

# 回天新材 (300041)

## 国内胶粘剂龙头有望进入发展快车道

### 国内领先的胶粘剂龙头

公司专业从事胶粘剂和新材料研发、生产和销售，经过多年布局，在沪、粤、苏、鄂四地分别建有产业基地和研发中心，发展成为国内工程胶粘剂行业品种最为丰富，收入体量较大的龙头企业。目前公司主要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。

### 行业持续增长提供成长沃土

据 BCC Research 数据，2016 年全球胶粘剂和施胶设备市场分别达到 406 亿和 143 亿美元，总规模达 549 亿美元。BBC Research 预计到 2022 年，胶粘剂和施胶设备市场总规模将达到 745 亿美元，其中胶粘剂市场将达 552 亿美元，胶粘剂 2017-2022 年复合增速约 5.2%，仍处于较快增长的阶段。目前中国已成为世界胶粘剂生产和消费大国，约占全球市场 1/3，亚太市场 2/3。2017 年，中国胶粘剂销量达到了 796.2 万吨，相比 2009 年接近翻倍增长，销售额达到 987.8 亿元，同比增长近 10%。背靠国内胶粘剂大市场，叠加需求蓬勃发展，国内胶粘剂公司拥有持续成长的沃土。

### 回天有望进入发展快车道

原材料价格回落，盈利能力大幅回升。由于公司主要原材料 107 胶和纯 MDI 价格周期波动，加上无法充分传导原材料价格的上涨，公司有机硅胶和聚氨酯胶的毛利率从 2016 年下半年开始持续下滑，一直下滑至 2018 年的 25% 左右。随着 107 胶和纯 MDI 价格回落，公司综合毛利率重回上行通道，2019Q1 同比提高 6.2PCT 至 32.4%，2019Q2 继续小幅提升，盈利能力持续回升中，业绩弹性大。

中美、日韩贸易摩擦下进口替代有望加速。华为被断供、日本对韩国关键半导体材料断供，给国内通讯行业、半导体行业等领域的龙头敲响了警钟。关键材料的国产化已经刻不容缓，直接关系到企业兴亡。此大背景下，像回天这样产品丰富，具备各种解决方案的综合胶粘剂龙头会更容易获得下游的青睐，高端领域的进口替代有望加速，回天也有望借此进入发展快车道。

**盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年归属于母公司股东的净利润为 1.8/2.2/2.7 亿元，现价对应 PE 分别为 21.9/17.4/14.5 倍，由于公司盈利进入上行通道，我们给予公司目标价 11.50 元（可比公司 2019 年 PE 均值为 27.4 倍），首次覆盖，给予“增持评级”。

**风险提示：**下游客户拓展不达预期风险，下游需求低迷的风险，原材料价格上涨风险，产品价格大幅下滑的风险

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	9.19 元
目标价格	11.50 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	425.71
流通 A 股股本(百万股)	305.97
A 股总市值(百万元)	3,912.30
流通 A 股市值(百万元)	2,811.85
每股净资产(元)	4.05
资产负债率(%)	28.25
一年内最高/最低(元)	10.29/6.05

### 作者

<b>陈宏亮</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517100001	
chenhongliang@tfzq.com	
<b>李辉</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040001	
hulili@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,515.26	1,739.67	1,712.55	1,962.53	2,250.69
增长率(%)	33.90	14.81	(1.56)	14.60	14.68
EBITDA(百万元)	230.39	234.48	243.60	302.37	371.42
净利润(百万元)	110.37	118.76	178.89	224.75	270.11
增长率(%)	13.74	7.61	50.62	25.64	20.19
EPS(元/股)	0.26	0.28	0.42	0.53	0.63
市盈率(P/E)	35.45	32.94	21.87	17.41	14.48
市净率(P/B)	2.09	2.22	2.09	1.97	1.85
市销率(P/S)	2.58	2.25	2.28	1.99	1.74
EV/EBITDA	16.10	10.90	14.11	11.25	9.08

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 国内领先的胶粘剂龙头.....	4
1.1. 回天新材发展概述.....	4
1.2. 胶粘剂下游应用广泛.....	5
1.3. 有机硅胶和聚氨酯胶是公司营收和利润主要来源.....	6
2. 行业持续增长提供成长沃土.....	8
2.1. 全球胶粘剂市场持续增长.....	8
2.2. 中国是亚太最大的胶粘剂市场.....	8
2.3. 回天在国内胶粘剂行业领先.....	9
2.3.1. 回天具备竞争优势.....	9
2.3.2. 回天高端领域实现突破.....	10
3. 回天有望进入发展快车道.....	12
3.1. 原材料价格回落，盈利能力大幅回升.....	12
3.2. 中美、日韩贸易摩擦下进口替代有望加速.....	13
4. 盈利预测及投资建议.....	13
5. 风险提示.....	15

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构及主要子公司.....	4
图 3：胶粘剂分类及应用领域.....	5
图 4：工程胶粘剂产业链图.....	6
图 5：公司营业收入持续增长.....	7
图 6：公司历年归母净利润情况.....	7
图 7：公司的营收和毛利的分布情况（2018）.....	7
图 8：公司历年产品毛利率情况（%）.....	7
图 9：公司工程胶粘剂及化学品销量持续增长.....	7
图 10：太阳能背膜销量情况.....	7
图 11：全球胶粘剂和施胶设备市场规模（亿美元）.....	8
图 12：全球胶粘剂市场结构分布（2017）.....	8
图 13：中国胶粘剂销量持续增长.....	8
图 14：中国胶粘剂销售额持续增长.....	8
图 15：中国胶粘剂下游需求结构.....	9
图 16：胶粘剂行业竞争格局.....	9
图 17：5 家上市公司胶粘剂业务收入比较（百万元）.....	10
图 18：5 家上市公司胶粘剂业务毛利率比较.....	10
图 19：公司客车及乘用车装配解决方案.....	11

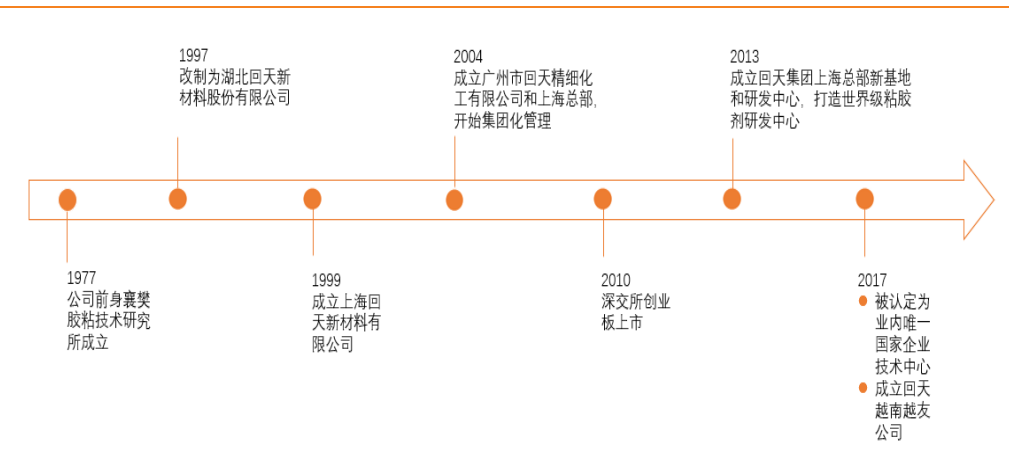
图 20: 107 胶 (新安化工) 历史价格 (元/吨) .....	12
图 21: 纯 MDI (华东主流) 历史价格 (元/吨) .....	12
图 22: 聚硅氧烷年度出口数据 (万吨) .....	12
图 23: 聚硅氧烷月度出口数据 .....	12
图 24: 公司有机硅胶、聚氨酯胶及综合毛利率情况 .....	13
图 25: 公司单季度毛利率及净利润率 (%) .....	13
表 1: 公司主要胶粘剂产品及应用领域 .....	5
表 2: 5 家上市公司主要胶粘剂产品及应用领域 .....	10
表 3: 轨道交通产品介绍 .....	11
表 4: 回天新材业务拆分 .....	14
表 5: 可比公司估值比较 .....	15

## 1. 国内领先的胶粘剂龙头

### 1.1. 回天新材发展概述

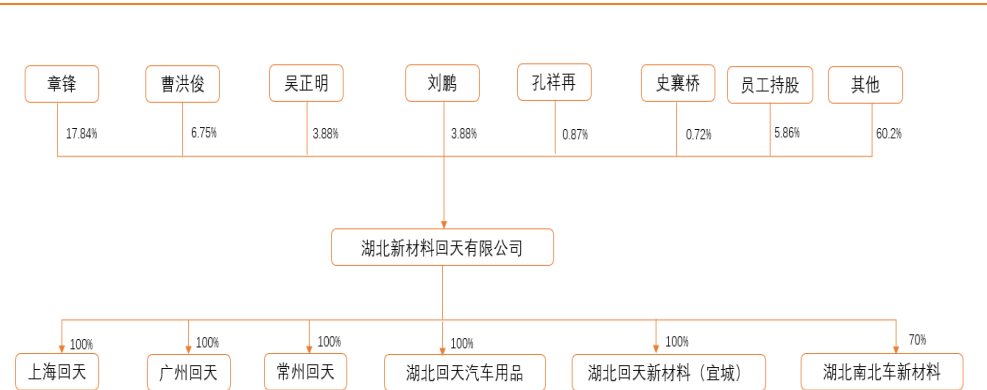
**胶粘剂行业龙头：**回天新材于 1977 年创立，前身为襄樊胶粘技术研究所，是国内第一批从事胶粘剂研发的科研单位，专业从事胶粘剂和新材料研发、生产和销售，经过多年积累和发展，公司已经成为国内领先的工程胶粘剂、汽车后市场化学品、光伏背膜供应商。目前公司产品涵盖高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶等工程胶粘剂及太阳能电池背膜，广泛应用于汽车制造及维修、电子电器、LED、轨道交通、新能源、工程机械、软包装、高端建筑等众多领域。此外，公司利用已有的汽车行业销售渠道兼营一部分非胶粘剂产品，主要为汽车制动液和其他汽车维修保养用化学品。经过多年布局，公司现在沪、粤、苏、鄂四地分别建有产业基地和研发中心，发展成为国内工程胶粘剂行业中品种最为丰富，收入体量较大的龙头企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：公司股权结构及主要子公司



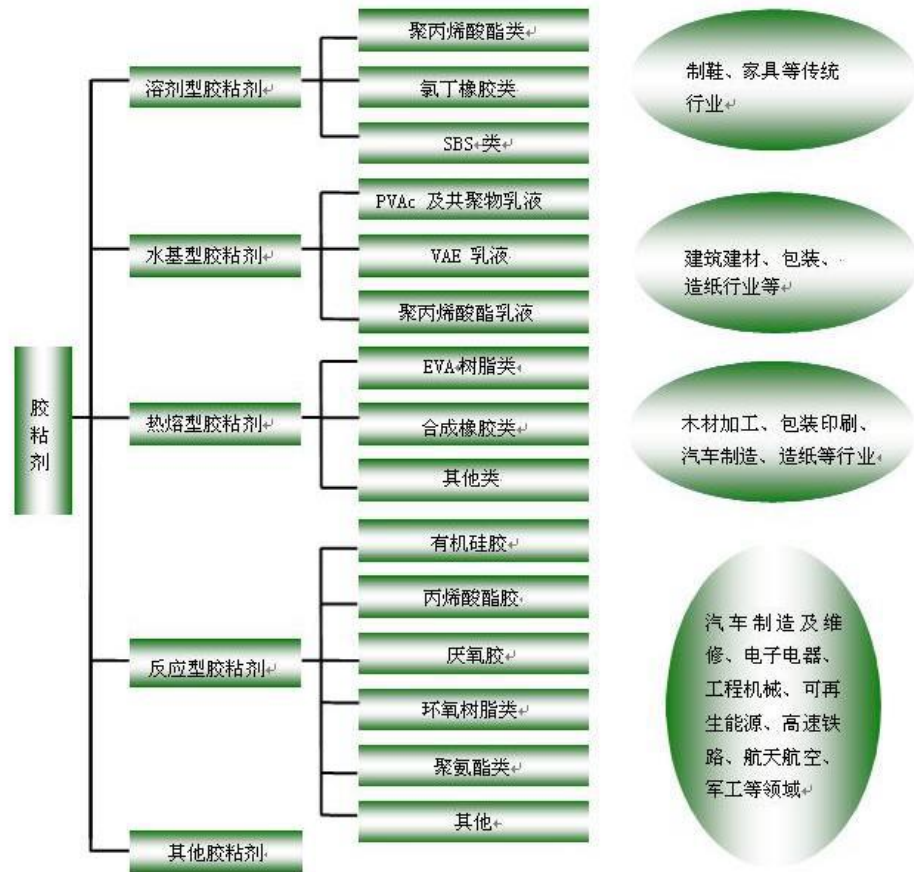
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司董事长章锋先生持有上市公司 17.84%，是公司实际控制人，同时章锋先生与吴正明等五人于 2017 年签署《一致行动协议》，因此合计持有上市公司约 27.45%。公司拥有六家主要子公司，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、湖北回天汽车用品有限公司、湖北回天新材料(宣城)有限公司和湖北南北车新材料有限公司。其中上海回天、广州回天、湖北回天新材料(宣城)和湖北南北车新材料的主营业务为胶粘剂，湖北回天汽车用品有限公司主要对汽车后市场业务进行展开，常州回天主要从事太阳能电池背膜的研发与生产。

## 1.2. 胶粘剂下游应用广泛

胶粘剂是指通过粘合作用，能使被粘物结合在一起的物质，种类繁多，应用广泛。根据化学成分及固化方式不同可分为溶剂型胶粘剂、水基型胶粘剂、热熔型胶粘剂、反应型胶粘剂等几大类。根据性能及应用领域的不同可分为普通胶粘剂和工程胶粘剂。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。工程胶粘剂是胶粘剂行业中的高新技术产品，包括高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、聚氨酯胶、环氧树脂胶等，被誉为不可或缺的“工业味精”。

图 3：胶粘剂分类及应用领域



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

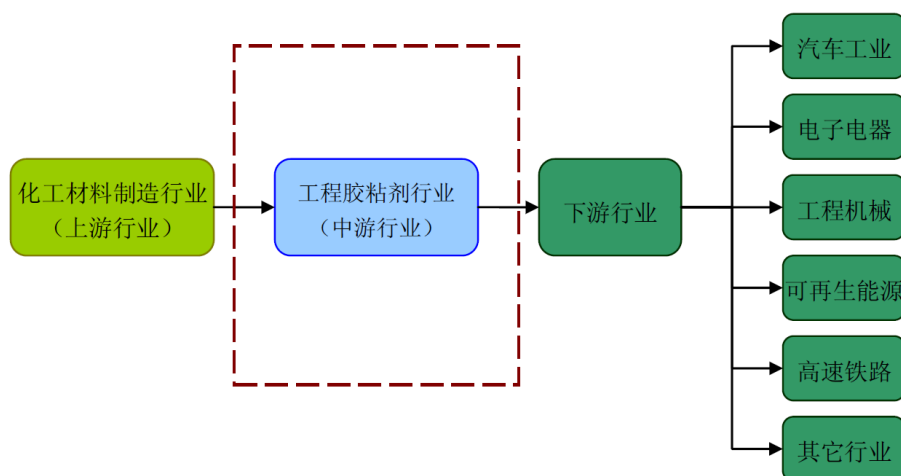
表 1：公司主要胶粘剂产品及应用领域

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厢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、压缩机、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。

资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 4：工程胶粘剂产业链图



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

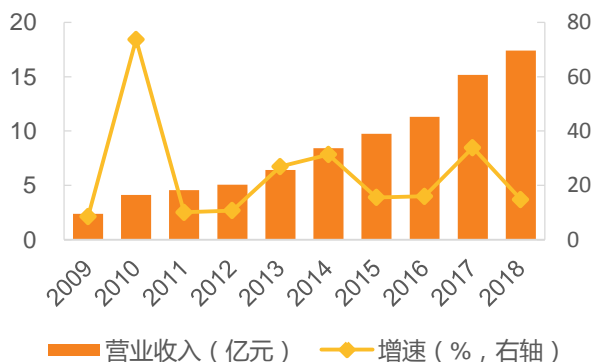
### 1.3. 有机硅胶和聚氨酯胶是公司营收和利润主要来源

公司凭借在技术、品质、客户服务及营销等方面的竞争优势，并依托下游产业和应用领域的持续增长，公司工程胶粘剂、太阳能背板及汽车维修保养用化学品业务得到了持续发展。2009-2018 年，公司营收从 2.4 亿元增长至 17.4 亿元，复合增速为 22.0%，保持了较快增长；归母净利润从 0.51 亿元增长至 1.19 亿元，复合增速为 8.8%。公司营收方面从 2009 年以来一直保持了较快的增长，但归母净利润复合增速低于营收复合增速，其中 2011 年和 2015 年业绩出现了一定下滑。2011 年业绩下滑主要是因为材料成本、人工成本、固定资

产折旧费用等的增加，以及部分产品售价下降，造成毛利率下降；2015 年业绩下滑主要是当年多条胶粘剂产线投产折旧增加致毛利率下降，且公司加强研发，加强市场推广，叠加短期贷款增多导致费用增加影响业绩。

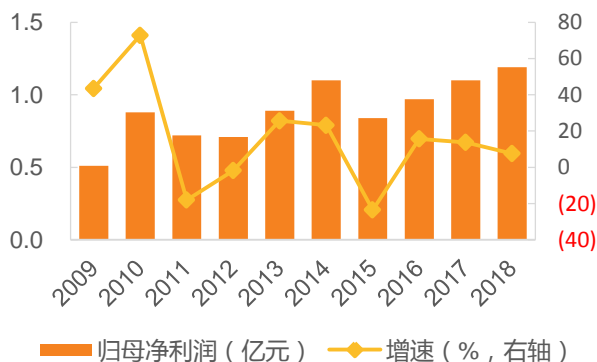
2018 年，公司胶粘剂是其营收和毛利的主要来源，其中有机硅胶和聚氨酯胶比重位居前两位，特别是有机硅胶占营收和毛利率的比重都超过 50%。因此有机硅胶和聚氨酯胶原材料及成品价格的波动对产品盈利影响较大。2015-2018 年，公司综合毛利率整体是一个下行趋势，这与原材料价格整体上行，且低毛利率非胶类产品占比增加也有关系。2019 年中报主要原材料价格下行使得营业成本下降，盈利能力大幅回升，综合毛利率提升 7.92PCT 至 32.94%。

图 5：公司营业收入持续增长



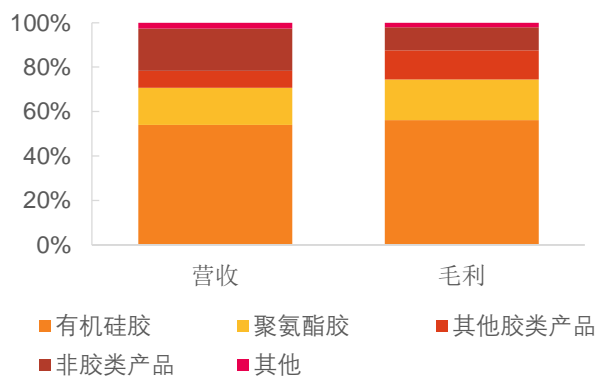
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 6：公司历年归母净利润情况



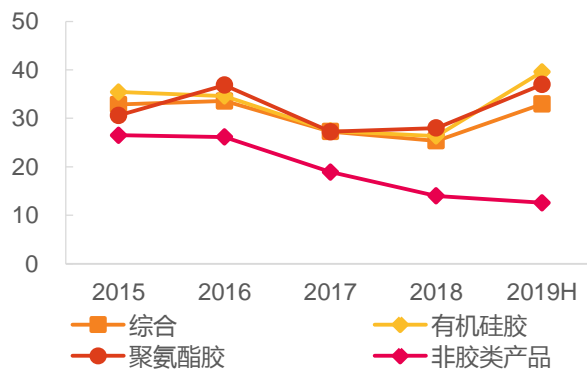
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 7：公司的营收和毛利的分布情况（2018）



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 8：公司历年产品毛利率情况（%）



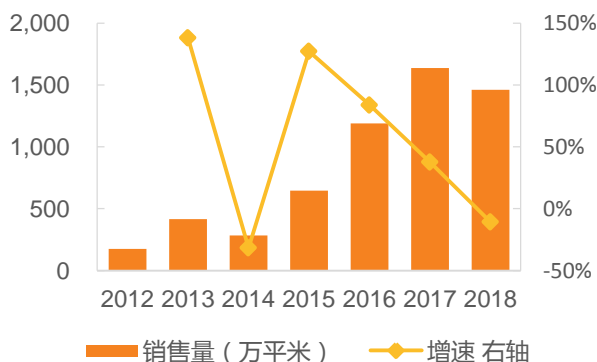
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 9：公司工程胶粘剂及化学品销量持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：太阳能背膜销量情况



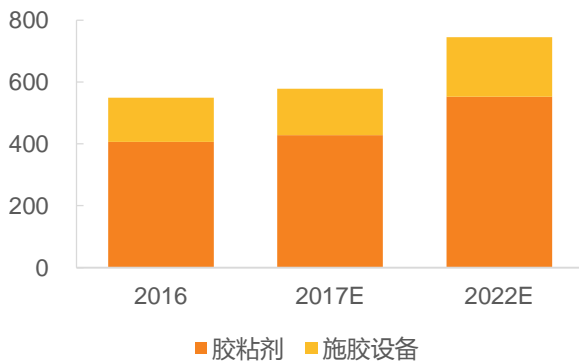
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 行业持续增长提供成长沃土

### 2.1. 全球胶粘剂市场持续增长

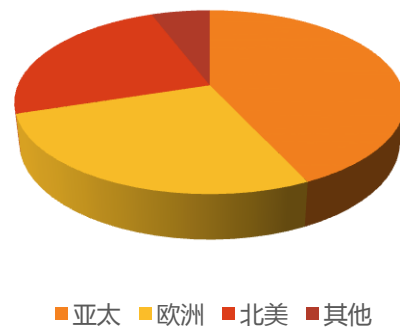
据 BCC Research 数据,2016 年全球胶粘剂和施胶设备市场分别达到 406 亿和 143 亿美元,总规模达 549 亿美元。BBC Research 预计到 2022 年,胶粘剂和施胶设备市场总规模将达到 745 亿美元,其中胶粘剂市场将达 552 亿美元,胶粘剂 2017-2022 年复合增速约 5.2%,仍处于较快增长的阶段。目前亚洲是全球最大的市场,受产业转移的影响,亚洲市场占比不断提升,在 2005 年时占比不到 30%,2017 年达到了 43.03%,领先于欧洲和北美。

图 11: 全球胶粘剂和施胶设备市场规模 (亿美元)



资料来源: BCC Research, 前瞻产业研究, 天风证券研究所

图 12: 全球胶粘剂市场结构分布 (2017)

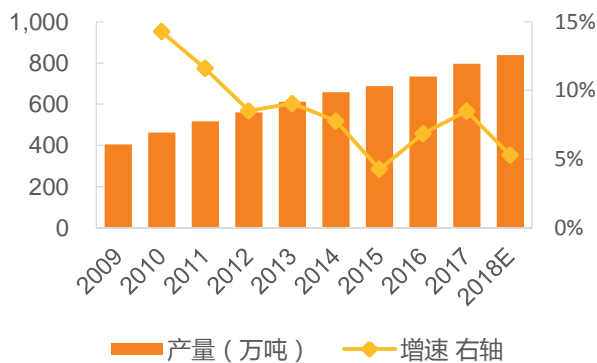


资料来源: 前瞻产业研究, 天风证券研究所

### 2.2. 中国是亚太最大的胶粘剂市场

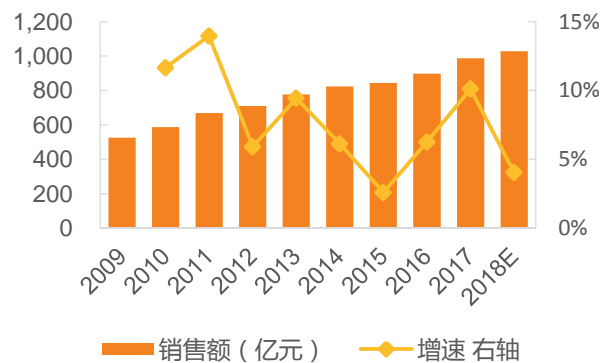
伴随着我国工业产值和工业产品需求的快速增长,全球胶粘剂企业的生产与消费中心逐渐向我国转移,我国胶粘剂行业的生产规模迅速扩大,国内企业研发和技术创新实力持续增强。目前中国已成为世界胶粘剂生产和消费大国,市场规模约占全球市场 1/3,亚太市场 2/3。2017 年,中国胶粘剂产量达到了 796.2 万吨,相比 2009 年接近翻倍增长,销售额达到 987.8 亿元,同比增长近 10%。从下游需求结构来看,建筑、包装与标签、木材加工是前三大应用领域。

图 13: 中国胶粘剂销量持续增长



资料来源: 前瞻产业研究, 天风证券研究所

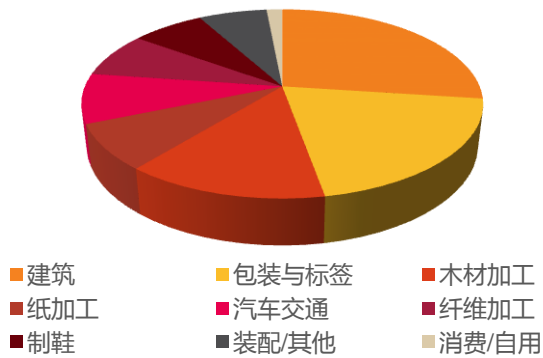
图 14: 中国胶粘剂销售额持续增长



资料来源: 前瞻产业研究, 天风证券研究所



图 15：中国胶粘剂下游需求结构



资料来源：新材料在线，天风证券研究所

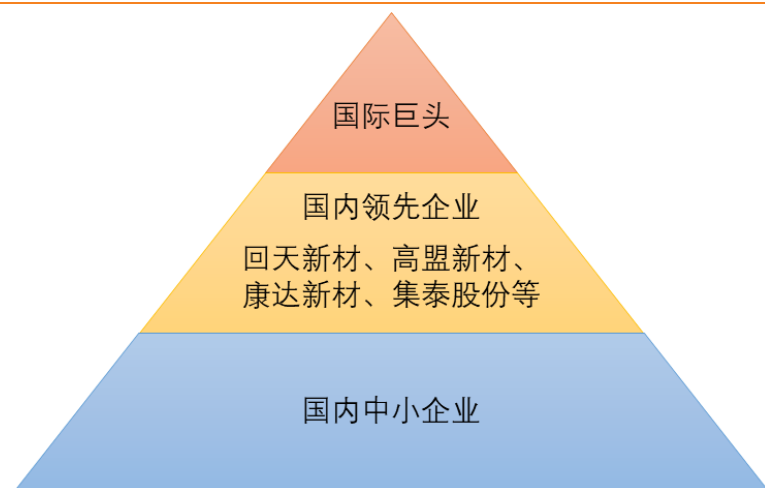
根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会发布的《中国胶粘带和胶粘剂市场报告及“十三五”发展规划》显示，“十三五”期间，我国胶粘剂行业仍处于重要发展机遇期，发展目标是产量年均增长率为 7.8%，销售额年均增长率为 8.3%，2020 年末我国胶粘剂产量达 1,033.7 万吨，销售额达 1328 亿元。背靠国内胶粘剂大市场，叠加需求蓬勃发展，国内胶粘剂公司拥有持续成长的沃土。

## 2.3. 回天在国内胶粘剂行业领先

### 2.3.1. 回天具备竞争优势

全球的胶粘剂市场，包括国内的中高端市场仍由以汉高、3M、道康宁、富乐、西卡等为代表的跨国公司主导。这些公司起步早，积淀深，凭借先发优势，在产品技术、产品质量、客服服务方面占据明显上风，占据了技术与市场的高位。以回天新材、高盟新材、康达新材和集泰股份等代表的国内胶粘剂企业，整体体量及技术能力与这些全球巨头还是有比较大的差距。但是在全球化背景下，胶粘剂行业的竞争与技术交流促进国内企业不断加大研发投入，提升生产技术水平，胶粘剂产品性能也在持续提升，竞争力显著增强。在部分中高端产品细分市场上，国内产品已经取得长足的进步，产品指标已接近或达到国际同类产品水平。原先主要依赖国外品牌，现今国产胶粘剂正以其显著的性价比优势在各个应用领域逐步替代进口产品。国内经济的持续增长、胶粘剂产品全球化产业转移，以及国内企业技术进步带来的进口替代，都给国内企业带来了良好的发展机遇

图 16：胶粘剂行业竞争格局



资料来源：新材料在线，天风证券研究所

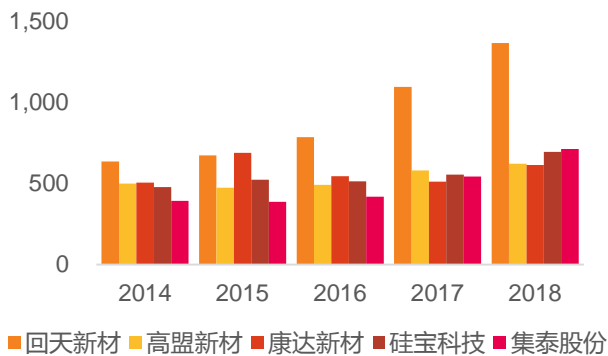
回天新材与国内其他几家做胶粘剂的上市公司比较，从品种及应用领域来看，回天的产品更为丰富，下游切入的领域也更为全面；从收入和盈利能力来看，回天在胶粘剂收入方面与其他国内竞争对手已经拉开一定差距，并有扩大的趋势，毛利率方面 2017-2018 年回天都处于领先地位。公司在新产品开发、产品质量、技术服务等方面均处于国内行业领先水平，是中国汽车制造及维修、轨道交通、电子电器、LED、新能源、高端建筑、软包装等领域工程胶粘剂和新材料最大的供应商之一。因此国内胶粘剂企业竞争时，回天在各方面具备竞争优势。

表 2：5 家上市公司主要胶粘剂产品及应用领域

公司	主要产品种类	主要涉及领域
回天新材	有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸胶、厌氧胶、环氧树脂胶	交通运输、电子电器、建筑、光伏、软包装、
高盟新材	聚氨酯胶、丙烯酸胶	软包装、交通运输、建筑、光伏
康达新材	环氧树脂胶、聚氨酯胶、丙烯酸胶、SBS 胶粘剂	风电、软包装、交通运输、电子电器
硅宝科技	有机硅胶、聚氨酯胶	建筑、交通运输、光伏、电子电器、防腐
集泰股份	有机硅胶、丙烯酸胶	建筑、集装箱

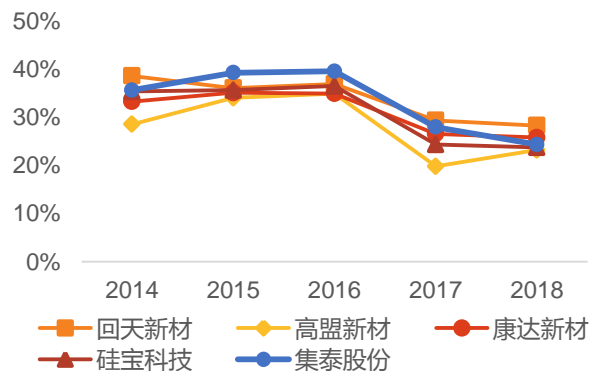
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：5 家上市公司胶粘剂业务收入比较（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：5 家上市公司胶粘剂业务毛利率比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3.2. 回天高端领域实现突破

**汽车领域：**客车方面，已在国内前十大客车厂中大部分占据主要份额，并随着行业内品牌地位的稳固带动一大批二、三线客车厂成交；乘用车方面，产品结构逐步完善，正式导入外企合资主机厂，新客户和新用胶点开发贡献增量。宇通、中通、欧辉、金龙客车和日产等乘用车等客户供货份额进一步提升，比亚迪客车、东风乘用车、长安、广本等客户开发进展顺利，为后续持续贡献增量奠定基础。

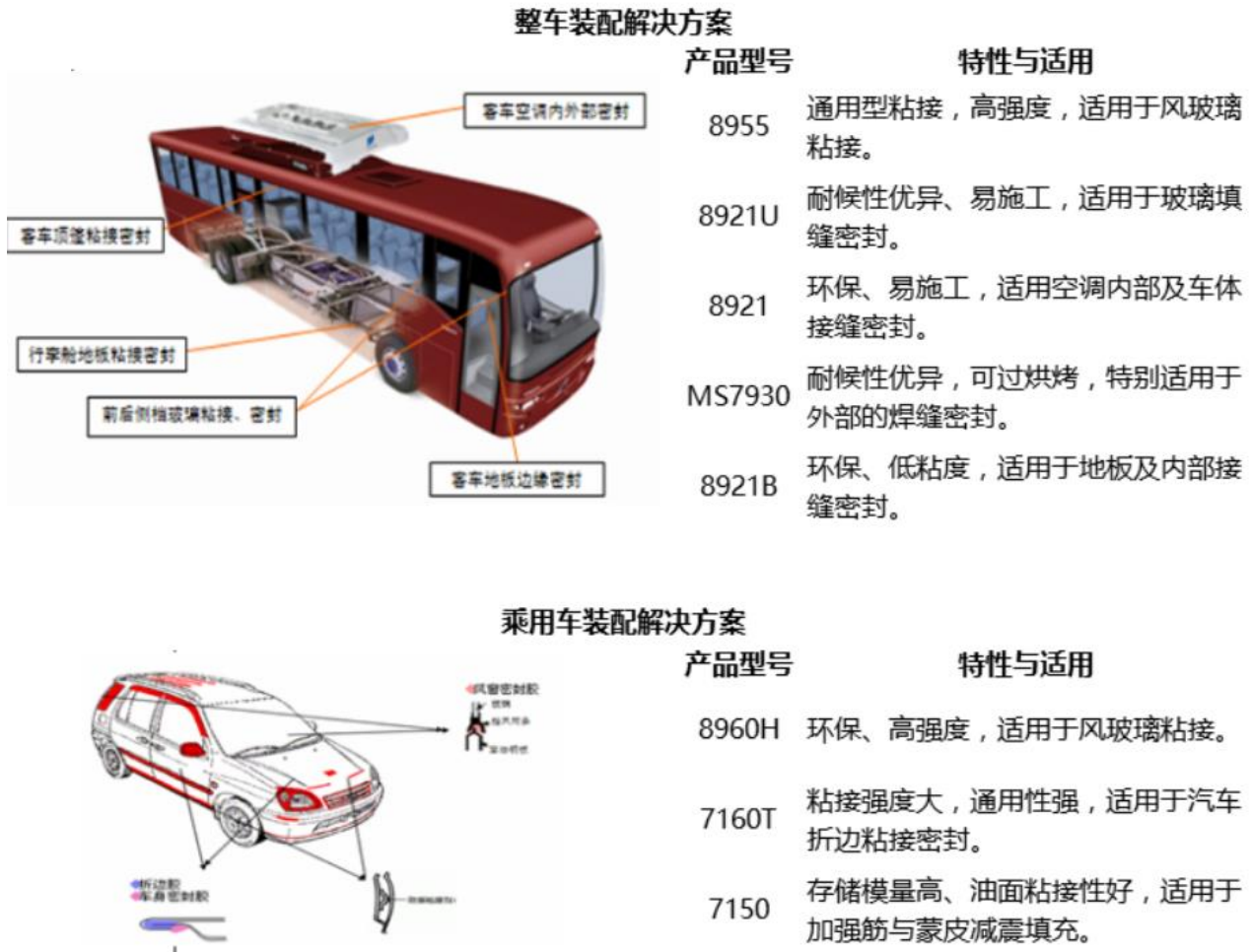
**轨道交通领域：**公司有效整合资源，成立湖北南北车新材料有限公司，专门从事轨道交通用胶等相关产品生产及销售业务，轨道交通用胶项目步入发展快车道；公司已在中车集团六大主机厂中取得五家主机厂的合格供应商资质，多款主推产品陆续完成技术交流、现场测试、产品定型等工作，初步形成轨道交通系列产品线和系统解决方案。公司已经中标多家主机厂高铁、城轨项目订单，销售收入倍增。

**电子电器领域：**电子用胶延续业绩高增长趋势，在行业标杆客户的销售收入大幅提升，并

达成 20 余款产品的验证测试，为未来高速增长开启新篇章。公司在家电、手持终端用 PUR 热熔胶，通讯、电子产品高导热灌密封胶研发方面都取得了显著进展。

我们认为公司在汽车、轨道交通和电子电器等领域方面已经打下坚实的基础，未来在这些中高端领域的持续发力有望驱动公司高质量的发展。

图 19：公司客车及乘用车装配解决方案



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 3：轨道交通产品介绍

品种	典型用途
HT 8807 聚氨酯嵌缝胶	公（铁）路桥梁、箱涵、机场跑道的伸缩缝的密封。混凝土施工缝、伸缩缝、预应力混凝土构件的接缝的密封。
9555 硅酮接缝密封胶	新建和维修水泥混凝土路面接缝的密封。具有长期耐久的密封效果，保护道路和路基，防止水和碎石等进入接缝，延长道路使用期限。
8806 双组份聚氨酯防水涂料	用于高速铁路无砟轨道桥面防水部位，也可用于屋面、地下室、蓄水池、墙面的防水，防渗、防潮等。
凸形挡台填充聚氨酯树脂(CPU)	本品用于客运专线铁路 CRTS I 型板式无砟轨道凸形挡台周围的填充。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

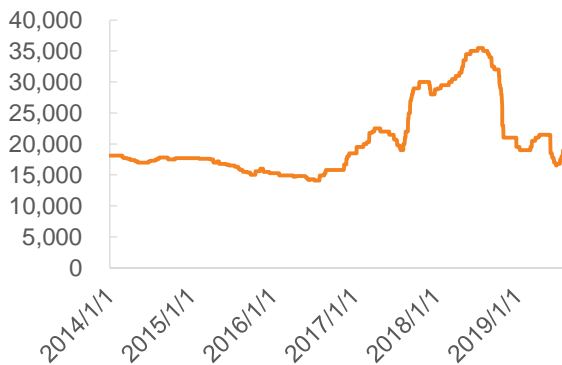
### 3. 回天有望进入发展快车道

#### 3.1. 原材料价格回落，盈利能力大幅回升

从公司 2018 年财务数据分析，可以看到有机硅胶和聚氨酯胶两块业务是重要组成部分，两块业务合计分别占营收和毛利的比重分别为 70%和 75%，因此可以说有机硅胶和聚氨酯胶的盈利情况基本决定了公司整体的盈利情况，特别是有机硅胶处于举足轻重位置。

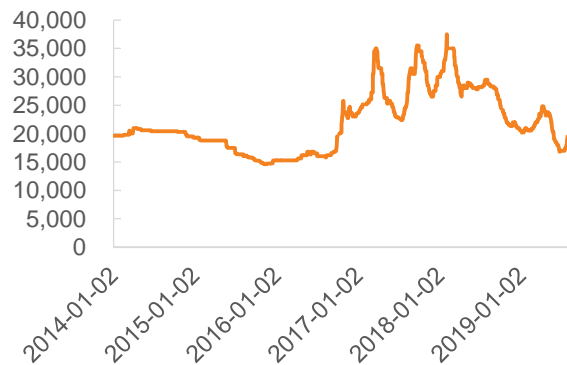
2016 年下半年随着国家供给侧改革，加上环保高压状态，使得化工品出现了明显的供给收缩，而下游需求随着国内及海外经济的复苏，需求持续上行。在供给收缩，需求持续超预期的背景下，国内化工品出现了一轮持续约 2 年左右的景气上行周期。以公司有机硅胶主要原材料 107 胶为例，2016 年 7 月底时价格仅为 14100 元/吨，供需共振下价格快速上涨至 2017 年 4 月的 22500 元/吨，经历淡季的小幅回落后，国内外需求高涨下价格从 2017 年 8 月进入加速上涨模式，最终价格屡创新高至 2018 年 7 月的 35500 元/吨，涨幅高达 152%。2018 年 7 月随着中美贸易战加剧，中国聚硅氧烷月度出口数据也在 2018 年 6 月创下历史新高的 2.89 万吨后开始下滑，产品价格也进入暴跌模式，最低达到了 2019 年 6 月的 16400 元/吨。聚氨酯胶的主要原材料纯 MDI 产品价格也经历了景气上行、高位震荡及快速下跌，目前产品价格处于底部震荡。我们认为在国内宏观经济疲弱，中美贸易摩擦不断的大背景下，107 胶和纯 MDI 价格会在目前的位置受季节性影响窄幅震荡为主。

图 20：107 胶（新安化工）历史价格（元/吨）



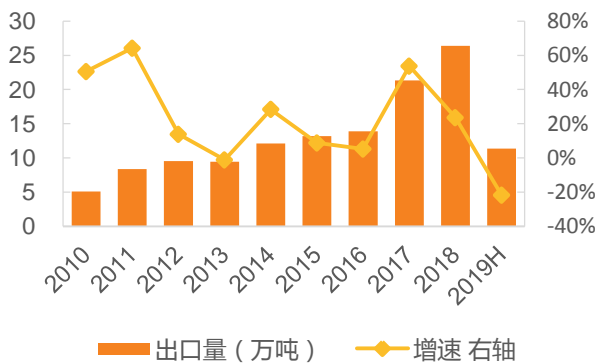
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 21：纯 MDI（华东主流）历史价格（元/吨）



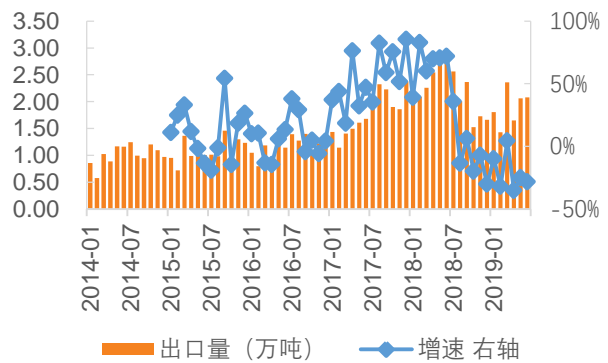
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：聚硅氧烷年度出口数据（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

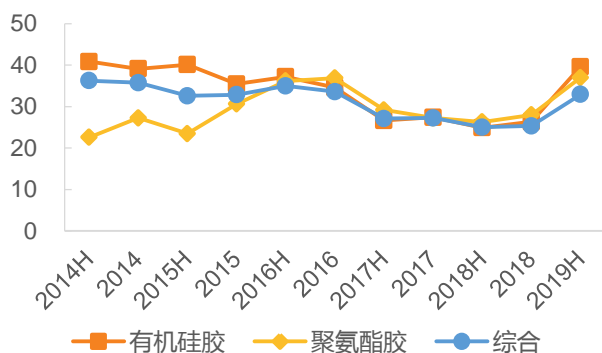
图 23：聚硅氧烷月度出口数据



资料来源：Wind，天风证券研究所

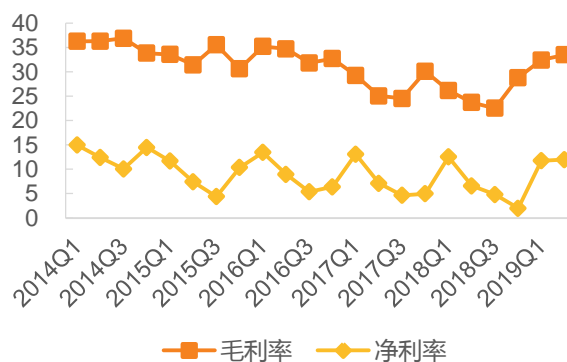
由于 107 胶和纯 MDI 价格周期波动，加上无法充分传导原材料价格的上涨，公司有机硅胶和聚氨酯胶的毛利率从 2016 年下半年开始进入持续下滑阶段，一直下滑至 2018 年的 25% 左右。随着 107 胶和纯 MDI 价格回落，公司综合毛利率重回上行通道，2019Q1 同比提高 6.2PCT 至 32.4%，2019Q2 继续小幅提升，盈利能力持续回升中，业绩弹性大。

图 24：公司有机硅胶、聚氨酯胶及综合毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：公司单季度毛利率及净利率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 中美、日韩贸易摩擦下进口替代有望加速

**中美贸易摩擦，华为被断供：**2018 年以来中美贸易摩擦不断，2019 年 5 月 16 日美国商务部宣布，将把华为及其 70 家附属公司列入“实体清单”。此举禁止电信巨头华为在未经美国政府批准的情况下从美国公司购买零部件。对于华为来讲其供应链面临非常大的挑战，部分产品面临停止销售的风险，从供应安全的角度华为必须寻求替代方案。

**日本对韩国半导体材料出口限制：**日本政府于 2019 年 7 月 1 日宣布，将加大力度限制向韩国出口 3 种核心尖端材料，包括被用于电视和智能手机显示器制造的聚酰亚胺、半导体核心材料光刻胶和高纯度氟化氢，并于 4 日开始正式限制有关产品对韩出口。过去日本出口关键材料至韩国企业均享有一次性申请出口的便利性将不复存在，自 7 月 4 日开始，日本相关材料供货商必须逐笔订单提出申请出口许可，然而出口许可的申请、审查到核准大约需要 90 天的时间。日本限制出口的这 3 种材料涉及下游液晶面板和半导体的生产，特别是光刻胶、高纯氟化氢是半导体生产中关键材料，因此断供对韩国半导体产业构成了很大的威胁。

中美贸易摩擦华为被断供，以及日本对韩国半导体材料出口限制这一系列事件的发生，给国内通讯行业、半导体行业等领域的龙头敲响了警钟，供应链关键产品国产化已刻不容缓，直接关系公司兴亡。以往一些电子电器高端领域，下游的企业因为品质的稳定性的原因，通常不轻易更换供应商，因此像回天新材这样的企业，即使产品品质过关，也很难获得相应的订单，进口替代进展缓慢。但在目前的情况下，下游企业会更多从供应安全的角度，采购更多国产产品，对回天这样的企业是绝佳的发展机遇。我们认为在此大背景下，像回天这样产品丰富，具备各种解决方案的综合胶粘剂龙头会更容易获得下游的青睐，高端领域的进口替代有望加速，回天也有望借此进入发展的快车道。

## 4. 盈利预测及投资建议

我们预计 107 胶和纯 MDI 等原材料价格下行，使得有机硅胶和聚氨酯胶毛利率大幅回升，但终端产品预计价格也会出现一定下降，因此在收入端 2019 年增速不明显，2020 年和 2021

年收入重回增长。我们预计公司 2019-2021 年归属于母公司股东的净利润为 1.8/2.2/2.7 亿元，现价对应 PE 分别为 21.9/17.4/14.5 倍，由于公司盈利进入上行通道，我们给予公司目标价 11.50 元（可比公司 2019 年 PE 均值为 27.4 倍），首次覆盖，给予“增持评级”。

表 4：回天新材业务拆分

分类	2018	2019E	2020E	2021E
<b>有机硅胶</b>				
收入（百万元）	764	939	869	999
增速		23%	-8%	20%
毛利率	27%	26%	37%	37%
毛利（百万元）	209	247	321	370
成本（百万元）	555	692	547	629
<b>聚氨酯胶</b>				
收入（百万元）	211	290	275	330
增速		37%	-5%	20%
毛利率	27%	28%	35%	35%
毛利（百万元）	58	81	96	116
成本（百万元）	153.8	209	179	215
<b>其他胶类产品</b>				
收入（百万元）	118	135	155	178
增速		14%	15%	15%
毛利率	46%	42%	42%	42%
毛利（百万元）	54	57	65	75
成本（百万元）	64.2	78	90	103
<b>其他非胶类产品</b>				
收入（百万元）	329	362	398	438
增速	-17%	10%	10%	10%
毛利率	14%	16%	16%	16%
毛利（百万元）	46	58	64	70
成本（百万元）	283	304	335	368
<b>其他业务</b>				
收入（百万元）	47	51	56	62
增速	84%	10%	10%	10%
毛利率	19%	20%	20%	20%
毛利（百万元）	9	10	11	12
成本（百万元）	37.5	41	45	50
<b>总计</b>				
收入（百万元）	1515	1740	1713	1963
增速		15%	-2%	15%
毛利率	27.3%	25.3%	31.8%	32.0%
毛利（百万元）	413	441	544	627
成本（百万元）	1102	1299	1169	1335

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：可比公司估值比较

股票代码	简称	总股本 (亿股)	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB <sup>LF</sup>
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E
300429.SZ	强力新材	5.15	11.11	57	0.28	0.39	0.51	39.7	28.5	21.8	1.9
002669.SZ	康达新材	2.52	13.04	33	0.33	0.54	0.72	39.5	24.1	18.1	1.6
300019.SZ	硅宝科技	3.31	7.09	23	0.20	0.24	0.3	35.5	29.5	23.6	3.0
	行业均值							38.2	27.4	21.2	2.18
300041.SZ	回天新材	4.26	9.19	39.12	0.28	0.42	0.53	32.8	21.9	17.4	2.2

资料来源：Wind，天风证券研究所（除回天新材外其余公司盈利预测采用 Wind 一致预期，PB 用 2019Q1 披露的每股净资产数据计算）

## 5. 风险提示

下游客户拓展不达预期风险，下游需求低迷的风险，原材料价格上涨风险，产品价格大幅下滑的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	494.79	473.74	706.73	789.28	881.99	营业收入	1,515.26	1,739.67	1,712.55	1,962.53	2,250.69
应收票据及应收账款	615.94	740.34	589.52	790.65	792.18	营业成本	1,102.23	1,298.85	1,168.68	1,335.31	1,526.95
预付账款	41.25	43.37	53.93	45.60	67.87	营业税金及附加	13.36	13.50	14.89	16.53	18.67
存货	244.39	241.60	245.30	284.76	345.40	营业费用	125.83	145.62	145.57	152.10	157.55
其他	23.28	26.11	29.66	27.08	34.21	管理费用	93.53	85.76	85.63	98.13	112.53
<b>流动资产合计</b>	<b>1,419.65</b>	<b>1,525.16</b>	<b>1,625.15</b>	<b>1,937.38</b>	<b>2,121.65</b>	研发费用	67.40	72.81	68.50	78.50	90.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.98	0.52	4.20	3.75	4.67
固定资产	568.29	579.59	573.02	564.15	553.52	资产减值损失	11.38	21.84	20.00	15.00	10.00
在建工程	22.05	37.46	34.48	32.69	31.61	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	168.12	180.25	175.50	170.75	166.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.55	86.02	70.57	73.57	76.42	其他	(30.56)	(30.59)	0.00	0.00	(0.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>824.02</b>	<b>883.32</b>	<b>853.56</b>	<b>841.16</b>	<b>827.56</b>	<b>营业利润</b>	<b>131.11</b>	<b>131.36</b>	<b>205.09</b>	<b>263.21</b>	<b>330.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,243.66</b>	<b>2,408.48</b>	<b>2,478.71</b>	<b>2,778.54</b>	<b>2,949.21</b>	营业外收入	1.53	5.89	9.26	5.56	6.90
短期借款	0.00	275.00	300.00	350.00	400.00	营业外支出	4.07	2.19	2.83	3.03	2.69
应付票据及应付账款	283.19	279.35	212.21	345.86	301.40	<b>利润总额</b>	<b>128.56</b>	<b>135.05</b>	<b>211.51</b>	<b>265.74</b>	<b>334.50</b>
其他	60.99	73.08	72.05	76.04	92.07	所得税	17.71	16.36	31.73	39.86	50.18
<b>流动负债合计</b>	<b>344.18</b>	<b>627.43</b>	<b>584.27</b>	<b>771.90</b>	<b>793.47</b>	<b>净利润</b>	<b>110.85</b>	<b>118.69</b>	<b>179.78</b>	<b>225.88</b>	<b>284.33</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.48	(0.07)	0.90	1.13	14.22
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>110.37</b>	<b>118.76</b>	<b>178.89</b>	<b>224.75</b>	<b>270.11</b>
其他	19.77	17.42	20.57	19.25	19.08	每股收益(元)	0.26	0.28	0.42	0.53	0.63
<b>非流动负债合计</b>	<b>19.77</b>	<b>17.42</b>	<b>20.57</b>	<b>19.25</b>	<b>19.08</b>						
<b>负债合计</b>	<b>363.95</b>	<b>644.86</b>	<b>604.83</b>	<b>791.16</b>	<b>812.55</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	3.84	1.24	2.14	3.27	17.48	<b>成长能力</b>					
股本	425.71	425.71	425.71	425.71	425.71	营业收入	33.90%	14.81%	-1.56%	14.60%	14.68%
资本公积	854.89	855.42	855.42	855.42	855.42	营业利润	34.30%	0.19%	56.13%	28.34%	25.48%
留存收益	1,450.16	1,356.59	1,446.03	1,558.40	1,693.46	归属于母公司净利润	13.74%	7.61%	50.62%	25.64%	20.19%
其他	(854.89)	(875.33)	(855.42)	(855.42)	(855.42)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,879.71</b>	<b>1,763.62</b>	<b>1,873.88</b>	<b>1,987.38</b>	<b>2,136.66</b>	毛利率	27.26%	25.34%	31.76%	31.96%	32.16%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,243.66</b>	<b>2,408.48</b>	<b>2,478.71</b>	<b>2,778.54</b>	<b>2,949.21</b>	净利率	7.28%	6.83%	10.45%	11.45%	12.00%
						ROE	5.88%	6.74%	9.56%	11.33%	12.75%
						ROIC	8.88%	8.78%	12.03%	16.25%	19.31%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	16.22%	26.77%	24.40%	28.47%	27.55%
净利润	110.85	118.69	178.89	224.75	270.11	净负债率	-26.32%	-11.27%	-21.71%	-22.10%	-22.56%
折旧摊销	63.05	60.46	34.31	35.40	36.45	流动比率	4.12	2.43	2.78	2.51	2.67
财务费用	0.00	8.75	4.20	3.75	4.67	速动比率	3.41	2.05	2.36	2.14	2.24
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(117.50)	(174.88)	83.41	(96.35)	(123.01)	应收账款周转率	2.78	2.57	2.58	2.84	2.84
其它	15.84	37.78	0.90	1.13	14.22	存货周转率	6.87	7.16	7.03	7.40	7.14
<b>经营活动现金流</b>	<b>72.25</b>	<b>50.79</b>	<b>301.71</b>	<b>168.68</b>	<b>202.44</b>	总资产周转率	0.74	0.75	0.70	0.75	0.79
资本支出	38.02	101.57	16.86	21.31	20.17	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.26	0.28	0.42	0.53	0.63
其他	(73.84)	(197.76)	(36.86)	(41.31)	(40.17)	每股经营现金流	0.17	0.12	0.71	0.40	0.48
<b>投资活动现金流</b>	<b>(35.82)</b>	<b>(96.19)</b>	<b>(20.00)</b>	<b>(20.00)</b>	<b>(20.00)</b>	每股净资产	4.41	4.14	4.40	4.66	4.98
债权融资	0.00	275.00	300.00	350.00	400.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	248.57	(19.91)	15.71	(3.75)	(4.67)	市盈率	35.45	32.94	21.87	17.41	14.48
其他	(59.94)	(221.47)	(364.44)	(412.37)	(485.06)	市净率	2.09	2.22	2.09	1.97	1.85
<b>筹资活动现金流</b>	<b>188.63</b>	<b>33.62</b>	<b>(48.73)</b>	<b>(66.13)</b>	<b>(89.73)</b>	EV/EBITDA	16.10	10.90	14.11	11.25	9.08
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	21.96	14.68	16.42	12.75	10.06
<b>现金净增加额</b>	<b>225.06</b>	<b>(11.78)</b>	<b>232.98</b>	<b>82.55</b>	<b>92.71</b>						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com