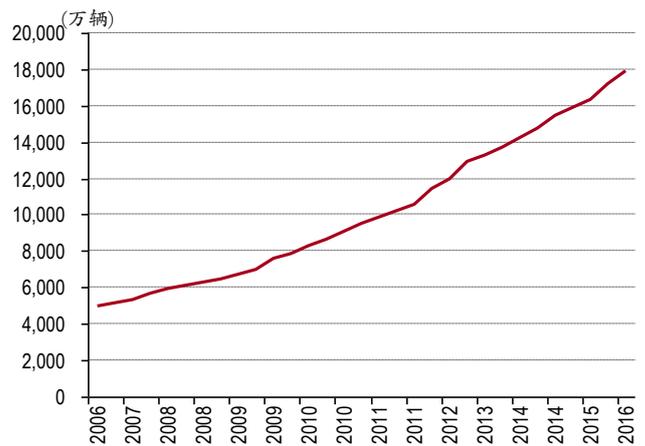
资料来源：《完美的车用胶粘剂大解析》，中银证券

汽车产量平稳增长带动车用胶内生需求扩大。根据全球第一大汽车总成商 Autoliv 预测，2014-2019 年，全球轻量型汽车产量将从 8,600 万辆增长到 9,900 万辆，年均增速 3%。其中，中国所代表的成长市场贡献大部分增量。预计成长市场轻型车产量从 2014 年的 4,900 万辆增长到 5,800 万辆，年均增速 5%，高于成熟市场的 1%。中国汽车（轻型）产量增速最快，达到 5.4%。在汽车整车制造用胶方面，有机硅胶的平均用量为 300g/辆，聚氨酯胶的平均用量为 900g/辆，丙烯酸酯为 66g/辆，厌氧胶为 120g/辆；在汽车维修用胶方面，有机硅胶的平均用量为 60g/辆，聚氨酯胶的平均用量为 40g/辆。**简单测算汽车用胶需求，预计到 2019 年，世界汽车用胶需求约为 66 万吨，中国达到 10 万吨左右。**

汽车的节能需求将给车用胶消费带来外延增长。受汽车行业对减重以及提高燃油效率的需求驱动，汽车行业越发倾向于使用更多的轻型材料，如塑料、复合材料以及铝合金等，这些最终都需使用胶粘剂，汽车行业对胶粘剂的市场需求将产生外延增长。根据“全球汽车胶粘剂市场 2020 年展望”预测，结合上文对汽车行业内生增长的理解，到 2020 年，全球汽车胶粘剂市场预计将由 2015 年的 37.4 亿美元增长到 55.6 亿美元，复合年增长率约为 8.2%。

图表 17. 国内外汽车生产情况


资料来源：万得、中国汽车工业协会、中银证券

图表 18. 中国汽车保有量


资料来源：万得、中国汽车工业协会、中银证券

公司车用胶业务努力做好两个“增量”的文章。公司是国内车用胶的龙头企业。从客户增量上看，在轿车制造领域，尤其是合资和外资汽车厂商，公司正在逐步打破汉高、道康宁、3M 等国外胶粘剂巨头的垄断。公司聚焦重点产品，打造有机硅胶和聚氨酯胶、MS 胶、汽车化学品类的明星产品，目前已经在宇通汽车、神龙汽车、海马汽车等整车客户的销售实现突破。从产品增量上看，核心客户对新增销售收入的贡献度扩大，如挡风玻璃胶、焊装胶分别大批量对北汽、奇瑞、神龙汽车等自主品牌供货，在轿车生产线上开始产生示范效应，同时工程胶粘剂产品在汽车零部件领域的份额持续提升。

图表 19. 公司主要汽车整车客户


资料来源：公司年报、中银证券

软包装市场：环保标准升级，公司顺势崛起

聚氨酯胶粘剂已经成为软包装用复合薄膜加工的主要胶粘剂。软包装以其轻质方便、保鲜期长、卫生、易贮存运输、易拆开、垃圾量少及货架效应良好等独特的综合性能，现已超过硬包装的市场规模，如塑料、玻璃瓶和罐等。聚氨酯胶粘剂由于其优异的性能，可将不同性质的薄膜材料粘接在一起并得到耐寒、耐油、耐药品、透明、耐磨等各种性能的软包装用复合薄膜，因此广受青睐。

图表 20. 软包装应用案例

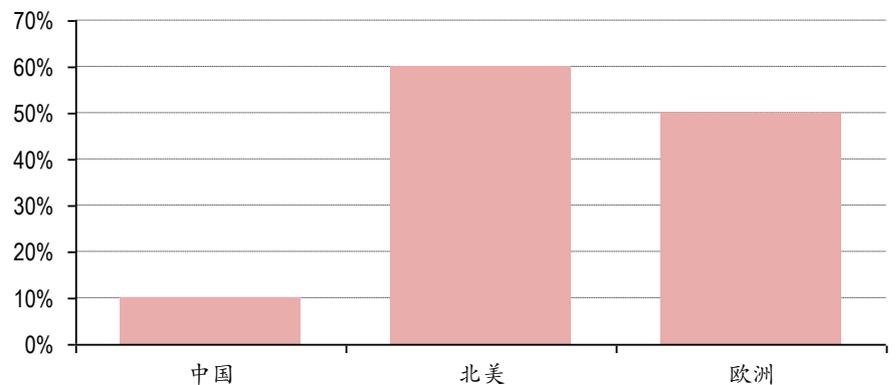


资料来源：百度图片、中银证券

软包装胶市场平稳增长。根据派恩公司测算，2018 年全球软包装消费量有望增长到 2,980 万吨的规模，2013-2018 年年均增长率达到 4.1%。据《广东包装》统计，2013 年中国软包装用聚氨酯复膜胶约 30 万吨，其中无溶剂型约 1 万吨，溶剂型 29 万吨，未来包装胶市场将随软包装需求同步增长。

环保要求升级，无溶剂胶成为升级方向。随着环保与安全意识的加强，无溶剂胶正受到越来越多软包装企业的关注。目前，国内包装材料中普遍使用溶剂型聚氨酯粘合剂，无溶剂胶占复合粘合剂市场的比重不及 10%，未来无溶剂胶发展的潜力巨大。

图表 21. 主要地区无溶剂胶市场份额



资料来源：《无溶剂胶粘剂前景光明》、中银证券

定增项目投产，抢占产品升级带来的市场高地。2015年，公司包装用胶销售4,164万元，同比增长307%。经过几年的创新和储备，公司已经掌控了多项关键技术及配方，形成国内领先的系列无溶剂环保产品，并且建立了与金石包装等行业内软包装龙头企业稳定的供货关系。公司完成非公开发行股票募集资金投入“年产一万吨聚氨酯软包装及环保水处理胶粘剂建设项目”，截至2015年末，该项目已完成设备安装调试并投产。未来公司在包装用胶市场的占有率将得到进一步巩固并扩大。

新能源用胶市场：借国家清洁发展之风

胶粘剂是太阳能和风能组件的重要材料。具体来看，在太阳能领域，有机硅胶可以实现太阳能光伏电池板的密封粘接、边框的密封，以及太阳能光伏中铝材、玻璃、TPT/TPE背材、接线盒塑料PPO/PA的粘接；在风能领域，有机硅胶可以锁固风能发电机螺纹及密封粘接定子槽口；聚氨酯胶可以密封风机变速箱的平面和粘接叶片等。

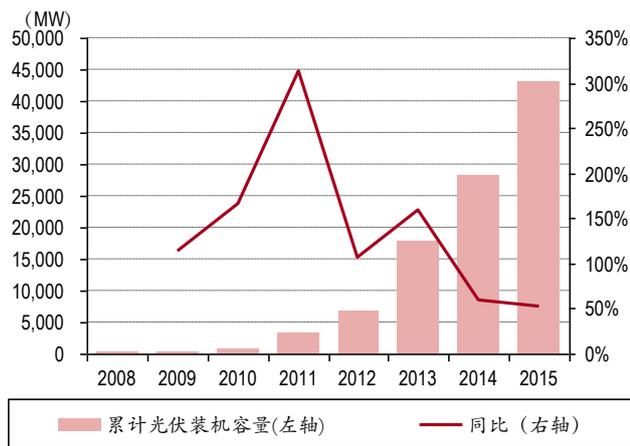
中国太阳能产业前景广阔。2016年初，国家能源局研究起草了《太阳能利用“十三五”发展规划（征求意见稿）》，明确提出到“十三五”末，力争实现太阳能发电规模较2015年翻两番，成本下降30%。除总体目标外，规划中提到的效率指标、国产化率指标、成本指标等要求也均给公司的有机硅胶发展形成实质利好。

图表 22. 《太阳能利用“十三五”发展规划（征求意见稿）》要点

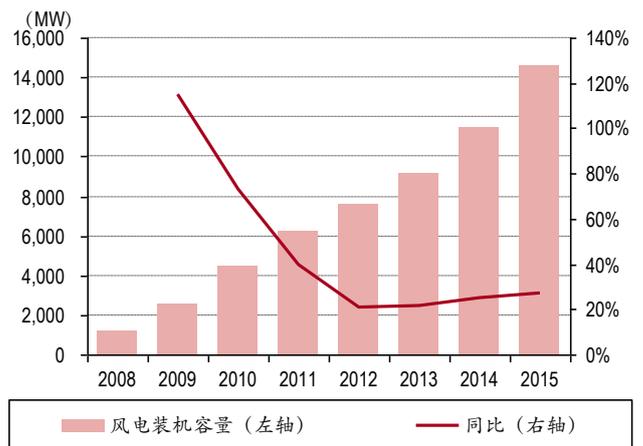
重点指标	具体内容
总体目标	到2020年底，太阳能发电装机容量达到1.6亿千瓦，年发电量达到1,700亿千瓦时；年度总投资额约2,000亿元，太阳能发电装机规模在电力结构中的比重约7%，在新增电力装机结构中的比重约15%，在全国总发电量结构中的比重约2.5%，折合标煤量约5,000万吨，约占能源消费总量比重的1%。
效率指标	单晶硅电池的产业化转换效率达到23%以上，多晶硅电池转换效率达到20%以上，新型薄膜太阳能电池实现产业化，热发电效率达到20%左右。
国产化率指标	光伏电池生产设备和辅助材料国产化率达到90%。
成本指标	光伏发电建设和发电成本持续降低，到2020年，在2015年基础上下降30%。

资料来源：《太阳能利用“十三五”发展规划（征求意见稿）》、中银证券

太阳能光伏胶需求有望成倍增长。按1MW的光伏组件需要光伏胶1.5吨左右（含接线盒和背板补胶）测算，2015年我国太阳能光伏领域对工程胶的需求量约为2.25万吨。如果“十三五”规划目标实现，预计2020年中国太阳能光伏胶需求有望提高到3万吨/年左右。

图表 23. 中国太阳能光伏装机容量


资料来源：万得、BP、中银证券

图表 24. 中国风电装机容量


资料来源：万得、中国风能协会、中银证券

风电设备用胶平稳增长。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。截至目前，国家尚未明确风电“十三五”期间的发展目标和规划，相关机构和协会普遍认为，“十三五”末风电装机新增规模不会低于“十二五”期间市场增量。若以“十三五”期间风电装机容量新增 2.5 亿千瓦计算，若每 1MW 的风电装机需要 2 片叶片，每片叶片需要用胶 350 公斤，预计到 2020 年我国风电领域对工程胶的需求量在 3.5 万吨/年左右。

建筑用胶：分享国家城镇化建设红利

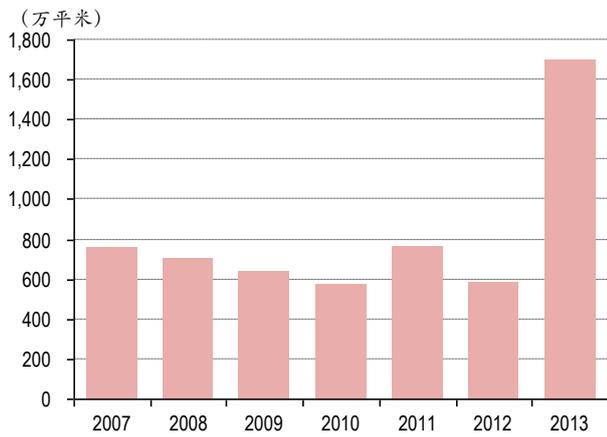
房地产行业 and 基础设施行业对胶粘剂和密封剂的需求高涨。建筑胶主要应用于住宅楼、写字楼、大型购物中心、高档酒店、市政工程、体育场馆等地产领域，因此，建筑用胶需求与国家城镇化建设、房地产行业发展以及其他固定资产投资高度相关。美国市场研究与咨询机构 Market & Markets 发布研究报告称，预计到 2020 年建筑胶粘剂市场的全球市值估计为 105.6 亿美元左右，2015 年到 2020 年之间复合年增长率约为 5.1%。我国建筑胶粘剂一直保持着持续、快速发展势头，2014 年消费量约为 223 万吨，占全国胶粘剂总消费量的 1/3 左右，并且年均增长率高于 GDP 增速，具有广阔的发展前景。

图表 25. 中国建筑用胶粘剂市场需求


资料来源：智研数据、中银证券

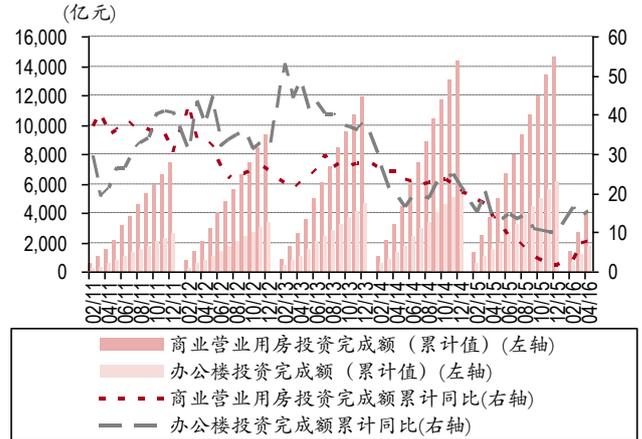
公司切入**高端建筑胶领域**，有望实现持续增长。2015年，公司新增两款建筑用胶通过了标杆客户台玻和南玻的测试认可，取得关键性突破。同时，公司玻璃幕墙胶已在武汉绿地中心、长沙九龙仓国际金融中心成功应用，影响力得到显著提升。2015年公司建筑胶销售实现收入4,798万元，同比增长33%，未来增长有望持续。

图表 26. 中国建筑幕墙工程设计面积



资料来源：万得、住房和城乡建设部、中银证券

图表 27. 中国商业地产投资情况



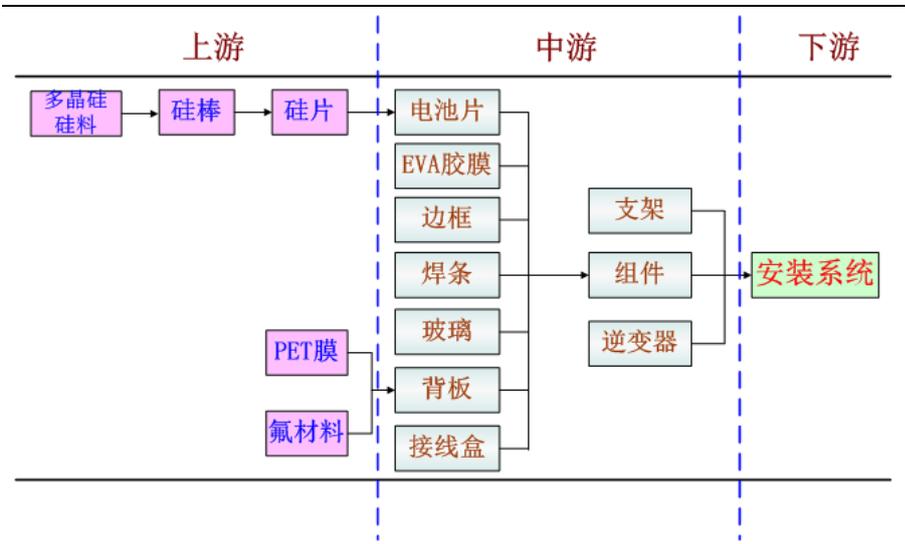
资料来源：万得、国家统计局、中银证券

背板行业分析：傍大势，市场空间广大

背板为光伏组件关键材料

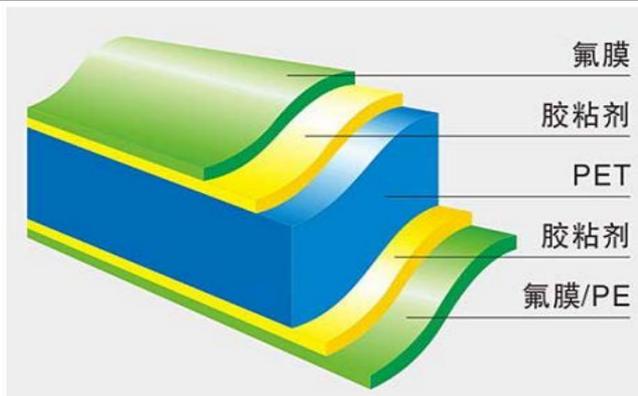
太阳能光伏发电是利用半导体界面的光生伏特效应将光能直接转变为电能的一种技术。转换的关键元件是太阳能电池片，太阳能电池片经过串联通过太阳能电池背膜、边框等封装保护后形成太阳能电池组件，再配置控制器及安装系统支架等部件形成光伏发电装置。当前光伏发电应用最广泛的为晶硅太阳能电池，其产业链包括：上游原材料行业，包括生产电池片的硅料、硅片，生产背膜的 PET 基膜、氟材料等；中游包括电池片、EVA 胶膜、边框、玻璃、背膜、接线盒及其组合而成的太阳能电池组件、安装系统支架、逆变器等；下游为应用系统环节。实际操作中，要求背膜和 EVA 膜满足太阳能电池组件 25 年的使用寿命，因此背膜材料非常关键，性能好坏尤为重要。

图表 28. 晶硅太阳能组件产业链

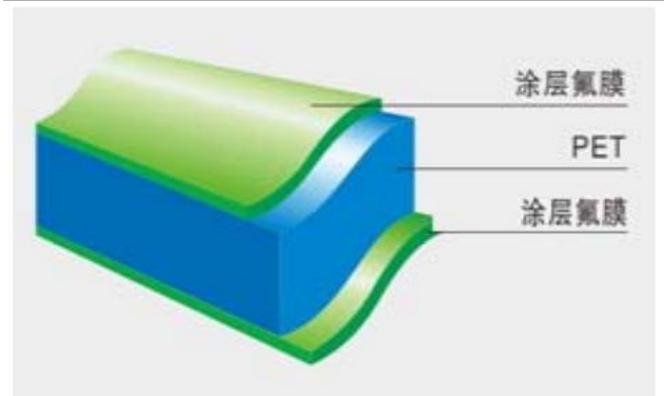


资料来源：中来股份招股书、中银证券

背膜主要有两种：复膜型和涂覆型。太阳能电池背膜的原材料主要有 PET 基膜、氟材料和胶粘剂，其中 PET 基膜主要提供绝缘性能和力学性能，但耐候性比较差，需要氟材料提供耐候性和阻隔性，同时氟材料也具有优良的绝缘性，胶粘剂的主要作用是让 PET 基膜与氟膜材料粘结复合。目前，高品质太阳能电池组件的背膜基本上使用含氟材料来保护 PET，不同的只是使用的氟材料种类不同。氟材料可以氟膜的形式通过胶粘剂复合在 PET 基膜上，即为复膜型背膜；也可以氟碳涂料的形式通过特殊工艺直接涂覆在 PET 基膜上，即为涂覆型背膜。由于技术成熟，市场启动较早，目前复膜型背版仍为市场主流，占据大概 90% 市场。公司主要从事复膜型背板生产，存在着广泛的存量市场客户。

图表 29. 复膜型背板结构


资料来源：中来股份招股书、中银证券

图表 30. 涂覆型背板结构


资料来源：中来股份招股书、中银证券

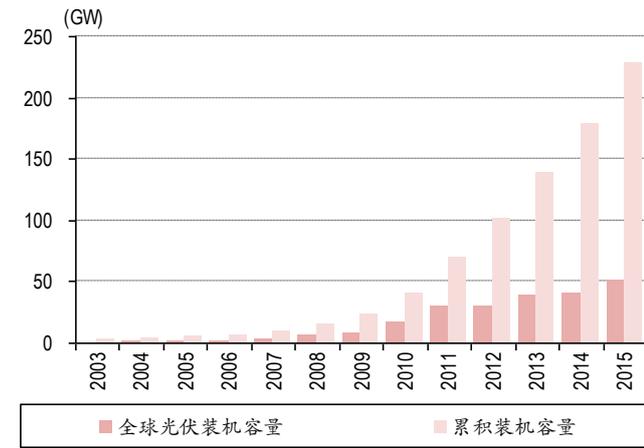
图表 31. 背膜的分类及特性

项目	复膜型背膜	涂覆型背膜
原材料	氟膜、PET 基膜、胶粘剂，其中氟膜及高品质的胶氟树脂、PET 基膜，国内外市场供应充足，氟碳涂料需企业粘剂技术被国外少数企业所垄断	氟碳涂料需企业自行制备
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，耗能低
生产设备	成熟通用复合设备	一般需自主集成设备
技术壁垒	国内企业一般缺乏制膜核心技术，胶粘复合工艺难涉及氟碳涂料的配方、材料表面改性等技术，技术壁垒相度系数不高，技术壁垒相对较低	相对较高
成本	以 TPT、TPE 结构为主，成本较高	较低
一体化程度、稳定性	受胶粘剂质量影响较大	较高（无需使用胶粘剂，一体化程度高）
市场份额	较高	由于进入市场时间短，目前市场份额占 10% 以上
国外及中国台湾主要企业	奥地利伊沃尔塔 (Isovoltaic)、德国肯博 (Krempel)、日本东洋铝业、意大利康维明 (Coveme)、韩国美国 Madico 公司、韩国 LG 集团等 SFC、台虹科技等"	
国内主要企业	明冠能源（江西）、苏州赛伍、江苏中南汇通、乐中来股份、高盟新材、乐凯胶片、浙江哈氟龙、杭州帆度凯胶片和湖北回天新材等	

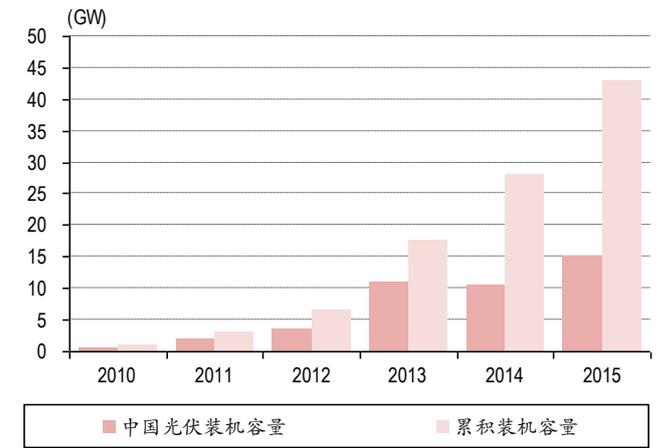
资料来源：中来股份招股书、中银证券

全球光伏组件市场前景良好

光伏市场蓬勃发展。随着全球性能源短缺、气候异常和环境污染等问题的日益突出，各国加强了对可再生能源发展的重视和扶持，太阳能光伏应用成为世界可再生能源领域的一大亮点，呈现出快速发展的态势。按照行业权威机构统计，2015 年全球新增装机容量为 50GW，相当于 2005 年的 36 倍，十年年度复合增长率为 43.1%，2015 年全球累计装机容量为 228GW，相当于 2005 年的 44.7 倍。各家对未来光伏装机量预期不一，整体认为全球装机容量仍将保持增长，带动上游光伏组件消费量增加，拉动光伏背板需求。中国光伏市场发展为世界瞩目。2015 年中国光伏装机容量达 15GW，同比增长 41.5%，累计装机容量达到 43.2GW，中国成为全球光伏发电装机容量最大的国家。

图表 32. 全球太阳能光伏装机容量保持增加


资料来源: EPIA、IEA、中银证券注: 按照新增装机容量测算

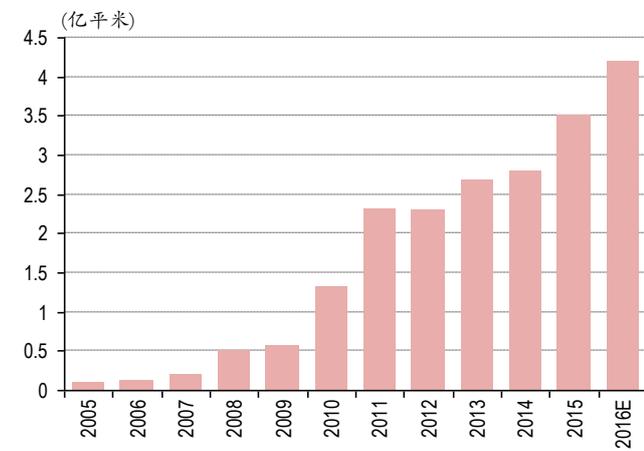
图表 33. 中国太阳能光伏装机容量快速增长


资料来源: 中国光伏协会、中银证券

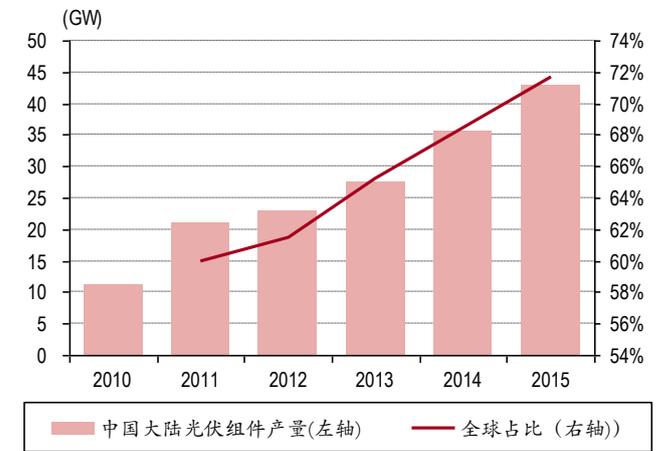
光伏背膜市场需求强劲

全球光伏装机量的增长极大地带动了太阳能电池背膜的市场需求。2010 年全球背膜市场的需求量接近 1.4 亿平方米, 2015 年全球背膜市场的需求量接近 3.5 亿平方米。市场整体认为, 2016 年全球光伏装机容量将超过 60GW, 保守按照 60GW 测算, 按太阳能电池组件转换效率约为 16%、1GW 太阳能电池组件大约需要 700 万平方米背膜测算, 对应的 2016 年太阳能电池背膜需求量约为 4.2 亿平方米, 市场前景较好。

背板下游客户逐渐向亚洲集中。2007 年中国成为全球最大的光伏组件生产国后, 中国也成为了世界最大的光伏背膜需求国并保持至今, 因此光伏背膜的客户正逐渐向亚洲, 特别是中国集中。2015 年全球前十大电池组件制造商中, 中国企业占有 7 席。2015 年中国大陆太阳能组件产量为 43GW, 占世界总产量的 71.7%, 对光伏背膜需求量达 3 亿平米。中国光伏行业的高速增长, 对光伏背膜产生了巨大需求。在此期间, 以公司为代表的国内光伏背膜生产企业, 不断提高产品质量, 并凭借性价比优势逐渐挤占国外企业的市场份额, 未来国产光伏背膜的市场占有率将进一步提高。

图表 34. 全球光伏背膜需求量


资料来源: 中来股份招股书、中银证券注: 按照新增装机容量测算

图表 35. 中国大陆太阳能组件产量及全球市场份额


资料来源: 中来股份招股书、中银证券

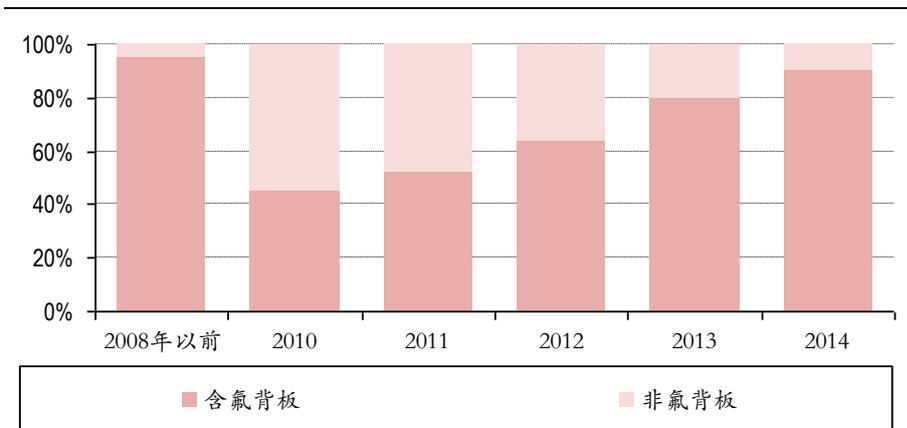
图表 36. 2015 年全球 TOP10 太阳能光伏组件生产商及产量

排名	企业名称	2015 年组件出货量 (预估, GW)	2014 年组件出货量 (GW)	2014 年排名
1	天合光能 (TSL)	5.5-5.6	3.7	1
2	阿特斯 (CSI)	4.6-4.9	3.1	3
3	晶科能源 (JKS)	4.5-4.5	2.9	4
4	晶澳 (JASO)	3.4-3.5	2.4	5
5	韩华 Q Cells	3.2-3.4	2.4	6
6	First Solar	2.8-2.9	1.5	8
7	协鑫集成 (002506)	2.5-2.7	0.5	未入 top10
8	英利绿色新能源 (YGE)	2.5-2.6	3.3	2
9	无锡尚德	1.8	1.2	未入 top10
10	昱辉阳光	1.7-1.9	2.0	9

资料来源: 索比光伏网、中银证券

进口替代, 国产化逐步推进

含氟背板重归主流。2008 年之前, 背板市场以含氟背板为主, 非含氟背板不足 10%; 2010 年前后, 由于市场供不应求, 组件厂商倾向于选择价格相对低廉的非含氟材料背板, 其市场占有率一度高达 55%; 2011 年以后, 由于非含氟材料在性能以及寿命上的差距, 无法应用于高档太阳能电池组件中, 非氟背板的市场份额每年递减超过 10%, 2014 年降到 10% 左右, 含氟背板依然是市场主流产品。

图表 37. 含氟背板和非氟背板份额占比


资料来源: 《中国背板市场与技术的发展趋势》, 中银证券

技术门槛高, 原料外资垄断, 背板依赖进口。由于技术限制, 国内复合型背板生产企业所需原材料氟膜、胶粘剂等主要依赖进口, 价格较高或供货期不能保证, 加上背板生产设备及工艺技术的限制, 中国背板国产化尚处于发展阶段, 大部分市场为国外企业如奥地利伊索沃尔塔 (Isovoltaic)、日本东洋铝业株式会社、美国 Madico 公司、德国肯博 (Krempel) 等公司的产品所占领。背板生产所用的原材料氟膜基本使用杜邦公司的 Tedlar PVF 氟膜, 市场供应紧张, 同时适用于氟膜与 PET 粘结的高品质胶粘剂生产技术多为国外少数厂家掌控, 价格较高。目前 Tedlar 仅供应几家国际大型企业, 国内只有台虹科技采用 Tedlar 生产背板。国内外其他采用复合法制备背板的企业大都采用法国阿克玛供应的 PVDF 或者其他含氟材料。

图表 38. 几种常见氟材料对比

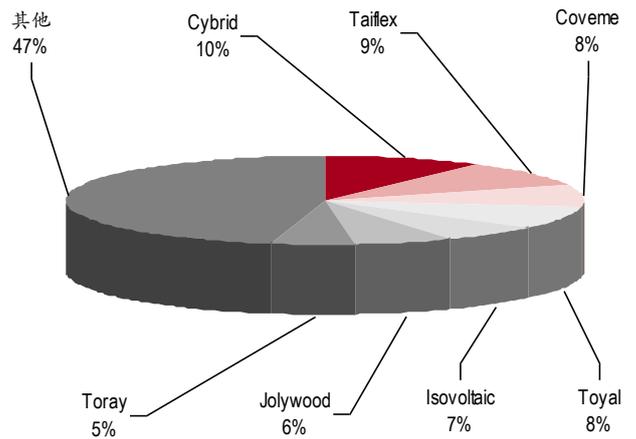
氟材料	PVF	进口 PVDF	改性 PTFE/FEVE	国产 PVDF
供应商	美国杜邦	阿克玛、SKC、电化苏威、吴羽等	大金、旭硝子、长兴、三爱富等	杭州福膜、浙江歌瑞、佛塑科技等
生产工艺	熔融挤出成膜	流延成膜	交联在线制膜	吹塑/流延成膜
表现性能	中	好	很好	差
水汽阻隔	>15g/m ² ·d	<4g/m ² ·d	<2.5g/m ² ·d	<4g/m ² ·d
市场价格	高	中	中	低
氟材料	PVF	进口 PVDF	改性 PTFE/FEVE	国产 PVDF

资料来源:《中国背板市场与技术的发展趋势》、中银证券

外企进入中国,国内企业逐步跟进。随着光伏行业的发展,中国太阳能电池组件生产企业不断壮大,市场份额不断提高,国内背膜需求日益增长,境外部分背膜生产企业开始在国内投资建厂,如康维明(Coveve,意大利企业)。此外,国内企业也开始从事背板生产,市场占有率不断提升,并开始立足于国际市场。2010年,国产背板仅占全球光伏背板市场份额的10%左右,国外产品占据约90%的份额。2013年,台虹科技、苏州赛伍和苏州中来三家公司全球市场份额合计近25%,累计出货超过9GW。随着国产背板产品技术和客户突破,预计到2015年底,在全球市场,国产背板市场份额有望与国外持平。

图表 39. 国产背板市占率稳步提升


资料来源:《中国背板市场与技术的发展趋势》、中银证券

图表 40. 2014 年全球背板企业市场份额


资料来源:索比太阳能光伏网、中银证券

图表 41. 国外主要的光伏背板生产企业

排名	公司名称	产能 (万平米/年)	产品类型
1	Isovoltaic 伊索	7,000	能提供 10GW 的组件用背板量, 采用杜邦 Tedler PVF 氟膜
2	日本 Toppan	3,500	杜邦 Tedler PVF 氟膜
3	康维明	4,800	PPE, 自产 PET, 中国张家港有生产基地
4	美国 Medico	8,400	能产 12GW 的组件用背板量
5	东洋铝业	1,500	PVDF 氟膜和 PPE
6	美国盾膜	3,000	杜邦 Tedler PVF 氟膜
7	韩国 SFC	1,200	杜邦 Tedler PVF 氟膜
8	德国 Krempel	800	杜邦 Tedler PVF 氟膜、PVDF 氟膜
9	3M	700	THV, dyneon THV+PET
10	日本东丽 toray	600	PP+PET+EVA
11	Honeywell	500	ECTEF (杜邦提供)

资料来源:新材料在线、中银证券

图表 42. 国内主要的光伏背板生产企业

	企业名称	产能 (万平米/年)	产品类型
1	康维明 (张家港)	5,400	PYE 复膜型
2	苏州赛伍	4,200	双面 PVDF 复膜型
3	苏州中来	3,750	涂覆型
4	台虹科技 (台湾、苏州)	3,500a	杜邦 PVF 复膜型
5	广东圣帕新材	3,000	FPF、FPE 背板
6	乐凯胶片	2,000	双面 PVDF 复膜型
7	回天新材	2,000	PVDF 复膜型
8	杭州福斯特	1,800	涂覆型
9	中天科技	1,500	PVDF 复膜型
10	明冠能源 (江西)	1,500	TPT、TPE 复膜型
11	浙江哈氟龙	700	涂覆型
12	酒泉奥特斯维	600	TPT 复膜型
13	杭州帆度	500	复膜型
14	高盟新材	500	涂覆型
15	上海创辉	500	涂覆型
16	江苏汇通	400	双面 PVDF 复膜型
17	杭州兆丰	200	涂覆型
	合计值	32,050	

资料来源：新材料在线、中银证券

注：含在内地建厂的外资企业，a：根据其出货量估测

公司氟膜投产，一体化优势凸显

2011年3月公司开始切入光伏背板领域，截至2016年6月，公司拥有3条背板生产线，年设计产能达2,000万平方米。客户基本涵盖了天合、英利、晶澳、韩华、阿特斯等光伏行业前10强知名组件企业。2015年公司光伏背板销量为646万平方米，同比增长127%。

打造起一体化产业链。复合型背板主要原料为氟膜、PET、胶粘剂等。目前国内光伏基膜(PET)基本实现了自产，而原材料氟膜、胶粘剂等主要依赖进口，其中氟膜一直由美国杜邦公司的PVF膜所主导，进口替代空间较大。公司2015年下半年建成年产900万平方米氟膜生产线，目前开工满负荷，可以满足年产450万平方米背板需要，同时，公司已完全实现了光伏用胶自给，由此公司背板生产成本大幅降低，盈利能力大幅提升。公司产品性价比提高，市占率有望不断提高。

盈利预测与投资评级

主要假设

1. 主营产品销售预测:

- 汽车整车用胶粘剂: 2016-2018 年收入增速分别为 37%、40%、35%;
- 光伏用胶: 2016-2018 年收入增速分别为 15%、15%、13%;
- 光伏背板: 2016-2018 年销量分别增长 85%、65%、55%。

2. **销售毛利率:** 胶粘剂整体保持平稳, 光伏背板因自产氟膜, 毛利率提升。

3. **所得税率和期间费用率:** 假设在预测期间保持平稳。

收入预测简表

图表 43. 销售收入结构预测

(人民币, 百万)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	975	1,262	1,608	2,049
汽车工业	170	218	287	365
电子电器	134	150	165	182
建筑	48	95	152	236
光伏背膜	129	215	316	459
非胶类产品	165	190	209	230
光伏用胶	272	313	360	407
包装胶	42	65	104	156
收入增长率(%)	15.6	29.4	27.4	27.4
汽车工业	(15.9)	28.2	31.2	27.2
电子电器	1.1	11.9	10.0	10.0
建筑	33.4	98.0	60.0	55.0
光伏背膜	91.1	67.0	46.7	45.3
非胶类产品	24.2	15.0	10.0	10.0
光伏用胶	19.8	15.0	15.0	13.0
包装胶	307.4	56.1	60.0	50.0
毛利率(%)	32.8	36.4	36.4	36.5
汽车工业	38.8	40.4	41.4	42.4
电子电器	40.2	40.2	40.2	40.2
建筑	26.0	26.0	26.0	26.0
光伏背膜	22.3	42.0	42.0	42.0
非胶类产品	26.5	26.5	26.5	26.5
光伏用胶	33.0	33.0	33.0	33.0
包装胶	8.1	30.0	30.0	30.0

资料来源: 公司数据、中银证券

投资建议: 买入

公司属于大市场中的小公司, 创新能力卓越, 产品种类丰富, 汽车整车、包装、建筑等领域胶粘剂市场取得突破, 市占率提升空间大; 氟膜业已投产, 光伏背板成本降低, 竞争能力增强; 战略重视外延, 并购带来新跨越。预计 2016-2018 年每股收益分别为 0.35 元、0.45 元、0.58 元, 首次给予 **买入** 评级, 按照 2016 年 45 倍、2017 年 35 倍估值, 目标价 16.00 元。

图表 44. 估值对比表

公司	代码	每股收益(元)			市盈率(倍)			市净率(倍) (MRQ)	ROE(%) (TTM)	市值 (亿元)
		15	16E	17E	15	16E	17E			
回天新材	300041.CH	0.21	0.35	0.45	54	33	25	4.4	10.9	45
高盟新材	300200.CH	0.25	0.33	0.36	57	44	40	3.9	8.5	31
康达新材	002669.CH	0.56	0.7	0.82	38	30	26	5.7	15.6	42
硅宝科技	300019.CH	0.27	0.35	0.46	43	33	25	5.8	15.9	38
中来股份	300393.CH	0.90	0.90	1.59	36	36	21	6.7	11.9	59
平均					45.6	35.2	27.4	5.3		

资料来源：公司数据、中银证券

注：除回天新材外，其余公司盈利预测为万得一致预期数据；股价为2016年6月3日收盘价

风险提示：

市场开发风险；竞争激烈，毛利率下降风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	844	975	1,262	1,608	2,049
销售成本	(542)	(655)	(803)	(1,023)	(1,302)
经营费用	(165)	(215)	(253)	(329)	(431)
息税折旧前利润	136	105	206	257	316
折旧及摊销	(37)	(42)	(69)	(71)	(72)
经营利润(息税前利润)	100	64	137	185	244
净利息收入/(费用)	1	(2)	2	3	1
其他收益/(损失)	(15)	(8)	(50)	(53)	(56)
税前利润	122	94	156	204	260
所得税	(12)	(11)	(18)	(24)	(30)
少数股东权益	(0)	0	1	1	1
净利润	110	84	139	181	230
核心净利润	88	50	120	162	212
每股收益(人民币)	0.273	0.209	0.346	0.452	0.575
核心每股收益(人民币)	0.219	0.125	0.300	0.405	0.529
每股股息(人民币)	0.067	0.076	0.075	0.052	0.068
收入增长(%)	31	16	29	27	27
息税前利润增长(%)	19	(36)	114	35	32
息税折旧前利润增长(%)	20	(23)	96	24	23
每股收益增长(%)	23	(23)	66	30	27
核心每股收益增长(%)	22	(43)	140	35	30

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	122	94	156	204	260
折旧与摊销	37	42	69	71	72
净利息费用	(1)	3	0	(0)	1
运营资本变动	65	(10)	0	10	102
税金	12	11	18	24	30
其他经营现金流	(238)	(171)	(146)	(224)	(372)
经营活动产生的现金流	(2)	(31)	97	84	91
购买固定资产净值	(28)	(43)	(100)	(100)	(80)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(79)	(143)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(107)	(186)	(100)	(100)	(80)
净增权益	0	31	200	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(27)	(30)	(30)	(21)	(27)
其他融资现金流	59	342	(207)	(31)	34
融资活动产生的现金流	32	343	(37)	(52)	7
现金变动	(77)	126	(40)	(67)	19
期初现金	175	114	239	199	132
公司自由现金流	(108)	(216)	(1)	(13)	13
权益自由现金流	(108)	(220)	(3)	(15)	11

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	114	239	199	132	151
应收帐款	296	416	501	639	814
库存	198	161	197	251	320
其他流动资产	104	102	129	165	210
流动资产总计	712	918	1,027	1,187	1,495
固定资产	421	614	663	708	730
无形资产	117	169	152	137	123
其他长期资产	77	59	59	58	58
长期资产总计	622	853	885	914	922
总资产	1,334	1,771	1,912	2,101	2,417
应付帐款	111	123	150	191	244
短期债务	55	40	40	50	152
其他流动负债	75	73	85	104	128
流动负债总计	241	235	276	346	524
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	31	23	23	23	23
股本	169	200	401	401	401
储备	892	1,309	630	630	630
股东权益	1,061	1,509	1,031	1,031	1,031
少数股东权益	1	4	3	2	1
总负债及权益	1,334	1,771	1,912	2,101	2,417
每股帐面价值(人民币)	2.65	3.77	2.57	2.57	2.57
每股有形资产(人民币)	5.59	6.69	2.19	2.23	2.26
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.35)	(0.99)	(0.40)	(0.20)	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.2	10.8	16.3	16.0	15.4
息税前利润率(%)	11.8	6.5	10.8	11.5	11.9
税前利润率(%)	14.5	9.7	12.4	12.7	12.7
净利率(%)	13.0	8.6	11.0	11.3	11.2
流动性					
流动比率(倍)	3.0	3.9	3.7	3.4	2.9
利息覆盖率(倍)	297.6	13.4	74.3	100.7	106.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	3.2	3.0	2.7	2.2
估值					
市盈率(倍)	41.3	54.0	32.6	25.0	19.6
核心业务市盈率(倍)	51.7	90.7	37.7	27.9	21.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	73.2	128.4	53.4	39.5	30.3
市净率(倍)	4.3	3.0	4.4	4.4	4.4
价格/现金流(倍)	(1,911.0)	(144.3)	46.6	53.7	49.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.8	41.1	21.2	17.3	14.3
周转率					
存货周转天数	115.7	89.6	81.4	80.0	80.0
应收帐款周转天数	128.1	155.5	132.6	129.4	129.4
应付帐款周转天数	48.1	45.9	39.5	38.8	38.8
回报率					
股息支付率(%)	24.7	36.3	21.7	11.5	11.8
净资产收益率(%)	10.3	5.6	10.9	17.6	22.4
资产收益率(%)	6.7	3.2	6.6	8.2	9.5
已运用资本收益率(%)	9.0	4.2	8.6	10.9	12.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

回天新材(300041.CH/人民币 11.30, 买入)

高盟新材(300200.CH/人民币 14.39, 未有评级)

康达新材(002669.CH/人民币 21.19, 未有评级)

硅宝科技(300019.CH/人民币 11.75 停牌, 未有评级)

中来股份(300393.CH/人民币 32.72, 未有评级)

以 2016 年 6 月 3 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371