公司调研点评

回天新材（300041）

化工 | 化学制品

成本下降叠加高端胶国产替代加速，业绩迎来上升期

2019 年 09 月 09 日

评级 谨慎推荐

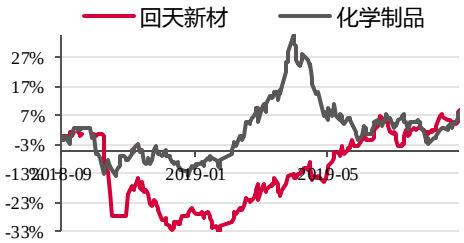
评级变动 首次

合理区间 11.2-12.0 元

交易数据

当前价格（元）	9.89
52 周价格区间（元）	6.05-10.20
总市值（百万）	4210.30
流通市值（百万）	3026.03
总股本（万股）	42571.24
流通股（万股）	30596.83

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
回天新材	7.85	12.64	8.24
化学制品	10.84	9.18	5.43

丁蕾蕾 分析师
执业证书编号：S0530519070002
dingll@cfzq.com
0731-89955741

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1515.26	1739.67	1530.91	1745.24	1954.67
净利润（百万元）	110.37	118.76	169.72	198.32	220.86
每股收益（元）	0.26	0.28	0.40	0.47	0.52
每股净资产（元）	4.41	4.14	4.17	4.45	4.94
P/E	38.15	35.45	24.81	21.23	19.06
P/B	2.24	2.39	2.37	2.22	2.00

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

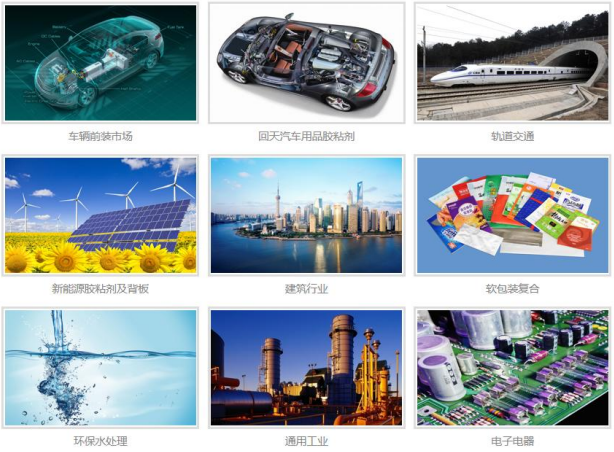
- **事件：**近期，我们就回天新材 2019 上半年经营情况以及未来发展计划对公司进行了实地调研。
- **国内工程胶粘剂龙头，原材料成本下降助力业绩高增。**公司是国内工程胶粘剂行业的龙头企业，目前拥有有机硅胶、聚氨酯胶和其他胶类产品产能分别为 5 万吨/年、3 万吨/年、0.5 万吨/年，在建有年产 2 万吨聚氨酯胶粘剂项目及年产 1 万吨车辆用新材料项目预计于年底投产。自 2018 年三季度起，公司主要原材料有机硅、聚氨酯等价格持续回落，公司 2019H1 公司毛利率同比上涨 7.92 个百分点至 32.94%，归母净利润同比增长 13.75%至 1.04 亿元。
- **华为产品放量，电子、汽车等高端胶国产替代加速。**中国胶粘剂市场 2018 年已突破千亿，但整体呈现“中低端竞争激烈，高端依赖进口”格局（高端应用领域国外品牌占比超过 80%）。随着国内企业技术实力逐步突破以及贸易战影响，预计在轨道、汽车、电子等高端领域的国产替代将加速。公司积极往高端用胶领域进行调整，汽车用胶领域，公司在客车领域继续保持龙头地位，乘用车市场继与日产达成战略合作后，2019 年又成功突破长安汽车这一标杆客户；电子用胶领域，公司率先进入华为、苹果、OPPO 等手机终端，公司早在 2017 年即进入华为供货资源池，但一直难以放量，在 2019 年 5 月美国制裁华为后，公司与华为合作迅速升级，三个月时间对接合作产品已提升到 40 余款，公司在华为的订单快速增加，电子领域存在较大增长空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司在原材料价格下降及高端胶领域进口替代加速的情况下，业绩迎来快速发展，预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 15.31、17.45、19.55 亿元，归母净利润分别为 1.70、1.98、2.21 亿元；对应 EPS 分别为 0.40、0.47、0.52 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 28-30 倍 PE 估值，合理区间为 11.2-12.0 元，首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨超预期；电子胶等高端胶市场国产替代低于预期。

1 国内工程胶粘剂龙头，原材料成本下降助力业绩高增

回天新材于 1977 年成立，于 2010 年上市，是国内工程胶粘剂行业的龙头企业，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。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。2019H1 公司营业收入 57.01%来自于有机硅胶，24.21%来自于非胶类产品，18.77%来自于聚氨酯胶；毛利构成上，有机硅胶、非胶类产品、聚氨酯胶占比分别为 69.34%、9.35%、21.31%。

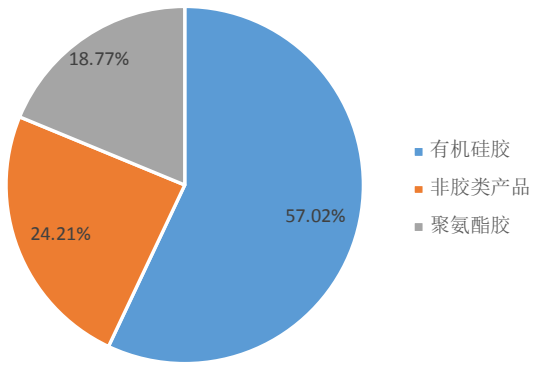
公司目前拥有有机硅胶、聚氨酯胶和其他胶类产品产能分别为 5 万吨/年、3 万吨/年、0.5 万吨/年；在建有年产 2 万吨聚氨酯胶粘剂项目及年产 1 万吨车辆用新材料项目预计 2019 年底投产。

图 1：公司产品示意图



资料来源：公司官网，财富证券

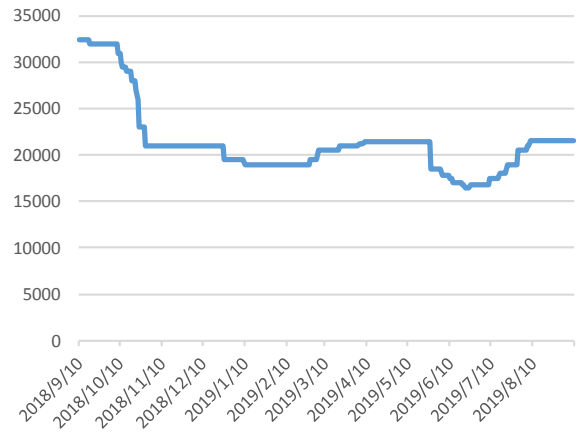
图 2：2019H1 公司营业收入构成



资料来源：公司公告，财富证券

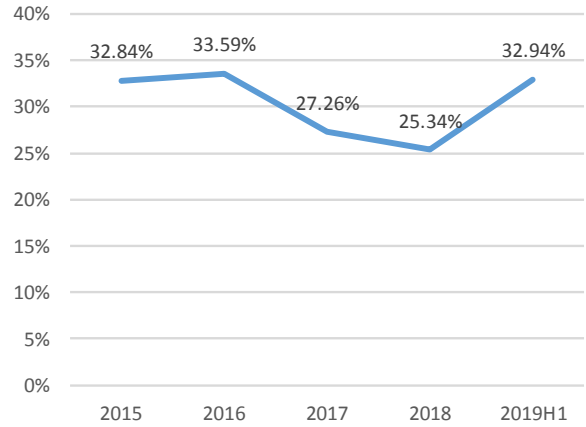
公司产品胶粘剂上游主要原材料包括有机硅、聚氨酯等，且直接材料占生产成本的 80%以上，自 2018 年三季度起，受环保边际放松以及内外需求疲软，部分主要原材料价格开始回落并逐步企稳，带动公司毛利率水平迅速提升，2019H1 公司毛利率同比上涨 7.92 个百分点至 32.94%，助力业绩增长。

图 3：近一年 107 硅橡胶价格走势（元/吨）



资料来源：wind，财富证券

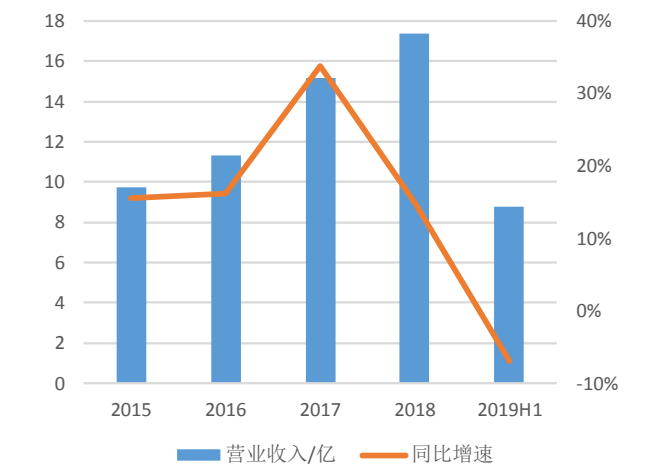
图 4：近年公司毛利率水平



资料来源：wind，财富证券

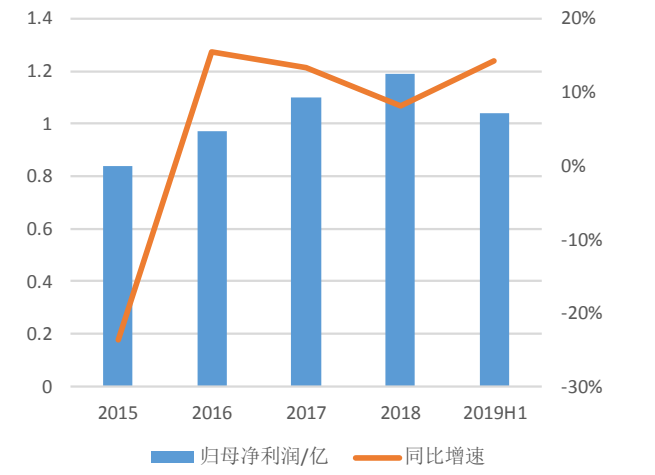
经营情况来看，公司近五年来经营稳步提升，2015-2018 年公司营收复合增速为 21.30%，归母净利润复合增速为 12.31%。2019 上半年，由于有机硅、聚氨酯等原材料价格下滑，带动产品售价下降，公司 2019H1 营业收入同比下滑 7.01%至 8.76 亿元，由于毛利率的提升，归母净利润同比上涨 14.29%至 1.04 亿元。

图 5：公司近年营业收入及增速



资料来源：公司公告，财富证券

图 6：公司近年归母净利润及增速情况



资料来源：公司公告，财富证券

2 高端胶国产替代有望加速

我国胶粘剂市场近年发展迅速，年均复合增速略高于 GDP 增速，国内胶粘剂市场 2018 年已突破千亿，但整体竞争格局分散，国内胶粘剂生产企业 3500 多家，公司作为国内龙头市占率不足 2%；且胶粘剂市场呈现“中低端竞争激烈，高端依赖进口”格局，高端应用领域国外品牌占比超过 80%。随着国内企业技术实力逐步突破以及贸易战影响，预计包括乘用车领域、手机、高铁、大飞机、高端幕墙等高端胶粘剂领域的国产替步伐将加速。公司目前处于往高端行业调结构的状态，预计在轨道、汽车、电子等高端领域的胶产品迎来放量期。

电子用胶领域，公司持续攻关华为、苹果、OPPO、VIVO 等国际国内高端品牌，加速推进导热灌封胶、PUR、丙烯酸酯、环氧胶、三防胶等在电子通讯等相关领域的规模化应用，构建 5G 通信新材料领域竞争优势。公司自 2017 年 1 月已与华为配套供货，虽多项产品测试通过且进入华为资源池，但年销售额始终在千万元左右，无法放量，但在 2019 年 5 月被美国制裁之后，公司与华为合作迅速升级，三个月时间对接合作产品已提升到 40 余款，公司在华为的订单快速增加，电子领域存在较大增长空间。

在汽车用胶领域，市场体量大，但门槛也很高，过去一直被欧美企业所垄断，仅美资某跨国企业便占据中国乘用车胶粘剂市场近 30%份额。客车领域，公司持续挖掘客车整车用胶市场潜力，进一步巩固公司胶粘剂产品在国内客车行业的龙头地位；乘用车领域，公司车身结构胶综合性能已超越众多国外竞品，同时成本、供货、服务及时性方面均具备明显优势，继与日产达成战略合作后，2019 年，回天新材又在乘用车领域成功突破长安汽车这一标杆客户，回天“增韧型车身结构胶”全面替换国外竞品，独家供货长安汽车全部生产制造基地。

轨交用胶领域，公司持续为中车主机厂提供装配用产品，凭借良好的技术性能和过硬的质量，加速实现“进口替代”。2019 年 8 月，回天新材获得中车集团某车型新项目五成的订单，在该工程项目中实现了采用国内产品的“零突破”。

3 盈利预测与投资评级

我们看好公司在原材料价格下降及高端胶领域进口替代加速的情况下，业绩迎来快速发展，预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 15.31、17.45、19.55 亿元，归母净利润分别为 1.70、1.98、2.21 亿元；对应 EPS 分别为 0.40、0.47、0.52 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 28-30 倍 PE 估值，合理区间为 11.2-12.0 元，首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。

4 风险提示

原材料价格上涨超预期；

新项目进度低于预期；

电子胶等高端胶市场国产替代低于预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6－12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%－15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%－5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%－5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438