

回天新材 (300041.SZ)

深耕胶粘剂高端市场，多轮驱动龙头成长

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 杨林
证券分析师： 曹熠

010-88005379
021-60871329

◆ 基础化工 · 化学制品

yanglin6@guosen.com.cn
caoyi1@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980520120002
执证编码：S0980522080002

事项：

2022年3月中旬以来，公司有机硅胶的主要原材料107硅橡胶价格大幅下滑，从3.9万元/吨下滑至目前1.98万元/吨左右，降幅约51%左右。

国信化工观点：

1) **持续扩大现有产能规模，开拓新能源高端产品**：公司布局新能源车、通信电子和光伏新能源三大板块，产品包含：新能源车领域的聚氨酯结构粘接胶、高导热灌封胶、锂电池负极胶等产品；电子领域的聚氨酯结构粘接胶、双组分粘接密封硅胶产品；光伏领域的太阳能背板、太阳能光伏组件密封胶等产品。公司目前有机硅胶年产能约13万吨、聚氨酯胶年产能约3.5万吨、其他胶类年产能约1万吨、太阳能电池背膜年产能约8000万平方米。目前公司在建项目包括：3600万m²/年光伏背板产能，预计2023年3月底前建成；宣城回天及安徽回天布局PAA和SBR项目，一期分别规划1.5万吨产能，预计2023年中建成，总规划产能达9.6万吨；广州回天通信电子项目3.93万吨/年产能，预计2023年7月建成投产。

2) **新能源车加速渗透推动胶粘剂需求**：公司与新能源汽车动力电池领域主流客户均建立了稳定的合作关系，公司已推出新能源汽车动力电池用胶解决方案，包括高导热灌封胶、结构胶、有机硅高导热凝胶/硅脂、锂电池负极胶等，系列产品已进入动力电池行业头部客户的供应体系。我们假设新能源汽车单车用胶粘剂为25kg。据此计算，2022年我国汽车胶粘剂需求量约为56.75万吨，2025年有望提升至65.25万吨，市场空间十分广阔。

3) **光伏装机量提升推动硅胶需求**：中国光伏协会预测，未来五年全球光伏市场最高年均新增装机可达到300GW，2025年最高可达420GW。我们假设每GW光伏装机容量将消耗125吨聚氨酯胶黏剂、750吨有机硅胶，测算出到2025年全球光伏用有机硅胶需求量有望达40.95万吨、聚氨酯胶黏剂需求量有望达4.44万吨，国内胶粘剂企业将充分受益于全球光伏产业的高景气行情。公司目前在光伏硅胶行业的市场份额已高达45%以上，并配套太阳能背膜产能，未来的议价能力以及盈利能力有望持续提升。

4) **电子胶粘剂国产化加速**：公司自2017年起为华为相关产品配套提供胶粘剂，初步实现进口替代。目前公司致力于多领域大客户的导入，如5G领域的华为、中兴；消费电子领域的华为、小米、OPPO、VIVO等。随着国产替代的推进，高端胶粘剂有望为公司业绩带来强劲增长动力。2021年公司电子胶产能为1.7万吨（包括通用电子胶和高端电子胶），广州回天通信电子新材料扩建项目全面达产后，高端电子胶产能将新增3.93万吨，产能提升明显。

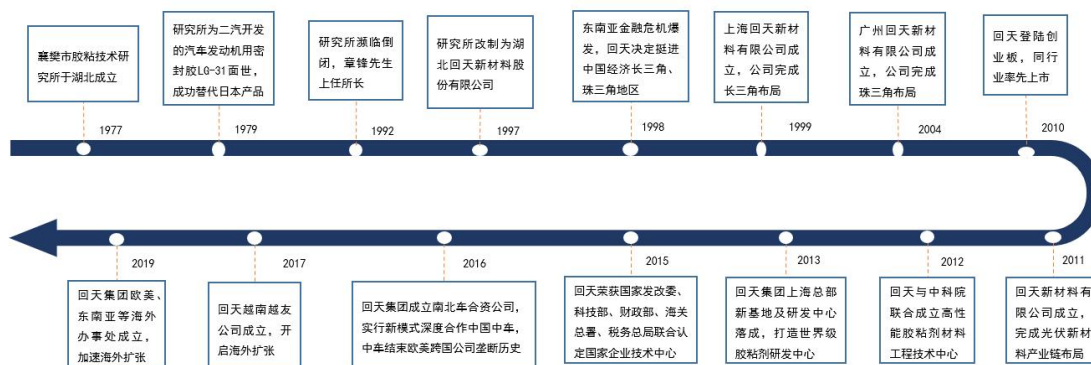
投资建议：我们认为，公司主营产品下游涉及高景气的新能源汽车、光伏和电子电器，需求持续放量，公司业绩稳中向好；公司在建及规划项目将在2022年-2025年有序投产，包括现有的胶粘剂产品和太阳能背膜的扩产，及高毛利的PAA、SBR等新增产品，预计将边际提升公司毛利率水平。预计公司2022年-2024年归母净利润为3.45/4.57/6.50亿元，EPS为0.80/1.06/1.51元/股，对应PE为24/18/13，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：原料价格波动的风险；产品价格波动的风险；产能投放不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；下游行业周期波动的风险。

评论：

湖北回天新材料股份有限公司创立于 1977 年，前身是国内最早从事胶粘剂研发的科研单位——襄樊市胶粘技术研究所，也是全国较早一批科研院所按市场化运作转制的民营高科技企业，公司于 2010 年在创业板上市。公司对内布局上海、广州、常州、湖北襄阳、宜城 5 大生产基地，总面积超过 80 万平方米；对外进军海外市场，成立越南公司，驻点中东、印度、印尼和泰国，打造替代欧美的民族胶粘剂品牌。公司是专业从事胶粘剂等新材料研发、生产销售的高新技术企业，目前主营业务产品涵盖高性能有机硅胶、聚氨酯胶、环氧树脂胶、厌氧胶、丙烯酸酯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，在沪、粤、苏、鄂四地分别建有产业基地和研发中心。公司经过 40 多年的发展已成为集科研、生产、销售为一体的国家重点高新技术企业，是当前中国 5G 通讯、消费电子、新能源汽车、轨道交通、光伏、包装、建筑等行业胶粘剂和新材料的内资龙头供应商。公司布局新能源车、通信电子和光伏新能源三大板块，现有产品中新能源车领域对应目前公司的聚氨酯结构粘接胶、高导热灌封胶、有机硅高导热凝胶/硅脂、锂电池负极胶等产品；电子对应目前的聚氨酯结构粘接胶、双组分粘接密封硅胶产品；光伏产业对应目前的 KPX 太阳能背板、太阳能光伏组件密封胶等产品。公司目前有机硅胶年产能约 13 万吨、聚氨酯胶年产能约 3.5 万吨、其他胶类年产能约 1 万吨、太阳能电池背膜年产能约 8000 万平方米。

图 1：回天新材发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

表 1：公司主要产品及用途

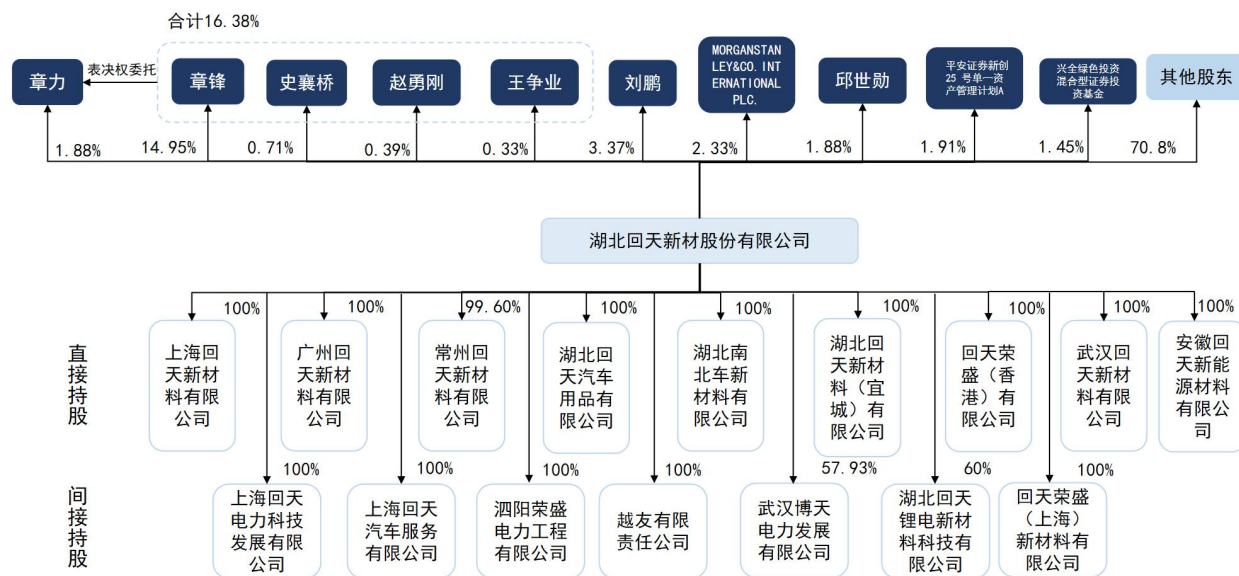
类别	主要产品	主要用途及应用领域
高性能有机硅胶	单组份有机硅密封胶	主要用于 5G 基站、手持设备、手机充电器等电子、家电、太阳能、汽车、工程机械及轨道交通车辆的零部件，各类建筑施工中门窗接缝处、内外墙体间的密封、粘接。
	双组份缩合型有机硅胶	主要用于电子电器的密封、粘接，LED 显示屏灌封、模具制造、电厂烟囱脱硫材料粘接，中空玻璃的密封，玻璃、石材、铝板幕墙、玻璃光顶和金属结构的结构粘接密封等。
	双组份加成型有机硅胶	主要用于 5G 基站、逆变器、锂电池、电子线路板等电子电器的密封，HID 灯、大功率 LED 照明、风能电机的涂覆与绝缘等。
聚氨酯胶	单组份聚氨酯胶	主要用于汽车风挡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 热熔胶广泛应用于手持电子设备的组装粘接；家用电器设备的面板粘接密封；纺织材料和家具装饰材料的复合粘接；以及汽车内饰件和外饰件的粘接。
	双组份聚氨酯胶	主要用于复合材料的粘接，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，锂电池结构导热、工业、食品软包装膜的复合和水处理行业超滤丝的粘固定上也有大批量的应用。
	锂电池负极胶	用于动力/3C/储能等领域锂离子电池中负极材料的粘接，满足电极浆料和极片加工工艺需求，以及电池充放电循环工作要求。
	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。
	消费电子泡棉胶	微孔聚氨酯泡棉具有优异的抗压压缩变形能力和优异的回弹性，为消费电子市场提供缓冲、减

		震、密封的解决方案。
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。
三防漆	低气味聚氨酯三防漆	低气味聚氨酯类三防漆，使用环保型溶剂替代传统芳烃类、酯类、醇类溶剂，用于电子电路板、PCBA 板防护，保护 PCBA 板上的电子元器件在恶劣环境中可以正常工作，延长各种元器件的使用寿命。
	UV-湿气双重固化三防漆	UV 快速固化三防漆，替代溶剂型三防漆，经济、环保，用于电子电路板、PCBA 板防护，保护 PCBA 板上的电子元器件在恶劣环境中可以正常工作，延长各种元器件的使用寿命。
环氧树脂胶	车身结构胶	主要用于汽车白车身的侧围、天窗、前后轮罩、后隔板支撑延伸板、门槛、支柱、车顶连接梁等部位的粘接。适用于全铝车身、铝钢混合、碳纤维结构、全景天窗等相同金属间、不同金属间及非金属间的粘接，促进轻量化、车身结构设计变革，简化焊接工艺，降低成本；提高整车性能：车身刚度、抗撞性能、结构耐久性，噪声、振动与声振粗糙度等。
	军工环氧胶	主要用于各类军机、大飞机、发动机的结构粘接、补强和灌注。有助于相关设备的可靠性、轻量化、减振降噪。
	电子灌封环氧胶	用于电源、变压器、继电器、水表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。如：逆变器磁芯、芯片固定等。
	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。
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。
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。
	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。
	硅烷改性密封胶	主要用于结合处密封，如焊缝，接缝等密封；如家具制造、装修装饰、展览展示厅、橱柜门板等行业中的粘接密封；中高强度接缝处的粘接密封，如集装箱，电梯桥箱，汽车车身、内饰、空调、洁净室、通风设备的密封。
包装胶	溶剂型包装胶	应用于各种包装薄膜材料之间的复合，如食品包装、日化包装、医药包装、工业复合领域，主要起到保护内容物的作用。
	无溶剂包装胶	无溶剂包装胶，替代溶剂型包装胶，高效、环保、经济，主要应用于食品包装行业，快速取代溶剂型包装胶产品。
	汽车制动液	对汽车制动系统的橡胶皮碗及金属部件起保护作用，有优异的防锈、防腐蚀作用。
	太阳能电池背膜	是太阳能电池组件的最外面一层高分子材料，对电池片起到保护和支撑的作用，用来抵御恶劣环境对组件造成伤害，确保组件使用寿命。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2021 年 12 月 16 日，公司原控股股东章锋通过大宗交易方式向章力转让其持有的公司 8078600 股无限售条件流通股，占公司总股本的 1.87%；2021 年 12 月 15 日，章锋、史襄桥、王争业、赵勇刚分别将其持有的回天新材合计 70,589,331 股股份对应的表决权委托给章力先生。公司控股股东、实际控制人变更为章力，占公司总股本的 18.26%。目前公司在国内已设立 16 家经营型子公司，主要从事胶粘剂和新材料的研发、生产和销售工作。其中直接持股 8 家，分别为上海回天新材料、广州回天新材料、常州回天新材料、湖北回天汽车用品、湖北南北车新材料、湖北回天新材料（宜城）、回天荣盛（香港）有限公司、武汉回天新材料、安徽回天新能源材料有限公司。

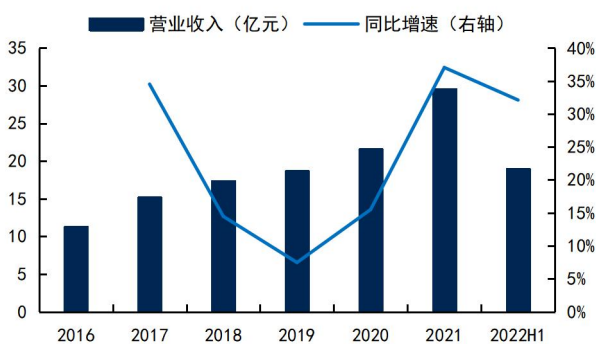
图2：回天新材股权结构



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

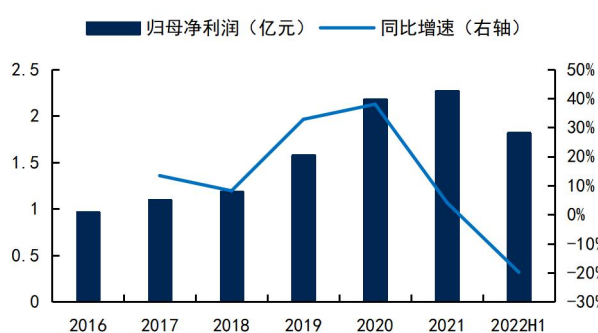
公司营收及归母净利润实现同步增长。2016年至2021年，公司业绩稳步提升，营业收入从11.3亿元提升至29.6亿元，CAGR为21.24%；归母净利润从0.97亿元提升至2.27亿元，CAGR为18.54%。2022年H1公司实现营业收入19.00亿元，同比增长34.8%；实现归母净利润1.82亿元，同比增长36.7%。其中，2022年Q1公司实现营业收入9.64亿元，同比增长33.1%；实现归母净利润8861万元，同比增长17.3%。2022年Q2公司实现营业收入9.36亿元，同比增长36.7%；实现归母净利润9359万元，同比增长27.5%。

图3：2016年-2022H1公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2016年-2022H1公司归母净利润及同比增速

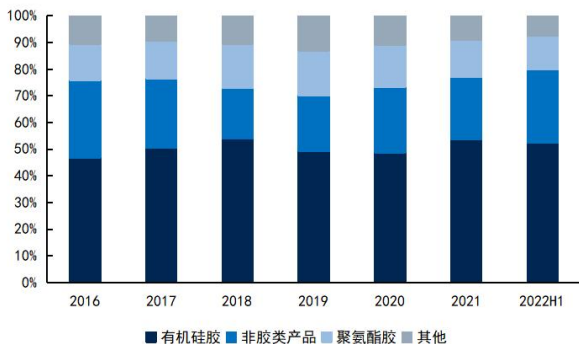


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

光伏用有机硅胶是公司拳头产品，全球化战略取得初步成效。从公司营业收入结构情况来看，光伏新能源板块收入占公司营收的一半以上，在这个领域已形成稳固的行业龙头优势，据公司披露的投资者关系活动记录表，公司目前在光伏硅胶行业的市场份额已高达45%以上。此外，公司还深耕交通运输设备、电子电器用胶粘剂行业，2021年营收占比分别为17%、16%。随着公司在逆变器、锂电池、通讯电子、消费电子等领域陆续通过一些典型客户测试，形成系列化产品，全面承接进口替代，我们预计公司市场份额有望继续提升。公司于2016年开始布局全球化，相继成立回天越南越友公司、欧美、东南亚等地的海外办事处，与此同时公司出口业务实现大幅增长，国外销售收入从2016年的0.32亿元快速增长至2021年的2.75亿元，占比提升至9.31%，2022年上半年公司出口业务实现销售收入约2.52亿元，同比增长100.18%。公

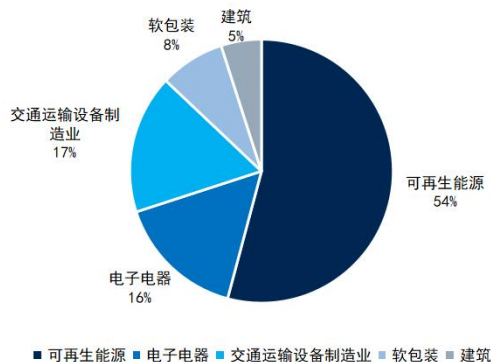
司聚焦东南亚、印度、中东三大片区进行业务拓展，并逐步建设东亚片区，公司产品在国外的光伏、电子、包装等各个应用领域均实现高速增长，未来销量有望快速提升。

图5: 2016年-2022H1 公司营业收入分产品构成



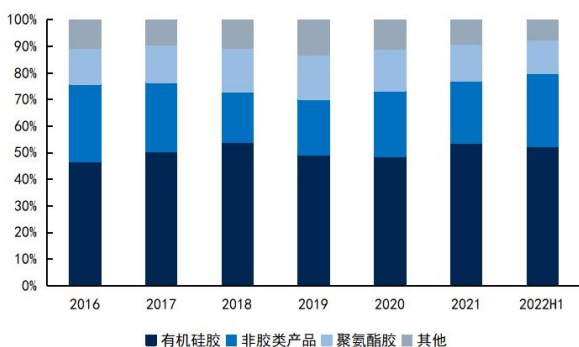
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 2021年公司营收分行业构成



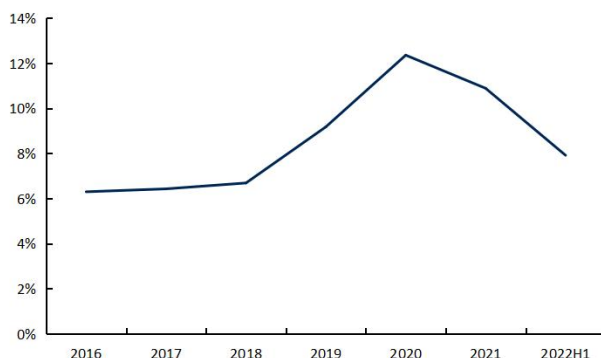
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 2016年-2022H1 公司营收分地区构成



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 2016年-2022H1 公司 ROE 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

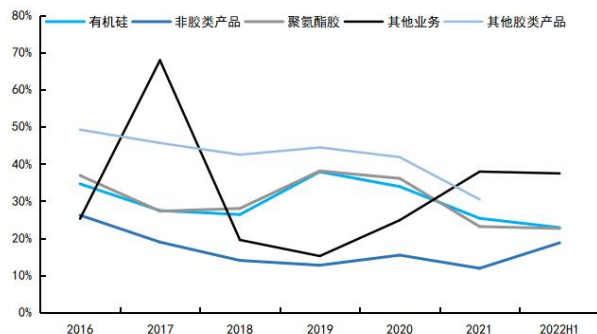
主营产品盈利能力稳定，净利率实现稳中有升。2016至2022年上半年，公司的销售毛利率有所降低，但销售净利率实现提升，在此期间，公司的销售毛利率从33.59%降至22.75%，始终维持在20%以上，而公司的销售净利率却从8.53%提升至9.58%，公司整体盈利能力良好。从各产品的毛利率来看，2016至2021年，公司的有机硅胶产品毛利率始终在25%以上，2022年上半年的毛利率为22.83%，公司整体毛利率与有机硅胶产品的毛利率大致相同。公司聚氨酯胶产品的毛利率从2016年的36.85%降至22.59%。随着胶粘剂行业的市场竞争日趋激烈，低端胶粘剂产品利润趋薄，一些技术水平落后的小型生产企业相继被淘汰，我们认为作为具备较强研发实力和产能规模的国内胶粘剂龙头企业，公司的中高端产品盈利水平有望持续维持较高水平。

图9：2016年-2022H1公司净利率及毛利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

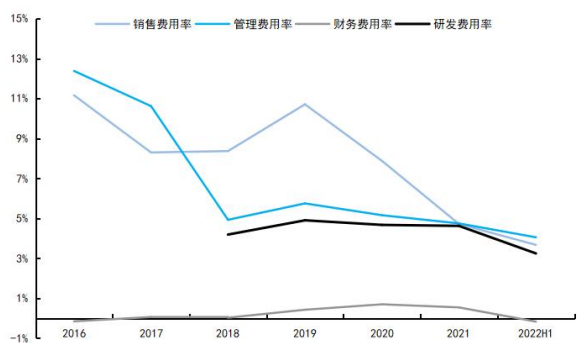
图10：2016年-2022H1公司主营产品毛利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

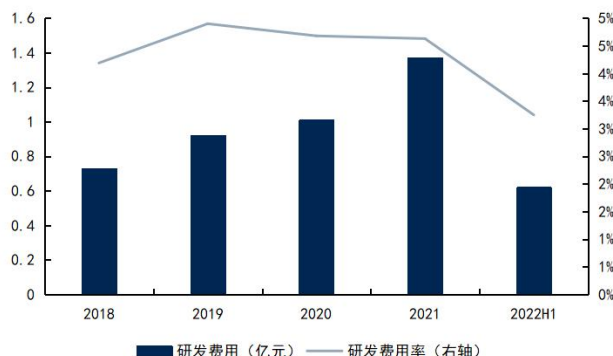
期间费用率下降，研发投入提升打造公司核心竞争力。2016至2022年上半年，公司整体的期间费用率从23.39%降至10.81%，说明公司管控能力提高，盈利空间有望继续扩大。从费用构成看，公司的销售费用率和管理费用率明显降低，分别从2016年的11.16%、12.38%降低至2022年上半年的3.67%、4.05%，而公司的财务费用率始终维持在较低水平。值得一提的是，公司的研发费用率始终保持在较高水平，公司持续聚焦重点应用领域、重点产品，加大研发投入和技术成果转化，产品结构持续优化升级，在胶粘剂高端应用领域打破国外企业技术壁垒，2019至2021年的平均研发费用投入占营业收入的比例为4.72%。截至2022年6月30日，公司及子公司拥有196项授权专利权，其中发明专利115项、实用新型专利78项、外观设计专利3项。未来公司将围绕新能源汽车、通讯电子等高端电子、光伏新能源等核心重要赛道加大研发投入、人才引进和技术创新，加快进口替代步伐。

图11：2016年-2022H1公司期间费用率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

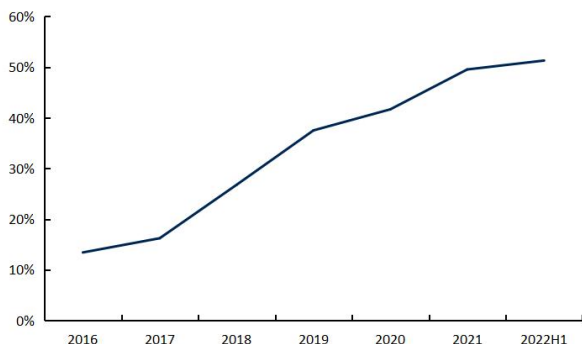
图12：2016年-2022H1公司研发费用情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

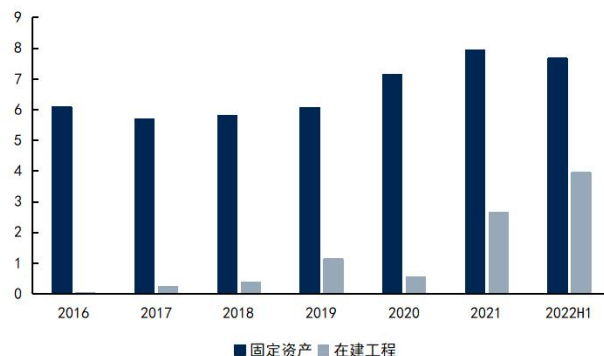
加大资本开支，项目集中投产贡献业绩。2016年至2022年上半年，公司的资产负债率从2016年的13.41%提升至51.30%，与此同时公司的固定资产与在建产能近年来也在提升，资产负债率与在建工程的提升与公司近年来的扩张战略相对应，期间公司完成了年产2万吨高性能聚氨酯粘剂及年产1万吨车辆用新材料项目建设并开启了全球化扩张。目前，公司启动了光伏背板的扩产计划，新增的3600万m²/年产能将于2023年3月底前建成；新能源车板块对负极胶PAA和SBR两个系列产品均进行了布局，总体产能规划9.6万吨，其中PAA和SBR一期分别1.5万吨产能预计于2023年中建成（目前PAA具备2500吨/年供货能力）；电子板块的广州通信电子项目3.93万吨/年产能紧锣密鼓推进中，预计于2023年7月建成投产。

图 13: 2016 年-2022H1 公司资产负债率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2016 年-2022H1 公司固定资产与在建工程情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 公司在建项目

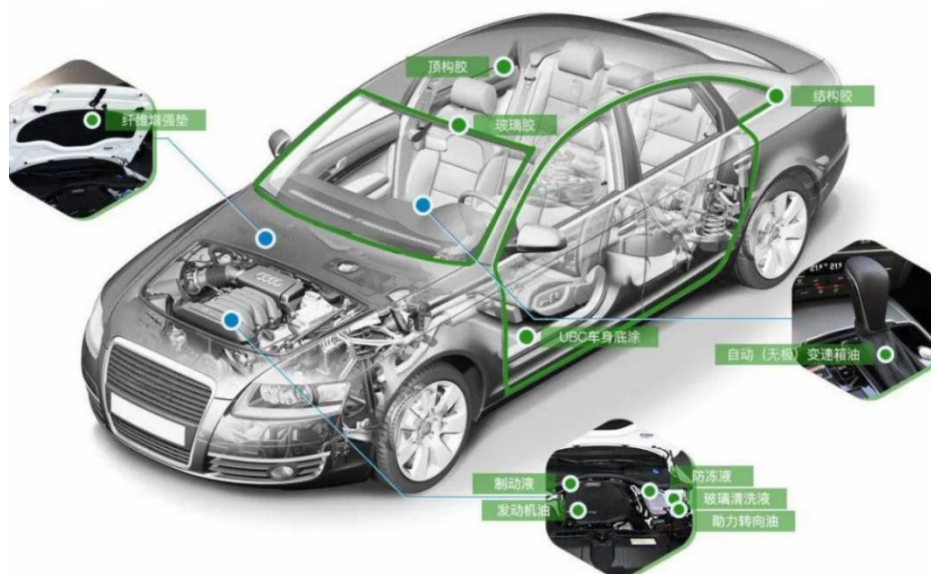
项目名称	实施主体	主要建设内容	项目进度
改性环保型胶粘剂迁建项目	湖北回天 (襄阳)	8000 吨/年环保型聚氨酯胶及 5000 吨/年改性型硅胶和中试产品的生产装置	进度已超 90%, 预计 2022 年年内建成投产
通信电子新材料扩建项目	广州回天	单双组分有机硅胶、UV 胶 (紫外光固化胶粘剂)、环氧胶、导热材料、电子/芯片封装胶等高端电子胶产能合计预计于 2023 年建成约 3.93 万吨/年	
年产 5.1 万吨锂电池电极胶粘剂项目	湖北回天 (宣城)	产品种类主要为用于锂电池的水性胶粘剂, 一期建成后新增产能 1.5 万吨/年, 二期建成后新增产能 3.6 万吨/年, 两期新增产能合计 5.1 万吨/年	预计于 2023 年中建成
太阳能电池背膜扩建项目	常州回天	2 条双面涂覆型太阳能电池背膜生产线, 合计年产能 3600 万平方米	预计至 2023 年 3 月底建成投产
年产 7.5 万吨锂电新材料产业园项目	安徽回天	一期建设年产 3 万吨锂电池电极胶粘剂和特种硅树脂项目; 二期建设年产 4.5 万吨锂电池电极胶粘剂和特种硅树脂项目。锂电池电极胶粘剂项目主要产品为 SBR (丁苯橡胶) 水性胶粘剂。	规划中 (一期预计于 2023 年中建成)

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新能源汽车渗透率提升, 动力电池推动胶粘剂需求

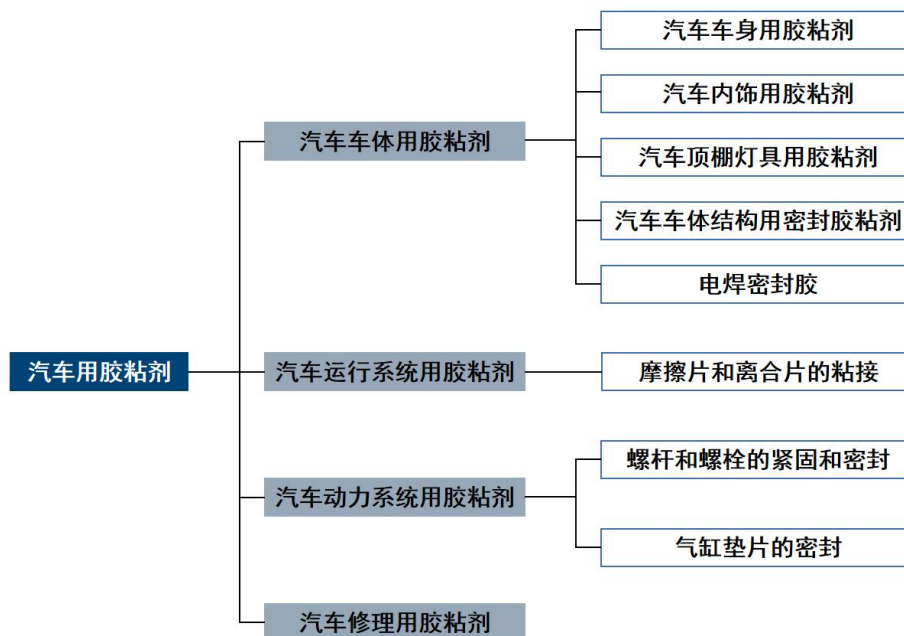
胶粘剂在汽车生产中应用广泛。汽车用胶粘剂是一种起连接作用的物质, 应用于同种或异种材料之间, 起连接、固定、减振、吸能或密封的作用。在汽车制造中, 良好的粘接技术的使用可以提高驾乘的舒适性, 降低噪音、减震、轻量化、降低能耗、简化工艺, 提高产品质量, 因此, 胶粘剂在车辆设计、制造中起到了不可替代的作用。汽车用胶粘剂可以分为汽车车体用胶粘剂、汽车运行系统用胶粘剂、汽车动力系统用胶粘剂以及汽车修理用胶粘剂。其中汽车车体用胶粘剂主要用于汽车车体结构的粘接部位包括车身、顶棚、车门和座椅等的粘接和密封, 可分为汽车车身用胶粘剂、汽车内饰用胶粘剂、汽车顶棚灯具用胶粘剂、汽车车体结构用密封胶粘剂、电焊密封胶。汽车运行系统的粘接主要包括摩擦片和离合片的粘接。汽车动力系统的粘接部位主要包括螺杆和螺栓的紧固和密封, 气缸垫片的密封。随着汽车向环保节能、安全舒适、轻量化、低成本、长寿命和无公害方向发展的需求, 新型高品质汽车胶粘剂的开发和应用必将愈来愈重要。据吉利汽车研究院 (宁波) 有限公司发布的《汽车用胶粘剂的轻量化技术研究》文中介绍, 粘接是汽车制造的关键工艺技术, 胶粘剂单车用量达 15 kg 以上。

图 15: 传统汽车用胶粘剂示意图



资料来源：德联集团官网，国信证券经济研究所整理

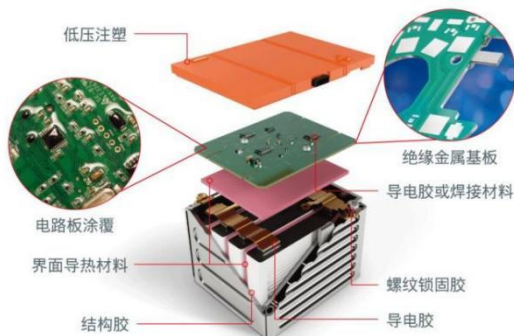
图 16: 汽车用胶粘剂的分类



资料来源：艾立特汽车设计平台，国信证券经济研究所整理

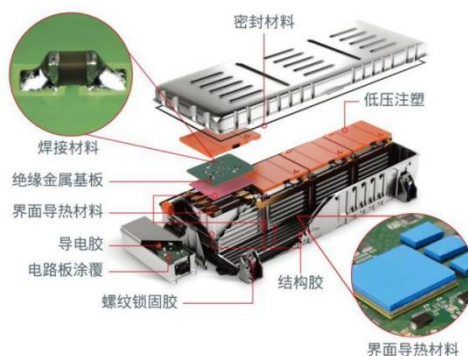
新能源汽车比传统汽车使用更多的胶粘剂。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会发布的《中国胶粘剂和胶粘带行业现状及发展趋势》，新能源汽车动力电池组装单车用量（PACK 密封、结构导热、结构粘接、BMS 防护、电芯粘接、电池灌封、螺纹锁固、壳体粘接等）将达到约 5 公斤，单车约 500-1000 元人民币的销售额，同时汽车电子用胶也将是重点关注对象，新能源汽车需求的快速增长将为胶粘剂行业带来新的发展机遇。

图 17: 电池模组用胶粘剂示意图



资料来源: 德国汉高, 国信证券经济研究所整理

图 18: 电池包用胶粘剂示意图



资料来源: 德国汉高, 国信证券经济研究所整理

胶粘剂在动力电池上的四大作用: (1) 为动力电池提供防护效果; (2) 实现安全可靠的轻量化设计; (3) 热管理; (4) 帮助电池应对更复杂的使用环境。新能源汽车用的 GTP 结构电池包, 在设计上省却或大幅省去中间模组部件, 转而使用大量胶来连接固定电芯。这些胶类的应用主要有两大需求点: 第一类为结构胶, 即以结构粘接为主, 兼顾一定的导热作用; 第二类为导热胶, 即以导热粘接为主, 胶粘剂应用的目的是将电芯工作时产生的热量导出到外部的散热部件, 实现热管理的部分功能作用, 兼顾结构粘接要求。结构胶是指应用于受力结构件胶接场合, 能承受较大动负荷、静负荷并能长期使用的胶粘剂。代替螺栓、铆钉或焊接等形式用来接合金属、塑料、玻璃、木材等的结构部件, 属于长时间经受大载荷、而性能仍可信赖的胶粘剂。导热胶主要用于完成电芯与电芯之间, 以及电芯与液冷管之间的热传导, 胶的具体使用形式包括垫片、灌封、填充等。

表 3: 新能源汽车动力电池用胶点解析

应用部位	要求	推荐胶粘剂
电芯与电芯之间的粘接——结构粘接	粘接定位, 导热, 与 PET 膜和铝板粘接性好	双组份聚氨酯结构胶, 单组份有机硅胶, 双组份硅胶
导电片与模组壳体的粘接	粘接定位, 耐温-40℃~85℃ 快速定位;	双组份丙烯酸结构胶、耐高温热熔胶
电芯灌封	导热, 固定电芯, 减震, 阻燃, 增加安全性, 低密度	双组份导热硅胶
圆柱形电池底部的粘接固定	阻燃, 低气味, 对铜/铝/PVC/PP/硅胶材料无腐蚀性, 尽可能快速固化	阻燃黄胶, UV 胶, 环氧保护胶
圆柱电池支架固定	耐老化性能优异, 柔韧性能好	丙烯酸结构胶
底板与电芯之间的导热	环保, 具有触变性, 导热性好, 室温下能快速固;	导热环氧结构胶, 双组份丙烯酸结构胶
电池的螺纹锁固	能满足要求的振动, 机械冲击, 跌落, 翻转, 模拟碰撞等测试。	厌氧螺纹锁固胶
铭牌粘接	耐振动, 胶层有韧性, 初粘力强, 胶黏剂具有一定的触变性, 对基材粘接力好。	丙烯酸结构胶、低温固化环氧胶。

资料来源: 森蔚汽车, 国信证券经济研究所整理

我国汽车产销量巨大, 未来仍有提升空间。2012 年, 国内汽车销量为 1930.64 万辆; 2021 年, 国内汽车产销量达 2627.5 万辆, 10 年增幅高达 36%, 稳居世界 20 第一大新车单一市场。虽然近年汽车市场呈现低速增长, 但未来的增长潜力十分可观。目前中国每千人汽车保有量大约为 160 台, 跟主要发达国家保有量水平还有比较大的差距, 比如美国约为 850 台, 德国约为 600 台, 中国三四线城市和农村地区仍有很大的增长空间, 我们认为汽车行业在如今 2000 余万台年销量的基础上, 仍有望实现低速增长。

新能源汽车产销量快速提升, 未来有望成为我国汽车销售主力。中汽协数据显示, 2021 年, 我国新能源汽车产销分别完成 354.5 万辆和 352.1 万辆, 连续 7 年位居世界第一。新能源汽车产销同比均增长 1.6 倍, 新能源汽车的市场占有率达到 13.4%, 高于上年 8 个百分点。此外, 新能源汽车在私人市场的消费已经达到了 88%, 新能源汽车市场化程度很高。中汽协预测, 2022 年中国新能源汽车销量将达到 550 万辆。根据

国务院发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，到2025年，我国新能源汽车新车销量占比将达20%，到2035年纯电动汽车成为新销售车辆主流。而据中汽协数据，2022年上半年，国内新能源汽车产销分别为266.1万辆和260万辆，同比增长均为1.2倍，市场占有率达到21.6%。新能源汽车新车销量占比将达20%的目标有望于今年实现，未来新能源汽车渗透率有望持续超预期提升。

图19：2016-2022年H1 中国汽车产销量及增速



资料来源：Wind、中汽协、中国汽车报，国信证券经济研究所整理

图20：2016-2022年H1 中国新能源汽车产销量及增速



资料来源：Wind、中汽协，国信证券经济研究所整理

我国汽车用胶粘剂年需求量有望达 65.25 万吨。根据《汽车胶粘剂密封胶及其应用技术的发展》文中数据，轿车每车用胶约 20kg、微型车约 5 kg、中型车约 16kg、重型车约 22kg，结合吉利汽车研究院提及的胶粘剂单车用量达 15 kg 以上数据，我们假设传统汽车单车用胶粘剂为 20 kg。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行业现状及发展趋势》，新能源汽车动力电池组装单车用胶量将达到约 5 公斤，我们假设新能源汽车单车用胶粘剂为 25 kg。据此计算，2022 年我国汽车胶粘剂需求量约为 56.75 万吨，2025 年有望提升至 65.25 万吨，市场空间十分广阔。

表4：中国汽车用胶粘剂需求测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国汽车产量 (万辆)	2608.2	2700	2800	2900	3000
传统汽车产量 (万辆)	2253.7	2150	2100	2030	1950
传统汽车单车用胶量 (千克)	20	20	20	20	20
传统汽车胶粘剂需求量 (万吨)	45.07	43.00	42.00	40.60	39.00
新能源汽车渗透率	13.59%	20.37%	25%	30%	35%
新能源汽车产量 (万辆)	354.5	550	700	870	1050
新能源汽车单车用胶量 (千克)	25	25	25	25	25
新能源汽车胶粘剂需求量 (万吨)	8.86	13.75	17.50	21.75	26.25
汽车胶粘剂需求量合计 (万吨)	53.94	56.75	59.50	62.35	65.25

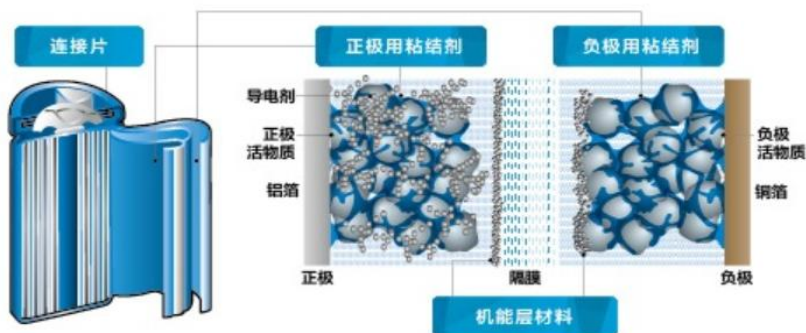
资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理并预测

公司的胶粘剂产品能够满足包括麒麟电池在内的新型电池技术指标要求。宁德时代第三代 CTP 麒麟电池续航 1000 公里，2023 年量产上市，据公司投资者关系活动记录表中披露，公司调研认为 TP 电池用胶量比常规电池要增加。公司与新能源汽车动力电池领域主流客户均建立了稳定的合作关系，公司在生产研制动力电池用相关胶粘材料的合作过程中积累了丰富的经验，能够满足包括麒麟电池在内的新型电池技术指标要求。公司已推出新能源汽车动力电池用胶解决方案，包括高导热灌封胶、结构胶、有机硅高导热凝胶/硅脂、锂电池负极胶等，系列产品已进入动力电池行业头部客户的供应体系。

公司布局锂电池电极胶粘剂项目，有望抓住我国高端胶粘剂进口替代机遇。公司负极胶 PAA 和 SBR 两个系列产品均进行了布局，总体产能规划 9.6 万吨，其中 PAA 产品已在多家动力锂电池客户中通过技术测试

证, 已实现头部客户部分供货, 目前 PAA 具备 2500 吨/年供货能力; 年产 5.1 万吨锂电池电极 PAA 胶粘剂项目已启动建设, 项目一期预计 2023 年上半年建成投产, 年产能可为 1.5 万吨。公司 SBR 产品目前在几家标杆客户进行产品后期技术验证中, 同时公司正在积极推进年产 7.5 万吨锂电新材料产业园项目建设, 其中包含年产 4.5 万吨锂电池电极 SBR 胶粘剂项目, SBR 一期 1.5 万吨产能预计于 2023 年中建成。

图 21: 电池用粘结剂示意图



资料来源: 德联集团官网, 国信证券经济研究所整理

光伏硅胶贡献主要业绩, 持续扩大光伏产品布局

光伏装机量的提升将大幅拉动胶粘剂需求。在国家政策支持及行业技术水平提高的驱动下, 我国逐步发展成为全球最重要的太阳能光伏应用市场之一。太阳能作为可再生能源的重要组成部分, 拥有诸多优势, 是我国未来新能源发展的主要趋势, 我国太阳能光伏市场未来发展空间广阔。中国光伏行业协会数据显示, 中国光伏发电装机容量由 2016 年的 77.42GW 增长至 2021 年的 306.56GW, 年均复合增长率为 34%。2022 年上半年, 我国太阳能发电装机容量 33677 万千瓦, 同比增长 25.8%。中国光伏行业协会预测, “十四五”期间我国年均新增光伏装机规模预计高达 70GW~90GW。随着东南亚、拉美、中东等地区国家积极推进光伏项目, 光伏市场参与者不断涌入, 在海外市场的拉动下, 出口市场也将进一步呈分散趋势。根据 Virtual Capitalist 网站发表的不同国家和地区在太阳能电池光伏制造各环节在国际市场上的份额信息图, 中国在世界太阳能电池板供应链处于绝对优势, 在太阳能光伏产业各个环节都超过或接近 75%。其中多晶硅占比 79.4%、硅片占比 96.8%、电池占比 85.1%、组件占比 74.7%, 未来全球的大部分光伏组件都将在中国生产, 胶粘剂作为光伏行业的重要辅助材料之一, 全球光伏新能源行业的持续健康发展将为我国光伏胶粘剂龙头企业带来更广阔的市场空间。

图 22: 2016-2021 年中国光伏累计及新增装机容量情况



资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理

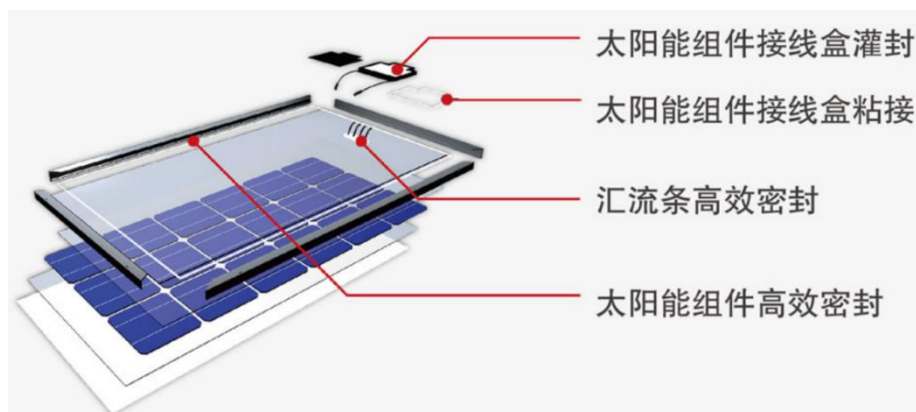
图 23: 2016-2021 年全球光伏累计及新增装机容量情况



资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理

光伏行业用胶主要包括有机硅胶及太阳能电池背板用胶，有机硅胶主要用于光伏组件的封装。光伏组件在生产过程所使用的硅胶为光伏专用有机硅胶，需要用硅胶对层压组件进行密封，对接线盒进行粘接。光伏组件用有机硅胶在生产时有两种功能，一部分用作组件封装材料，与铝边框粘结，将组件封装起来，起到封装、缓冲、绝缘等作用；另一部分用作粘接接线盒。有机硅胶产品的基本结构单元是由硅-氧链节构成的，侧链则通过硅原子与其他各种有机基团相连，具有低温弹性好，热稳定性优秀、电绝缘性能优秀、耐高低温、抗氧化、耐辐照、无腐蚀等诸多优点，非常适合用于光伏组件的封装。有机硅胶有很多种，大体分为硅橡胶、硅树脂、硅油三大类。其中硅橡胶是应用最广泛的一种。据公司最新披露的投资者关系记录表，公司目前在光伏硅胶行业的市场份额已高达 45% 以上。

图 24：光伏组件用有机硅胶示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

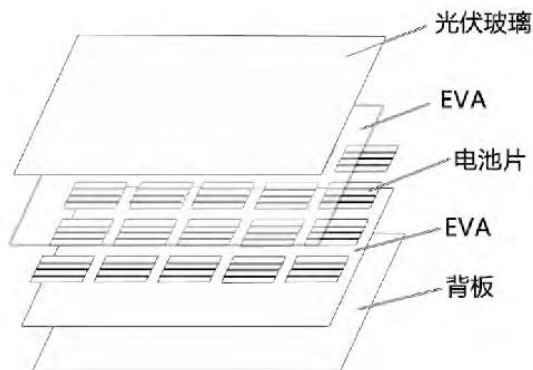
表 5：硅胶与聚氨酯等传统密封材料的对比

	有机硅	聚氨酯
使用方便性	方便	不方便, 需加热使用
固化后的强度	一般	优异
对材料的粘结能力	一般	优异
固化后使用温度范围	-50~200°C	-30~110°C
电气绝缘性能	优异	优异
耐湿热加速老化性能	优异	差
耐紫外加速老化性能	优异	差

资料来源：胶粘剂行业资讯，国信证券经济研究所整理

太阳能电池背板对胶粘剂性能要求较高。太阳能电池背板位于太阳能电池板的背面，对电池片起保护和支撑作用。复合型背板一般具有 3 层膜结构：外层为含氟保护层，可以防止水气侵蚀、抗紫外线等；中间层为聚对苯二甲酸二乙二醇酯（PET）薄膜，具有良好的绝缘性能和强度；内层为氟膜或聚乙烯（PE）膜。3 层膜结构通过胶粘剂粘接，组成太阳能背板。商用晶硅太阳能电池组件需要满足 25 年的湿热、干热和紫外等环境考验与使用，需要具有可靠的绝缘性、阻水性和耐老化性。太阳能背板的性能不仅仅依赖于膜材料性能，与胶粘剂的性能也息息相关。需要胶粘剂具备十分优良的耐水解性、耐高温性和耐老化性，同时还需要具备优异的抗黄变性能。目前行业内均采用温度为 85°C 和 85% 相对湿度（双八五）的条件对太阳能背板胶进行测试验证，随着光伏产业的发展，对太阳能背板胶的性能要求不断提高，其双八五测试要求的时间也从太阳能电池发展初期的 1000h 提高至 2000h，部分客户已经开始要求 3000-4000h，即在温度 85°C 和 85% 相对湿度的条件下放置 3000h 后，背板表面不鼓包、不起泡，具有一定的粘接强度，且对背板膜材层间的初始剥离强度要求亦不断提高，这对胶粘剂的性能提出了更为严苛的要求。

图25: 太阳能电池结构示意图



资料来源:《太阳能背板胶研究进展》, 国信证券经济研究所整理

图26: 太阳能背板结构示意图



资料来源:《太阳能背板胶研究进展》, 国信证券经济研究所整理

含氟背板在未来一段时间内仍将是太阳能背板主流。目前, 市场上使用的背板有含氟背板、不含氟背板、玻璃背板和其他背板, 目前除玻璃背板外, 其余材质背板均需要使用胶粘剂。2021 年含氟背板是市场主流, 占比为 65.9%, 其次是玻璃背板市场占比 24.4%。但未来几年, 从发电量、环保及成本考虑, 玻璃背板的市占率将提升, 但以含氟背板为代表的需要使用胶粘剂背板仍将是主流材质。

1GW 太阳能电池组件需要消耗约 758.75 吨光伏有机硅胶、124.76 吨聚氨酯树脂胶粘剂。目前背板胶均为溶剂型双组分聚氨酯, 一方面可以提高聚酯的耐候、耐水解性, 使用耐水解的原料合成性能更加优异的聚酯, 聚酯的耐水解性能提高可以促进胶粘剂的耐候性改善。根据公司公告《关于控股子公司投资建设太阳能电池背膜及有机硅胶项目的议案》, 公司 8000 万平方米太阳能电池背膜年产能可为约合 18GW 太阳能电池组件提供配套, 6.07 万吨光伏有机硅胶年产能可为约合 80GW 太阳能电池组件提供密封胶、灌封胶配套。可以推算出 1GW 太阳能电池组件需要消耗约 444.44 平方米背膜、758.75 吨光伏有机硅胶。根据《年产 3000 万平方米太阳能电池背膜扩建项目环评报告》, 年产 3000 万平方米太阳能电池背膜项目的聚氨酯树脂胶粘剂消耗量为 842.1 吨/年, 根据以上信息可得, 1GW 太阳能电池组件需要消耗约 124.76 吨聚氨酯树脂胶粘剂。中国光伏协会预测, 未来五年全球光伏市场最高年均新增装机可达到 300GW, 2025 年最高可达 420GW。基于以上信息, 我们假设每 GW 光伏装机容量将消耗 125 吨聚氨酯胶粘剂、750 吨有机硅胶, **测算出到 2025 年全球光伏用有机硅胶需求量有望达 40.95 万吨、聚氨酯胶粘剂需求量有望达 4.44 万吨**, 国内胶粘剂企业将充分受益于全球光伏产业的高景气行情。

表6: 公司太阳能背膜产销数据

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 Q1
产能 (万 m ²)		3000	5000	6500
产量 (万 m ²)		2324.95	4361.47	5942.36
销量 (万 m ²)		2229.7	4136.61	5863.42
产能利用率		0.775	0.8723	0.9142
产销率		0.959	0.9484	0.9867
销售单价 (元/m ²)		11.41	9.8	9.71
销售收入 (亿元)		2.54	4.05	5.69

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

原料 107 硅橡胶价格回落, 盈利能力边际改善。据公司年报披露, 2020 和 2021 年公司工程胶粘剂和化学品中原材料占营业成本比重分别为 91.98%和 90.95%, 直接影响公司有机硅胶产品的盈利水平。生产有机硅胶的主要原料是料 107 硅橡胶。近年来, 因国家环保监管趋严、部分原料厂家关停限产、基础化工原料价格普遍上涨, 公司主要原材料的价格受上游原料价格和市场供需关系影响, 呈现不同程度的上涨, 2019 年度采购价格回归至理性区间。2020 年度, 受 107 硅胶、硅油等部分原材料价格继续回落影响, 公司有机硅胶产品平均销售单价有所下降; 聚氨酯胶及其他胶类产品销售价格基本保持稳定。2021 年度, 受大宗商

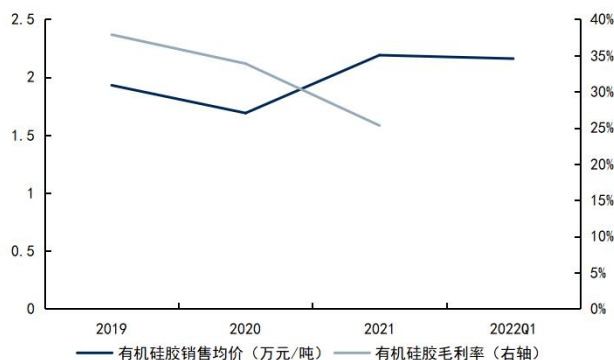
品价格上升影响，以 107 硅胶为例等原材料价格上升影响，公司产品成本有所上升，公司主要产品有机硅胶价格同步上调。2022 年以来，107 硅橡胶价格先涨后跌，整体呈下跌趋势，从年初的约 3 万元/吨涨至 3 月中旬的 3.9 万元/吨，后一路下跌至 9 月上旬的约 2 万元/吨。受原料硅橡胶价格上涨影响，2022 年上半年，公司有机硅胶产品的毛利率为 22.83%，较 2021 年全年的 25.32% 下降 2.49 pct。考虑未来光伏装机容量不断提升带来的旺盛需求，我们认为，公司作为有机硅胶龙头企业，市占率超 45%，未来的议价能力以及盈利能力有望持续提升。

图 27: 2017 年至今 107 硅橡胶价格走势



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 28: 2019 年至 2022 年 Q1 公司有机硅胶售价及毛利情况

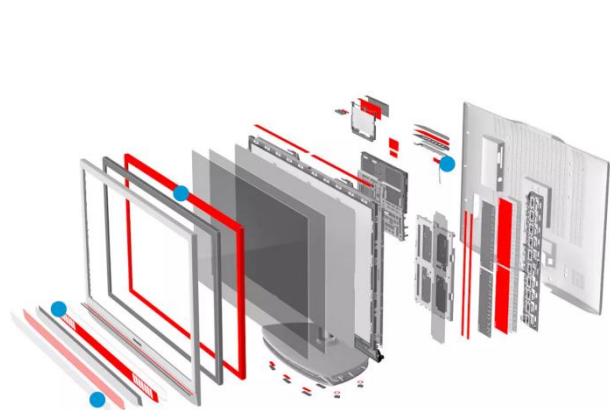


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

电子胶粘剂国产化加速, 持续提升高端产品占比

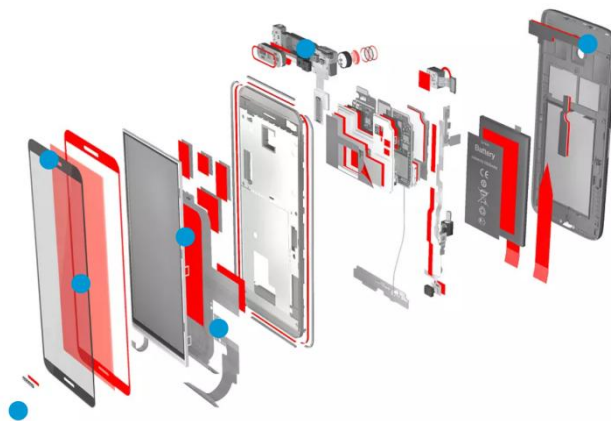
电子胶粘剂用途广泛, 市场规模超百亿。电子胶粘剂用于电子电器元器件的粘接, 密封, 灌封, 涂覆, 结构粘接, 共行覆膜和 SMT 贴片, 主要胶类为有机硅胶、瞬干胶, UV 胶环氧胶等。在 5G、智能电子等新兴消费市场的驱动下, 我国电子胶粘剂市场迅猛发展, 市场已超 100 亿元规模, 成为增长速度最快、发展潜力巨大的胶粘剂细分市场之一。电子胶粘剂行业在向高端化、环保化发展背景下, 电子胶粘剂产品价格呈现出持续走高趋势, 据中国胶粘剂和胶粘带工业协会相关报道, 2020 年我国移动电子用胶粘剂市场均价达到 5.5 万元/吨。目前, 中国已经成为全球第三大电子信息产品制造国, 电子行业已经成为国民经济的支柱型产业。中国计算机、手机、彩电等主要产品产量位居世界第一, 电子产品制造大国的地位日益突出。随着我国电子产业蓬勃发展, 未来电子胶粘剂市场发展空间广阔。

图 29: 电视和显示器用胶示意图



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 30: 智能手机用胶位置示意图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31：公司在电子行业胶粘剂上的产品布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

集成电路产业规模持续增长，为电子胶粘剂产业带来增量空间。集成电路领域，胶粘剂主要应用于电子电器的粘接及封装。其可对成品电路板、电子模块、以及半导体进行灌封和保护，涉及半导体、平板显示等多个子行业的制造和终端应用，由于应用的特殊性和功能性，产品附加值较高。我国已成为全球最大的电子信息制造基地，集成电路产业规模持续增长。全球几乎60%以上的电子产品在国内封装、组装。相比于传统塑封，胶粘剂具有工艺适应性强的特点，在导电聚合物、集成电路抗蚀剂、陶瓷前驱体等方面都具有广泛的应用，因此胶粘剂将来还有广阔的市场空间。

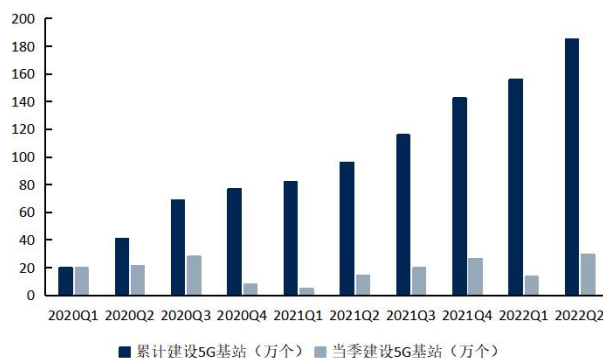
5G、工业互联网、智能化升级和数字新型基础设施的快速推进对电子胶带来重要发展机遇。伴随着家电产品的消费者年轻化趋势增强，未来智能化产品销量将持续提升，家电市场的稳定增长将推动胶粘剂需求的持续扩大。中国目前已成为全球最大的LED生产基地，伴随着国内LED产业的迅猛发展、LED芯片技术和LED封装技术的提高，对LED封装胶的需求量大幅提升，国产LED封装胶产品已经在中低端领域全面替代了进口封装胶，高端市场也呈现进口替代的趋势。

图32：2016-2021年中国集成电路产量及增速情况



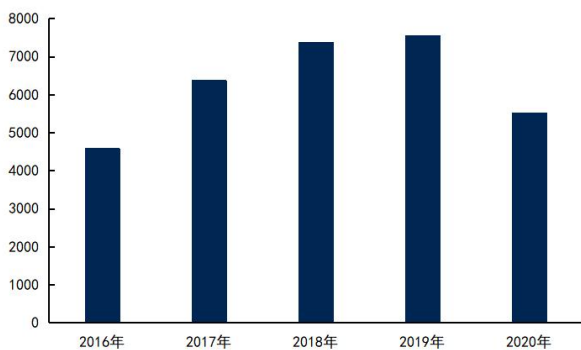
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图33：2020-2022Q2中国5G基站建设情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 34：2016–2020 年中国 LED 市场规模（亿元）



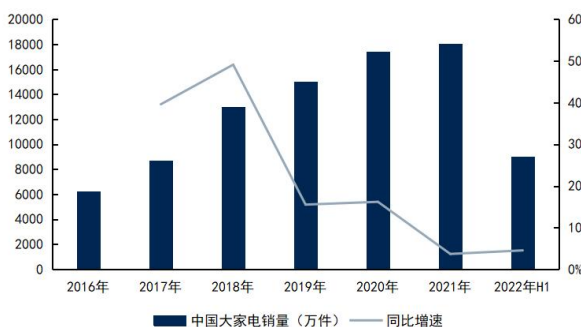
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图 35：2016–2022H1 中国手机出货量情况



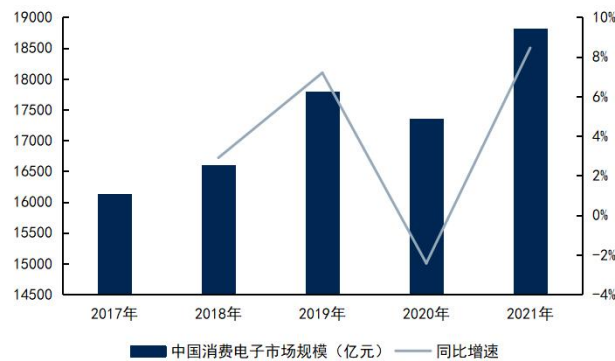
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 36：2016–2022 年 H1 中国大家电销量及增速情况



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图 37：2017–2022 年中国消费电子市场规模及增速情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

与国内电子行业巨头合作，公司高端电子胶粘剂市占率有望持续提升。国内企业在电子领域主要在中低端的元器件灌封、密封，而高端的芯片封装、消费电子、车用电子以及 PCB 板领域的高端用胶主要由汉高、富乐、陶氏、日立等国外企业主导，市占率超 50%，高端电子胶的国产替代的发展空间巨大。中美贸易摩擦以来，华为等企业在高端用胶方面受制国外，逐步培养国内企业成为供应商。在高端电子胶粘剂方面，公司产品质量上已具有代替进口的实力。公司自 2017 年起为华为相关产品配套提供胶粘剂，初步实现进口替代。公司自主研发的酞酸酯体系固定胶能满足电子材料的粘接固定以及震动和跌落测试等要求，已批量生产并获得了多家厂商认可。目前公司致力于多领域大客户的导入，如 5G 领域的华为、中兴；消费电子领域的华为、小米、OPPO、VIVO 等。随着国产替代的推进，高端胶粘剂有望为公司业绩带来强劲增长动力。

扩建电子胶产能，致力打造世界知名的电子胶粘剂配套服务商。公司 2022 年向不特定对象发行可转换公司债券募投项目中包括广州回天通信电子新材料扩建项目。2021 年公司电子胶产能为 1.7 万吨（包括通用电子胶和高端电子胶），广州回天通信电子新材料扩建项目全面达产后，高端电子胶产能将新增 3.93 万吨，产能提升明显。本项目建成后，将有助于公司抓住行业高速发展和我国高端胶粘剂进口替代的机遇，进一步拓展电子电器尤其是通信电子行业用胶粘剂、新材料业务，更好地服务相关领域重点客户，完善公司主营业务布局，提升规模和技术优势，提高企业可持续发展能力，进一步增强公司的市场竞争力，使广州回天发展成为世界知名的电子胶粘剂配套服务商。

表 7: 公司电子胶产销量情况

		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 Q1	
电子胶（合计）	产能（吨）		17000	17000	17000	4250
	产量（吨）		10,166.38	10,302.80	14,765.83	4,095.13
	销量（吨）		9,625.01	10,148.54	14,174.22	4,053.40
	产能利用率		59.80%	60.60%	86.86%	96.36%
	产销率		94.67%	98.50%	95.99%	98.98%
通用电子胶	产量（吨）		9,498.80	9,521.00	12,966.36	3,463.07
	销量（吨）		9,041.72	9,385.01	12,671.05	3,435.54
	产销率		95.19%	98.57%	97.72%	99.20%
高端电子胶	产量（吨）		667.59	781.8	1,799.48	632.06
	销量（吨）		583.29	763.53	1,503.17	617.86
	产销率		87.37%	97.66%	83.53%	97.75%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：通用电子胶主要应用在通用电子、智能家电等领域；高端电子胶主要应用在信息与通信技术、智慧能源等领域。

◆ 投资建议：

我们认为，公司主营产品下游涉及高景气的新能源汽车、光伏和电子电器，需求持续放量，公司业绩稳中向好；公司在建及规划项目将在 2022 年-2025 年有序投产，包括现有的胶粘剂产品和太阳能背膜的扩产，及高毛利的 PAA、SBR 等新增产品，预计将边际提升公司毛利率水平。预计公司 2022 年-2024 年归母净利润为 3.45/4.57/6.50 亿元，EPS 为 0.80/1.06/1.51 元/股，对应 PE 为 24/18/13，首次覆盖给与“买入”评级。

◆ 风险提示

原料价格波动的风险；产品价格波动的风险；产能投放不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；下游行业周期波动的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	491	687	0	3000	3000	营业收入	2164	2954	4365	4713	5354
应收款项	911	1461	2153	2324	2640	营业成本	1512	2291	3305	3485	3851
存货净额	325	440	666	701	776	营业税金及附加	13	16	26	28	32
其他流动资产	449	279	437	471	535	销售费用	170	139	196	212	241
流动资产合计	2181	2877	3266	6507	6962	管理费用	112	140	229	246	278
固定资产	769	1060	1005	982	939	研发费用	101	137	218	236	268
无形资产及其他	177	209	199	188	178	财务费用	15	16	10	0	(36)
投资性房地产	115	132	132	132	132	投资收益	2	3	2	2	2
长期股权投资	99	99	99	99	99	资产减值及公允价值变动	2	2	0	0	0
资产总计	3340	4377	4700	7908	8310	其他收入	(97)	(115)	(218)	(236)	(268)
短期借款及交易性金融负债	269	451	1818	1226	553	营业利润	249	241	383	507	722
应付款项	786	1150	1643	1730	1915	营业外净收支	(2)	2	0	0	0
其他流动负债	235	311	439	464	515	利润总额	247	243	383	507	722
流动负债合计	1290	1913	3901	3421	2983	所得税费用	27	18	42	56	79
长期借款及应付债券	65	206	1556	1556	1556	少数股东损益	2	(2)	(4)	(5)	(7)
其他长期负债	37	50	63	76	89	归属于母公司净利润	218	227	345	457	650
长期负债合计	102	256	1619	1632	1645	现金流量表（百万元）					
负债合计	1392	2169	5520	5053	4628	净利润	218	227	345	457	650
少数股东权益	6	8	5	1	(4)	资产减值准备	3	(5)	(7)	(0)	(0)
股东权益	1943	2201	2442	2762	3217	折旧摊销	66	70	100	110	116
负债和股东权益总计	3340	4377	7967	7816	7841	公允价值变动损失	(2)	(2)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	15	16	10	0	(36)
每股收益	0.51	0.53	0.80	1.06	1.51	营运资本变动	(157)	(63)	(448)	(117)	(206)
每股红利	0.20	0.04	0.24	0.32	0.45	其它	(2)	2	4	(4)	(5)
每股净资产	4.51	5.11	5.67	6.41	7.47	经营活动现金流	126	230	(7)	447	553
ROIC	10.91%	8.32%	23%	20%	23%	资本开支	0	(352)	(300)	(62)	(62)
ROE	11.23%	10.33%	14%	17%	20%	其它投资现金流	8	(5)	0	0	0
毛利率	30%	22%	24%	26%	28%	投资活动现金流	14	(356)	(300)	(62)	(62)
EBIT Margin	12%	8%	9%	11%	13%	权益性融资	(3)	4	0	0	0
EBITDA Margin	15%	10%	11%	13%	15%	负债净变化	65	141	500	0	0
收入增长	15%	37%	48%	8%	14%	支付股利、利息	(86)	(16)	(103)	(137)	(195)
净利润增长率	38%	4%	52%	33%	42%	其它融资现金流	40	69	0	(592)	(673)
资产负债率	42%	50%	69%	65%	59%	融资活动现金流	(6)	322	1247	(729)	(868)
股息率	1.0%	0.2%	1.3%	1.7%	2.4%	现金净变动	135	196	940	(344)	(377)
P/E	37.8	36.3	24.0	18.1	12.7	货币资金的期初余额	356	491	687	0	3000
P/B	4.2	3.7	3.4	3.0	2.6	货币资金的期末余额	491	687	1627	(344)	2623
EV/EBITDA	30.0	34.6	28.1	21.6	16.1	企业自由现金流	0	(131)	1448	881	968
						权益自由现金流	0	78	2578	295	322

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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