



Research and
Development Center

技术铸就实力，国产替代正式拉开序幕

—— 回天新材（300041.sz）首次覆盖报告

2018年6月5日

中小企业研究团队

单丹 分析师

胡申 分析师

钟惠 分析师

技术铸就实力，国产替代正式拉开序幕

首次覆盖报告

2018年6月5日

本期内容提要：

- ◆ **龙头地位越发稳固，国产替代空间巨大。** 公司是国内胶粘剂领域的龙头公司，前身为科研院所，一直以来都秉持技术为本的发展路线，积极投入研发，成为国内技术最先进、产品最全面的公司之一，因此多年来发展稳健，是上市公司中唯一持续保持正增长的胶粘剂企业，毛利率水平一直维持行业最高，2017年胶粘剂收入是同行业其他上市公司的近两倍，龙头地位愈加稳固。从国内胶粘剂市场来看，2017年，中国胶粘剂市场约900亿，而公司作为国内龙头市占率不足2%，高端产品领域国外品牌占比超过80%，国产替代是我国各个产业从做大到做强的必由之路，也是经过反复验证走得通的产业升级路径，公司作为胶粘剂行业龙头有望成为最大受益者。
- ◆ **下游应用场景众多，汽车领域首先突破。** 胶粘剂的下游应用领域十分丰富，除了传统的包装和建筑以外，在高铁、汽车、电子半导体等众多细分领域都有着十分广阔的应用场景。公司凭借自身技术积累，首先在汽车制造高端用胶领域迎来突破，形成对国外企业同类产品的替代，目前已经成为全球第一大客车生产商宇通汽车的主供应商，占其玻璃粘胶供应的60%。汽车制造用胶具有进入壁垒高、验证周期长、利润高的特点，公司以该项目为标杆，陆续完成多家客车和乘用车企认证，今年有望实现实际销售，我们判断公司在汽车用胶领域或将迎来业绩快速增长。
- ◆ **高端项目井喷，民族品牌彰显实力。** 公司坚持走高端化、差异化路线，逐渐降低在包装等低端领域的占比，进军包括高铁、桥梁、新能源和大型楼宇等新兴用胶领域，已经完成一批具有标志性意义的项目。在交通领域，公司在中车集团六大主机厂中取得五家主机厂的合格供应商资质；在高端建筑领域，公司持续供货雄安新机场等诸多地标项目，中标中国第一高楼武汉绿地中心636项目；在桥梁建设领域，公司也与港珠澳大桥桥梁建设单位达成战略合作，成为国内唯一中标企业；在新能源领域，公司光伏硅胶稳居国内光伏行业首位。多个领域的标志性项目彰显公司实力，随着新兴产业发展、高端需求增长，公司产品将首先受益。
- ◆ **光伏背板双轮驱动，新业务带来新增长。** 随着我国光伏发电量的快速增长，光伏背板的需求量迅速上升。公司凭借在新材料领域的积累进军光伏背板市场并迅速达到市场领先水平。我国光伏背板需求强劲，2012-2017年的光伏发电量复合增长率超过100%，2017年国内龙头光伏背板企业处于严重的供不应求状态，公司的产能利用率高达156%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司2018-2020年的EPS（摊薄）分别为0.33、0.46和0.6元，对应动态市盈率（股价10.28元）分别为32、22和17倍，首次覆盖给予公司“买入”投资评级。

证券研究报告

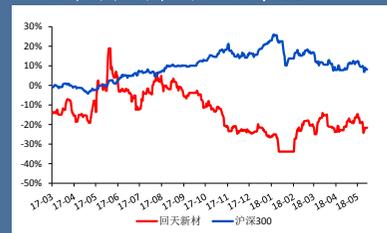
公司研究——首次覆盖

回天新材（300041.sz）



首次评级

回天新材相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2018.6.4）

收盘价(元)	10.28
52周内股价波动区间(元)	8.68-15.68
最近一月涨跌幅(%)	-0.6
总股本(亿股)	4.26
流通A股比例(%)	60.74
总市值(亿元)	43.76

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001
 联系电话：+86 10 8332 6701
 邮箱：shandan@cindasc.com

胡申 分析师

执业编号：S1500514070007
 联系电话：+86 10 8332 6703
 邮箱：hushen@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号：S1500514070001
 联系电话：+86 10 8332 6700
 邮箱：zhonghui@cindasc.com

◆ **风险因素:** 1、新进入领域验证周期过长, 实际销售不及预期; 2、行业竞争加剧导致产品价格下降; 3、光伏发电增长不及预期; 4、原材料价格持续增长带来成本压力

公司主要财务数据

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,131.60	1,515.26	2,086.78	2,659.68	3,242.92
增长率 YoY%	16.04%	33.90%	37.72%	27.45%	21.93%
归属母公司净利润(百万元)	97.04	110.37	138.78	196.48	257.24
增长率 YoY%	15.73%	13.74%	25.74%	41.58%	30.92%
毛利率%	33.59%	27.26%	27.34%	28.40%	29.26%
净资产收益率 ROE%	6.29%	6.39%	7.55%	10.34%	12.09%
EPS(摊薄,元)	0.23	0.26	0.33	0.46	0.60
市盈率 P/E(倍)	45	40	32	22	17
市净率 P/B(倍)	2.78	2.33	2.43	2.19	1.94

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2018年6月4日收盘价

目录

投资聚焦	1
龙头地位越发稳固，国产替代空间巨大	3
公司概况	3
市场高速增长，国产替代空间大	6
龙头地位日趋稳固，竞争优势逐步凸显	8
对标全球龙头汉高，回天未来可期	11
下游场景丰富，汽车领域首先迎来突破	13
小小胶粘剂，用途大不同	13
突破巨头垄断，汽车用胶行业标杆	15
高端项目井喷，民族品牌彰显实力	18
光伏背板：双轮驱动带来新增长	20
光伏发电高速增长，背板需求稳定	21
国产替代加速，龙头产品供不应求	23
对标汉高成长路径 并购或是回天重要的突围方向	25
盈利预测、估值与投资评级	28
假设及盈利预测	28
估值与投资评级	30
风险因素	31

表目录

表 1: 公司产品线	4
表 2: 学历结构同业对比	11
表 3: 汉高公司工业产品组合的技术集群品牌	12
表 4: 汉高公司消费者和市场的全球品牌平台	12
表 5: 汽车用胶	16
表 6: 2015-2020 光伏背板需求	23
表 7: 龙头企业光伏背板产能利用率	24
表 8: 汉高胶粘业务收购历史	26
表 9: 回天新材未来三年营业收入预测	29
表 10: 可比上市公司相对估值情况	30

图目录

图 1: 公司营收、利润(百万元)同比增速(%,右)	3
图 2: 公司发展历程	4
图 3: 公司研发费用(万元)	6
图 4: 公司专利数量(项)	6
图 5: 全球胶粘剂市场规模(亿美元)	7
图 6: 不同地区胶粘剂市场规模(亿美元)	7
图 7: 中国胶粘剂产量(万吨)和同比增速(%)	8
图 8: 胶粘剂营收同业比较(亿元)	9
图 9: 胶粘剂营收增速同业比较(%)	9
图 10: 胶粘剂毛利同业比较(亿元)	9
图 11: 胶粘剂毛利率同业比较(%)	9
图 12: 管理费用率同业比较(%)	10
图 13: 财务费用率同业比较(%)	10
图 14: 销售费用率同业比较(%)	10
图 15: 研发费用同业比较(万元)	10
图 16: 汉高公司三大业务营收(百万欧)及增速	11
图 17: 汉高公司三大业务营业利润率	11
图 18: 汉高公司各地区业务营收占比(%)	13
图 19: 发达与发展中国家人均胶粘剂消费量(千克)	13
图 20: 胶粘剂分类	14
图 21: 2016 全球胶粘剂下游市场分类	14
图 22: 2015 中国胶粘剂下游市场分类	14
图 23: 2016、2017 公司细分领域用胶营收(万元)	15
图 24: 2016、2017 公司细分领域用胶营收占比	15
图 25: 汽车用胶	17
图 26: 中国乘用车销量及增速(辆,%)	18
图 27: 中国客车销量及增速(辆,%)	18
图 28: 公司高端项目成果	19
图 29: 全国高铁新开通里程数和累计开通里程数	20
图 30: 公司非胶业务收入(万元)及占比(%)	21
图 31: 公司非胶业务收入(万元)及占比(%)	21
图 32: 2017 全国发电量占比	22
图 33: 2017 发电装机容量占比	22
图 34: 2017 全国新增装发电装机容量占比	22
图 35: 光伏背板结构	23
图 36: 2017 年国内光伏背板企业产能	24
图 37: 公司海外营业收入(万元)	25
图 38: 德国汉高胶粘剂业务并购数量	26
图 39: 2013-2018Q1 公司资产负债率	27
图 40: 公司货币资金储备(万元)与总资产比例(%)	27

图 41: 2013-2017 公司销经现金流售商品现金流净额 (万元)28

投资聚焦

投资逻辑

龙头地位越发稳固，国产替代空间巨大。公司是国内胶粘剂领域的龙头公司，前身为科研院所，一直以来都秉持技术为本的发展路线，积极投入研发，成为国内技术最先进、产品最全面的公司之一。因此多年来发展稳健，是上市公司中唯一持续保持正增长的胶粘剂企业，2017年胶粘剂收入是同行业其他公司的近两倍，毛利率水平一直维持行业最高，龙头地位愈加稳固。从国内胶粘剂市场来看，2017年，中国胶粘剂市场约900亿，而公司作为国内龙头市占率不足2%，高端品牌领域国外品牌占比超过80%，国产替代是我国各个产业从做大到做强的必由之路，也是经过反复验证走得通的产业升级路径，公司的国产替代空间巨大。

下游应用场景众多，汽车领域首先突破。胶粘剂的下游应用领域十分丰富，除了传统的包装和建筑以外，在高铁、汽车、电子半导体等众多细分领域都有着十分广的应用场景。公司凭借自身技术积累，首先在汽车制造高端用胶领域迎来突破，形成对国外企业同类产品的替代，目前已经成为全球第一大客车生产商宇通汽车的供应商，占其玻璃粘胶供应的60%。汽车制造用胶具有进入壁垒高、验证周期长、利润高的特点，公司以该项目为标杆，陆续完成多家客车和乘用车企认证，将在今年实现实际销售，预计将在汽车用胶领域迎来业绩快速增长。除了在汽车领域，公司还在大量的新兴领域完成一批具有标志性意义的项目。在交通领域，公司在中车集团六大主机厂中取得五家主机厂的合格供应商资质；在高端建筑领域，公司持续供货雄安新机场等诸多地标项目，中标中国第一高楼武汉绿地中心636项目；在桥梁建设领域，公司也与港珠澳大桥桥梁建设单位达成战略合作，成为国内唯一中标企业；在新能源领域，公司光伏硅胶稳居国内光伏行业首位。多个领域的标志性项目彰显公司实力，随着新兴产业发展、高端需求增长，公司产品将首先受益。

光伏背板双轮驱动，新业务带来新增长。随着我国光伏发电量的快速增长，光伏背板的需求量迅速上升。公司凭借在新材料领域的积累进军光伏背板市场并迅速达到市场领先水平。我国光伏背板需求强劲，2012-2017年的光伏发电量复合增长率超过100%，2017年国内龙头光伏背板企业处于严重的供不应求状态，公司的产能利用率高达156%。

与市场不同之处

1、胶粘剂虽然属于化工产品，但公司产品正在向高端化转型且效果显著，具有非常高的技术壁垒和准入门槛，具有比较强的定价权，能更好的抵御原材料价格上涨的风险，因此公司业绩一直保持稳健增长。2、公司是胶粘剂领域的绝对龙头企业，在已有产品的多个细分领域都已经达到国际领先水平，国产化替代空间巨大。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2018-2020年的EPS（摊薄）分别为0.33、0.46和0.6元，对应动态市盈率（股价10.28元）分别为32、22和17倍，首次覆盖给予公司“买入”投资评级。

风险因素

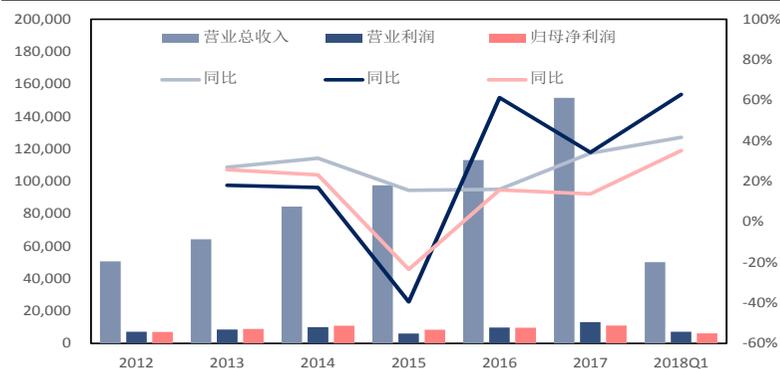
- 1、新进入领域验证周期过长，实际销售不及预期；
- 2、行业竞争加剧导致产品价格下降；
- 3、光伏发电增长不及预期；
- 4、原材料价格持续上涨带来成本压力。

龙头地位越发稳固，国产替代空间巨大

公司概况

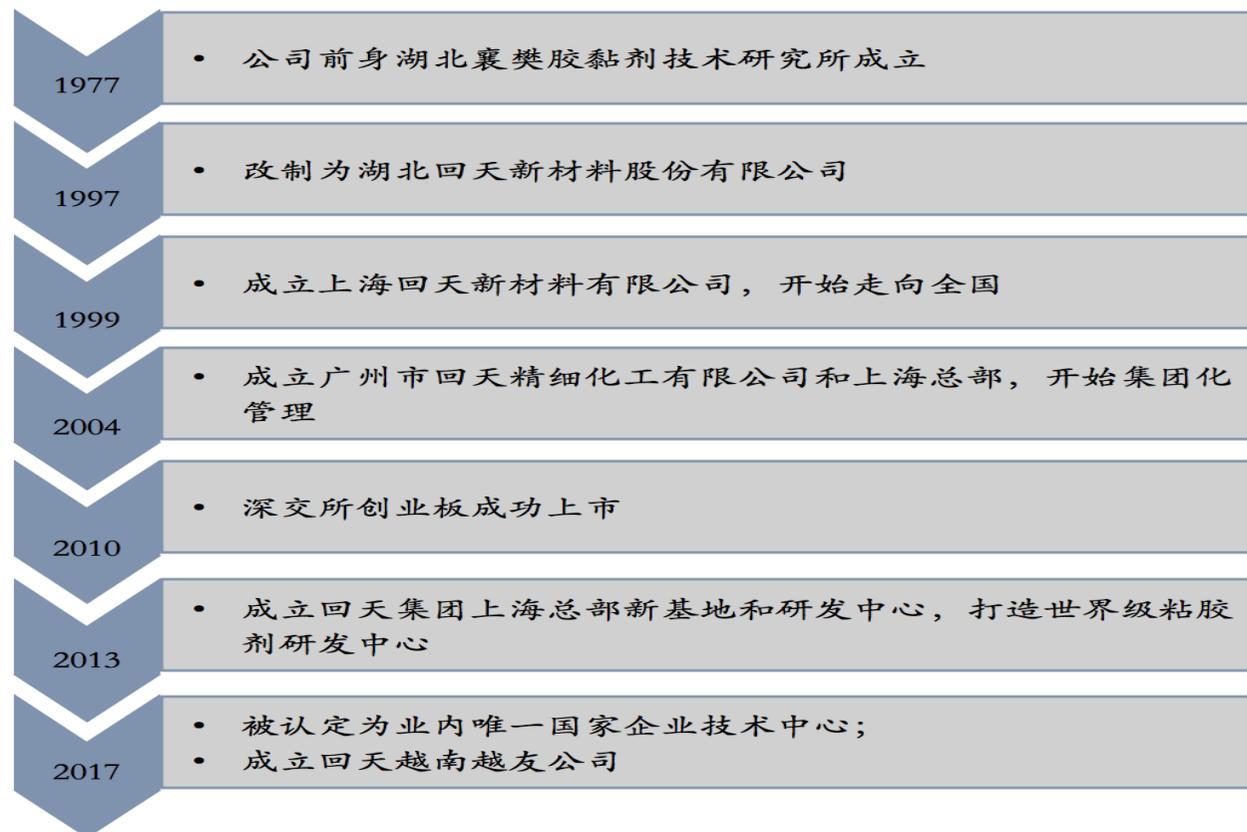
公司是专业从事胶粘剂和新材料研发、生产的高新技术企业集团。公司创立于1977年，前身是国内较早期从事胶粘剂研发的科研单位，也是科研院所按市场化运作转制的民营高科技企业。因此也从创立之初就确立了公司技术为本的发展定位。2010年在创业板上市，目前产品涉及汽车前装市场、汽车用品、轨道交通、新能源、建筑、软包装、环保水处理、通用工业和电子电器等9大领域，无论是在业绩还是在技术实力上都是胶粘剂领域的绝对龙头。

图1：公司营收、利润（百万元）同比增速（%，右）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司前身为湖北襄樊胶黏剂技术研究所，是国内第一批从事胶粘剂研发的科研单位。1997年改制为湖北回天新材料股份有限公司，开启快速发展之路。2004年成立上海总部，开始集团化运作。2010年公司在深交所创业板成功上市。近几十年公司先后在上海、广东、江苏、湖北分别建立了产业基地和研发中心，2017年成立回天越南越友公司，开启全球化发展战略。

图 2: 公司发展历程


资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

公司目前的产品线覆盖了包括高性能有机硅胶、聚氨酯胶、厌氧胶和环氧树脂胶四大品类，覆盖包括家电、电子电器、汽车、交通、建筑的各个细分领域。

表 1: 公司产品线

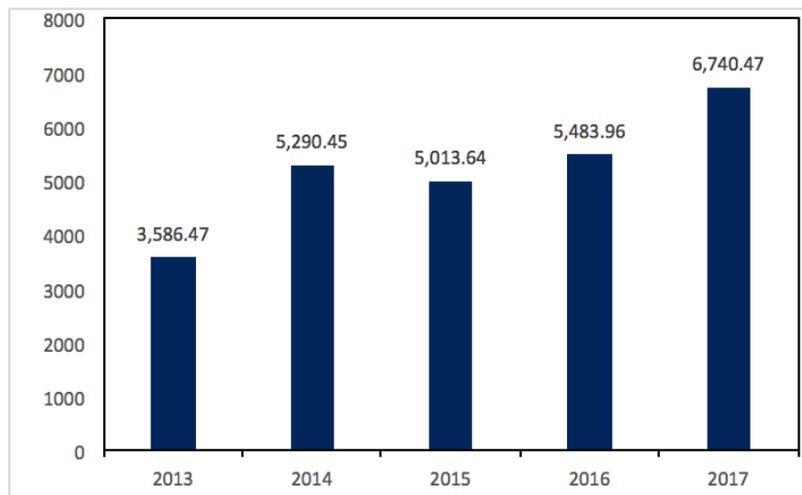
类别	主要产品	主要用途及应用领域
高性能有机硅胶	单组份有机硅密封胶	主要用于家电，电子电器，太阳能，汽车、工程机械及轨道车辆的零部件，各类建筑施工中门窗接缝处、内外墙体间的密封、粘接。
	双组份缩合型有机硅胶	主要用于电子电器的密封、粘接，LED显示屏灌封、模具制造、电厂烟囱脱硫材料粘接，中空玻璃的密封，玻璃、石材、铝板幕墙和玻璃光顶和金属结构的结构粘结构密封等。

	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 热熔胶广泛应用在手持设备、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种铸造缺陷的修复，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。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

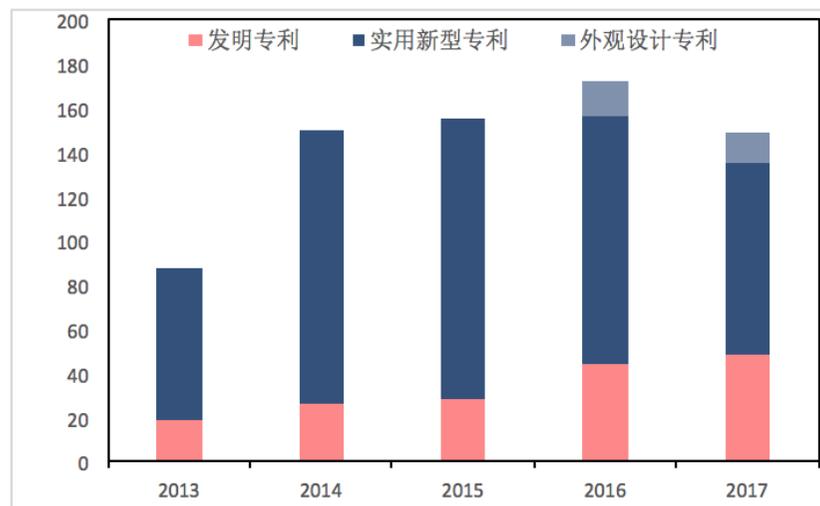
公司研发实力行业领先，专利数量稳步增长。公司是国内工程胶粘剂行业中研发品种最丰富的企业，主营产品大多来自于自主研发的核心技术。公司在上海投资建成了工程胶粘剂国内一流研发中心，并形成了具有 1 名首席专家（国家千人计划专家）、4 名行业专家、6 名学科带头人、10 名博士及大多数具备硕士学位为主的高素质技术研发团队。公司是厌氧胶、有机硅密封胶、聚氨酯胶粘剂、太阳能光伏背板覆膜胶等多项国家标准和行业标准的主要起草单位，并受邀参加预涂厌氧胶国际标准的起草。公司研发投入逐年渐长，近三年平均研发费用投入占营业收入的比例为 4.76%，2017 年研发费用高达 6740 万元，占总营收的 4.45%。同时公司专利数量也稳步增长，截至 2017 年 12 月 31 日，公司及子公司拥有 149 项授权专利权，其中发明专利 49 项、实用新型专利 86 项、外观设计专利 14 项，并已获受理发明专利 83 项。

图 3: 公司研发费用 (万元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司专利数量 (项)



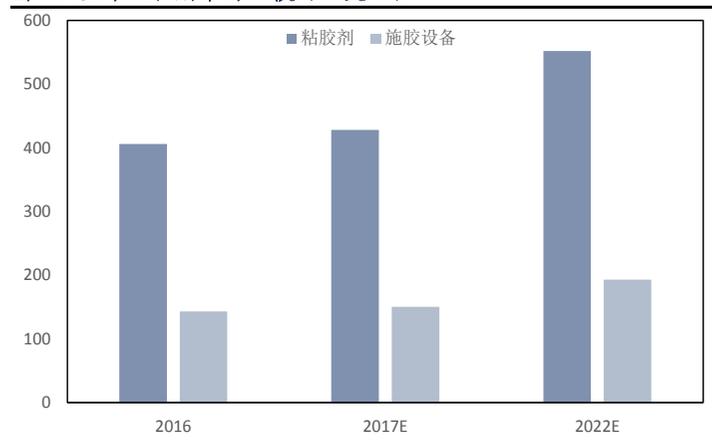
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

市场高速增长，国产替代空间大

胶粘剂，是将两种不同的物体粘连在一起的非金属媒介材料。虽然在被粘连物体中，仅仅占据非常小的一部分，但是其应用场景却非常的广泛，除了日常的修补维修、包装，胶粘剂还在越来越多的新兴领域发挥重要作用，包括电子电器、建筑建材、汽车与交通运输、机械制造、新能源、医疗卫生、航空航天等众多领域，成为这些领域生产过程中简化工艺、节约能源、降低成本、提高经济效益的重要材料。

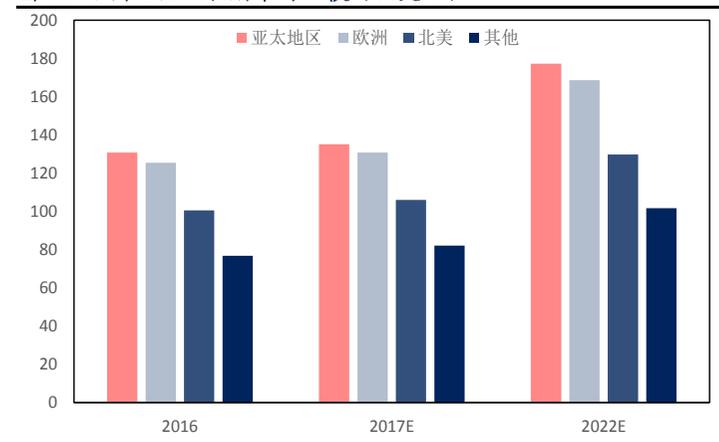
根据 BCC Research 的统计，2016 年，全球胶粘剂和施胶设备的市场分别达到 406 亿美元和 143 亿美元，总规模达 549 亿美元。根据 BCC Research 预计，2017-2022 年，全球胶粘剂市场的复合增长率将达到 5.3%，而其中，亚太地区将以 5.7% 的增速引领全球胶粘剂市场。

图 5: 全球胶粘剂市场规模 (亿美元)



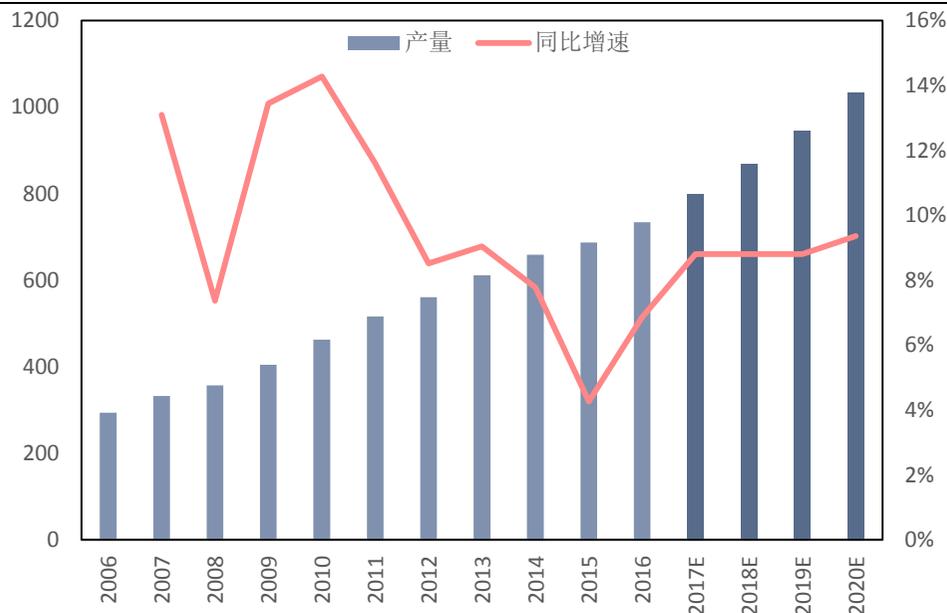
资料来源: BCC Research, 信达证券研发中心

图 6: 不同地区胶粘剂市场规模 (亿美元)



资料来源: BCC Research, 信达证券研发中心

而从中国市场来看，2016 年我国胶粘剂产量达到 733.9 万吨，同比增长 6.86%，销售额达到 897.1 亿元。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会发布的《中国胶粘带和胶粘剂市场报告及“十三五”发展规划》显示，“十三五”期间，我国胶粘剂发展目标是 2020 年末我国胶粘剂产量达 1033.7 万吨，销售额达 1328 亿元。以公司 2017 年 10.93 亿元的胶粘剂收入计算，公司目前的市场占有率仅为 1.2%，作为胶粘剂领域的国内龙头，市场集中度提高的空间巨大。

图 7: 中国胶粘剂产量 (万吨) 和同比增速 (%)


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

根据新材料在线的统计, 我国胶粘剂生产企业达到 3500 多家, 年收入达到 5000 万的企业不足百家, 且这些企业主要集中在低端市场中, 主要以价格战为主。而在高端领域, 则几乎被国外巨头汉高、富乐、巴斯夫、杜邦、3M 等垄断, 在高端胶粘剂市场, 国外企业市场占比超过 80%。

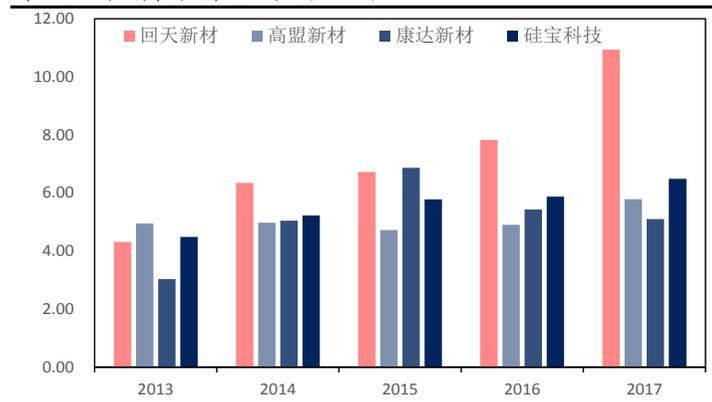
国产替代是我国各个产业从做大到做强的必由之路, 也是经过反复验证走得通的产业升级路径。而国产替代应该是渐进的、全方位的, 通信电子、新材料、医药生物、高端制造等领域都是重点的突围方向。高端胶粘剂市场目前被外资占领, 在民族胶粘剂企业崛起的路上必然要实现进口替代, 这个替代过程中回天新材凭借其龙头地位、技术上的优势、更高的性价比以及出色的经营能力有望成为国产替代潮中的扛鼎者。

龙头地位日趋稳固, 竞争优势逐步凸显

公司作为胶粘剂龙头, 2013 年至今, 胶粘剂营收始终保持稳健增长, 而胶粘剂领域的另外几家上市公司高盟新材、康达新材

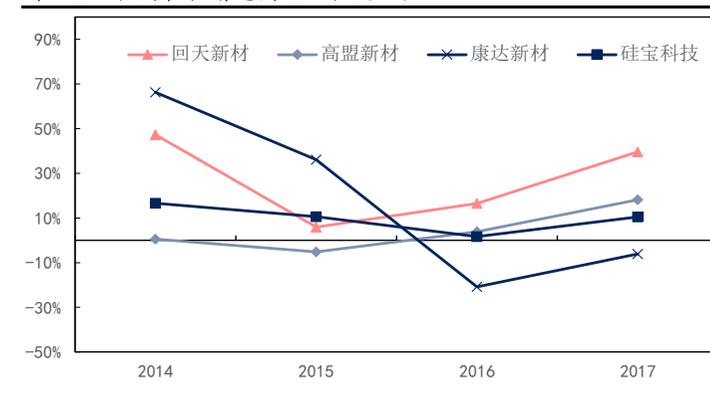
和硅宝科技则业绩波动较大，甚至出现负增长情况。2017年公司胶粘剂实现营收10.93亿元，约为另外三家公司的2倍，营收同比增加39.6%。

图 8: 胶粘剂营收同业比较 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

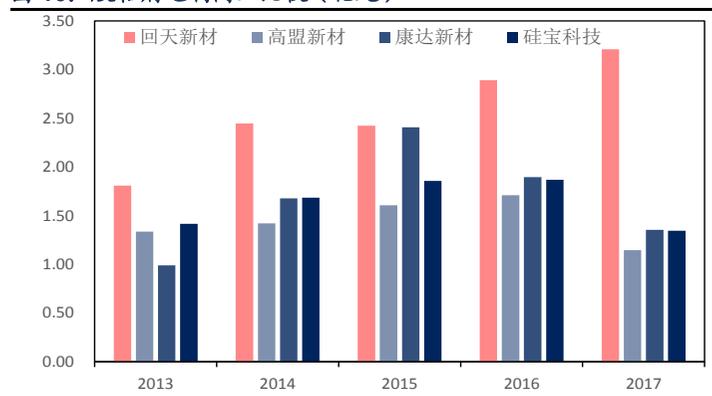
图 9: 胶粘剂营收增速同业比较 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

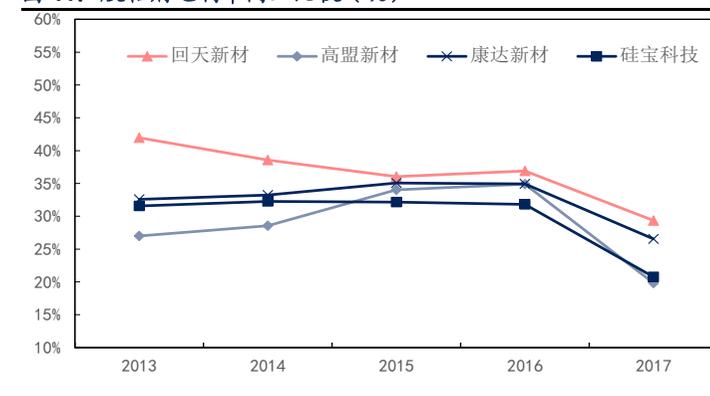
从毛利角度来看，公司胶粘剂的毛利也一直领先于其他公司，2017年实现毛利3.21亿元，约为其他上市公司的2.5倍。2017年环保加压叠加原材料上涨等因素，胶粘剂企业毛利率水平普遍略有下降。在行业盈利下滑的背景下，回天业绩取得逆势增长，表明其对下游具有较高的议价能力，能将上游压力转嫁至下游。公司胶粘剂毛利率一直保持行业最高水平，龙头优势显著。

图 10: 胶粘剂毛利同业比较 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 胶粘剂毛利率同业比较 (%)

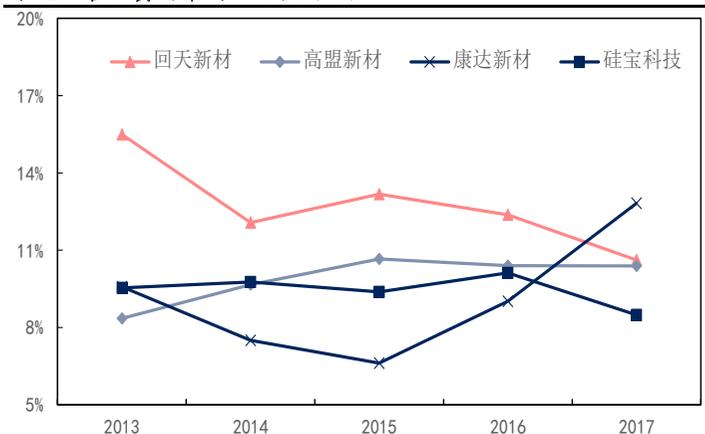


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三费方面，近年公司三费普遍呈下降趋势。最为明显的是管理费用率，由2013年的15.49%降至2017年的10.62%，而公司

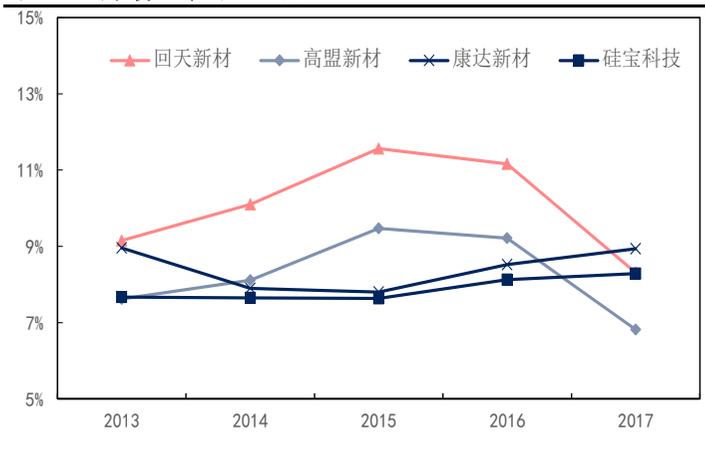
财务费用较低，变化也相对较小，2017 年仅为 0.06%。销售费用率在 2015 年达到 11.56% 的峰值后降至 2017 年的 8.3%，而同时公司营收保持高速增长，表明公司降本增效成效显著。同业比较来看，公司三费均处于行业平均水平，同时公司研发费用始终保持同业最高水准，并一直稳步增长，为公司保持领先的研发实力打下坚实的经济基础。

图 12: 管理费用率同业比较 (%)



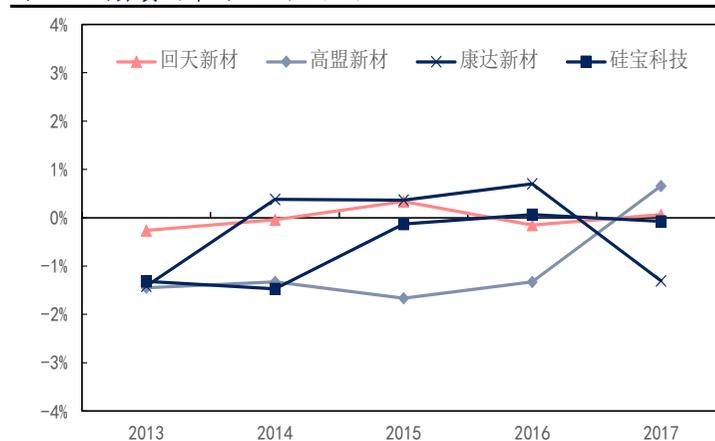
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 销售费用率同业比较 (%)



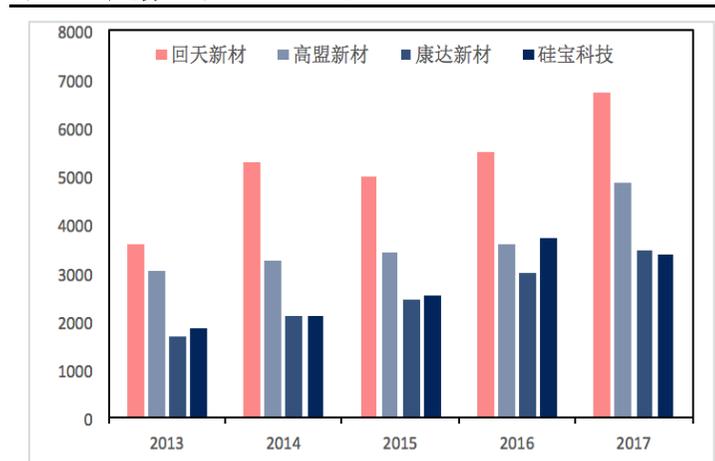
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 财务费用率同业比较 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 研发费用同业比较 (万元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司差异化经营成效显著，高端产品开发持续提升公司竞争力。近年公司不断加强高端人才引进工作，研发新型高端产品。

高附加值产品销售比重明显提高，如环保聚氨酯胶、高性能丙烯酸酯胶、PUR 热熔胶、无溶剂胶等销售额均大幅翻番，有效维持公司胶粘剂业务的高毛利水平。公司与多家科研机构建立了长期合作关系，积极引进人才，与中科院联合成立“中科院应化回天高性能胶粘剂材料工程技术中心”，技术中心现有国家千人计划 1 人，学历结构在同业具有领先优势。

表 2: 学历结构同业对比

	高盟新材	康达新材	硅宝科技	回天新材
千人计划	0	0	0	1
博士	0	5	6	10
硕士	34	30	29	74
本科	162	112	163	275

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

对标全球龙头汉高，回天未来可期

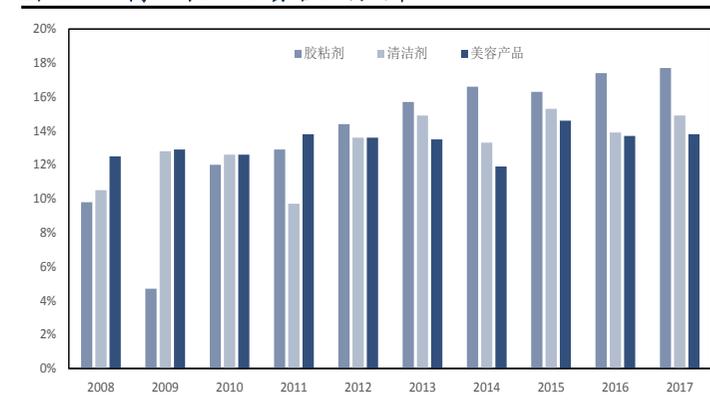
回天作为国内胶粘剂领域的龙头企业，稳稳占据国内厂商市场份额第一，但是与全球龙头德国汉高相比，仍有非常大的成长空间。德国汉高公司是全球胶粘剂行业龙头，胶粘剂体量全球第一，公司主营三大业务：胶粘剂、清洁剂及家用护理、化妆美容用品。汉高公司 2017 年实现营业收入 200.29 亿欧元，其中胶粘剂技术业务实现营业收入 93.87 亿欧元，占据总收入近半壁江山。近几年来汉高三大业务的营收保持稳定上升趋势，胶粘剂在核心业务中始终占据最大营收比且利润率一直稳步上升。

图 16: 汉高公司三大业务营收（百万欧）及增速



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图 17: 汉高公司三大业务营业利润率



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

从德国汉高的胶粘剂业务的利润率可以看到，虽然存在上游原材料价格上涨的因素，但是高端产品因为具有非常强的定价权，利润率不受上游影响，这也是回天坚持走高端化发展路径的重要原因。

从产品来看，汉高公司胶粘剂工业产品组合涉及五个技术集群品牌，在消费者和专业市场专注四个全球品牌平台，每个品牌组合和平台代表了旗下粘合剂在不同领域的应用，为不同领域市场提供专业的解决方案。

表 3: 汉高公司工业产品组合的技术集群品牌

品牌组合	应用领域
LOCTITE	专业高性能粘合剂、密封剂和涂料解决方案
BONDERITE	制造工艺领域的表面处理技术解决方案
TECHNOMELT	热熔胶首选，提供了最佳的生产工艺和应用
TEROSON	用于汽车车身粘合、密封、涂装和加固以及汽车维护保养应用领域的世界顶级品牌
AQUENCE	创新型可持续水基型粘合剂溶液

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

表 4: 汉高公司消费者和市场的全球品牌平台

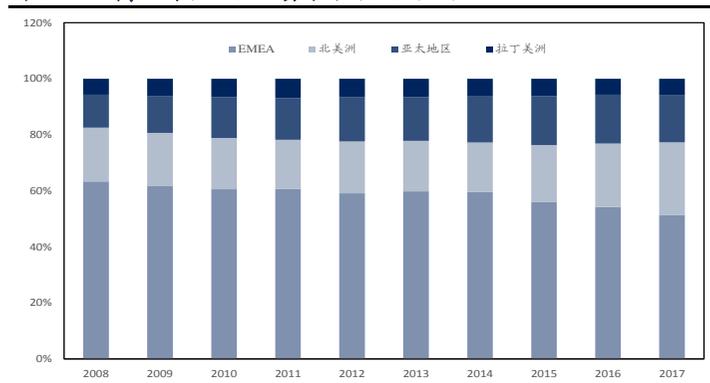
品牌组合	应用领域
Pritt	专注文具胶类，世界上第一款固体胶棒发明者
Loctite	专业高性能粘合剂、密封剂和涂料
Ceresit	瓷砖粘贴系统/防水系统和外墙外保温系统
Pattex	万能胶品牌

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

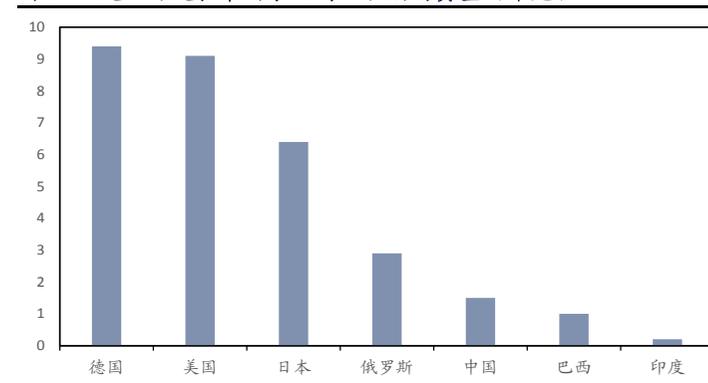
从汉高的发展来看，其在不同的领域拥有不同的品牌，已经做到了品牌区分。而回天目前在国内，仍然是单一品牌，随着回天业务向细分领域发展，细分领域的子品牌战略也是必由之路。

从德国汉高的营收区域来看，欧非及中东市场作为汉高公司最先开拓的成熟市场，在其营收占比逐年下降，而北美和亚太地区近年来营收占比增幅稳定，可见德国汉高占领新兴市场、拓展业务目标的决心。亚太地区作为欠发达地区，现阶段相比于欧美成熟市场对胶粘剂的人均消费量较少，美国和德国等发达国家人均粘合剂消费量在 9kg 以上，而中国只有 1.5 千克，印度只有 0.2kg。近年来随着新能源、高铁、水处理等新兴领域的兴起，发展中国家基础建设和汽车行业的迅猛发展，胶粘剂行业也随之快速发展，收入和规模都有望进一步扩大，利润空间也预期有所增长。

作为中国的本土厂商，随着以中国为代表的新兴市场的崛起，民族品牌在完成技术追赶甚至超越以后，必然更受本土客户的青睐，这也是回天的巨大优势。

图 18: 汉高公司各地区业务营收占比 (%)


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图 19: 发达与发展中国家人均胶粘剂消费量 (千克)


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

通过对标全球龙头德国汉高，我们发现，回天正沿着产品高端化、品牌化这条德国汉高的发展之路坚定前进，同时，新兴市场的巨大成长潜力和民族品牌的本土优势将会是回天未来有望弯道超车的优势所在。

下游场景丰富，汽车领域首先迎来突破

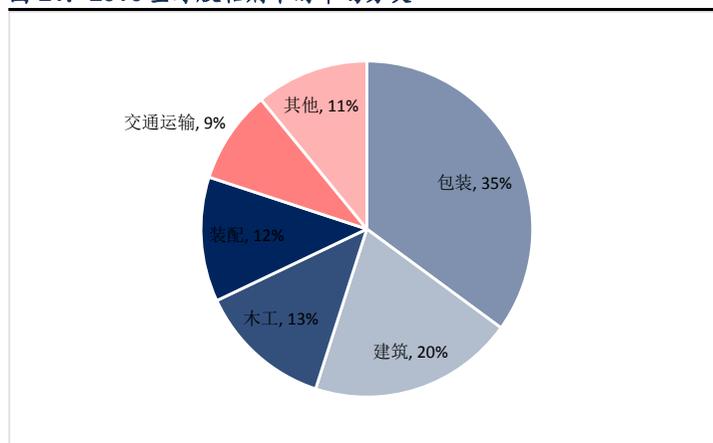
小小胶粘剂，用途大不同

胶粘剂根据其原材料的不同，可分为无机胶粘剂和有机胶粘剂，无机胶粘剂主要是水泥、石膏、水玻璃等，一般狭义的胶粘剂一般是指有机胶粘剂。自 20 世纪 30 年代以来，胶粘剂已经全面进入人工合成时代，天然材料的胶粘剂如淀粉、骨胶等由于性能与合成胶差距较大，因此应用场合非常有限。目前，人工合成的胶粘剂品种已经超过 5000 种。

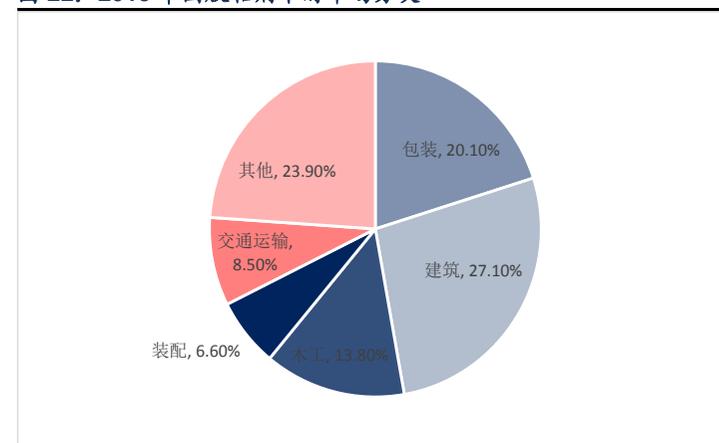
图 20: 胶粘剂分类


资料来源：有胶网，公司官网，信达证券研发中心

从胶粘剂的下游应用领域来看，包装行业仍然是胶粘剂应用的第一大应用领域。2016年，全球包装行业胶粘剂规模约为142亿美元，占整体比例的35%。建筑行业占比20%。但是在包装和建筑行业中，所用胶粘剂通常是标准化产品，因此竞争激烈利润较低。而在新兴领域的用胶，比如高铁用胶，则对胶粘剂的各项性能要求都较为严格，对于重要的下游客户，工程胶粘剂企业已并非单纯地销售产品，而是通常由胶粘剂生产企业为客户提供专业定制的解决方案，这样不仅能增强客户黏性，也使企业通过提高自身服务客户的能力而获得更强的盈利能力。同时也有着最高的附加值，利润空间较大。在中国，包装和建筑占比合计占比47%，也接近50%。在建筑行业的占比达27%，位居第一。

图 21: 2016 全球胶粘剂下游市场分类


资料来源：BCC Research，信达证券研发中心

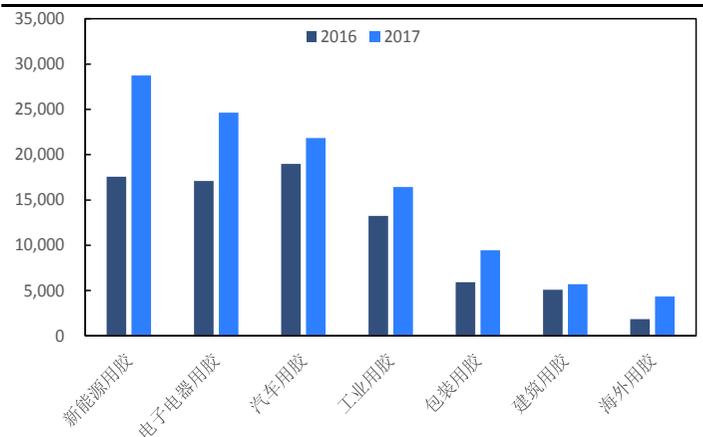
图 22: 2015 中国胶粘剂下游市场分类


资料来源：新材料在线，信达证券研发中心

突破巨头垄断，汽车用胶行业标杆

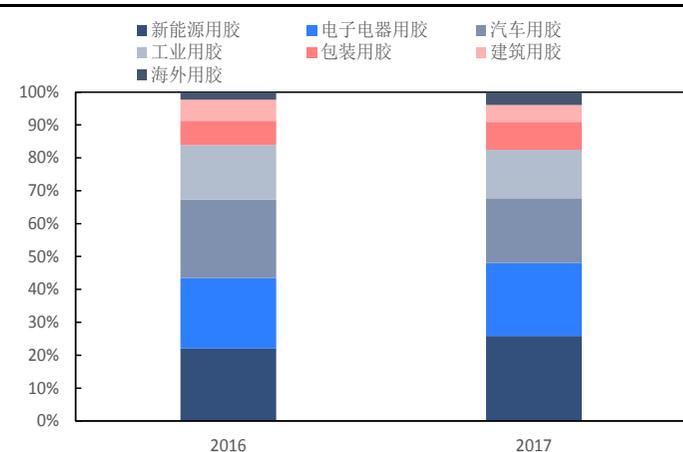
回天新材凭借技术优势，积极布局高端市场，从公司各细分市场的占比来看，新能源光伏及用胶市场、电子电器用胶市场和汽车用胶市场分别占据前三，而在整体市场中占据超过 50% 的包装用胶和建筑用胶等低端产品占公司胶粘剂营业收入的不足 15%。

图 23: 2016、2017 公司细分领域用胶营收 (万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 24: 2016、2017 公司细分领域用胶营收占比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司在汽车制造领域首先迎来突破，凭借优良的品质、更高的性价比和更好的服务，打败国外同类竞争企业，突破国外巨头在汽车制造领域的垄断。在世界第一大客车制造企业宇通客车的车窗玻璃密封用胶中，公司已经占据了 60% 的份额。成为行业标杆性事件。

汽车制造用胶有两大特点 1、用胶种类复杂、技术难度高；2、附加值、利润高，客户稳定。

由于可以提高驾乘的舒适性、降低车内噪音、减少震动、降低重量、降低能耗、简化工艺、提高产品质量，甚至达到焊接、铆接等方法所难以达到的效果，汽车用胶已经涉及到汽车制造的各个角落，包括涂装工艺、汽车内饰、装配、焊接等，我国每辆轿车的车用胶已经达到 20kg。汽车用胶主要包括

- 汽车车体用胶: 包括汽车车身用胶、汽车内饰用胶、汽车顶棚灯具用胶、汽车车体结构用密封胶、电焊密封胶
- 汽车运行系统用胶: 主要包括摩擦片和离合片的粘接，这类胶粘剂要求粘接强度高，耐热性好
- 汽车动力系统用胶: 主要包括螺栓和螺杆的紧固和密封，主要为各种类型的厌氧胶

表 5: 汽车用胶

制造工艺	细分工艺	胶粘剂	用量/kg
焊装工艺用胶	点焊胶	聚氯乙烯胶、丙烯酸酯胶	0.34
	折边胶	环氧树脂胶	0.23
	膨胀胶	合成橡胶或树脂添加发泡剂	0.76
涂装工艺用胶	焊缝密封胶	基材成分为 PVC 塑溶胶	0.69
	抗石击涂料	基材成分为 PVC 塑溶胶	7.57
	隔热阻尼胶板	基材成分为 PVC 塑溶胶	4.73
	指压胶	基材成分为 PVC 塑溶胶	0
装饰工艺用胶	内饰件胶	氯丁橡胶胶粘剂、丙烯酸酯压敏胶、 聚氨酯胶粘剂、丁基密封胶和胶带等	0.7
	挡风玻璃胶	单组分聚氨酯胶	1.14
	车身顶棚胶	氯丁胶	0.17
装配工艺用胶	发动机和底盘装配用胶	厌氧胶、硅酮密封胶	0.17
	滤芯胶	增粘树脂补强的 PVC 塑溶胶	1.43
	刹车片胶	改性酚醛树脂	0.21
	灯具胶	湿固化聚氨酯热熔胶	0.64
其他工艺及其他用胶	模具、协助准配、隔音隔热用胶等	聚氨酯、酚醛树脂、呋喃树脂等	1.22
合计			20

资料来源:《粘接》, 信达证券研究开发中心

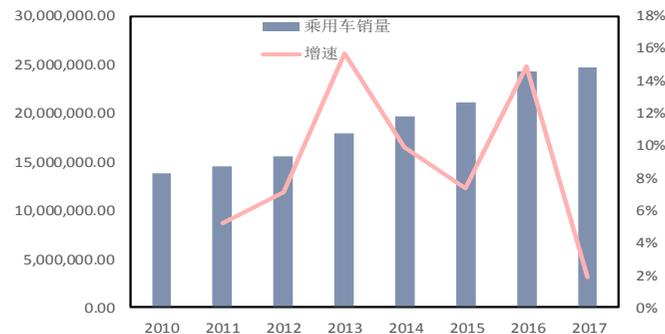
图 25: 汽车用胶



资料来源: 腾讯网, 信达证券研发中心

汽车用胶对于汽车的安全和性能有着至关重要的作用, 同时, 其在整体汽车制造中的成本占比很低, 因此一般的汽车制造企业通常倾向于采购固定厂家的产品, 这也导致了国外的胶粘剂生产厂商在汽车用胶市场中一直占据着绝对的霸主地位。而回天新材通过长达 4 年的认证, 首先拿下全球第一大客车品牌宇通客车, 从而通过这种示范效应, 继续扩大在汽车制造用胶领域的市场份额。

近年来随着我国经济的高速发展和国民消费水平的大幅提升, 客车销量保持稳定, 乘用车销量增长迅速。截止 2017 年, 我国乘用车销量已经达到 2474 万量, 是全球乘用车销量最大的国家。每年的新增购车需求叠加替换需求使得中国的汽车用胶市场具有巨大的市场空间。

图 26: 中国乘用车销量及增速 (辆, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 中国客车销量及增速 (辆, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

根据公司 2017 年年报, 在客车行业, 公司已成为国内前十大客车厂主要供应商, 宇通、中通、欧辉、金龙客车的客户供货份额进一步提升。在乘用车行业, 日产、神龙、海马、众泰等国产品牌加速推进, 稳定供货。同时公司与比亚迪客车、东风乘用车、长安、广本等客户的合作进展顺利, 公司预计今年迎来正式供货和销量快速增长。

高端项目井喷, 民族品牌彰显实力

除了在汽车用胶领域迎来突破以外, 作为目前国内胶粘剂行业产品最全、技术最先进、覆盖范围最广的企业之一, 公司也在其他高端项目中频传捷报, 体现了公司国内领先、国际先进的技术实力。在百亿新兴产业市场中的提前布局, 将成为公司又一新的增长点。

在轨道交通领域, 公司已在中车集团六大主机厂中取得五家主机厂的合格供应商资质, 多款主推产品陆续完成技术交流、现场测试、产品定型等工作, 初步形成轨道交通系列产品线和系统解决方案, 四家主机厂实现批量供货, 不断替代进口;

在高端建筑领域, 持续供货雄安新区等诸多地标项目, 中标武汉绿地中心 636 项目, 该项目为 600 米+的中国第一高楼项目, 建筑用胶的技术要求极高;

在桥梁建设领域, 公司也与港珠澳大桥桥梁建设单位达成战略合作, 共同开发桥梁铺设、养护用胶, 成为国内唯一中标企业, 同时中标芜湖长江二桥桥梁用胶;

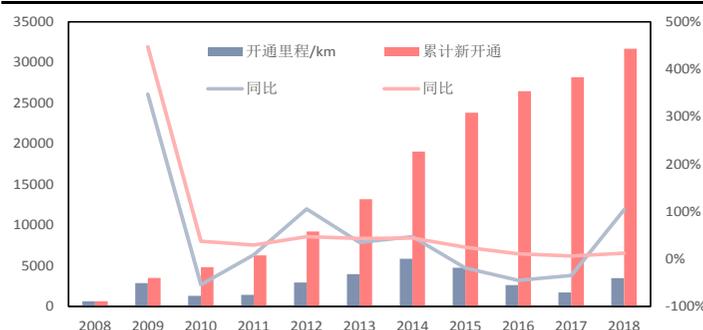
在新能源领域, 公司光伏硅胶稳居国内光伏行业首位。

图 28: 公司高端项目成果


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司目前已成立四大战略项目, 进一步增强在这些高端、新兴产业的实力。公司启动了新能源电池用胶、PUR 热熔胶、轨道交通用胶、装配式建筑用胶四大战略项目。新兴产业领域市场空间巨大。

从 2008 年我国开始建设高铁以来, 我国高铁里程数持续增长。截止 2017 年, 我国累计开通高铁里程达到 2.8 万公里, 运营高铁达到 2.2 万公里, 运营的高铁占全世界高铁运营量的 65%。2018 年, 我国预计开通高铁将达到 3500 公里, 同比增长 103%, 高铁用胶市场空间巨大。

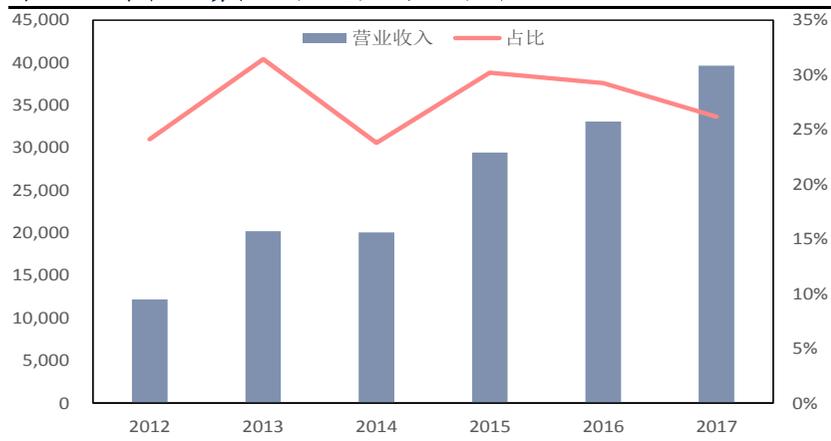
图 29：全国高铁新开通里程数和累计开通里程数


资料来源：e 车轨道交通资讯，信达证券研发中心

目前，公司新能源电池用胶项目已经形成多款可供市场销售产品，成立专门项目组运作，正处于积极的市场开拓阶段。PUR 热熔胶项目，已在湖北基地建成自动化生产线，预计 2018 年全面量产供货；轨道交通用胶，与中车集团专门合资成立了湖北南北车新材料有限公司，2017 年已形成超千万元的销售收入；装配式建筑用胶是公司雄安新区战略重点配套项目，已实现多个装配式建筑工程案例供货。

光伏背板：双轮驱动带来新增长

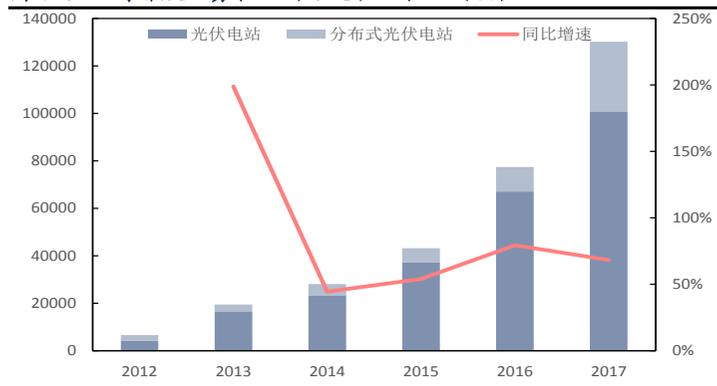
光伏背板，是太阳能电池的重要组件，位于太阳能电池板的背面，在户外环境下保护太阳能电池组件不受水汽侵蚀，阻碍氧气防止组件内部氧化，具有可靠的绝缘性、阻水性、耐老化性、耐高低温、耐腐蚀性。公司凭借在新材料领域的技术优势，顺应国内新能源发展的趋势，积极拓展光伏背板业务，2017 年，公司非胶类产品的收入达到 3.96 亿元，占整体营业收入的比例 26.1%，其中，光伏背板增长迅速，成为公司营收的重要组成部分。

图 30: 公司非胶业务收入 (万元) 及占比 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

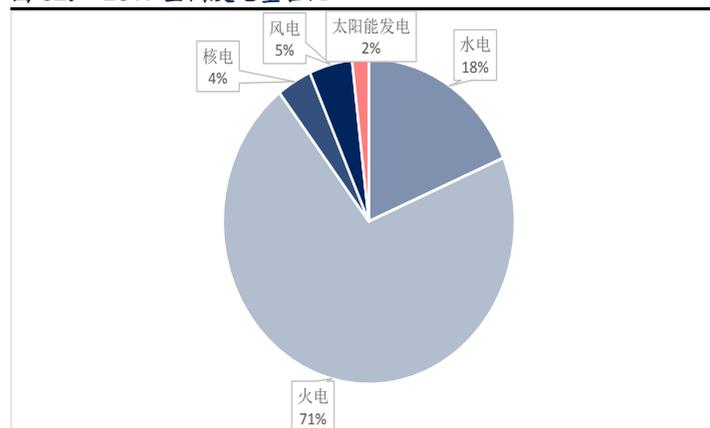
光伏发电高速增长, 背板需求稳定

中国光伏产业经历了 2011 年的行业低谷后, 迎来高速发展。根据国家发改委统计数据, 2017 年, 全国光伏发电并网总量达到 130GW(其中, 光伏电站 100.59GW, 分布式 29.66GW), 同比增长 68.24%, 2012 年到 2017 年, 年复合增长率达到 100.87%。

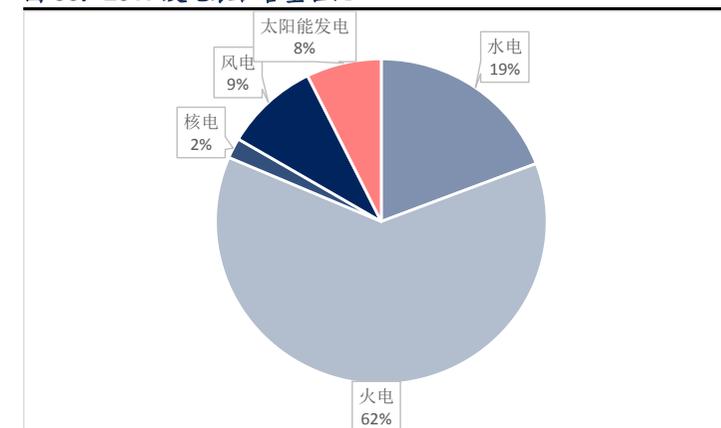
图 31: 公司非胶业务收入 (万元) 及占比 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

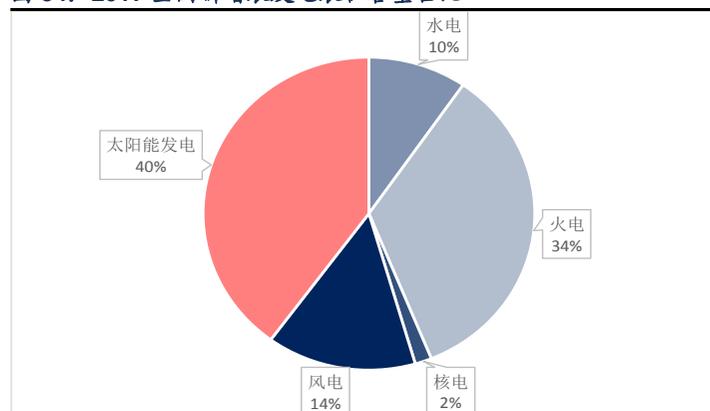
根据中国电力企业联合会的数据, 2017 年, 太阳能发电占整体发电量的比例仅为 2%, 仍有较大的增长空间。从光伏发电在我国电力生产结构中的占比仍然较低, 增长潜力巨大。从发电装机容量来看, 太阳能发电装机容量已经占到了整体装机容量的 8%, 而在新增发电装机容量中, 太阳能发电占比达到了 40%, 高于其他所有类型的发电方式。

图 32: 2017 全国发电量占比


资料来源: 中国电力企业联合会, 信达证券研发中心

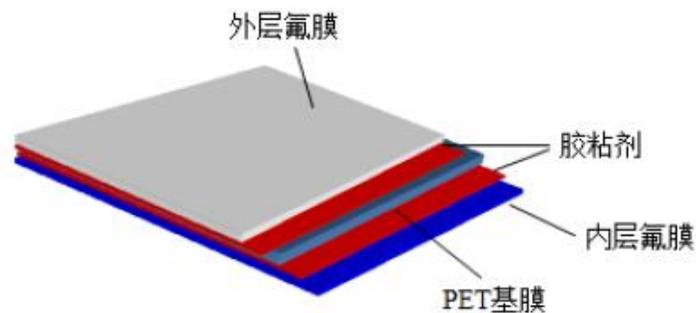
图 33: 2017 发电装机容量占比


资料来源: 中国电力企业联合会, 信达证券研发中心

图 34: 2017 全国新增装发电装机容量占比


资料来源: 中国电力企业联合会, 信达证券研发中心

光伏背板是保护光伏组件在户外使用寿命的关键性封装材料。目前主流的太阳能光伏背板具有三层结构，外层保护层氟膜材料用于抵抗环境侵蚀，中间层 PET 聚酯薄膜用于绝缘，内层氟膜材料和 EVA 胶用于粘接。每一层之间再通过胶粘剂粘连。

图 35: 光伏背板结构


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

光伏背板的需求, 可以通过光伏组件的产量进行测算。太阳能电池组件转换效率约 16%、1GW 太阳能电池组件大约需要 700 万平方米背板, 2017 年, 全球新增光伏装机容量约为 80GW, 则对应 5.7 亿平方米的光伏背板需求量。而从国内的背板需求量来看, 2017 年, 我国光伏背板的需求量约为 4.3 亿平方米, 而以光伏组件在 2020 年达到 100GW 来测算, 2020 年, 我国的光伏背板需求量预计达到 5 亿平方米。

表 6: 2015-2020 光伏背板需求

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
组件转换率	16.5%	16.9%	17.5%	18.2%	18.9%	19.6%
单位面积功率 (W)	165	169	175	182	189	196
单位功率需求量 (m ²)	6.48	6.33	6.08	5.86	5.64	5.43
中国光伏组件产量 (GW)	45.8	53	76	82	90	100
晶硅组件占比	94%	94.8%	94%	93%	92%	92%
中国晶硅组件产量 (GW)	43.05	50.24	71.44	76.26	82.8	92
背板总需求量 (万 m ²)	27896	31802	43436	44688	46699	49956

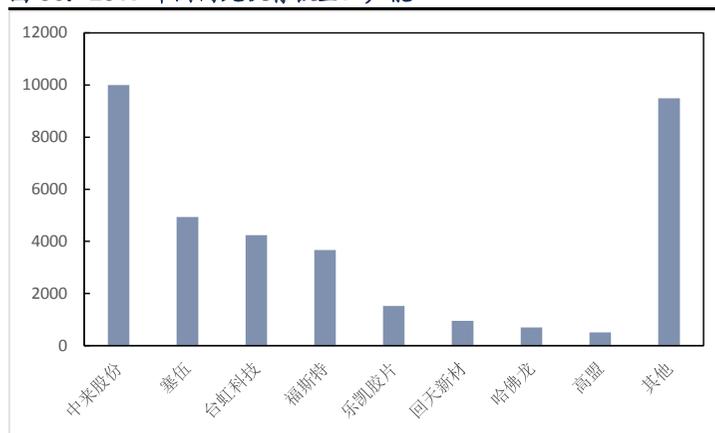
数据来源: Ofweek 产业研究, 信达证券研究开发中心整理

国产替代加速, 龙头产品供不应求

近年来, 随着光伏产业的发展和国内的技术革新, 国内企业凭借更高的性价比和可靠的品质逐渐占领被国外企业占领的市场,

国产率不断提高。国产光伏背板企业产能扩张迅速。行业集中度进一步提高。

图 36：2017 年国内光伏背板企业产能



资料来源：Ofweek 产业研究，信达证券研发中心

随着光伏背板市场的迅速成长，龙头企业生产的产品更是供不应求，产能利用率均维持在 100%左右。2017 年，公司光伏背板产能 1000 万平米，产量达到 1567 万平米，产能利用率达到 156.7%。

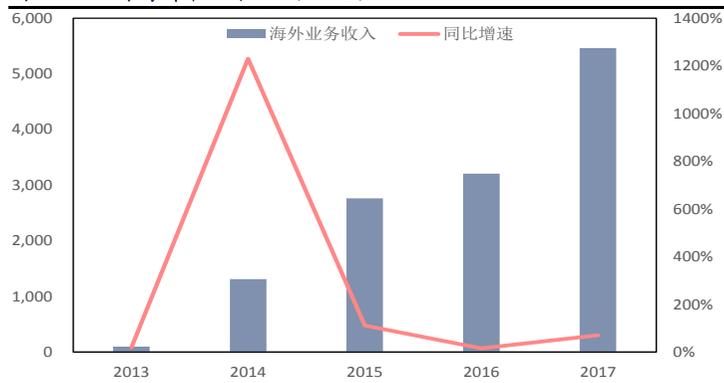
表 7：龙头企业光伏背板产能利用率

	产能 (万平米)	产量 (万平米)	销量 (万平米)	产能利用率
回天新材	1000	1567	1637	156.70%
中来股份	10000	10634	10119	106.34%
福斯特	3800	3650	3735	96.05%
乐凯胶片	1450	2786	3347	192.14%

数据来源：Ofweek 产业研究，信达证券研究开发中心整理

根据公司年报数据，2018 年，公司 2018 年光伏背板产能将扩张 50%，预计将带来公司光伏背板业务的稳定增长。

公司近年来海外业务收入也迎来突破，2017 年，公司来自海外的收入达到 5462 万元，同比增长 70.32%。自 2014 年公司产品出口突破 1000 万以来，公司的海外业务持续保持高速增长。

图 37: 公司海外营业收入 (万元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

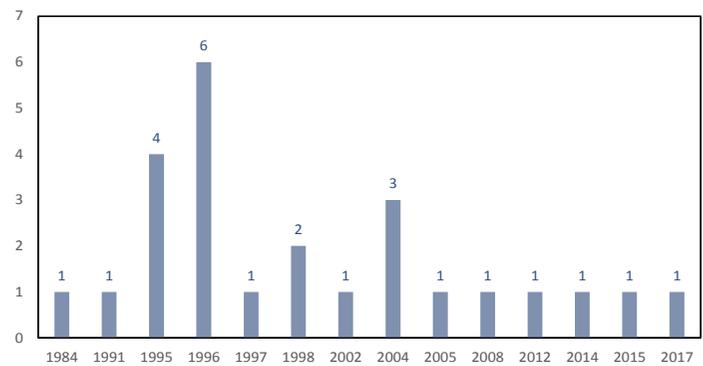
同时, 公司响应国家“一带一路”战略, 已在越南建立了新的产业基地, 大力推广光伏硅胶、背板、电子胶、包装胶等拳头产品。预计该市场将给公司带来亿元以上的新增营业额收入, 实现海外业务的跨越式发展。

对标汉高成长路径 并购或是回天重要的突围方向

由于胶粘剂行业细分下游领域众多, 一方面公司凭借自身实力研发出高质量的产品进入新兴领域, 一方面通过并购等手段掌握下游客户资源、获得优质产品也是必经之路。从全球胶粘剂龙头企业德国汉高的发展历程来看, 其在发展壮大过程中, 并购也在其发展成熟的过程中呈现加速趋势。

1997年, 汉高收购了乐泰 (Loctite) 公司的全部股份, 乐泰的加入, 使汉高一跃成为全球粘合剂市场的领导者, 也优化了公司在美国和全球的销售结构; 如今, 乐泰是汉高粘合剂技术业务部门销售额占比最大的品牌。2014年9月, 汉高与贝格斯 (Bergquist) 公司签订了收购协议, 贝格斯是为全球电子行业提供导热材料管理解决方案的私有供应商, 此次收购进一步巩固了汉高粘合剂技术在全球的领导者地位。2017年, 汉高成功收购全球泰力士包装技术和胜德集团, 进一步强化粘合剂技术业务, 极大补充了现有的技术组合。

汉高工业粘合剂/密封剂和民用粘合剂分别在1993年和1994年进入中国市场, 2004年汉高向上海轻工控股集团收购“熊猫”品牌。2005年, 汉高收购江苏中电华威电子股份有限公司。汉高在中国提供其全球知名的乐泰等品牌的同时, 也提供其合资收购的熊猫、汉港等产品, 体现了其既覆盖国际品牌高端市场也提供地方性物美价廉产品的品牌战略, 不断提高其市场占有率和竞争力。

图 38: 德国汉高胶粘剂业务并购数量


资料来源: 德国汉高公司官网, 信达证券研发中心

表 8: 汉高胶粘业务收购历史

年份	收购公司
1984	莫纳/阿当姆斯粘合剂有限公司
1991	泰罗松 (Teroson)
	LePage's Ltd
1995	鲁道夫·希伯博士化工厂有限两合公司
	佩里坎控股公司
	瑞士公司 Laesser
	加拿大粘合剂有限公司
	联合树脂产品公司
1996	Thiem 汽车分部
	佐治亚洲亚特兰大市的金属表面处理专业公司
	Novamax 技术有限公司
	N.B.Love 粘合剂公司
1997	乐泰公司 (Loctite Corporation)
1998	埃文 (Avon)
	曼科 (Manco)
2002	Solyplast S.A.
2004	Orbseal LLC

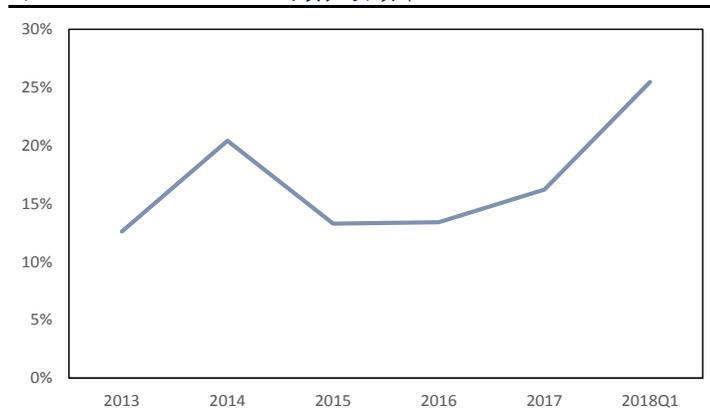
	Sovereign Specialty Chemicals
	上海轻工控股集团“熊猫”品牌
2005	江苏中电华威电子股份有限公司
2008	国民淀粉粘合剂及电子材料业务
2012	法国圣戈班集团的压敏型黏合剂业务
2014	贝格斯 (Bergquist) 公司
2015	诺特 (Novamelt) 公司
2017	全球泰力士包装技术和胜德集团

资料来源：德国汉高公司官网，信达证券研发中心

而从公司的资产结构来看，公司的资产负债率一直保持较低的水平，过去 5 年，公司平均资产负债率 15.19%，长期低于 20%。今年 1 季度由于新增一笔 1.65 亿元的短期借款，资产负债率有所上升，达到 25.46%，但仍处于较低水平。

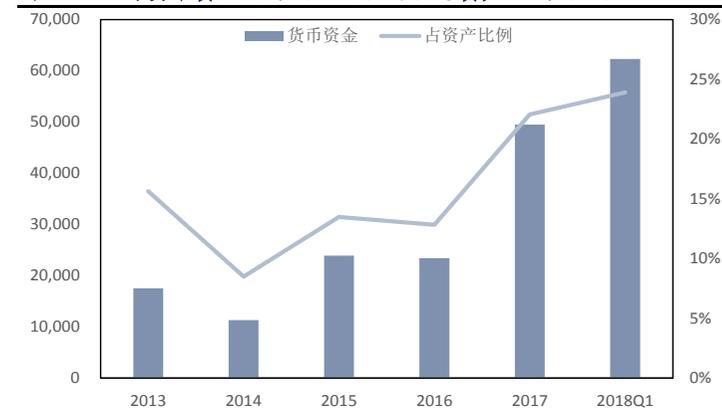
而从公司的资产结构来看，公司的货币资金储备充足，2018 年 1 季度，公司货币资金达到 6.23 亿，占总资产比例达到 23.91%。因此公司有充足的资金进行优良标的的并购。

图 39: 2013-2018Q1 公司资产负债率



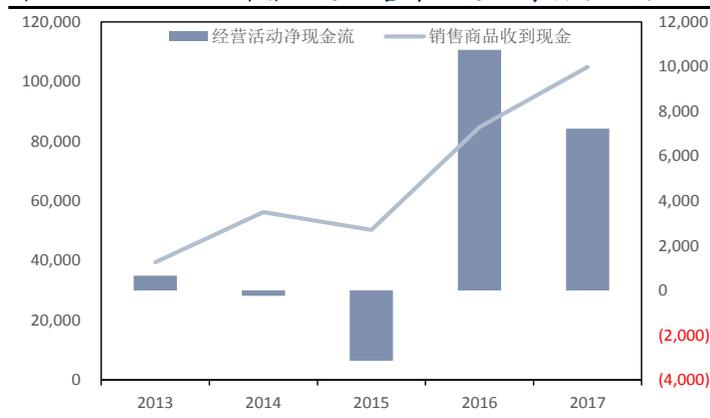
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 40: 公司货币资金储备 (万元) 与占总资产比例 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

同时，公司业务现金流状况良好，销售商品收到的现金随着营业收入稳步增长，经营活动净现金流也持续改善，近两年经营活动净现金流都在 1 亿元左右。

图 41：2013-2017 公司销经现金流售商品现金流净额（万元）


资料来源：彭博，信达证券研发中心

国内胶粘剂行业目前处于非常分散的状态，对于公司而言，凭借上市公司的资金优势选择拥有下游客户、拥有核心技术的企业进行并购，将会推动公司加速发展。

盈利预测、估值与投资评级

假设及盈利预测

根据公司的发展规划，我们将公司的业务分为胶类和非胶两大类。

胶类业务中，公司主要有三大类型胶，有机硅胶、聚氨酯胶和其他胶类，由于公司今年有机硅胶产能扩建近 3 万吨，同比增长 57%，同时下游客户包括电器、LED、汽车整车用胶、建筑用胶等多个领域需求旺盛。根据中国产业信息网预计，2017 年我国 LED 产业规模增速达到 30%。根据国家统计局数据，2018 年 4 月中国房地产开发投资完成额投资额累计同比增长 10.4%。同时根据公司预测，今年整车市场将迎来大规模供货。我们预测公司 2018 年有机硅胶营收同比增幅 56.31%，而其他胶类产品中，由于高端需求增长，我们预计其他胶类产品同比增长 38.72%。聚氨酯胶我们预计 2018 年同比增长 31.56%。三种胶的毛利方面，我们认为一方面上游涨价目前有企稳的趋势，另一方面，随着高端产品的增加，高毛利产品占比升高，2018 年，我们预测有机硅胶的毛利率会与上年持平，维持 27.41%，聚氨酯胶原料涨价较少，毛利维持 27.24%，其他胶类产品毛利略有下滑，为 45%。

在非胶类业务中，主要为光伏背板。2018 年，公司光伏背板产能扩建 50%，受到光伏政策补贴减少的影响，我们预计 2018 年公司光伏背板业务增速将有较大下滑，销量为 1800 万平米，同比增长 3.7%，同时，随着光伏背板产能释放，光伏背板价格略有下降，均价 14.5 元/平，因此我们预计 2018 年光伏背板收入将达到 2.61 亿元。非胶类产品中的其他产品，主要为汽修

相关的副产品，我们预计将保持平稳增长，根据 2017 年 22.73% 的同比增速，我们保守估计未来三年同比增速 10%。

其他期间费用率等项目，我们预计公司将整体保持平稳。

表 9：回天新材未来三年营业收入预测

年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
胶类产品					
有机硅胶					
收入(万元)	52,886.45	76,407.79	119,434.7	163,648.6	205,004.4
增长率 (%)	16.41%	44.48%	56.31%	37.02%	25.27%
成本 (万元)	34,593.62	55,460.88	86,692.12	116,190.48	143,503.11
毛利率(%)	34.59%	27.41%	27.41%	29.00%	30.00%
聚氨酯胶					
收入(万元)	15,339.10	21,140.90	27,813.6	32,729.7	41,000.9
增长率 (%)	12.64%	37.82%	31.56%	17.68%	25.27%
成本 (万元)	9,685.94	15,382.61	20,237.79	23,565.39	29,110.63
毛利率(%)	36.85%	27.24%	27.24%	28.00%	29.00%
其他胶类产品					
收入(万元)	10,099.36	11,794.39	16,360.9	21,819.8	27,333.9
增长率 (%)	23.29%	16.78%	38.72%	33.37%	25.27%
成本 (万元)	5,131.19	6,414.58	8,998.50	12,000.89	15,033.66
毛利率(%)	49.19%	45.61%	45.00%	45.00%	45.00%
非胶类产品					
其他非胶类产品					
收入(万元)	11,797.28	14,479.27	15,927.20	17,519.92	19,271.91
增长率 (%)	-28.70%	22.73%	10.00%	10.00%	10.00%
成本 (万元)	9,098.21	12,769.08	12,677.80	14,302.58	16,022.87
毛利率(%)	22.88%	11.81%	20.40%	18.36%	16.86%
太阳能电池背膜					
收入(万元)	21,285.32	25,168.44	26100	26600	27300
增长率 (%)	65.12%	18.24%	3.70%	1.92%	2.63%
成本 (万元)	15,331.24	19,381.43	20880	21812	22659

毛利率(%)	27.97%	22.99%	20.00%	18.00%	17.00%
其他业务					
收入(万元)	1,752.10	2,535.01	3,042.01	3,650.41	4,380.50
增长率(%)	107.45%	44.68%	20.00%	20.00%	20.00%
成本(万元)	1,310.29	814.01	2,129.41	2,555.29	3,066.35
毛利率(%)	25.22%	67.89%	30.00%	30.00%	30.00%
汇总					
收入(万元)	113,159.61	151,525.80	208,678.39	265,968.42	324,291.67
增长率(%)	16.04%	33.90%	37.72%	27.45%	21.93%
成本(万元)	75,150.49	110,222.59	151,615.62	190,426.65	229,395.63
毛利率(%)	33.59%	27.26%	27.34%	28.40%	29.26%

资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心预测

综上, 我们预计公司 2018-2020 年将实现营业收入 20.87 亿元、26.60 亿元、32.43 亿元, 分别同比增长 37.72%、27.45%、21.93%; 实现归属于母公司的净利润 1.39 亿元、1.96 亿元、2.57 亿元, 分别同比增长 25.74%、41.58%、30.92%; 实现摊薄每股收益 0.33 元、0.46 元、0.6 元。

估值与投资评级

我们采用相对估值方法对回天新材进行估值。

表 10: 可比上市公司相对估值情况

代码	公司名称	股价	市值(亿)	EPS				PE			PB
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	
平均								72	37	30	4
300200	高盟新材	9.18	24	0.17	0.43	0.64	0.73	55	22	14	1.6
002669	康达新材	22.82	55	0.19	0.50	0.59	0.00	120	46	39	3.4
300019	硅宝科技	7.71	26	0.16	0.20	0.23		49	39*	34*	3.4
002909	集泰股份	13.89	23	0.38	0.31	0.43	0.58	37	44	33	4.8
002211	宏达新材	5.43	23	0.05				115			3.0
300619	金银河	34.00	25	0.64				53			6.1
300041	回天新材	10.28	44	0.26	0.33*	0.46*	0.60*	40	32*	22*	2.3

资料来源: 标*为信达证券研发中心预测, 其他引用 Wind 一致预期。注: 股价为 2018/6/4 日收盘价

从可比公司未来三年的市盈率估值来看,回天新材当前的估值水平最低,同时,从 2018 年的预测来看,回天新材的估值也低于行业平均水平,回天新材的胶粘剂业务是国内同行中业务规模最大、增速也最为稳定的,同行业的高盟新材高增速主要来自于收购武汉华森带来的外延式增长。公司作为胶粘剂行业的龙头,我们给予公司 2019 年 35 倍市盈率,按照公司 2019 年每股收益 0.46 元/股计算,公司每股价值约为 16.1 元。

盈利预测与投资评级:我们预计公司 2018-2020 年的 EPS (摊薄)分别为 0.33、0.46 和 0.6 元,对应动态市盈率(股价 10.28 元)分别为 32、22 和 17 倍,首次覆盖给予公司“买入”投资评级。

风险因素

1、新进入领域验证周期过长,实际销售不及预期;

公司的产品要进入新的车企、高铁等新兴领域,除了要通过技术认证,还要通过企业自身的验证。每个企业的验证周期存在长短不一的问题,存在一定的不确定性。

2、行业竞争加剧导致产品价格下降

公司在国产替代化的过程中,要与国外巨头比拼技术、服务和价格,随着公司在越来越多的领域与这些巨头企业形成直接竞争关系,产品价格存在下降的可能性

3、光伏发电增长不及预期。

当前,我国光伏发电受国家政策影响较大,目前发展趋势良好,但不排除未来光伏发电政策不及预期导致产业发展受阻。

4、原材料价格持续上涨带来的成本压力

公司的生产成本中,原材料成本占比较高,如果原材料价格持续上涨,将会给公司成本端带来压力。

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	974.67	1,419.65	1,632.75	1,945.12	2,317.87
货币资金	234.23	494.79	368.30	347.21	381.89
应收票据	94.00	142.87	196.76	250.78	305.78
应收账款	381.51	473.07	651.50	830.36	1,012.44
预付账款	41.66	41.25	56.74	71.27	85.85
存货	196.61	244.39	336.16	422.21	508.62
其他	26.66	23.28	23.28	23.28	23.28
非流动资产	851.55	824.02	822.14	820.21	819.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	608.77	568.29	566.89	577.38	577.03
无形资产	173.92	168.12	163.66	159.19	154.73
其他	68.86	87.61	91.59	83.63	87.80
资产总计	1,826.22	2,243.66	2,454.89	2,765.33	3,137.43
流动负债	220.31	344.18	628.88	741.97	855.71
短期借款	0.00	0.00	165.00	165.00	165.00
应付账款	157.78	145.60	200.29	251.56	303.03
其他	62.53	198.58	263.59	325.42	387.68
非流动负债	24.51	19.77	19.77	19.77	19.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.51	19.77	19.77	19.77	19.77
负债合计	244.82	363.95	648.65	761.74	875.48
少数股东权益	5.33	3.84	4.45	5.31	6.44
归属母公司股东权益	1,576.07	1,875.87	1,801.79	1,998.27	2,255.51
负债和股东权益	1826.22	2243.66	2454.89	2765.33	3137.43

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,131.60	1,515.26	2,086.78	2,659.68	3,242.92
同比(%)	16.04%	33.90%	37.72%	27.45%	21.93%
归属母公司净利润	97.04	110.37	138.78	196.48	257.24
同比(%)	15.73%	13.74%	25.74%	41.58%	30.92%
毛利率(%)	33.59%	27.26%	27.34%	28.40%	29.26%
ROE(%)	6.29%	6.39%	7.55%	10.34%	12.09%
EPS(摊薄,元)	0.23	0.26	0.33	0.46	0.60
P/E	45	40	32	22	17
P/B	2.78	2.33	2.43	2.19	1.94
EV/EBITDA	23.32	22.84	19.97	15.14	12.06

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,131.60	1,515.26	2,086.78	2,659.68	3,242.92
营业成本	751.50	1,102.23	1,516.16	1,904.27	2,293.96
营业税金及附加	10.75	13.36	18.40	23.45	28.60
营业费用	126.29	125.83	173.29	220.87	269.30
管理费用	140.09	160.94	221.64	282.48	344.43
财务费用	-1.72	0.98	-2.44	-1.31	-1.07
资产减值损失	7.18	11.38	12.29	14.40	20.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.12	0.00	0.04	0.05	0.03
营业利润	97.62	131.11	147.48	215.57	287.68
营业外收入	20.36	1.53	19.80	19.80	19.80
营业外支出	2.23	4.07	3.31	3.20	3.53
利润总额	115.75	128.56	163.98	232.17	303.96
所得税	19.24	17.71	24.60	34.83	45.59
净利润	96.51	110.85	139.38	197.34	258.36
少数股东损益	-0.53	0.48	0.61	0.86	1.13
归属母公司净利润	97.04	110.37	138.78	196.48	257.24
EBITDA	176.65	191.61	227.37	300.05	376.68
每股收益	0.24	0.26	0.33	0.46	0.60

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	107.53	72.25	-17.55	44.62	106.06
净利润	96.51	110.85	139.38	197.34	258.36
折旧摊销	59.96	63.05	63.39	67.88	72.72
财务费用	0.94	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.12	0.00	-0.04	-0.05	-0.03
营运资金变动	-58.41	-116.88	-232.18	-234.76	-244.37
其它	8.64	15.22	11.90	14.22	19.38
投资活动现金流	-37.68	-35.82	-61.08	-65.71	-71.38
资本支出	-30.30	-35.76	-61.12	-65.76	-71.41
长期投资	0.12	0.00	0.04	0.05	0.03
其他	-7.50	-0.06	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-60.10	188.63	-47.86	0.00	0.00
吸收投资	2.16	247.64	0.00	0.00	0.00
借款	-40.00	0.00	165.00	0.00	0.00
支付利息或股息	31.00	60.12	212.86	0.00	0.00
现金净增加额	9.74	225.06	-126.49	-21.08	34.68

研究团队简介

单丹，分析师，2014年初至今从事中小企业研究（消费方向），曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，10年行业经验。

胡申，分析师，经济硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，先后从事农林牧渔、食品行业研究；目前从事中小企业研究（消费方向）。

钟惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，目前从事中小企业研究（消费方向）。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。