

## 业务拓展顺利, 营收快速增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年年报, 报告期内实现营业收入 15.2 亿元, 同比增长 33.9%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 1.1 亿元, 同比增长 13.7%。同时, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元(含税)。
- **量价齐升带动收入增长, 成本上涨压制毛利涨幅。** 2017 年公司实现工程胶粘剂和化学品销售量 5.3 万吨, 同比增加 36.4%; 实现太阳能背膜销售量 1636.7 万平方米, 同比增长 37.7%, 产品销量大幅提升。分行业看, 汽车制造领域, 公司胶粘剂产品销售收入同比增长 19%, 毛利率也同比提升 2.06 个百分点, 替代进口加速。电子电器和可再生能源领域营业收入分别同比增长 43.4% 和 46.1%, 但毛利率受制于原材料成本的上涨, 分别下降 8.2 和 9.6 个百分点。分产品类别看, 有机硅胶、聚氨酯胶为公司胶粘剂核心产品, 营业收入持续增长, 分别同比增长 44.5%、37.8%; 厌氧胶、丙烯酸酯胶等其他胶类销售收入也实现快速增长, 同比增长 16.8%; 太阳能电池背膜营业收入同比增长 14.57%, 共同带动公司业绩向好。
- **产能质量双提升, 未来增长可期。** 公司投资设立子公司宣城回天, 计划分二期新建年产 2 万吨高新型聚氨酯胶粘剂及年产 1 万吨车辆用新材料项目, 正按计划积极推进。此外, 公司在常州回天新建二条太阳能电池背膜生产线, 在上海回天、广州回天新建有机硅胶生产线, 新增产线已经启动建设。上述新增产线建成后, 公司聚氨酯胶产能将提升 70%, 太阳能电池背膜产能将提升 50%, 光伏硅胶产能将翻番, 电子电器 LED 用胶产能将提升 50%。同时, 公司继续加强研发投入和新产品开发, 新产品研发项目 73 项, 其中小试阶段 15 项、客户验证阶段 20 项、中试阶段 19 项、量产阶段 16 项。其中聚氨酯整车结构胶、密封胶、底涂剂进一步实现性能、环保升级、结构轻量化; 新能源电池导热灌封胶、光伏硅胶新品已批量供货; 丙烯酸酯胶、UV 胶、厌氧胶在手持终端、LCD 显示模组、新能源电池等产品应用上技术逐步成熟, 质量进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.37 元、0.46 元、0.53 元, 对应动态 PE 分别为 28 倍、23 倍和 20 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险; 胶粘剂需求出现大幅下滑的风险; 产能释放不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1515.26	1797.14	2018.33	2168.34
增长率	33.90%	18.60%	12.31%	7.43%
归属母公司净利润(百万元)	110.37	157.00	193.79	226.54
增长率	13.74%	42.25%	23.44%	16.90%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.37	0.46	0.53
净资产收益率 ROE	5.90%	7.79%	8.87%	9.48%
PE	40	28	23	20
PB	2.37	2.20	2.03	1.86

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

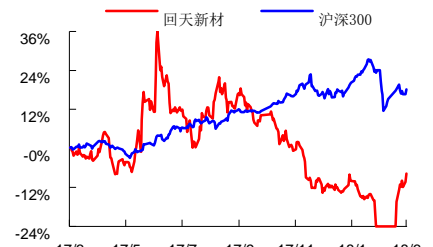
分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23605349  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现

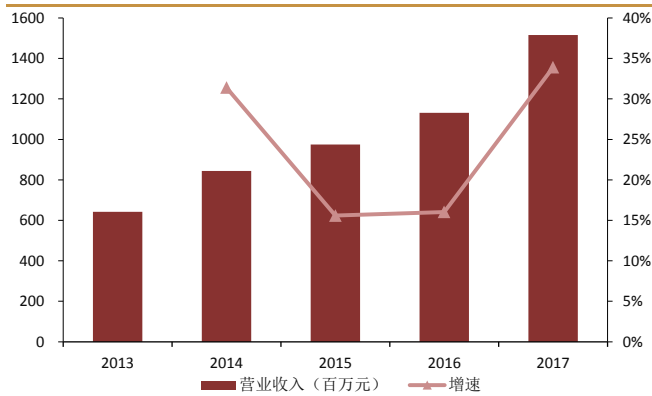


数据来源: 聚源数据

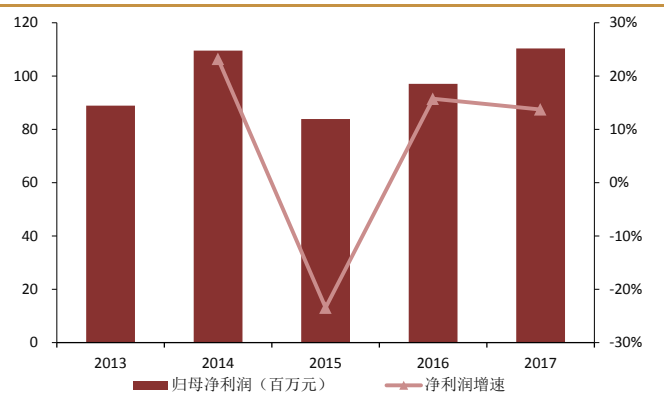
### 基础数据

总股本(亿股)	4.26
流通 A 股(亿股)	2.59
52 周内股价区间(元)	8.68-15.6
总市值(亿元)	44.49
总资产(亿元)	22.44
每股净资产(元)	4.41

### 相关研究

**图 1：营业收入持续提升**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 2：13 年后净利润水平回暖**


数据来源：Wind，西南证券整理

### 关键假设：

假设 1：有机硅胶因成本支撑价格继续上行，聚氨酯胶因产能逐步释放销量提升，增速较快；毛利率随着公司自身产品价格的传导而回归正常水平；

假设 2：非胶类产品和其他业务保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018~2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
有机硅胶	收入	764.08	916.90	1008.59	1059.01
	增速	44.48%	20.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	27.41%	31.00%	32.00%	33.00%
聚氨酯胶	收入	211.41	285.40	356.75	392.43
	增速	37.83%	35.00%	25.00%	10.00%
	毛利率	27.24%	30.00%	31.00%	32.00%
其他胶类产品	收入	117.94	132.09	145.30	159.83
	增速	16.78%	12.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	45.61%	46.00%	47.00%	48.00%
非胶类产品	收入	396.48	436.13	479.74	527.71
	增速	19.84%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	18.91%	20.00%	21.00%	22.00%
其他业务	收入	25.35	26.62	27.95	29.34
	增速	44.63%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	67.94%	68.00%	68.00%	68.00%
合计	收入	1,515.26	1,797.14	2,018.33	2,168.34
	增速	33.90%	18.60%	12.31%	7.43%
	毛利率	27.26%	29.82%	30.79%	31.72%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1515.26	1797.14	2018.33	2168.34	净利润	110.85	157.17	194.21	226.95
营业成本	1102.23	1261.19	1396.95	1480.51	折旧与摊销	63.05	62.29	75.37	89.47
营业税金及附加	13.36	16.25	18.10	19.50	财务费用	0.98	1.94	2.74	2.82
销售费用	125.83	143.77	161.47	173.47	资产减值损失	11.38	10.00	10.00	10.00
管理费用	160.94	179.71	201.83	216.83	经营营运资本变动	-55.73	-273.99	-100.26	-69.78
财务费用	0.98	1.94	2.74	2.82	其他	-58.29	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	11.38	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>72.25</b>	<b>-52.60</b>	<b>172.07</b>	<b>249.46</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	13.49	-100.00	-200.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-49.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-35.82</b>	<b>-100.00</b>	<b>-200.00</b>	<b>-50.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>131.11</b>	<b>184.27</b>	<b>227.24</b>	<b>265.20</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.55	-2.00	-2.00	-2.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>128.56</b>	<b>182.27</b>	<b>225.24</b>	<b>263.20</b>	股权融资	249.55	0.00	0.00	0.00
所得税	17.71	25.11	31.02	36.25	支付股利	0.00	-18.29	-22.39	-24.53
净利润	110.85	157.17	194.21	226.95	其他	-60.92	-1.94	-2.74	-2.82
少数股东损益	0.48	0.17	0.42	0.41	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>188.63</b>	<b>-20.23</b>	<b>-25.14</b>	<b>-27.34</b>
归属母公司股东净利润	110.37	157.00	193.79	226.54	<b>现金流量净额</b>	<b>225.06</b>	<b>-172.83</b>	<b>-53.06</b>	<b>172.12</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	494.79	321.95	268.89	441.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	668.72	798.97	893.67	960.23	销售收入增长率	33.90%	18.60%	12.31%	7.43%
存货	244.39	279.63	309.73	328.26	营业利润增长率	34.30%	40.55%	23.32%	16.71%
其他流动资产	11.75	13.94	15.65	16.82	净利润增长率	14.86%	41.78%	23.57%	16.86%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	25.20%	27.34%	22.88%	17.07%
投资性房地产	27.00	27.00	27.00	27.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	590.34	632.26	761.09	725.82	毛利率	27.26%	29.82%	30.79%	31.72%
无形资产和开发支出	168.13	163.93	159.72	155.52	三费率	18.99%	18.11%	18.14%	18.13%
其他非流动资产	38.55	38.55	38.55	38.55	净利率	7.32%	8.75%	9.62%	10.47%
<b>资产总计</b>	<b>2243.66</b>	<b>2276.22</b>	<b>2474.30</b>	<b>2693.20</b>	ROE	5.90%	7.79%	8.87%	9.48%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.94%	6.90%	7.85%	8.43%
应付和预收款项	334.33	226.60	251.64	267.37	ROIC	8.09%	9.99%	10.46%	11.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.88%	13.83%	15.13%	16.49%
其他负债	29.62	31.04	32.25	33.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>363.95</b>	<b>257.64</b>	<b>283.89</b>	<b>300.37</b>	总资产周转率	0.74	0.80	0.85	0.84
股本	425.71	425.71	425.71	425.71	固定资产周转率	2.57	3.15	3.15	3.07
资本公积	854.89	854.89	854.89	854.89	应收账款周转率	3.55	3.48	3.39	3.32
留存收益	595.26	733.97	905.36	1107.37	存货周转率	4.96	4.81	4.74	4.64
归属母公司股东权益	1875.87	2014.57	2185.97	2387.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.22%	—	—	—
少数股东权益	3.84	4.02	4.44	4.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1879.71</b>	<b>2018.59</b>	<b>2190.41</b>	<b>2392.83</b>	资产负债率	16.22%	11.32%	11.47%	11.15%
负债和股东权益合计	2243.66	2276.22	2474.30	2693.20	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.12	5.95	5.63	6.22
					速动比率	3.41	4.77	4.46	5.05
					股利支付率	0.00%	11.65%	11.55%	10.83%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.26	0.37	0.46	0.53
					每股净资产	4.42	4.74	5.15	5.62
					每股经营现金	0.17	-0.12	0.40	0.59
					每股股利	0.00	0.04	0.05	0.06
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	195.14	248.49	305.35	357.49					
PE	40.31	28.34	22.96	19.64					
PB	2.37	2.20	2.03	1.86					
PS	2.94	2.48	2.20	2.05					
EV/EBITDA	19.65	16.13	13.30	10.88					
股息率	0.00%	0.41%	0.50%	0.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn