

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学原料

回天新材 (300041)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020年03月18日

## 公布非公开发行股票预案，抢抓进口替代历史机遇

证券分析师：商艾华

shangaihua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519090001

## 事项：

2020年3月17日，公司公布非公开发行股票预案，拟以9.40元/股价格，向包括大股东章锋在内的认购对象定增不超过5319万股，募资5亿元用于补充流动资金，其中恒信华业、复星系、平安资管、兴业国信资管等多家知名价值投资机构跟投。

## 国信化工观点：

- 1) 公司此次募集资金主要用于补充流动资金，增加公司在5G通信、消费电子、新能源汽车、高铁轨道等方面的市场、研发、制造投入，提升竞争力，抢抓这些高端领域用胶进口替代战略机遇，推动公司业务更快转型升级。
- 2) 回天新材是国内胶粘剂行业龙头公司，产品主要有有机硅胶、聚氨酯胶等工程用胶和太阳能电池背膜，广泛应用于汽车、电子、建筑、轨道交通等6大领域。2019年实现营收18.80亿元，同比增长8.06%，归母净利润1.57亿元，同比增长32.27%。
- 3) 公司优势市场产能稳步增长，规模市场客户拓展硕果累累。在光伏新能源和客车等优势市场，公司2019年大客户拓展显著，新型产品订单量增加。在建筑和软包装等规模领域，高端产品逐渐放量，乘用车行业加速进入。
- 4) 公司高端市场实现突破，国产替代正当时。2019年实现与华为全面合作，供货产品种类成倍增长，在轨道交通领域公司获得中车大量订单，新能源汽车领域首次进入宁德时代锂电池用胶供货商名单，与中国商飞在国产大飞机领域合作，2020年高端市场将会有较大增量。
- 5) 投资建议：我们认为在国内胶粘剂高端产品国产替代和原材料价格低位的机遇下，回天新材作为龙头公司，积极向高端领域转型，未来将有大的业绩增长。鉴于全球疫情扩散，可能对下游需求造成影响，我们下调了之前的盈利预测，预计公司2019-2021年归母净利润1.57/2.31/2.92亿元，同比增速32/47/26%，摊薄EPS=0.37/0.54/0.69元，当前股价对应的PE=31.2/21.2/16.8，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；宏观经济波动和下游周期变化风险；市场竞争风险。

## 评论：

## ■ 国内胶粘剂行业处于发展机遇期，高端产品国产替代正此时

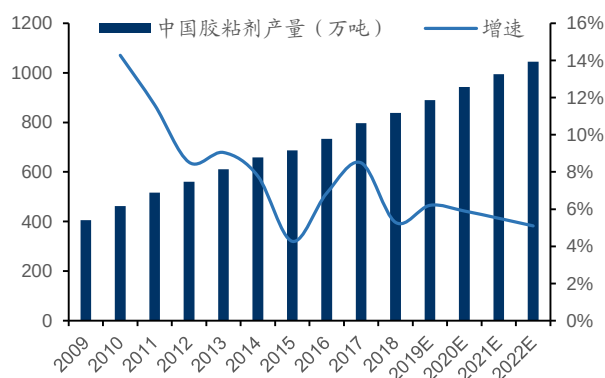
当前我国胶粘剂行业处于发展机遇期，特别是当前行业高端产品国产替代逐渐加速。在汽车、通讯电子、新能源、轨道交通和国产大飞机等新兴领域迅速发展，对高端胶粘剂的需求量呈现较快增长。2018年国内胶粘剂销售额为1027亿元，同比增长4.0%，胶粘剂产量为838万吨，同比增长5.3%。国内市场增长的主要原因是国内旺盛的房地产、基建和新兴产业的需求增长，增长最快的应用领域是建筑/施工/民用工程/装饰工艺。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会发布的《中国胶粘剂和胶粘带市场报告及“十三五”发展规划》，当前我国胶粘剂仍处于重要发展期，发

展目标是产量年增速 7.8%，销售额年增速 8.3%，目标在 2020 年末胶粘剂产量达到 1033.7 万吨，销售额达 1328 亿元。

**当前中美贸易战加快了国内高端胶粘剂的进口替代。**国内胶粘剂依靠低廉的价格每年都向国外出口部分产品，但是高端胶粘剂还是部分依赖进口，比如乘用车用、电子等领域用胶。前两年国内环保和供给侧改革政策下，国内企业低端产能已大幅度减少，产业结构显著优化，当前贸易战加速了国内相关企业技术升级

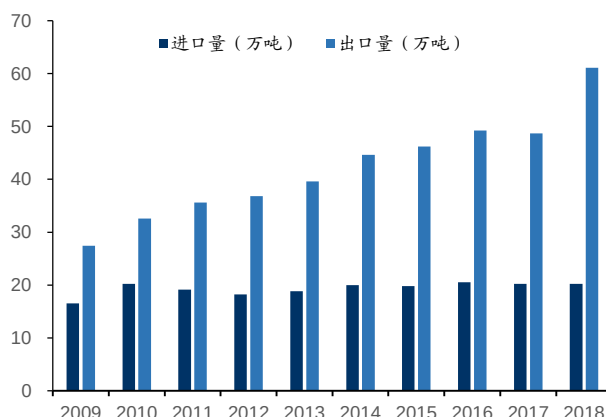
**胶粘剂上游原材料处于低位，扩大行业盈利空间。**胶粘剂行业原材料占到成本的 80%，当前随着上游聚氨酯、有机硅等扩展，再加上当前国家原油价格处于低位，带动化工上游原材料价格下行，胶粘剂行业利润逐渐向下游转移，利润空间明显增大。再加上国内胶粘剂高端产品占比增多，胶粘剂行业平均价格也有所上升，行业整体进入了发展机遇期。

图 1：国内胶粘剂产量变化和预测



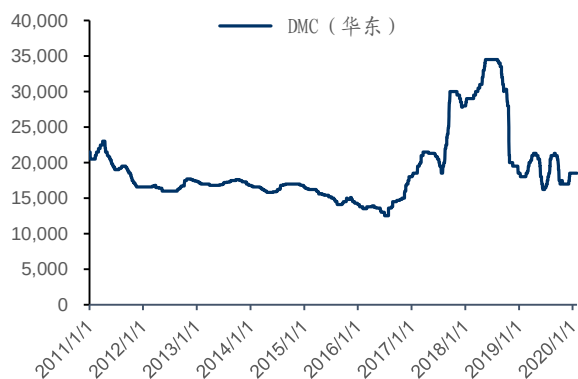
资料来源：BCC Research，国信证券经济研究所整理

图 2：中国近年来胶粘剂进口和出口量



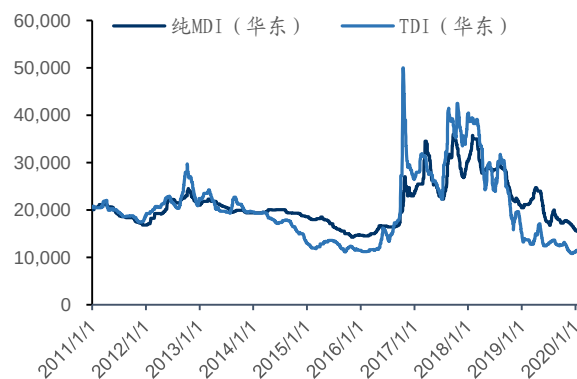
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图 3：华东甲基环硅氧烷 DMC 价格变化（元/吨）



资料来源：BAIINFO，国信证券经济研究所整理

图 4：华东 MDI 和 TDI 价格变化（元/吨）



资料来源：BAIINFO，国信证券经济研究所整理

## ■ 公司非公开发行 5 亿融资，抢占高端产品国产替代历史机遇

公司 3 月 17 日，公司公布非公开发行股票预案，拟以 9.40 元/股价格，向包括大股东章锋在内的认购对象定增不超过 5319 万股，募资 5 亿元用于补充流动资金，其中恒信华业、复星系、平安资管、兴业国信资管等多家知名价值投资机构跟投。

此次融资的首要目的通过扩产保障主营业务的持续增长，需要充足的流量资金作为保障。目前公司已在湖北、上海、广州、常州四地进行了产业布局，并根据市场销售规模扩大的需求，投资建设了宜城回天年产2万吨高性能聚氨酯胶粘剂及年产1万吨车辆用新材料建设项目；相继安装投产一批具备国际国内领先水平的全自动产线。随着公司近年来的产线扩建、技术设备改造升级、产品工艺流程优化、科研及检测仪器设备更新完备，公司的生产技术稳步提升、生产规模不断扩大，产品质量持续提高，产能产量、销售规模 and 市场份额进一步提高。

同时通过融资加大对新型产业产品研发和市场拓展。随着当前新能源汽车、通讯电子、轨道交通等新型行业快速发展，对胶粘剂的用量和质量都提出了较高的要求，公司在2019年这些新兴领域实现了重大技术和客户突破。在5G通讯领域，2019年公司实现与华为全面合作，供货产品种类成倍增长，在轨道交通领域公司19年获得中车大量订单，首次进入宁德时代锂电池用胶供货商名单，与中国商飞在国产大飞机领域合作。未来新兴领域需要不断的高研发投入，不断发展的市场需求，这部分会给公司2020年业绩带来较大的增量。

图 5：通讯电子行业手机用胶拆分



资料来源：新材料在线，国信证券经济研究所整理

图 6：2019 年公司轨道交通高端领域实现突破



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ **投资建议：看好胶粘剂行业国产替代机遇，公司高端领域转型会带来较大业绩增量**

我们认为在国内胶粘剂高端产品国产替代和原材料价格低位的机遇下，回天新材作为龙头公司，积极向高端领域转型，集中优势资源提前进行技术、客户和资金，未来将有较大的业绩增长。由于全球疫情扩散的影响，可能会对公司下游行业需求和海外出口造成一定的影响，我们下调了盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润 1.57/2.31/2.92 亿元，同比增速 32/47/26%，摊薄 EPS=0.37/0.54/0.69 元，当前股价对应的 PE=31.2/21.2/16.8，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**

原材料价格波动风险；宏观经济波动和下游周期变化风险；市场竞争加剧风险。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       | 利润表（百万元）         | 2018       | 2019E      | 2020E      | 2021E      |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 现金及现金等价物         | 474         | 477         | 411         | 400         | 营业收入             | 1740       | 1879       | 2366       | 2812       |
| 应收款项             | 754         | 815         | 1026        | 1219        | 营业成本             | 1299       | 1304       | 1600       | 1889       |
| 存货净额             | 242         | 241         | 298         | 353         | 营业税金及附加          | 14         | 16         | 20         | 23         |
| 其他流动资产           | 56          | 60          | 76          | 90          | 销售费用             | 146        | 175        | 222        | 264        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1525</b> | <b>1593</b> | <b>1809</b> | <b>2062</b> | 管理费用             | 86         | 176        | 232        | 274        |
| 固定资产             | 617         | 641         | 632         | 617         | 财务费用             | 1          | 7          | 7          | 7          |
| 无形资产及其他          | 180         | 173         | 166         | 159         | 投资收益             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 投资性房地产           | 86          | 86          | 86          | 86          | 资产减值及公允价值变动      | (22)       | (20)       | (18)       | (18)       |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0           | 0           | 其他收入             | (42)       | 0          | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>2408</b> | <b>2493</b> | <b>2693</b> | <b>2924</b> | 营业利润             | 131        | 180        | 266        | 335        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 275         | 275         | 275         | 278         | 营业外净收支           | 4          | 0          | 0          | 0          |
| 应付款项             | 279         | 279         | 344         | 408         | <b>利润总额</b>      | <b>135</b> | <b>180</b> | <b>266</b> | <b>335</b> |
| 其他流动负债           | 73          | 79          | 98          | 117         | 所得税费用            | 16         | 23         | 35         | 44         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>627</b>  | <b>633</b>  | <b>718</b>  | <b>803</b>  | 少数股东损益           | (0)        | (0)        | (0)        | (0)        |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>119</b> | <b>157</b> | <b>231</b> | <b>292</b> |
| 其他长期负债           | 17          | 17          | 17          | 17          |                  |            |            |            |            |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>17</b>   | <b>17</b>   | <b>17</b>   | <b>17</b>   |                  |            |            |            |            |
| <b>负债合计</b>      | <b>645</b>  | <b>650</b>  | <b>735</b>  | <b>820</b>  |                  |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 1           | 1           | 1           | 1           |                  |            |            |            |            |
| 股东权益             | 1762        | 1841        | 1957        | 2102        |                  |            |            |            |            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2408</b> | <b>2493</b> | <b>2693</b> | <b>2924</b> |                  |            |            |            |            |

| 现金流量表（百万元）     | 2018        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润            | 119         | 157          | 231          | 292          |
| 资产减值准备         | 10          | 2            | (0)          | (1)          |
| 折旧摊销           | 60          | 72           | 79           | 84           |
| 公允价值变动损失       | 22          | 20           | 18           | 18           |
| 财务费用           | 1           | 7            | 7            | 7            |
| 营运资本变动         | (131)       | (58)         | (198)        | (181)        |
| 其它             | (10)        | (2)          | 0            | 0            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>70</b>   | <b>192</b>   | <b>130</b>   | <b>212</b>   |
| 资本开支           | (71)        | (110)        | (80)         | (80)         |
| 其它投资现金流        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(71)</b> | <b>(110)</b> | <b>(80)</b>  | <b>(80)</b>  |
| 权益性融资          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 负债净变化          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 支付股利、利息        | (221)       | (79)         | (116)        | (146)        |
| 其它融资现金流        | 422         | 0            | 0            | 3            |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(20)</b> | <b>(79)</b>  | <b>(116)</b> | <b>(143)</b> |
| <b>现金净变动</b>   | <b>(21)</b> | <b>3</b>     | <b>(66)</b>  | <b>(11)</b>  |
| 货币资金的期初余额      | 495         | 474          | 477          | 411          |
| 货币资金的期末余额      | 474         | 477          | 411          | 400          |
| 企业自由现金流        | 31          | 85           | 53           | 136          |
| 权益自由现金流        | 453         | 79           | 47           | 133          |

| 关键财务与估值指标     | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.28 | 0.37  | 0.54  | 0.69  |
| 每股红利          | 0.52 | 0.18  | 0.27  | 0.34  |
| 每股净资产         | 4.14 | 4.32  | 4.60  | 4.94  |
| ROIC          | 9%   | 9%    | 12%   | 14%   |
| ROE           | 7%   | 9%    | 12%   | 14%   |
| 毛利率           | 25%  | 31%   | 32%   | 33%   |
| EBIT Margin   | 11%  | 11%   | 12%   | 13%   |
| EBITDA Margin | 15%  | 15%   | 16%   | 16%   |
| 收入增长          | 15%  | 8%    | 26%   | 19%   |
| 净利润增长率        | 8%   | 32%   | 47%   | 26%   |
| 资产负债率         | 27%  | 26%   | 27%   | 28%   |
| 息率            | 4.5% | 1.6%  | 2.4%  | 3.0%  |
| P/E           | 41.3 | 31.2  | 21.2  | 16.8  |
| P/B           | 2.8  | 2.7   | 2.5   | 2.3   |
| EV/EBITDA     | 21.6 | 19.8  | 15.2  | 12.9  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 相关研究报告

《回天新材-300041-2019 年业绩快报点评：产品结构优化，高端领域实现突破》——2020-03-02

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032