

增持

——维持

日期：2018 年 04 月 23 日

行业：基础化工



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 2018 年 4 月 20 日）

报告日股价（元）	10.00
12mth A 股价格区间（元）	8.68/16.72
总股本（亿股）	4.26
无限售 A 股/总股本	60.80%
流通市值（亿元）	42.66
每股净资产（元）	4.05

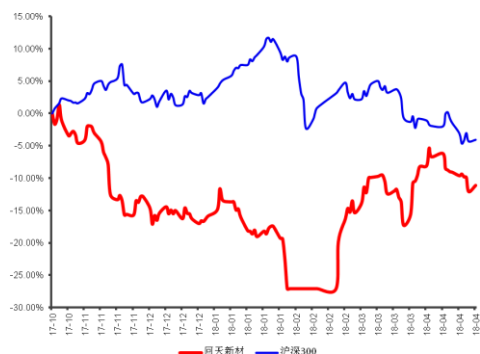
主要股东（2018Q1）

章锋	21.92%
湖北回天第一期员工持股计划	5.86%

收入结构（2017A）

有机硅胶	50.43%
非胶类产品	26.17%
聚氨酯胶	13.95%
其他胶类产品	7.78%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：HLX18-HTXC02

首次报告日期：

相关报告：

2017/12/25 回天新材（300041）深度报告：

内生增速高，胶粘剂龙头扬帆起航

回天新材（300041）

证券研究报告/公司研究/公司调研

前期布局拐点已现，业绩增速超预期

■ 投资摘要

原材料涨价抑制利润增速，收获期将持续发酵

2017 年公司主要产品原材料涨幅较大，部分材料涨幅过 100%，大幅增加了公司的生产成本，拉低了公司的利润增速。公司在 2017 年营业收入增速为 33.90%，2018 年 Q1 季度增速为 41.69%，前期布局进入收获期的逻辑逐步验证。公司前期的技术团队引进、标杆客户突破，环保聚氨酯胶、PUR 热熔胶、高性能丙烯酸酯胶等新产品市场拓展迅速等因素将在未来持续为公司业绩增长提供动力。同时，原材料的大幅涨价也使得公司在费用管控、流程节能降耗方面的潜力进一步被挖掘。

产能扩张进展顺利，客户拓展稳步推进

公司在胶粘剂产能及产品结构上进行了升级和调整。公司在上海、广东、江苏、湖北分别建有产业基地和研发中心。2017 年，公司持续加码各大产品产能布局，湖北宣城项目增加年产 1 万吨软包装胶、1 万吨反应型聚氨酯热熔胶及 1 万吨车辆用新材料产能；上海二期投入 96 级双螺杆设备，太阳能硅胶增加年产 2.19 万吨产能；广州增加单双组分有机硅胶年产量 0.46 万吨；常州二期增加年产 300 万平米氟膜和 900 万平米背板产线。

产品客户方面，在汽车制造领域，客车标杆客户效应显现，乘用车国产品牌加速推进、稳定供货，合资品牌进入导入期，日产、神龙、海马、众泰份额进一步提升，东风乘用车、长安、广本等客户开发进展顺利。电子电器领域，长期合作伙伴有明纬、茂硕、台达等知名企业；轨交领域，17 年公司取得了五家主机厂的合格供应商资质，多款产品陆续完成现场测试和产品定型工作，其中两家主机厂已经完成第三方认证、装车路试等流程；新能源领域，前十大客户均批量供货；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，并且将受益于装配式建筑兴起及雄安新区建设；工业设备及工程用胶领域，17 年中标芜湖长江二桥项目，并拓展了驾驶室、电梯、复材等行业客户。同时，光伏背膜工厂完成关键原材料自供及产能扩建，出货量大增，品牌名气成型；子公司与武汉博茗共同出资设立武汉博天电力，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。

核心逻辑：

1. 产品品质优异，标杆客户处实现进口替代，有效替代空间大。
2. 前期布局充分，多项产品处于导入期的中后期，拐点明确。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

3. 成熟期产品提供稳定现金流，标杆客户导入具有较好的品牌效应。
4. 原材料涨幅最高时期已过，终端产品涨价存在滞后。
5. 目前营收增速纯靠内生发展创造，借鉴国际巨头模式，外延并购将更具有爆发性。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 21.09、27.12 和 34.34 亿元，同比增速 39.21%、28.58%和 26.59%；归属于母公司股东净利润 1.72、2.25 和 3.11 亿元，同比增速 55.67%、31.21%和 37.88%，每股 EPS 分别为 0.40、0.53、0.73 元，对应 PE 为 24.8、18.9 和 13.7 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)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1515.26	2109.43	2712.32	3433.63
年增长率	33.90%	39.21%	28.58%	26.59%
归属于母公司的净利润	110.37	171.81	225.42	310.81
年增长率	13.74%	55.67%	31.21%	37.88%
每股收益 (元)	0.26	0.40	0.53	0.73
PE (X)	38.5	24.8	18.9	13.7

数据来源：wind，上海证券研究所

一、公司动态概况

1.1 回天新材：巩固胶粘剂龙头地位，产能持续扩张

回天新材是专业从事胶粘剂和新材料研发、生产销售的高新技术企业，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。从种类及销售量来看，回天新材都是国内绝对龙头。

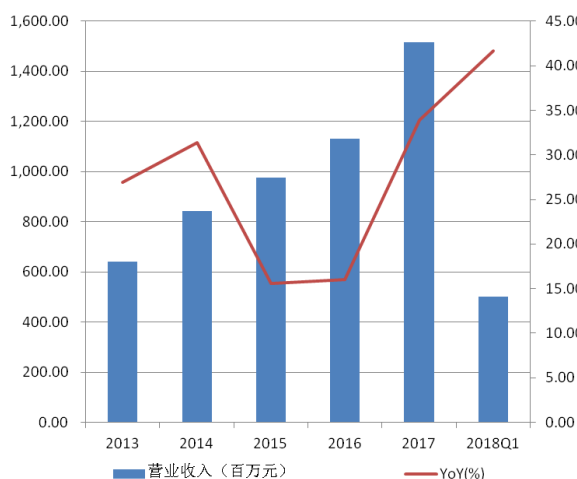
公司在上海、广东、江苏、湖北分别建有产业基地和研发中心。2017 年，公司持续加码各大产品产能布局，湖北宜城项目增加年产 1 万吨软包装胶、1 万吨反应型聚氨酯热熔胶及 1 万吨车辆用新材料产能；上海二期投入 96 级双螺杆设备，太阳能硅胶增加年产 2.19 万吨产能；广州增加单双组分有机硅胶年产量 0.46 万吨；常州二期增加年产 300 万平米氟膜和 900 万平米背板产线。

从股权结构上来看，公司第一大股东仍为章锋，占公司 21.92% 股份，章锋、吴正明、刘鹏、史襄桥、王争业、赵勇刚等签署一致行动人协议，实控人为技术出身，并且公司发行员工持股计划，重视技术人才的储备和绑定。

1.2 基本财务数据：营收持续高增长，净利润增速业内领先

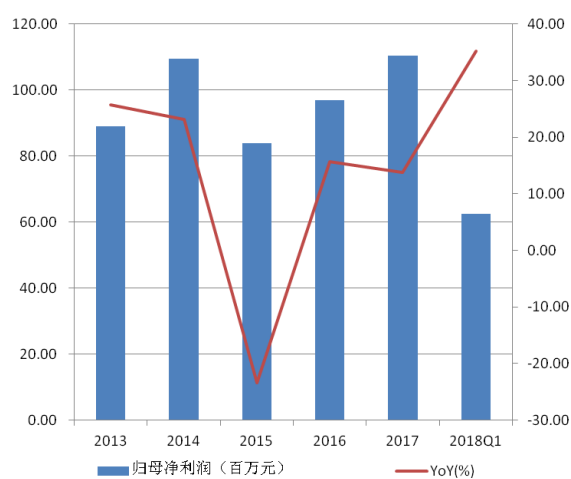
公司 2017 年实现营业收入 15.15 亿元，同比增长 33.90%；归母净利润 1.10 亿元，同比增长 13.74%。2018 年一季度营业收入 5.01 亿元，同比增长 41.69%，归母净利润 6248 万元，同比增速 35.17%。近五年内，公司营业收入连续五年维持 15% 以上增速，净利润仅在 15 年受产品调整等因素影响有过下降，其余年份均保持上涨，尤其是 2017 年原材料大幅涨价的情况下，行业内企业多数出现业绩大幅下滑，而公司仍然有 10% 以上的增速。

图 1 公司历年营业收入及增速示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

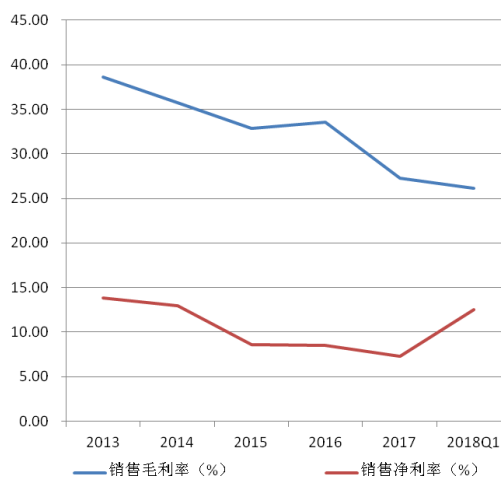
图 2 公司历年归母净利润及增速示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

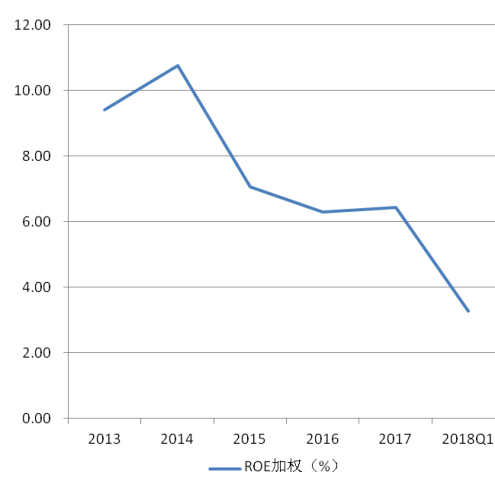
从利润率方面来看，公司产品毛利率受品种不断拓展、背膜产品销量增加及原材料价格上涨等因素影响，呈现了下降趋势；净利率同样也是有下滑趋势，但 17 年的净利率下滑程度较低，企业控费能力增强。ROE 数据显示，2017 年 ROE 在大环境恶劣的情况下仍然能够企稳回升。

图 3 公司历年销售毛利率及净利率示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 4 公司历年 ROE 示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

表 1 国内四家上市胶粘剂企业 2017 年业绩数据

证券代码	证券简称	营业收入 (万元)	YoY (%)	归母净利润 (万元)	YoY (%)
002669.SZ	康达新材	55000.62	-7.41%	4425.11	-46.44%
300200.SZ	高盟新材	84597.14	60.31%	5116.45	-10.01%
300019.SZ	硅宝科技	72823.06	11.61%	5200.52	-42.63%
300041.SZ	回天新材	151525.8	33.90%	11036.91	13.74%

数据来源: wind, 上海证券研究所

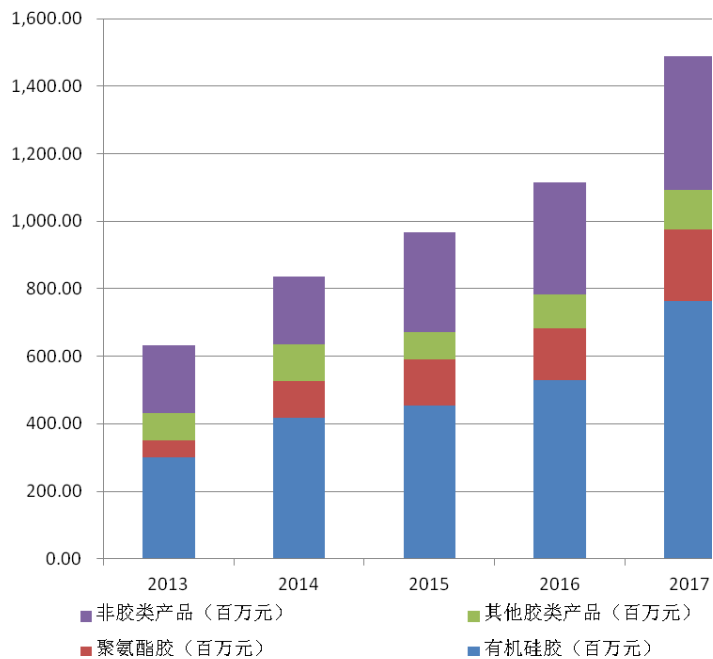
2018 年 04 月 23 日

1.3 主营业务：胶粘剂业务增速高，毛利率有所下滑

➤ 主营拆分：多点开花，各项产品高速发展

从主营拆分来看，有机硅胶、聚氨酯胶、非胶类产品均有较好的发展，有机硅胶营业收入近五年复合增速达 20.53%，聚氨酯胶营业收入近五年复合增速达 33.77%，非胶类产品营业收入近五年复合增速达到 35.19%。

图 5 公司历年主营拆分示意图



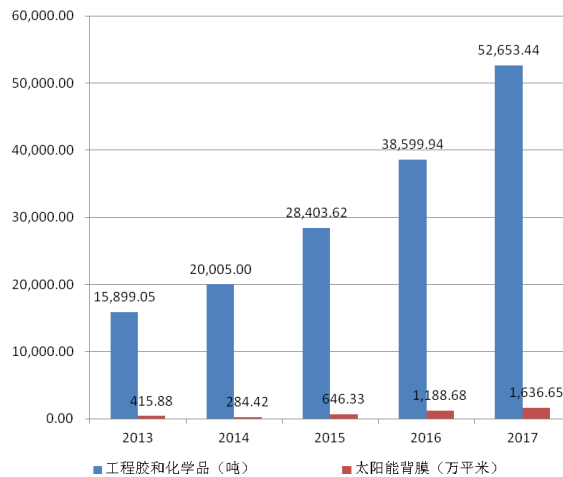
数据来源：wind，上海证券研究所

➤ 销量及库存：销量稳步增长，17 年库存有所增加

从销量来看，近五年工程胶及化学品、太阳能背膜销量均有大幅提升，工程胶及化学品销量年复合增速达到 27.06%，太阳能背膜销量增速达到 31.52%。

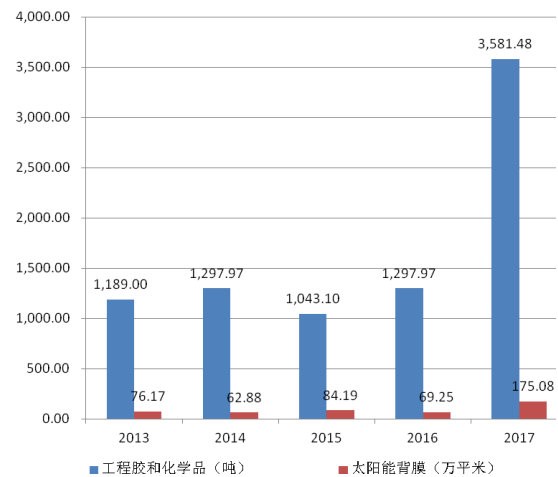
从库存来看，2017 年工程胶及化学品和太阳能背膜库存均有大幅提升，主要原因是胶粘剂产品种类提升及光伏背膜产线扩建完毕，相应的备货量提升。

图 6 公司历年产品销量示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 7 公司历年产品库存示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

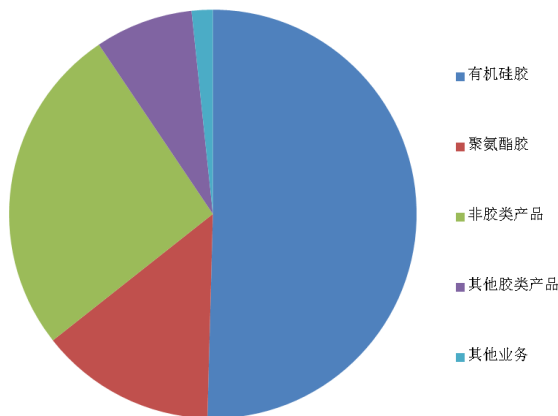
➤ 主营占比: 胶粘剂主唱地位牢固, 聚氨酯胶占比持续提升

从主营占比来看, 有机硅胶仍然是公司的主要收入来源, 2017 年占比 50.43%, 聚氨酯胶占比从 2013 年的 7.69% 提升至 2017 年的 13.95%, 非胶类产品 2017 年占比为 26.17%, 尽管销售额提升较快, 但增速仍然慢于胶粘剂产品。

➤ 毛利占比: 有机硅胶占比过半, 聚氨酯胶占比增速快

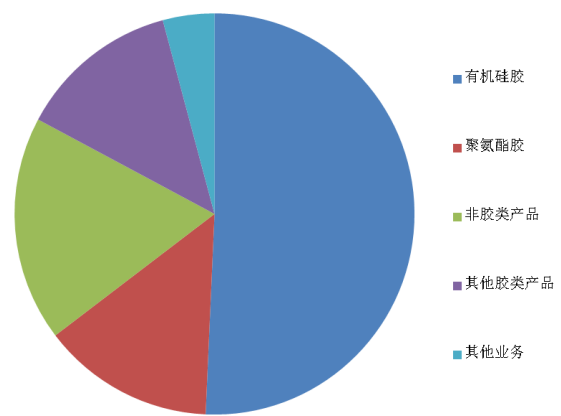
从毛利占比来看, 2017 年有机硅胶占比 50.71%, 聚氨酯胶占比 13.94%, 非胶类 18.15%, 其他胶类产品占比 13.03%。

图 8 公司 2017 年主营占比示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 9 公司 2017 年毛利占比示意图

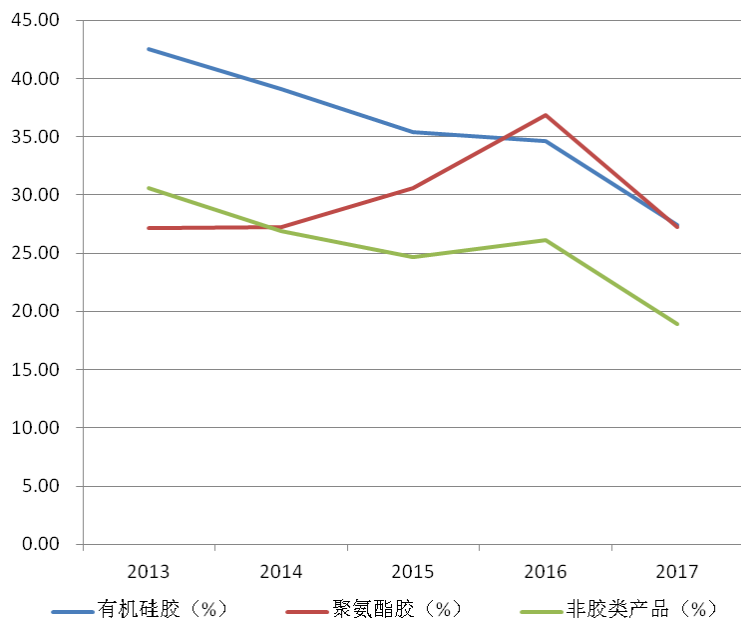


数据来源: wind, 上海证券研究所

➤ 毛利率情况: 近年趋势向下, 原材料涨价压缩利润空间

从各项业务毛利率情况来看, 有机硅胶和非胶类产品毛利率呈现下滑趋势, 主要原因是有机硅胶产品调整, 研发投入较大, 非胶类产品中光伏背膜毛利率略低。聚氨酯胶毛利率有向上趋势, 但 17 年原材料价格暴涨导致毛利率出现回落。

图 10 公司历年主营毛利率示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

二、主营产品动态简介

2.1 汽车用胶

- **客车行业:** 16 年时, 公司是宇通客车车用胶第一供应商, 中标中通、金龙等。而 17 年成为前十大客车厂主要供应商, 宇通、中通、欧辉、金龙客车等份额持续提升, 比亚迪客车客户开发进展顺利。认证通过厂商数量增加, 已进入厂商份额提升, 前期布局得到了较好的收益, 并且将随着新进入厂商份额的提升持续增加客车用胶销售量。
- **乘用车行业:** 16 年对东风日产三大生产基地批量供货, 中标神龙、北汽、比亚迪等优质客户订单, 处于突破期。17 年国产品牌加速推进、稳定供货, 合资品牌进入导入期, 日产、神龙、海马、众泰份额进一步提升, 东风乘用车、长安、广本等客户开发进展顺利。乘用车市场是公司车用胶的新增长点, 导入期晚于客车市场, 但市场空间巨大, 预计导入成功后将大幅提升车用胶销量。

2.2 轨交用胶

- 16、17 年是公司轨道用胶导入拐点, 16 年公司成功取得中车集团批量订单, 覆盖中车集团四大主机厂。17 年公司取得了五家主机厂的合格供应商资质, 多款产品陆续完成现场测试和产品定型工作, 其中两家主机厂已经完成第三方认证、装车路试等流程, 轨交整车胶、车辆配套零部件用胶销售收入较 16 年翻倍。轨交用胶处于导入期的中期, 随着各大厂商路试结束,

此业务收入将有望呈现阶梯式增长。

2.3 电子用胶

- 电子用胶是公司发展较早的领域，近年不断进行产品升级和市场开拓，16 年此业务实现营业收入 1.7 亿元，同比增长 27.05%，应用在 LED 电源、照明、UV 胶、显示屏、车灯、移动终端等领域。2017 年此业务实现营业收入 2.44 亿元，同比增长 43.40%，其中电源、照明、家电、汽车电子、新能源汽车电池用胶等细分领域营收增速超过 50%。UV 胶、导热硅脂、丙烯酸酯胶等产品快速增长。

2.4 新能源领域

- 新能源用胶：公司在光伏用胶领域位居行业第一，16 年公司覆盖行业前十强优质客户，海外市场拓展顺利，风电叶片胶与广东明阳合作，持续供货；2017 年公司继续维持营收快速增长。
- 光伏背膜：公司背膜销售快速增长，16 年销售 1188.68 万平米，销售收入同比增长 62.57%。17 年销售 1636.65 万平米，同比增长 37.69%。
- 整体增速：新能源光伏及用胶市场 17 年合计销售收入 6.8 亿元，同比增长 35.00%。

2.5 软包装胶

- 公司软包装胶领域已经步入收获期，设备投资、研发投入及销售布局在 2016 年逐步完成。截止 2016 年底，此业务累计销售收入过亿。2017 年大客户数量递增，高附加值产品销售占比提升，全年实现销售收入 9445 万元，同比增速 59.90%。

2.6 高端建筑用胶

- 公司建筑用胶方面主打高端品种，主要产品有中空结构胶、中空密封胶、幕墙胶及门窗胶，其中高毛利产品占比上升较快。借之前 606 项目、幕墙玻璃深加工标杆项目之力，公司 17 年持续供货雄安新机场等项目，与大型房企深度合作，装配式建筑 MS 胶得到了较好的推广。

2.7 工程用胶

- 公司工程用胶主要用在桥梁、电梯、船舶、飞机、钢铁、石油、纯电动车、农用车等领域，16 年独家中标港珠澳大桥项目，17 年中标芜湖长江二桥项目，并拓展了驾驶室、电梯、复材等行业客户。

2.8 研发新动态

- 聚氨酯胶：整车结构胶、密封胶等性能升级，东风乘用车完成现场装车，宇通结构胶内部测试通过；环保耐候性单组份聚氨酯密封胶实现进口替代，并量产供货；软包装胶完成无溶剂改

性，无溶剂纸塑热熔胶已批量供货。

- PUR 热熔胶：新品规模化推广，家电（海尔、海信）、木材行业连续使用；手持终端应用产品销售额逐步提升，五项产品完成小试，2 项送样；平贴胶进入中试确认阶段。
- 丙烯酸酯胶：轨交车辆试用通过。

2.9 越南公司动态

- 去年收购越南越友公司，主要是利用回天业已成熟的胶粘剂、光伏新材料技术产品向东南亚快速发展制造业广阔市场布局、释放公司规模产能效益；同时也恰当、适时地平抑贸易保护，短短数月，以实现外贸营收数千万元；去年底，面向越南当地引进主要拥有外资工作背景的高学历人才已经悉数到位，18 年一季度开局顺利，预计当年业绩较上年将增长 160%以上。

三、盈利预测

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 21.09、27.12 和 34.34 亿元，同比增速 39.21%、28.58%和 26.59%；归属于母公司股东净利润 1.72、2.25 和 3.11 亿元，同比增速 55.67%、31.21%和 37.88%，每股 EPS 分别为 0.40、0.53、0.73 元，对应 PE 为 24.8、18.9 和 13.7 倍，未来六个月内，维持“增持评级”。

四、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。

七、附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	460	127	574	280
应收和预付款项	669	1186	1198	1817
存货	244	466	445	694
其他流动资产	12	12	12	12
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	27	22	17	13
固定资产和在建工程	590	495	399	304
无形资产和开发支出	168	149	131	112
其他非流动资产	28	28	28	28
资产总计	2199	2485	2803	3259
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	319	433	526	670
长期借款	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0
负债合计	319	433	526	670
股本	426	426	426	426
资本公积	855	855	855	855
留存收益	595	767	993	1303
归属母公司股东权益	1876	2048	2273	2584
少数股东权益	4	4	5	5
股东权益合计	1880	2052	2278	2589
负债和股东权益合计	2199	2485	2803	3259

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	75	-340	439	-303
投资活动产生现金流量	-36	0	0	0
融资活动产生现金流量	189	7	8	10
现金流量净额	228	-333	447	-294

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1515	2109	2712	3434
营业成本	1102	1522	1951	2441
营业税金及附加	13	18	23	29
营业费用	126	169	217	275
管理费用	161	211	269	337
财务费用	1	-3	-3	-3
资产减值损失	11	10	10	10
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	131	203	266	366
营业外收支净额	-3	0	0	0
利润总额	129	203	266	366
所得税	18	30	40	55
净利润	111	172	226	311
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司股东净利润	110	172	225	311

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	27%	28%	28%	29%
EBIT/销售收入	6%	9%	10%	10%
销售净利率	6%	8%	8%	9%
ROE	5%	8%	10%	12%
资产负债率	15%	17%	19%	21%
流动比率	4.34	4.14	4.24	4.19
速动比率	3.54	3.03	3.37	3.13
总资产周转率	0.69	0.85	0.97	1.05
应收账款周转率	2.46	2.03	2.49	2.14
存货周转率	4.51	3.27	4.39	3.52

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，任何机构和个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。