

日期: 2017年12月25日

行业: 基础化工



# 内生增速高，胶粘剂龙头扬帆起航

## ——掘金细分子行业龙头系列报告（三）

分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070007

### 基本数据 (截止 2017 年 12 月 22 日)

报告日股价 (元)	9.97
12mth A 股价格区间 (元)	9.87/15.60
总股本 (亿股)	4.26
无限售 A 股/总股本	60.32%
流通市值 (亿元)	25.60
每股净资产 (元)	4.36

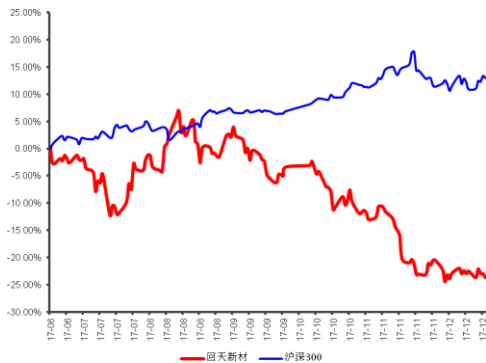
### 主要股东 (2017Q3)

章锋	21.92%
回天新材第一期员工持股	5.86%

### 收入结构 (2017H1)

有机硅胶	50.45%
非胶类产品	27.06%
聚氨酯胶	13.57%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX17-HTXC03

首次报告日期: 2016 年 10 月 11 日

### 相关报告:

2017/03/29 回天新材 2016 年年报点评: 业绩拓展符合预期, 重点产品助推业绩增长

2017/03/29 回天新材 2017 年半年报业绩预告

### 投资摘要

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, 2016 年全年公司实现营业收入 11.3 亿元, 同比增长 16.04%; 归属于母公司股东净利润 9703.9 万元, 同比增长 15.73%; 2017 年 1-9 月, 公司实现营业收入 11.07 亿元, 同比增长 33.97%, 归属于母公司股东净利润 9053 万元, 同比增长 16.46%。

#### 新产品、新客户推动内生高增速

公司不仅在胶粘剂产能方面进行了升级, 同时也在产品结构上进行了调整。胶粘剂方面, 公司在汽车制造领域成功替代进口胶, 成为宇通客车、中通、金龙客车等供应商, 对东风日产三大生产基地全面批量供货, 并中标神龙、北汽、比亚迪等优质客户订单; 电子电器领域长期合作伙伴有明纬、茂硕、台达等业内知名企业; 轨交领域取得中车集团批量订单, 国内高铁行业六大主机厂全部进入; 新能源领域客户结构优化, 行业前十大客户中都成功占据 30%-70% 的份额; 软包装领域, 产品广泛应用于食品、医药、日化等行业巨头包装结构中, 并成功进入海外市场; 高端建筑领域中标多项标杆订单; 工业设备及工程用胶领域独家中标港珠澳大桥项目; 光伏背膜出货量大增, 品牌名气成型。

同时, 公司启动乘用车用胶、新能源汽车用胶、PUR 胶和装配式建筑用胶四大战略项目, 市场容量高达数十亿元, 并在多个项目取得技术突破及客户突破。

#### 行业整合+进口替代双轮驱动, 胶粘剂龙头直接受益

胶粘剂由于下游应用广泛、种类繁多, 生产企业多数以一类或几类产品为主, 因此整个行业的集中度较低。国际巨头的体量优势明显, 以汉高、道康宁、富乐为首的胶粘剂巨头销售收入数十倍于国内龙头, 但随着近年来国内龙头核心产品质量提升及价格优势充分体现, 有助于抢占市场增量和进口产品存量份额。2016 年, 我国胶粘剂和密封胶销售额约为 900 亿元, 按照行业增速 5%-8% 进行计算, 2017 年增量市场为 45-72 亿元, 而公司 2016 年胶粘剂销售额仅为不足 8 亿元, 占市场份额 0.88%, 因此, 我们看好胶粘剂行业国内龙头企业的发展。

#### 员工持股落地彰显公司信心, 频繁出击开启新市场

公司员工持续进行完毕, 发行股份 2492.8 万股, 发行价为 10.01 元/股, 募集资金 2.50 亿元, 公司董事、高管认购 56.31%, 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认购 43.69%, 锁定期为 3 年。

点评：产品、客户持续优化，业绩增长符合预期

公司四季度公告和中建八局第二建设有限公司河北分公司及中国建筑第五工程局北京分公司签订了《战略合作框架协议书》，有助于提升公司高端建筑胶产品在京津冀区域尤其是雄安新区的销售业务；上海回天子公司与武汉博茗共同出资设立武汉博天电力发展有限公司，计划未来三年分别建成 10MW、30MW 和 60MW 光伏电站，拟以组件实物出资，改善现金流；此外，公司拟通过回天荣盛子公司以自有资金 520 万元收购越南越友公司 100% 股权，此举将有助于提升境外销售业务，降低贸易成本，扩大品牌影响力。

### ■ 投资建议

我们认为回天新材主营业务胶粘剂业务受益于行业整合红利和进口替代空间具有较大的增速预期，光伏背膜业务受益于工厂搬迁完成及产品认证完成也能够在 2017 年开始加速释放产能。同时，公司大股东、高管、核心人员认购公司股票，并锁定 3 年，对公司未来发展信心十足。

基于原材料价格波动及新产品认证情况（包括轨交、汽车、高端建筑等多个领域取得突破性进展），我们对公司盈利预测进行修正，预计公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 14.47、20.87 和 25.45 亿元，同比增速 27.86%、44.24% 和 21.97%；归属于母公司股东净利润 1.22、1.70 和 2.28 亿元，同比增速 26.17%、39.05% 和 33.73%，每股 EPS 分别为 0.29、0.40、0.54 元，对应 PE 为 35.0、25.2 和 18.8 倍，未来六个月内，维持“增持评级”。

### ■ 风险提示

新产品拓展不及预期；建筑、新能源等行业政策出现变化；轨交行业出现变革；国外厂商启动价格战

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1131.60	1446.84	2086.93	2545.48
年增长率	16.04%	27.86%	44.24%	21.97%
归属于母公司的净利润	97.04	122.43	170.23	227.66
年增长率	15.73%	26.17%	39.05%	33.73%
每股收益 (元)	0.23	0.29	0.40	0.54
PE (X)	44.1	35.0	25.2	18.8

数据来源：wind，上海证券研究所

## 目 录

<b>一、公司简介</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司简介.....	5
1.2 股权结构.....	5
1.3 公司基本财务数据.....	6
1.4 主营构成.....	6
<b>二、行业概况：国内小而散，外资占比高</b> .....	<b>7</b>
2.1 胶粘剂产业链情况.....	7
2.2 公司产品覆盖行业.....	9
2.3 胶粘剂市场格局.....	13
2.4 胶粘剂竞争对手.....	14
2.5 氟膜行业情况.....	18
<b>三、公司核心竞争力：技术突出、覆盖领域广</b> .....	<b>19</b>
3.1 核心产品.....	19
3.2 技术水平突出.....	24
3.3 内生高增速，外延预期强烈.....	25
<b>四、投资建议与盈利预测</b> .....	<b>25</b>
<b>五、风险提示</b> .....	<b>26</b>
<b>六、附表</b> .....	<b>27</b>

## 图表

图 1 回天新材股权结构（2017Q3）.....	5
图 2 回天新材历年营业收入及增速示意图.....	6
图 3 回天新材历年归母净利润及增速示意图.....	6
图 4 回天新材期间费用率示意图.....	6
图 5 回天新材资本结构变化示意图.....	6
图 5 公司历年主营拆分业务营业收入.....	7
图 6 公司历年主营拆分业务毛利率.....	7
图 7 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图.....	8
图 8 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图.....	8
图 9 胶粘剂下游细分市场示意图.....	9
图 10 国内乘用车年产量及增速示意图.....	10
图 11 国内客车年产量及增速示意图.....	10
图 12 全球 LED 驱动电源市场规模示意图.....	11
图 13 国内笔记本电脑产量及增速示意图.....	11
图 14 国内手机产量及增速示意图.....	11
图 15 高铁营业里程及动车组保有量示意图.....	12
图 16 高铁里程增速、动车保有量增速及车辆密度.....	12
图 17 房屋新开工面积示意图.....	12
图 18 基建及房地产投资完成额增速示意图.....	12
图 19 光伏装机容量示意图.....	13
图 20 风电装机容量示意图.....	13

图 21 汉高历年营业收入示意图 .....	16
图 22 汉高粘合剂技术业务历年营业收入示意图 .....	16
图 23 汉高胶粘剂技术业务主营占比示意图 .....	16
图 24 富乐历年营业收入示意图 .....	17
图 25 富乐历年营业利润示意图 .....	17
图 26 富乐亚太区胶粘剂业务营业收入示意图 .....	18
图 27 国内太阳能背板国产化率情况 .....	18
表 1 公司主营产品及应用领域 .....	19
附表 1 公司财务预测与估值 .....	27

## 一、公司简介

### 1.1 公司简介

回天新材是专业从事胶黏剂和新材料研发、生产销售的高新技术企业，创立于 1977 年，前身是国内第一批从事胶粘剂研发的科研单位，并于 1997 年改制为湖北回天胶业股份有限公司，2010 年成功上市。

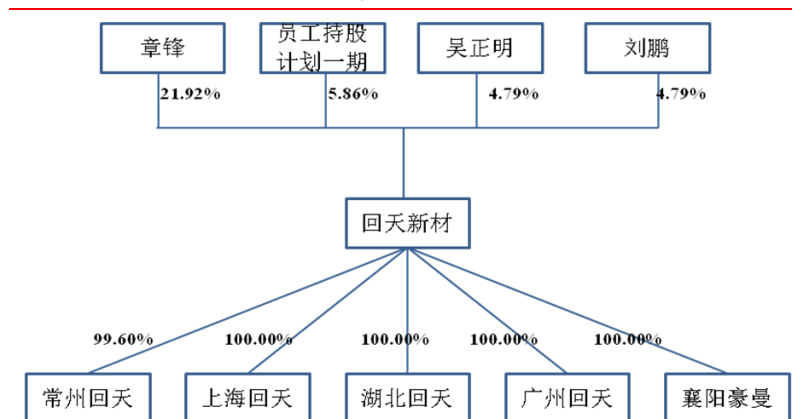
目前主营业务产品涵盖高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶等工程胶粘剂及太阳能电池背膜，广泛应用于汽车制造及维修、电子电器、LED、轨道交通、新能源、工程机械、软包装、高端建筑等众多领域。此外，公司利用已有的汽车行业销售渠道兼营一部分非胶粘剂产品，主要为汽车制动液和其他汽车维修保养用化学品。

公司在上海、广东、江苏、湖北分别建有产业基地和研发中心，并且主办行业权威学术期刊《粘接》。公司产品通过了 SGS、TUV、JET、CQC 等多项认证。

### 1.2 股权结构

公司第一大股东章锋，占公司 21.92% 股份，截止 2017 年 8 月 6 日，公司实际控制人（一致行动人）人章锋、吴正明、刘鹏、史襄桥、王争业、赵勇刚共持有本公司股份 142,005,656 股，占本公司总股本的 33.36%。

图 1 回天新材股权结构（2017Q3）



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

公司旗下拥有五家主要子公司，分别为上海回天新材料有限公司、广州回天新材料有限公司、常州回天新材料有限公司、襄阳豪曼汽车用品有限公司和湖北回天汽车用品有限公司，同时设立上海回天电力科技发展有限公司和湖州天晖太阳能电力有限公

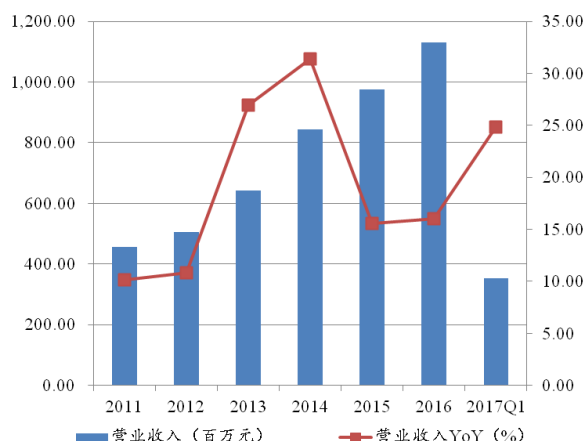
司。

### 1.3 公司基本财务数据

公司2016年全年实现营业收入11.32亿元，同比增长16.04%，归属于母公司股东净利润9704万元，同比增长15.73%；2017年Q3季度实现营业收入11.07亿元，同比增长33.97%，归属于母公司股东净利润9053万元，同比增长16.46%。

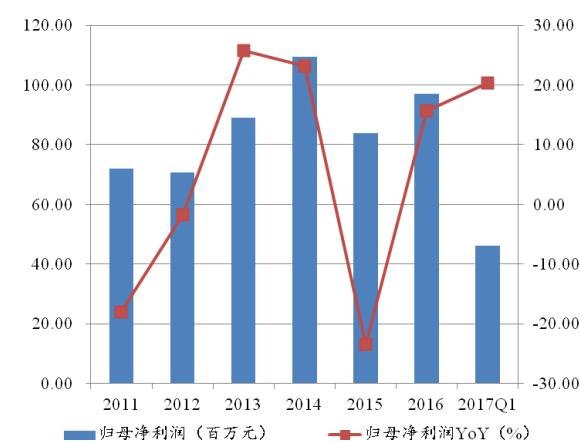
公司自上市以来，营业收入实现逐年增加，从2010年的4.14亿元增长至2016年的11.32亿元，年复合增长率达18.25%。

图2 回天新材历年营业收入及增速示意图



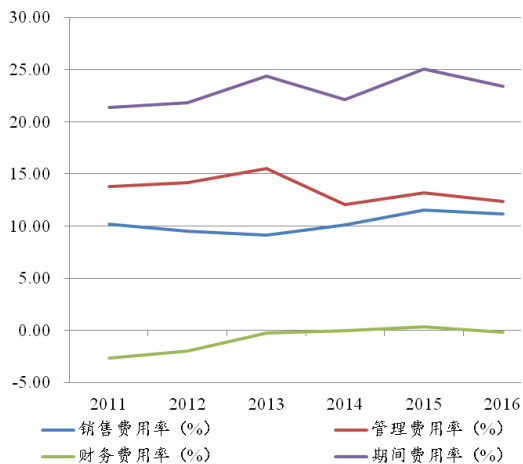
数据来源: wind 上海证券研究所

图3 回天新材历年归母净利润及增速示意图



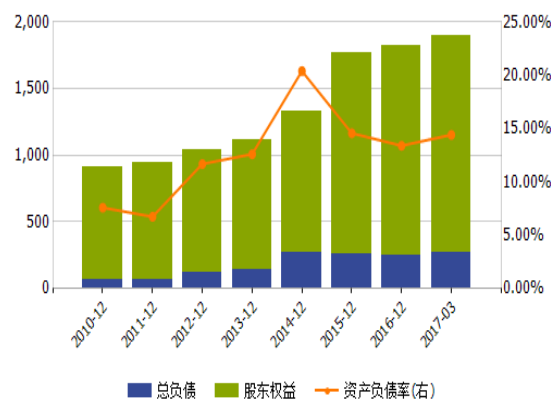
数据来源: wind 上海证券研究所

图4 回天新材期间费用率示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

图5 回天新材资本结构变化示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

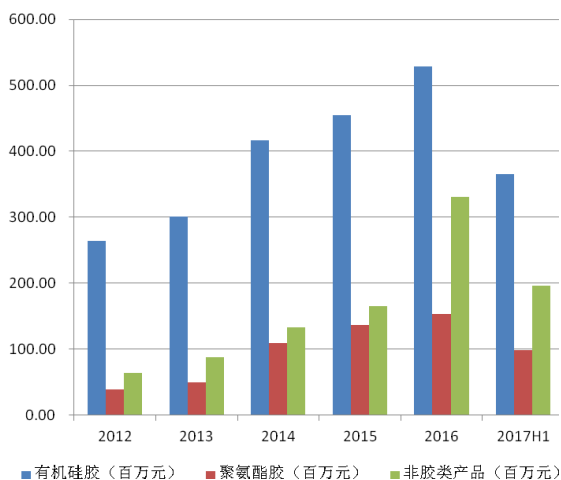
### 1.4 主营构成

根据公司2016年年报披露，公司主营产品中，有机硅胶业务实现收入5.29亿元，同比增长16.41%，聚氨酯胶业务实现收入1.53亿元，同比增长12.64%，其他胶类产品实现收入1.01亿元，

同比增长 23.29%，非胶类产品实现营业收入 3.31 亿元，同比增长 12.38%。主营业收入中占比最大的仍然是有机硅胶，占 46.74%，聚氨酯胶占 13.56%，其他胶类产品占 8.92%，非胶类产品占 29.24%，其他业务占 1.55%。胶类产品共计营业收入约 7.83 亿元，占 69.22%，而 2015 年此业务营收约为 6.72 亿元，增速为 16.5%。

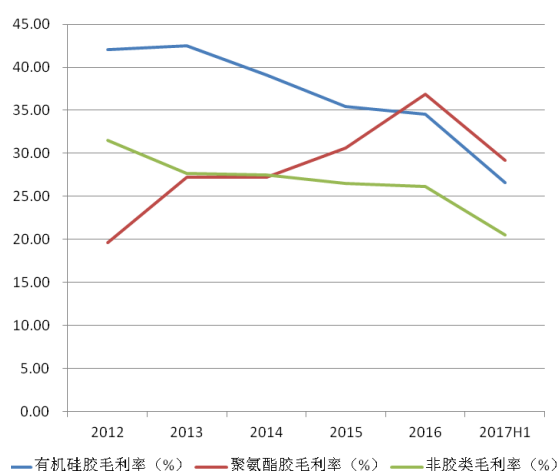
2017 年上半年，公司主营业务中有机硅胶占比扩大至 50.45%，聚氨酯胶维持 13.5% 左右占比，非胶类业务占比略有下滑。同比来看，有机硅胶业务增速 38.93%，聚氨酯胶业务增速 59.92%，非胶类业务增速 8.86%。

图 5 公司历年主营拆分业务营业收入



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

图 6 公司历年主营拆分业务毛利率



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

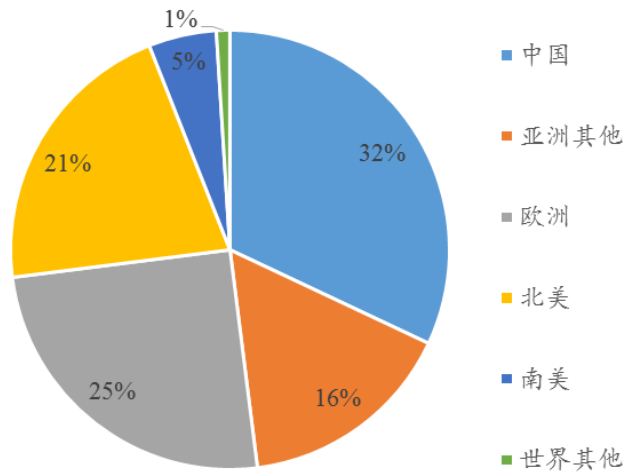
## 二、行业概况：国内小而散，外资占比高

### 2.1 胶粘剂产业链情况

#### ■ 行业整体情况：

我国目前已经是世界最大的用胶国家，2014 年全球胶类产品的消费量已经超过 1900 万吨，价值约 294 亿美元，而中国地区胶类产品的消费量占全球的 32%（亚太地区的 2/3）。

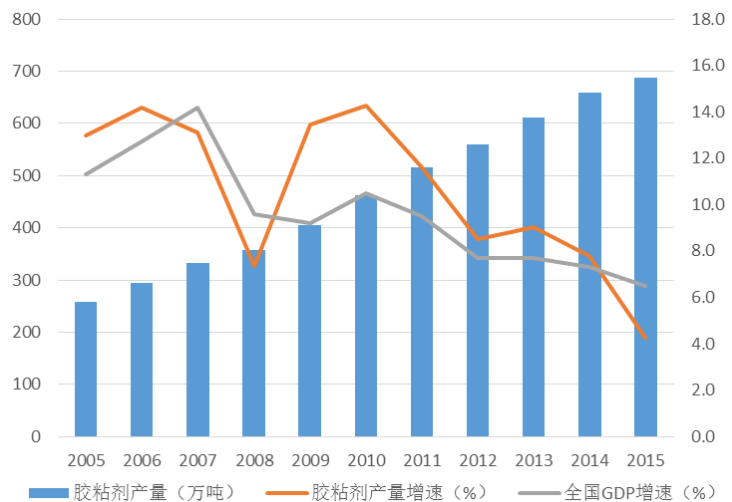
图 7 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



数据来源：中国产业信息网 上海证券研究所

胶粘剂行业下游受基础设施建设、房地产、汽车、高铁、新能源等多个行业影响，因此，国家政策和宏观经济形势对行业增速具有一定的影响。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，2005 年我国胶粘剂产量为 257.5 万吨，2015 年产量上升为 686.8 万吨，年复合增长率为 10.3%，并且胶粘剂产量增速与 GDP 增速关联度较高。

图 8 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

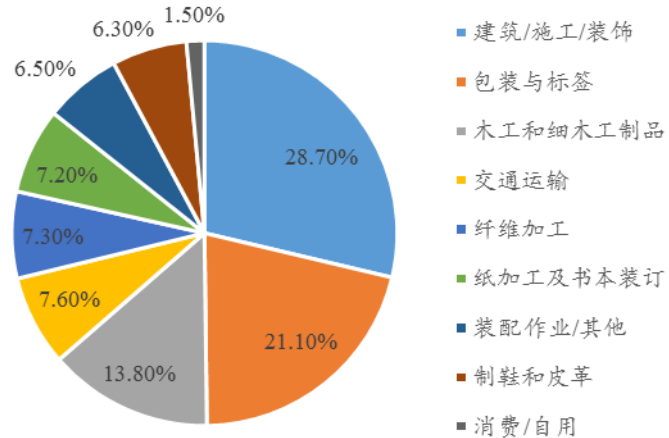
■ 下游细分市场：

从下游细分市场看，目前国内主要应用领域为建筑、包装/标签、木工制品等。其中建筑/施工/民用工程/装饰工艺用胶占 28.7%，包装与标签用胶占 21.1%，木工和细木工制品用胶占 13.8%，交通运输用胶占 7.6%。因此，受益于房地产后周期、基建、汽车等下游需



求回升，胶粘剂需求量也将持续增加。

图 9 胶粘剂下游细分市场示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

## 2.2 公司产品覆盖行业

公司主要胶类产品为有机硅胶和聚氨酯胶，应用于汽车工业（制造和维修）、电子电器、可再生能源、建筑等多个方面。

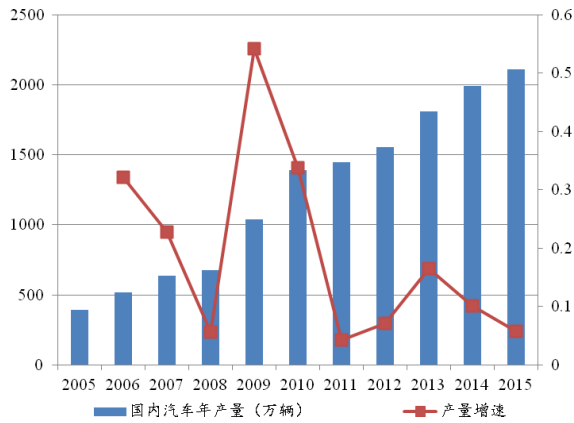
### ■ 汽车工业：

轻质金属、复合材料和工程塑料在汽车上的应用扩大使得胶粘剂和密封胶在汽车上的用量持续增长，汽车工业几乎涵盖了所有类型胶粘剂，并且整车用量比例也在逐渐提高。随着国内汽车年产量的逐年增加，汽车用胶粘剂需求量也将显著增加，尤其是增速较快的客车市场。

据《全球汽车胶粘剂市场 2020 年展望》称，2015 年全球汽车胶粘剂市场规模为 37.4 亿美元，到 2020 年将增长至 55.6 亿美元，年复合增长率为 8.2%；客车是当前汽车胶粘剂市场应用的主流车型，主要受印度、中国和巴西等国家持续增强的消费能力驱动。

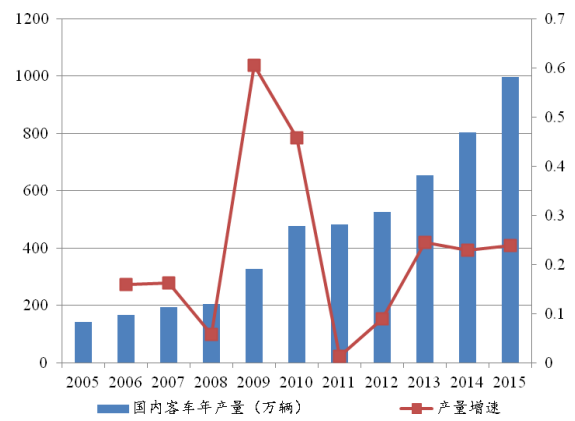
2016 年，我国汽车产销 2811.88 万辆和 2802.82 万辆，同比增长 14.46% 和 13.65%，增幅比上年分别提升 11.21 个百分点和 8.97 个百分点。其中，乘用车产销分别为 2,442.07 万辆和 2,437.69 万辆，同比增长 15.50% 和 14.93%；商用车产销分别为 369.81 万辆和 365.13 万辆，同比增长 8.01% 和 5.80%，预计 2017 年我国汽车销量增长约 5% 至 2,940 万辆。据中国产业信息网统计，在汽车整车制造用胶方面，有机硅胶平均用量为 300g/辆，聚氨酯胶平均用量为 900g/辆，丙烯酸酯为 66g/辆，厌氧胶为 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。截止 2014 年，我国车用胶粘剂需求量约为 4.9 万吨。

图 10 国内乘用车年产量及增速示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

图 11 国内客车年产量及增速示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

### ■ 电子电器、LED 行业:

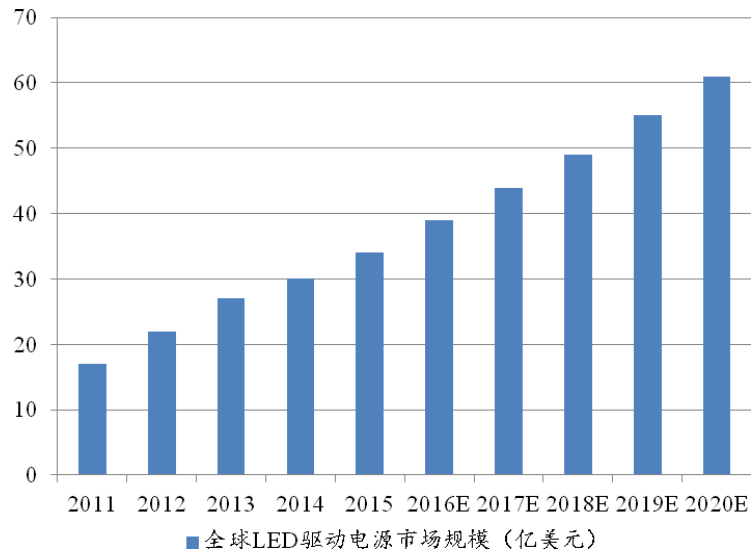
电子电器产品中胶粘剂的应用十分广泛，主要用于粘结和封装。据工信部统计称，2016 年 1-11 月，规模以上电子信息制造业增加值同比增长 9.6%，快于全部规模以上工业增速 3.6 个百分点，占规模以上工业增加值比重为 7.4%；全行业主营业务收入同比增长 7.4%，行业效益状况良好。2016 年全年家用电器行业主营业务收入 14,605.6 亿元，累计同比增长 3.8%。

我国电池制造业中，规模以上电池制造企业累计主营业务收入 5501.2 亿元，同比增长 18.8%，其中锂离子产品主营业务收入 2824 亿元，同比增长 33.3%。

LED 方面，LED 驱动电源对 LED 照明灯具的可靠性有重要影响，占 LED 整灯成本的 20-30%。胶粘剂在其中的必不可少，需要考虑到粘结材质、使用环境、粘结强度、流动性、防水性等多重因素，因此具有一定的技术要求。

据中商产业研究院研究称，目前全球 LED 驱动电源市场规模从 2011 年的 17 亿美元，已经增长到 2015 年的 34 亿美元左右，年复合增长率近 20%，未来随着 LED 照明市场规模的持续增长，LED 驱动电源市场规模仍将逐步释放，预计到 2020 年将超过 60 亿美元。

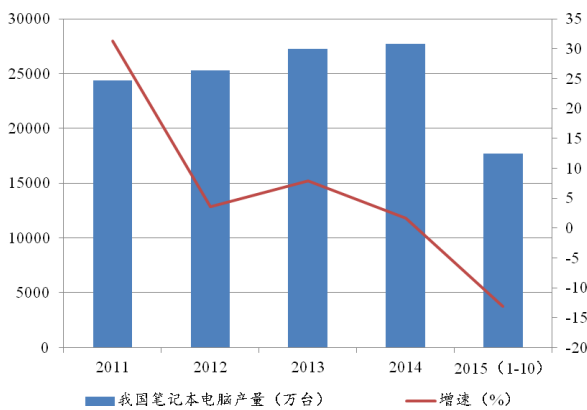
图 12 全球 LED 驱动电源市场规模示意图



数据来源：中商产业研究院 上海证券研究所

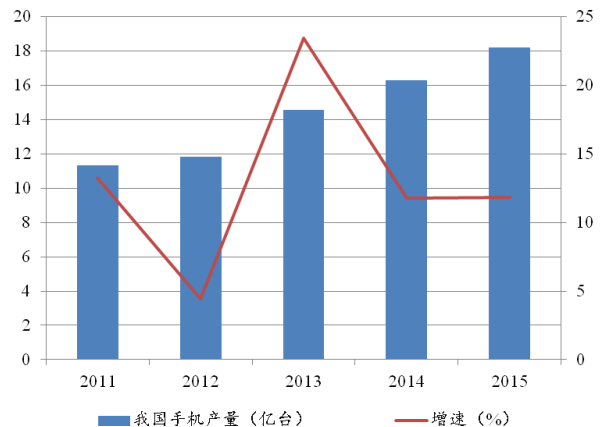
此外，公司还有产品应用在 UV 胶、显示屏、车灯、电器、移动终端等行业，这些行业每年也都具有较好的市场增量，因此，提供的胶粘剂空间也较大。

图 13 国内笔记本电脑产量及增速示意图



数据来源：wind 上海证券研究所

图 14 国内手机产量及增速示意图



数据来源：wind 上海证券研究所

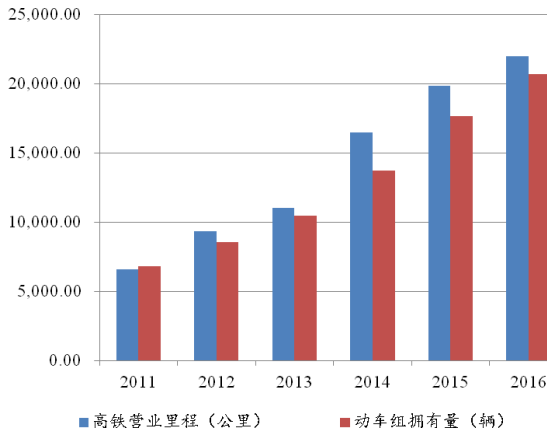
■ 轨道交通：

受益于 2016 年 7 月的《中长期铁路网规划》出台，到 2020 年我国高铁里程将达到 3 万公里，2025 年将达到 3.8 万公里左右。此次“八纵八横”规划将国内重点大中城市进行覆盖，将继续推动行业高速发展。

从历年数据不难看出，高铁营业里程与动车组拥有量基本保持同步增长，车辆密度保持在 0.8-1 辆/公里左右波动，中值大约为 0.95 辆/公里。截止 2016 年底，高铁营业里程数约为 2.2 万公里，若到 2020 年达到 3 万公里，则年复合增长率为 8.06%，新增 7600 辆动车组列车（按中值计算），年复合增长率为 8.14%。在保持轨道及车

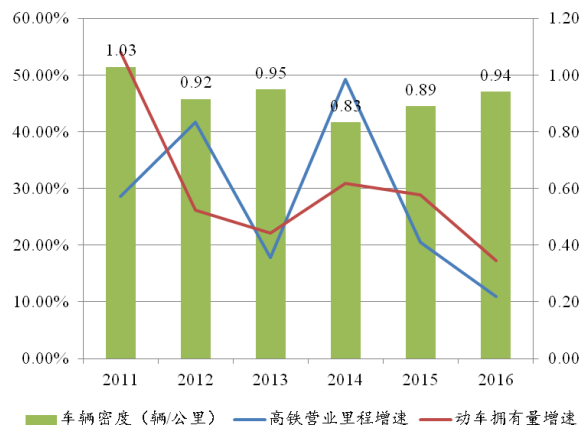
辆用胶比例不变的情况下，轨道及整车用胶市场也将维持 8% 以上的增速。

图 15 高铁营业里程及动车组保有量示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

图 16 高铁里程增速、动车保有量增速及车辆密度



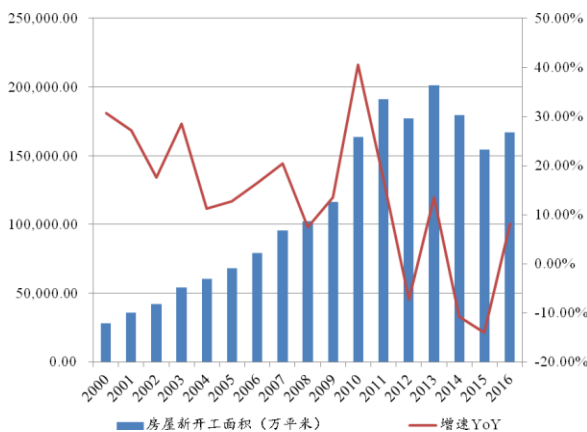
数据来源: wind 上海证券研究所

■ 建筑行业:

建筑用胶应用于小区、写字楼、购物商城、市政建筑、体育馆等，受房地产及基建等共同影响。房地产投资尽管在近年出现增速中枢回落现象，但 2016 年完成投资额仍然达到 10.26 万亿，增速为 6.9%，并且房屋新开工面积增速也达到了 8.08%。行业整体增速仍将放缓，但后周期及补库存将使得用胶市场趋于稳定。基建投资是贯穿全年的大主线，在基数较大的情况下仍然能够维持较高增速。因此，我们认为未来建筑工程市场用胶仍然将维持可观的增速。

此外，在公司产品应用领域中，高端用胶较多，高端幕墙胶、装配式建筑用胶、基建中桥隧工程用胶等都拥有相应的标杆客户订单，品牌效应将会极为显著。

图 17 房屋新开工面积示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

图 18 基建及房地产投资完成额增速示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

■ 新能源行业:

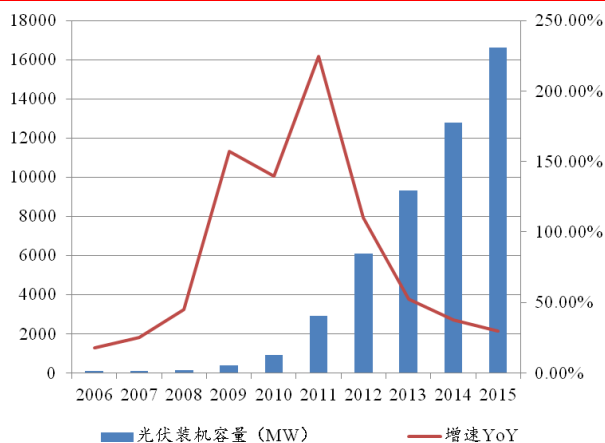
太阳能光伏、风电等新能源行业对胶粘剂需求量都很大，尽管光伏和风电都出现了利用率不高及国家补贴滑坡的情况，但是

每年的装机容量增速都十分可观。

国家能源局下发《太阳能发展十三五规划》，明确提出在 2020 年实现光伏发电累计装机容量达到 1.5 亿千瓦的发展指标。《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达到 2.1 亿千瓦以上。

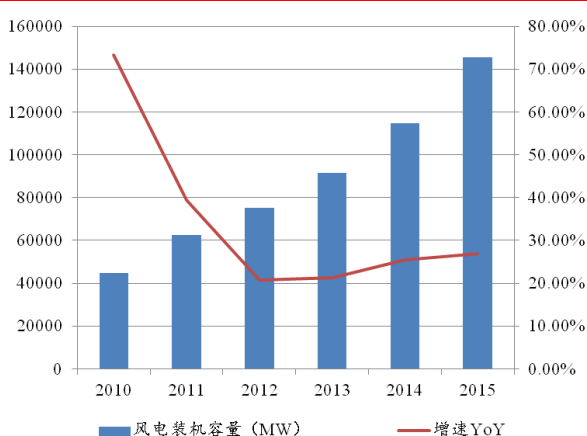
《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》及《关于调整新能源标杆上网电价的通知（征求意见稿）》的标杆电价下调方案表明，国家对于新能源出现的弃风弃光现象进行了区域化管理，有助于行业健康有序发展。

图 19 光伏装机容量示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

图 20 风电装机容量示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

### ■ 软包装领域:

河北雄县、浙江龙港县、江苏江阴申达土业园、广东庵埠镇叨称为中国四大软包装工业生产基地，其中纸塑复合占 30%，塑塑复合占 70%。纸塑复合用胶多为低端产品，国内供应商较多；塑塑复合中的高端产品市场被罗门哈斯等外企占据。

近年，受益于城镇化进程及居民消费升级，软包装产业规模年增速都在 8-12% 之间，截至到 2016 年行业产值已达 10000 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 年产量已经超过 34 万吨，2014 年将为 41 万吨，中高端产品领域将维持较高增速。但目前聚氨酯复膜胶几乎都是溶剂型产品，环保问题等隐患始终存在，因此未来趋势将是无溶剂聚氨酯复膜胶替代加速。目前，软包装聚氨酯胶龙头生产企业在无溶剂包装胶市场中占有率仅有 7-8%，高端产品均被国外品牌所占据，行业发展空间潜力巨大。

## 2.3 胶粘剂市场格局

➢ 下游领域“多而杂”，国内厂商“小而散”，国外龙头体量大

胶粘剂产品下游应用领域多而杂，直接导致不同型号和用途的产品种类繁多，因此，胶粘剂生产企业往往集中于一类或者几类，龙头企业行业市占率较低。此外，由于外资龙头企业在胶粘剂领域中浸淫已久，在技术、规模、服务能力等多方面具备了一定优势，在整个胶粘剂市场中占有较大份额。

据不完全统计，2011年底我国胶粘剂生产企业达3,500多家，年销售收入达5,000万元以上的企业不足百家，大多数为中小型企业。国外主要胶粘剂厂商在中国几乎都建有生产工厂，例如：汉高、道康宁、西卡、富乐等知名胶粘剂企业。汉高亚太总部设在上海，直辖及旗下多个品牌都在华设有公司及生产企业，如上海汉高向华粘合剂有限公司、汉高乐泰（中国）有限公司、汉高胶粘剂技术（广东）有限公司、广州国民粘合剂有限公司、贝格斯亚洲有限公司等；道康宁在国内设有张家港有机硅综合生产基地、上海松江工厂等；富乐不仅布局有工厂，还在2015年并购国内胶粘剂领先企业天山新材料技术有限公司。

#### ➤ 认证周期长，客户粘性高

胶粘剂生产并不像传统大化工的重资产投入，但技术壁垒仍然较高，并且这种技术壁垒不是局限于生产过程中的化学反应难度。下游诸多新兴领域对于胶粘剂的依赖使得产品的检测与认证过程极为严格，通常从开始合作到进入供应商名单开始供货所需的周期至少需要1-2年，大客户的认证周期甚至能突破5年。客户对于稳定生产、产品稳定性的要求及技术支持服务方面的需求也非常高，没有强大的技术团队支持是很难满足客户多方面的需求，例如对于不同工作环境、不同材质的胶种选择及开发，用胶方案的制定等都需要生产企业提供解决方案服务。因此，客户一旦选择了供应商，在供应商产品不出现重大问题的情况下，一般很难进行更换。

## 2.4 胶粘剂竞争对手

### ■ 德国汉高：并购之王，行业绝对龙头

汉高胶粘剂业务始于1922年，在霍尔索森包装部大楼的地下室开始生产自用粘合剂，1923年首次出售胶产品，1928年开始胶粘剂出口，主要面向欧洲周边地区，1929年出口至澳大利亚和南美地区。1971年汉高进驻中国市场，如今汉高中国是汉高全球第三大市场。之后，汉高胶粘剂业务走上了一条并购扩张的阳关大道。

(1) 泰罗松 (Teroson): 1991年，汉高收购德国泰罗松有限公司，正式将其纳入胶粘剂业务，开启了胶粘剂腾飞的新篇章。

(2) 乐泰 (Loctite): 1985年，汉高从Kriebel家族购买了超过25%的乐泰普通股，1996年达到35%，1997年完成对乐泰的收购。如今，乐泰已成为汉高胶粘剂技术业务部旗下最大品牌。**1996年汉高**

胶粘剂业务营业收入仅为 12.81 亿欧元,完成收购后 1997 年为 21.66 亿欧元。

(3) 国民淀粉: 2008 年,汉高从阿克苏诺贝尔公司接管了国民淀粉化学公司旗下粘合剂和电子材料业务,此举使得粘合剂技术业务部成为汉高公司销售额占比最大的业务部。**2007 年汉高胶粘剂技术业务营收 57.11 亿欧元, 2008 年达到 67.00 亿欧元。**

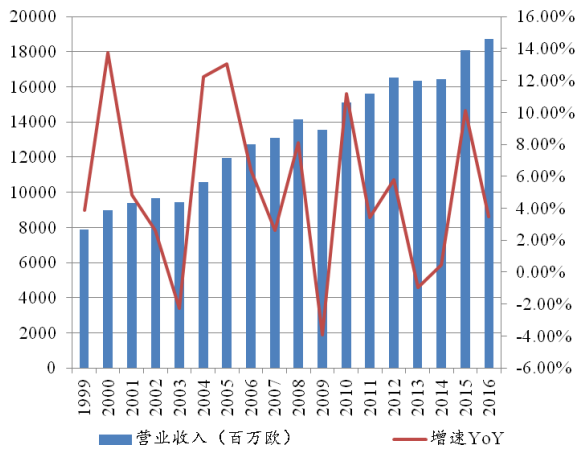
(4) 贝格斯 (Bergquist): 2014 年 9 月,汉高收购贝格斯公司,贝格斯是一家为全球电子行业提供导热材料管理解决方案的供应商,2013 年贝格斯销售额约 1.3 亿欧元,此举巩固了汉高在粘合剂技术业务的全球引领者地位。

(5) 诺特 (Novamelt): 2015 年汉高收购诺特公司,诺特主要生产热熔压敏胶,收购完成后进一步增强了汉高粘合剂在热熔胶领域的实力。

(6) 泰力士 (Darex): 2017 年 3 月,汉高与格雷斯建材与包装 (GCP Applied Technologies) 进入谈判阶段,拟以 10.5 亿美元对格雷斯旗下全球业务泰力士包装技术业务进行无现金无负债收购。泰力士是为金属包装行业提供高性能密封剂和涂料的供应商,客户为全球饮料、食品、喷雾器罐制造商。如果此次收购成功,将进一步巩固汉高粘合剂技术业务的全球领导者地位。

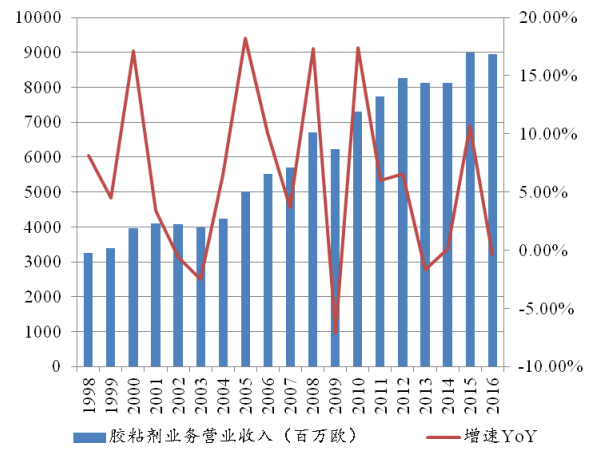
汉高这家已有 140 多年历史的全球化企业通过内生发展和外延并购,打造了两大核心部门 (粘合剂技术、化妆品/美容用品),主营粘合剂、密封剂、身体护理、美容美发、修复材料、涂料、修复材料、吸湿剂等多项产品。通过泰罗松、乐泰和国民淀粉胶粘剂业务的并购,成功将粘合剂技术的主营占比提升并稳定在 50% 左右,为公司带来丰厚的利润,公司营业收入从 1999 年的 78.92 亿欧元增加至 2016 年的 187.14 亿欧元,年复合增长率为 5.2%; 粘合剂技术业务营业收入从 1999 年的 32.43 亿欧元增加至 2016 年的 89.61 亿欧元,年复合增长率为 6.2%。

图 21 汉高历年营业收入示意图



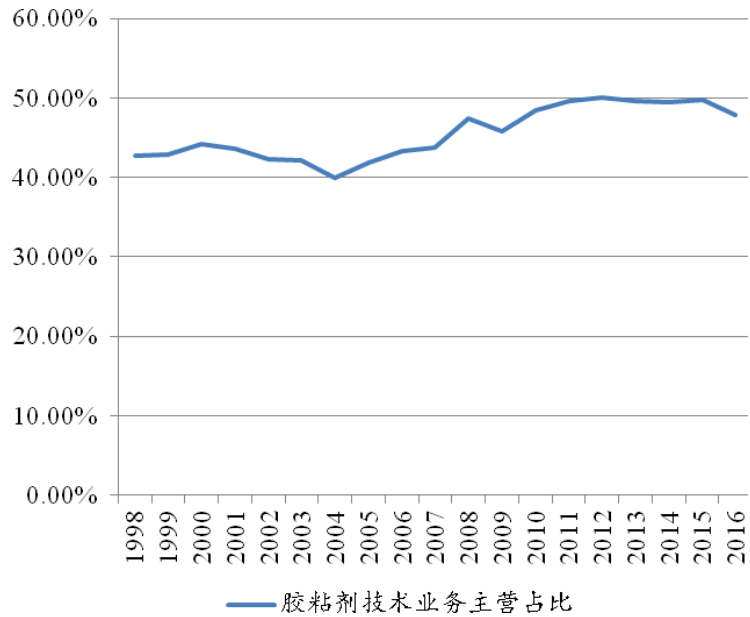
数据来源: Henkel 上海证券研究所

图 22 汉高粘合剂技术业务历年营业收入示意图



数据来源: Henkel 上海证券研究所

图 23 汉高胶粘剂技术业务主营占比示意图



数据来源: Henkel 上海证券研究所

■ 富乐 (Fuller): 老牌龙头, 并购加速发力

富乐是一家老牌胶粘剂龙头企业, 深耕行业 120 多年, 从 1887 年搬至圣保罗开始粉末和水性粘合剂生产, 1915 年成立富乐公司; 1938 年开发出革命性全新热熔胶; 1956 年已经能够生产 600 多种粘合剂产品, 销售额达 600 万美元; 1959 年起, 公司逐步进入加拿大、南美、欧洲、非洲和亚洲市场; 1968 年首次上市; 1980 年销售额达 2.96 亿美元; 1985 年在广东省建立合资企业; 2009 年在上海揭幕全新的亚太地区技术中心, 之后, 公司开启了一轮密集的并购狂潮, 加快了追赶汉高的脚步。

(1) 2010 年收购马来西亚的 Revertex Finewaters Sdn. Bdh., 加强



了公司在东南亚市场的地位。当年亚太区胶粘剂业务实现营业收入1.55亿美元，同比增速为29.26%，远超整体增速9.8%。

(2) 2011年收购了Liquamelt公司和专利的Liquamelt™粘合剂系统。

(3) 2012年收购Forbo的全球工业粘合剂业务及Engent公司，并出售了中美洲油漆业务。

(4) 2013年收购Plexbond Quimica S/A公司，巩固了巴西市场。

(5) 2014年收购ProSpec®建筑产品。

(6) 2015年收购天山新材料有限公司和大陆航空用品有限公司，加大对中国及亚太市场的投入。当年亚太区胶粘剂业务营业收入3.69亿美元，在其余市场多数受挫的情况下，实现了同比增速33.7%。

自从开启并购之门之后，富乐公司营业收入从2009年的12.35亿美元增长至2016年的20.95亿美元，年复合增速为7.84%；营业利润从2009年的1.07亿美元增长至2016年的2.02亿美元，年复合增速为9.50%。亚太区胶粘剂业务更是在2010-2015年间从1.55亿美元增长至3.69亿美元，年复合增速为18.94%。

图 24 富乐历年营业收入示意图

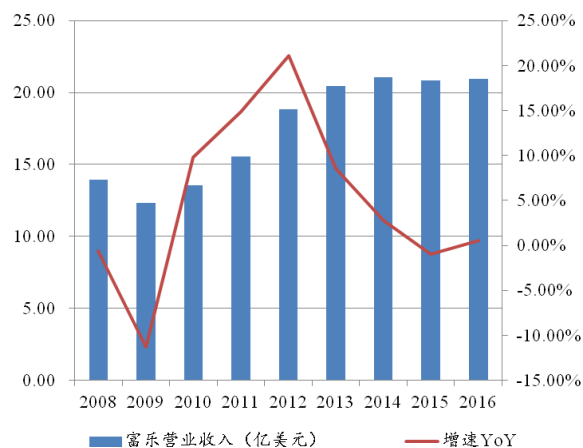
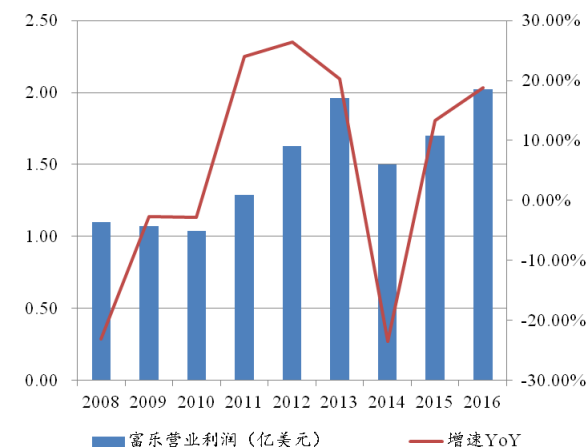


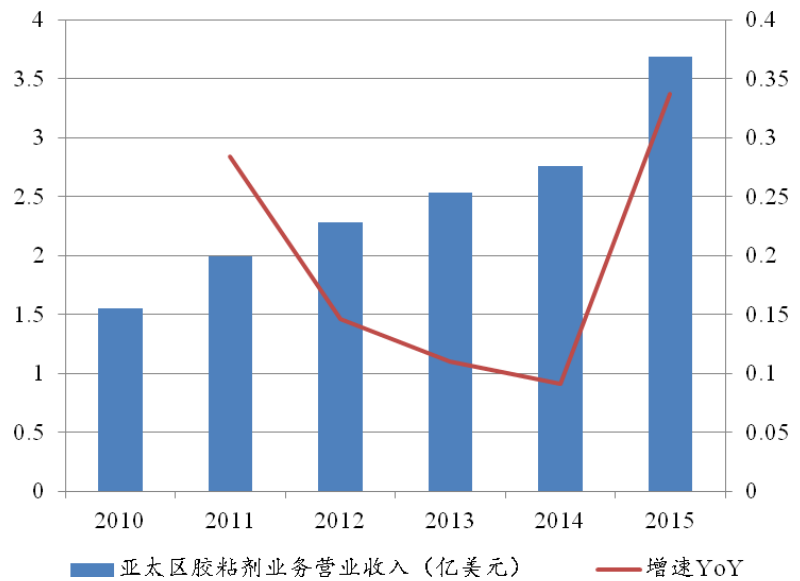
图 25 富乐历年营业利润示意图



数据来源: Fuller 上海证券研究所

数据来源: Fuller 上海证券研究所

图 26 富乐亚太区胶粘剂业务营业收入示意图



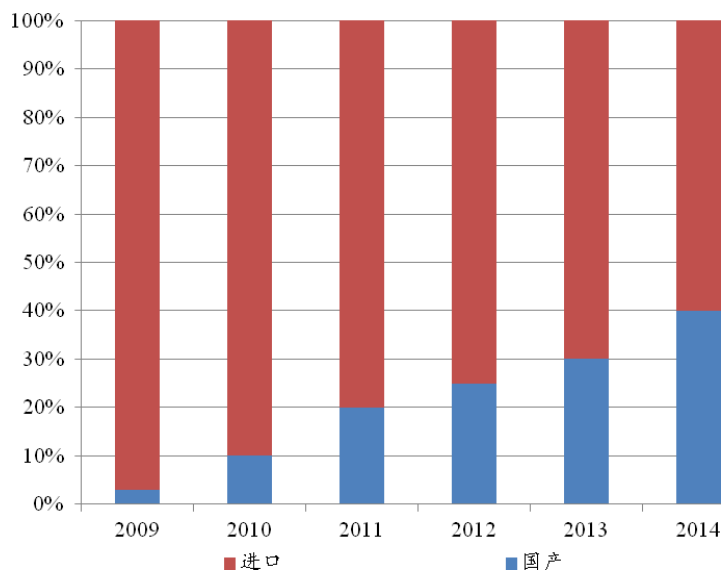
数据来源: Fuller 上海证券研究所

## 2.5 氟膜行业情况

光伏电池背板是产业链中必备辅助材料，主要用于户外环境下保护太阳能组件，因此对抵抗光、湿、热等能力有较高要求。目前光伏背板可分为含氟背板和不含氟背板。含氟背板由于其较好的耐热、耐温及耐化学品等性能，能够较好的满足户外使用。

2008 年之前，背板市场仅有不足 10% 是不含氟的，随后由于价格问题，不含氟背板一度市占率达到 55%。随后，由于不含氟背板难以达到使用寿命要求，含氟背板再度占据主流市场。

图 27 国内太阳能背板国产化率情况



数据来源: 中国产业信息网 上海证券研究所

奥地利 Isovoltaic 公司、日本东洋铝业株式会社、美国 Madico 公司、德国 Krempel 公司等跨国企业在复膜型背板市场的竞争优势较为突出，市场份额占比较高。随后国内企业逐步发展，苏州赛伍、苏州中来、明冠能源、乐凯胶片、回天新材等公司不断研发产品，国产产品市占率也逐步提升，2013 年台虹科技、苏州赛伍和苏州中来的全球份额已经接近 25%。

按照太阳能电池组件转换效率约为 16% 计算，1GW 太阳能电池组件大约需要 700 万平方米，2016 年国内光伏装机容量超过 34GW，全球光伏装机容量 71GW，需求量约为国内 24000 万平米和全球 49700 万平米。受新一轮抢装潮及十三五规划影响，预计未来仍将维持较高的新增装机容量。因此，光伏背膜市场需求也十分可观。并且受益于国家对于光伏生产设备及辅料国产化率的要求，国内拥有较好背板背膜生产资质的企业将会直接利好。

### 三、公司核心竞争力：技术突出、覆盖领域广

#### 3.1 核心产品

公司主营产品分为胶类和非胶类，其中胶类（有机硅胶、聚氨酯胶为主）主要下游应用领域为汽车工业（制造、后市场）、轨道交通、电子电器/LED、新能源、软包装、高端建筑及工业设备/工程领域。非胶类产品主要为太阳能背膜产品。产品覆盖下游领域多为新兴领域及市场前景较好的领域，主打产品以中高端为主，毛利率较高，2016 年整体销售毛利率为 33.59%。同时，公司客户多数为优质标杆客户，尽管前期投入的时间和物资成本较高，但完成认证并进入供应商名单之后带来的利润及标杆效应能够为公司发展带来更多动力。

表 1 公司主营产品及应用领域

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灌封胶	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。
	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、风机叶片、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。

数据来源：公司年报 上海证券研究所

#### ■ 汽车工业：

**整车制造方面**，公司 2016 年成为宇通客车用胶第一供应商（约 5000 万，2017 年有望达到 8000 万），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（松芝空调、科林空调、精益空调等）、车门（爱普机电、爱威机电、东南机电、昌源车门等）等零部件行业订单（超过 5000 万），并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。

在 2017 年一季报中披露，宇通、中通、金龙、日产等已有客户供货份额进一步提升，并新开发江铃客车、欧辉客车、力帆乘用车、东风乘用车等整车用胶客户；汽车整车用硅胶、厌氧胶在汽车零部件和整车厂商逐步上量，预计 2017 年全年，此业务有望实现 1.5 亿元营业收入。

**汽车后市场方面**，在商务车市场下滑的情况下，销售网络持续优化，省级渠道开发和已有经销商份额持续增长。

#### ■ 轨道交通：

公司轨交用胶新技术研发始于 2012 年，产品用于配套整车制造，行业高标准、高壁垒，认证周期长，不仅需要通过严苛的技术测试和第三方认证，还要通过每年 60 万公里的装车路试及拆解验证，门槛极高。

经过五年多的研发、认证，目前已经取得实质性突破，成功取得中车集团批量订单，对国内高铁六大主机厂实现全部认证通过，进入供应商名单，并合资成立湖北南北车新材料有限公司，专门从事轨交用胶等相关产品生产及销售业务。

目前包括“车顶防电弧涂层”在内的多项技术已经成功打破日本和德国的长期垄断。2016 年此领域产品销售额超千万，17 年预计将成倍增长。此外，回天自主研发的用于车内地地板粘接的聚氨酯自流平胶、用于结构粘接的高性能丙烯酸胶、用于车辆间壁板材粘接的双组份环氧胶、用于防寒材粘接的耐高温白乳胶等产品均取得阶段性重大进展，其中 15 款产品通过主机厂技术验证，10 款产品完成批量装车，7 款产品完成几十万公里的路试及破坏试验，并进入批量采购阶段，而这些产品，仅仅在一年以前还被进口厂商牢牢把持。长春车辆、唐山客车等多家主流主机厂均完成对公司产品的验证、装车路试及供应商资格审查，并给予公司“A 级供应商”的最高评价。预计公司将继续加快向国内各大主机厂批量供货，三年内

望销售额破 5 亿。

#### ■ 电子电器/LED:

公司产品主要应用于 LED 电源、照明、UV 胶、显示屏、车灯、电器、移动终端等行业，2016 年实现销售收入 1.7 亿元，同比增长 27.05%，其中 LED 电源、照明、车灯用胶增长迅速；新能源电池、逆变器等行业已经取得批量供货。

电源细分领域中，公司的导热灌封产品、防水灌封产品、元器件固定产品在电源行业市场形成了品牌优势，目前电源行业年用量超 4 亿元，增速约为 10% 左右。公司长期合作伙伴有明纬、茂硕、台达、鸣志、创联、诚联、牛宝、科谷、固德威、岩芯等业内知名企业，2016 年实现销售额近 9000 万，增速高达 44%，并且在 2017 年有望突破 1.3 亿元。

其余细分领域中，公司新产品 PUR 热熔胶取得手持终端产品新订单，新能源电池用胶客户开发取得实质性进展。

#### ■ 新能源:

公司产品主要为光伏组件密封用胶、接线盒灌封胶、双玻组件结构粘接胶、风电叶片胶等。公司 15 年前已经布局光伏产业，**现在行业前十大客户中都成功占据 30%-70% 的份额**，能够全部进入前十大客户的胶粘剂企业仅有回天一家。

同时，回天接线盒灌封胶 5299W 系列产品是业内第一款阻燃级别达到 UL94V-0 级的产品；双玻组件结构粘接 4061 系列率先通过欧标 ETAG-002 认证，可靠保障光伏组件 20 年以上的使用要求。**在 2016 年销售同比增长 55%，远高于行业增幅**。光伏用胶客户方面，公司与晶科、天合、晶澳、协鑫、乐叶、英利等优秀的光伏企业建立合作，其中公司是晶科能源第一硅胶供应商，并且晶科能源授予公司“2016 年度优秀供应商”荣誉奖项。

在新能源电池领域，公司成立新能源汽车胶粘剂技术开发、生产和销售团队，开发出阻燃高导热灌封硅胶、结构粘接胶、壳体平面密封材料、导热凝胶、螺纹锁固胶及 UV-湿气固化披覆胶等。目前，公司在胶粘剂提升动力电池安全性和可靠性方面的研究已经得到了亿纬锂能、南都电池、骆驼电池、鹏辉新能源、桑顿新能源、北京国能等多家电池 PACK 生产企业的认可。目前每台 PACK 包用胶量在 200-400 元/台，预计市场每年胶粘剂用量在 3000-5000 万左右。

#### ■ 软包装:

自公司年产万吨的生产线 2016 年初投产以来，在包装胶的设备投资、研发投入以及销售布局逐渐成型，销售快速增长，截止 2016 年底已实现销售收入过亿元。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（每年节约近600万的采购成本）。

同时，应国家环保法规及 VOCs 治理的要求，公司大力发展无溶剂胶粘剂，推进无溶剂绿色软包装。产品在包装工艺的复合环节中无需使用溶剂，同时复合速度比溶剂型快 2-4 倍，既能够达到环保要求，又降低复合膜加工用户 30% 以上的生产成本。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。

#### ■ 高端建筑：

产品主要为中空结构胶、中空密封胶、幕墙胶及门窗胶，其中高附加值的中空结构胶和幕墙胶销售收入增速较快，占比明显提高。公司产品走高端路线，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，行业地位提升迅速，并且后续相继中标南玻等标杆客户订单。

此外，公司 2010 年开始技术储备，2015 年完成研发，开发了单组份和双组份硅烷改性聚醚密封胶产品及核心的底涂剂，形成了装配式建筑接缝用胶方案，是国内第一家从事 MS 胶研发的高新技术企业。装配式建筑用胶方面，与龙头企业达成合作，已经取得部分订单，实现两个工程案例供货，预计未来 2 年新增销售 8000-10000 万元，是公司未来业绩增长的新爆发点。

#### ■ 工业设备/工程：

独家中标港珠澳大桥特殊工程用胶，是公司桥隧工程用胶标杆项目，在电梯、船舶、飞机、钢铁、石油、纯电动车、农用车等行业开发新客户并获得批量供货。

公司从 2015 年底开始和港珠澳大桥管理局及项目铺装标段的施工方接触，最终公司的高端桥梁胶通过了多轮理化检测和测试施工，在国内外 20 多家竞品中独家中标主体工程桥面铺装标段用胶。并且通过此次与广东长达路桥公司的顺利合作，双方对后续工程达成战略合作共识，将要在接下来的虎门二桥、黄埔二桥、中山大桥及其他国内外重要项目上继续开展战略合作，并将和广东长达公司、港珠澳大桥管理局一同申请建立高端桥梁铺装防水层的统一标准。

#### ■ 太阳能背膜（氟膜）：

2011 年，回天新材进行产业链完善，投入 5 亿元进行背板生产销售。2016 年，太阳能背膜已经批量生产 1188.68 万平米，实现销售收入同比增长 62.57%。该氟膜获得 3 项授权专利，已经成功拿到

TUV、JET 报告，现已成功供货天合、英利、晶澳、比亚迪太阳能等知名企业。

目前随着常州回天太阳能背膜用 PVDF 生产线建成投产，公司产能已达 3000 万平米，并且公司完全掌握了 PVDF 核心技术和制造工艺，流延法和吹膜法工艺也于 2016 年实现量产，将有助于公司在此业务上进一步拓宽业务，并且随着公司电站业务推进，也将是对氟膜销售产生积极影响。

### 3.2 技术水平突出

公司是科研院所改制而来，一贯重视技术研发，在技术壁垒较高的胶粘剂行业一直不断创新，在聚氨酯无溶剂产品升级、PUR 量产、无溶剂包装胶、氟膜等方面取得了重大突破。

其中，太阳能电池用有机硅胶粘剂实现稳定量产，获得主流客户认可，市场份额快速提升；港珠澳大桥用环氧结构胶实现量产，用于提供桥面防水施工的整体解决方案；医疗、液晶显示器用紫外线固化胶粘剂产品量产成功，进入高端领域实现进口替代；装配式建筑用 MS 胶实现量产，用于装配式建筑接缝密封防水，完全替代日本成熟产品；低粘度低离子含量脱醇型有机硅密封胶实现量产，用于液晶显示屏和精密原件的密封保护，成功替代进口高附加值产品；高挤出率脱醇型有机硅胶粘剂实现量产，是业内首次实现双螺杆设备的大批量生产；风机叶片用高性能结构胶实现量产，满足 MW 级风轮叶片大面积结构粘结需求，陆续获得主要客户订单；轿车用无溶剂单组份聚氨酯风挡玻璃胶粘剂实现量产，已经逐步在主流汽车厂批量替代进口产品；水处理过滤器用双组份聚氨酯胶粘剂实现量产，达到国际食品级安全认证（NSF 标准）；建筑用高性能有机硅幕墙玻璃结构胶实现量产，用于高层玻璃幕墙结构粘结密封，已经在多个地标工程实现应用；轿车用聚氨酯风挡玻璃底涂剂实现量产，加速了高端聚氨酯胶粘剂产品的国产化进程；有机硅高铁轨道嵌缝密封胶实现量产，应用于高铁轨道混凝土粘结，可以在户外各类工况下长期使用；无溶剂乃蒸煮包装复合用双组份聚氨酯胶实现量产，用于食品包装，具有很好的耐热性能，目前已经达到国内环保的各项要求；双组份聚氨酯高铁轨道嵌缝密封胶和高速铁路基用聚氨酯防水涂料实现量产；PUR 胶（手持终端用反应型聚氨酯热熔胶）实现量产，用于手机、平板、手表、手环等手持终端产品或电子电器行业零部件的固定和粘结剂木材、高端纺织面料生产。

此外，应用于温度敏感的高端元器件粘结、包封的微电子用低温固化环氧胶粘剂和用于 CSP/BGA 底部填充的微电子用底部填充环氧胶粘剂正在进行客户验证；大功率 LED 有机硅固晶胶产品用于提高 LED 珠的寿命，目前已经在中试阶段；无溶剂耐蒸煮（135 度）



包装复合用双组份聚氨酯胶继 125 度产品量产后也进入小试阶段。

公司重视研发投入，研发人员数量从 2014 年的 119 人，增长至 2016 年的 149 人，研发人员占比高达 12.34%，研发投入金额近 5500 万元，占营收比例为 4.85%。公司上市之后于 2015 年完成非公开发行一次，用于巩固实际控制人地位和激励公司高管；第二次于 2016 年 6 月披露预案，拟以 10.16 元/股非公开发行股份不超过 2500 万股，募集资金总额不超过 2.54 亿元，锁定三年，其他管理人员、核心技术人员和其他需激励对象认购比例为 52.40%，目前已获证监会批准，此次非公开发行是对核心技术人员激励的又一举措。上市以来“圈人不圈钱”的做法也表明了公司踏踏实实做实业的想法，在技术壁垒较高的行业，公司通过引进和培养高科技人才加强自身竞争力，为抢夺进口产品份额打下了坚实的基础。

### 3.3 内生高增速，外延预期强烈

公司营业收入从 2010 年的 4.14 亿元增长至 2016 年的 11.32 亿元，年复合增长率达 18.25%。2017 年 Q3 季度实现营业收入 11.07 亿元，同比增长 33.97%，归属于母公司股东净利润 9053 万元，同比增长 16.46%。由于原材料在工程胶和背膜生产成本中占比较高，均超过 80%，因此，原材料价格波动对于生产成本产生了影响较大，导致 2017 年利润增速不及收入增速。但随着原材料价格趋于稳定以及公司采取措施积极应对，在生产成本在后续将会得到较好的控制。并且汽车、轨交、建筑用胶市场持续开拓，陆续进入多家大型企业供应商名单，有助于公司业绩持续放量。光伏背膜受益于行业持续增长（2017 年集中式受控、分布式开放，新增装机容量预计将超过 2016 年）及工厂搬迁结束，产能释放加速，有望在 2017 年再度取得爆发式增长。

同时，基于汉高、富乐等胶粘剂国际龙头的成长之路，我们认为公司作为国内胶粘剂龙头，并且负债率仅为 14.43%，货币资金长期稳定并且充裕，银行授信情况较好，并购部门成立一年多，具有较好的外延并购预期。

## 四、投资建议与盈利预测

我们认为回天新材胶粘剂业务受益于行业整合红利和进口替代空间具有较大的增速预期，光伏背膜受益于工厂搬迁及新产品认证完成也能够在 2017 年开始加速释放产能。同时，公司大股东、高管、核心人员认购公司股票，并锁定 3 年，对公司未来发展信心十足。

基于原材料价格波动及新产品认证情况（包括轨交、汽车、高

端建筑等多个领域取得突破性进展), 我们对公司盈利预测进行修正, 预计公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 14.47、20.87 和 25.45 亿元, 同比增速 27.86%、44.24%和 21.97%; 归属于母公司股东净利润 1.22、1.70 和 2.28 亿元, 同比增速 26.17%、39.05%和 33.73%, 每股 EPS 分别为 0.29、0.40、0.54 元, 对应 PE 为 35.0、25.2 和 18.8 倍, 未来六个月内, 维持“增持评级”。

## 五、风险提示

1. 行业属于高技术壁垒行业, 因此, 核心技术人员流失或核心技术泄露将带来较大不确定性;
2. 新能源行业受政策影响较大, 补贴退坡程度将对下游客户产生较大影响, 从而影响公司新能源领域产品的销售。
3. 原材料价格今年波动较大, 由于原材料在成本中占比较高, 因此, 存在原材料暴涨带来成本激增的影响;
4. 公司新产品较多, 存在客户认证周期长导致市场拓展不及预期的风险。
5. 国外巨头本身技术积累多, 市场品牌响, 存在国际巨头为下沉渗透抢占市场而进行降价的风险。

## 六、附表

**附表 1 公司财务预测与估值**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	941	1549	1936	2328	<b>营业收入</b>	1132	1447	2087	2545
货币资金	200	437	386	652	营业成本	752	1046	1511	1822
应收账款	476	591	947	929	营业税金及附加	11	14	20	23
其他应收款	13	26	31	38	营业费用	126	119	171	206
预付账款	42	109	109	153	管理费用	140	142	205	249
存货	197	373	450	543	财务费用	-2	-8	-11	-14
其他流动资产	13	13	13	13	资产减值损失	7	10	10	10
<b>非流动资产</b>	842	725	608	491	投资净收益	0	0	0	0
投资性房地产	28	24	19	14	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产和在建工程	612	520	427	335	<b>营业利润</b>	98	125	181	249
无形资产和开发支出	174	155	136	117	营业外收入	20	21	21	21
其他非流动资产	842	725	608	491	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	1783	2273	2543	2820	<b>利润总额</b>	116	144	200	268
<b>流动负债</b>	201	322	422	470	所得税	19	22	30	40
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	97	122	170	228
应付账款	158	285	355	416	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	97	122	170	228
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBIT	115	137	191	256
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	175	244	298	363
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	201	322	422	470	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	5	5	5	5	<b>会计年度</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	401	426	426	426	<b>成长能力</b>				
资本公积	630	853	853	853	营业收入增速	16%	28%	44%	22%
留存收益	545	667	838	1065	营业利润增速	52%	31%	45%	37%
归属母公司股东权益	1576	1946	2116	2344	净利润增速	16%	27%	39%	34%
<b>负债和股东权益</b>	1783	2273	2543	2820	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	34%	28%	28%	28%
					净利率(%)	9%	8%	8%	9%
					ROE(%)	6%	6%	8%	10%
					ROIC(%)	6%	7%	10%	12%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	11%	14%	17%	17%
					现金比率(%)	100%	136%	91%	139%
					流动比率	468%	481%	459%	495%
					速动比率	363%	361%	349%	377%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.63	0.64	0.82	0.90

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	107	-35	-77	238
税后经营利润	97	106	154	211
折旧摊销	60	107	107	106
利息费用	1	-7	-9	-12
存货减少	-39	-177	-77	-92
营运资金变动	126	316	460	83
其他经营现金流	1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-38	16	16	16

投资收益	2	0	0	0	应收账款周转率	2.38	2.45	2.20	2.74
长期投资	0	0	0	0	存货周转率	3.82	2.80	3.36	3.36
其他投资现金流	0	16	16	16	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-60</b>	6	8	12	每股收益	0.23	0.29	0.40	0.54
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	0.25	<b>-0.08</b>	<b>-0.18</b>	0.56
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.70	4.57	4.97	5.51
偿付利息		<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>估值比率</b>				
股权筹资额		248	0	0	P/E	44.1	35.0	25.2	18.8
其他筹资现金流	0	0	0	0	P/B	2.7	2.2	2.0	1.8
<b>现金净增加额</b>	<b>-60</b>	255	9	12	EV/EBITDA	21.9	15.8	13.1	10.1

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。