

回天新材 (300041.SZ)

发行 8.5 亿元可转债，三大赛道齐头并进

买入

核心观点

全年收入稳中有升,业绩较快增长。2022 年前三季度公司实现营业收入 28.83 亿元,同比增长 27.81%;实现归母净利润 2.60 亿元,同比增长 19.58%。其中 3 季度公司实现营业收入 9.84 亿元,同比增长 16.12%;实现归母净利润 0.78 亿元,同比增长 13.63%,环比下滑 16.52%。前三季度公司毛利率和净利率分别为 23.29%和 9.01%,同比增长 0.83pct 和 1.40pct。前三季度管理费用率、销售费用率和研发费用率分别为 4.2%、4.65%和 3.93%。

发行 8.5 亿可转债,加大核心赛道布局。2022 年 9 月 7 日公司取得可转债批复文件,并将于 10 月 27 日进行网上申购,本次可转债初始转股价格为 20.21 元/股,拟募集 8.5 亿元,广州回天通信电子新材料扩建项目、湖北回天 5.1 万吨锂电池电极胶粘剂项目各投资 3 亿元,剩余用于补充流动资金。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。湖北回天改性环保型胶粘剂迁建项目处于试生产阶段,预计 2022 年末投入生产。广州回天通信电子新材料扩建项目计划建设 3.93 万吨/年高端电子胶粘剂,预计 2023 年投产。常州回天规划 3600 万平米太阳能电池背膜产能,预计 2023 年 3 月投产。湖北回天规划 5.1 万吨锂电池电极胶粘剂(一期 1.5 万吨)项目预计 2023 年中建成;安徽回天规划 7.5 万吨锂电新材料(一期 3 万吨锂电池电极胶粘剂和特种树脂)项目预计 2023 年中投产。公司长期成长性充足,持续提升盈利水平。

锂电负极胶通过验证,导入各领域头部客户。公司作为胶粘剂行业龙头企业,与国内优质客户建立稳定的客户关系。新能源车领域,2022 年 3 季度,公司锂电负极胶产品实现量产并取得主流客户供应商资格。与比亚迪、奇瑞、日产、神龙等新能源车及乘用车领域客户深化业务合作、销售持续提升。电子胶领域,公司在 5G 领域导入华为、中兴等企业,消费电子领域导入华为、小米、OPPO 等国内企业。对小米、中兴、荣耀等微电子领域重点客户业务拓展顺利,超额完成销售目标。光伏领域,2021 年公司光伏有机硅胶市占率达到 45%,结合太阳能光伏背板业务占据国内光伏胶粘剂领域的领先地位。随着国产替代的推进,高端胶粘剂有望为公司带来业绩增长动力。

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。

投资建议: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,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,164	2,954	4,365	4,713	5,354
(+/-%)	15.1%	36.5%	47.8%	8.0%	13.6%
净利润(百万元)	218	227	345	457	650
(+/-%)	37.9%	4.2%	51.5%	32.6%	42.3%
每股收益(元)	0.51	0.53	0.80	1.06	1.51
EBIT Margin	11.8%	7.8%	8.9%	10.7%	12.8%
净资产收益率(ROE)	11.2%	10.3%	14.1%	16.5%	20.2%
市盈率(PE)	39.5	37.9	24.0	18.1	12.7
EV/EBITDA	31.1	35.8	28.1	21.6	16.1
市净率(PB)	4.43	3.91	3.38	2.99	2.57

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师:杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师:曹熠

021-60871329

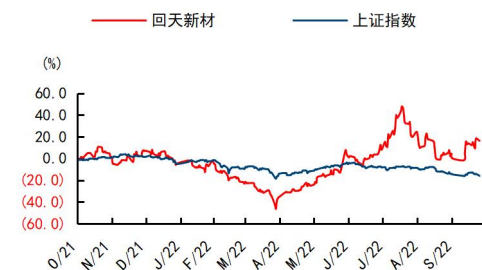
caoyi1@guosen.com.cn

S0980522080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	19.98 元
总市值/流通市值	8611/6873 百万元
52 周最高价/最低价	26.04/9.27 元
近 3 个月日均成交额	283.08 百万元

市场走势



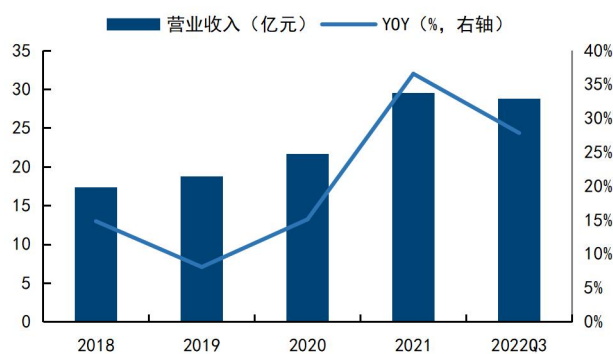
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《回天新材(300041.SZ)-深耕胶粘剂高端市场,多轮驱动龙头成长》——2022-09-22
- 《回天新材-300041-重大事件快评:建设华中新材料研发中心,长远布局高端领域》——2020-11-30
- 《回天新材-300041-2020 年三季报业绩点评:业绩符合预期,盈利全面提升》——2020-11-02
- 《回天新材-300041-重大事件快评:把握光伏景气周期,提前扩产打破产能瓶颈》——2020-10-17
- 《回天新材-300041-2020 年三季报业绩预告点评:Q3 增速符合预期,业绩持续向好》——2020-10-10

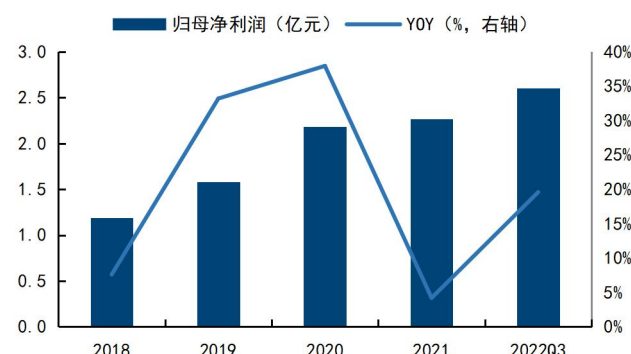
全年收入稳中有升，业绩较快增长。2022 年前三季度公司实现营业收入 28.83 亿元，同比增长 27.81%；实现归母净利润 2.60 亿元，同比增长 19.58%。其中 3 季度公司实现营业收入 9.84 亿元，同比增长 16.12%；实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 13.63%，环比下滑 16.52%。前三季度公司毛利率和净利率分别为 23.29% 和 9.01%，同比增长 0.83pct 和 1.40pct。前三季度管理费用率、销售费用率和研发费用率分别为 4.2%、4.65% 和 3.93%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

发行 8.5 亿可转债，加大核心赛道布局。2022 年 9 月 7 日公司取得可转债批复文件，并将于 10 月 27 日进行网上申购，本次可转债初始转股价格为 20.21 元/股，拟募集 8.5 亿元，其中 2 亿元用于补充流动资金，广州回天通信电子新材料扩建项目、湖北回天 5.1 万吨锂电池电极胶粘剂项目各投资 3 亿元。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。另有 5 个在建项目，湖北回天改性环保型胶粘剂迁建项目已建成，目前处于试生产阶段，预计 2022 年末投入生产。**电子通信方面**，公司广州回天通信电子新材料扩建项目计划建设电子/芯片封装胶等高端电子胶在内的 3.93 万吨/年胶粘剂产能，预计 2023 年投产。**光伏新能源方面**，常州回天规划 3600 万平方米太阳能电池背膜产能，预计 2023 年 3 月投产。锂电新材料方面，湖北回天规划 5.1 万吨锂电池电极胶粘剂（一期）项目 1.5 万吨锂电池用水性胶粘剂预计 2023 年中建成；安徽回天规划 7.5 万吨锂电新材料（一期）项目 3 万吨锂电池电极胶粘剂和特种树脂项目预计 2023 年中投产。光伏、新能源电池和电子是公司核心布局的三大赛道，公司投建项目集中在 2023 年投产，长期成长性充足，持续提升盈利水平。

表1：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	试生产中
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约 3.93 万吨/年	预计于 2023 年建成
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 2023 年中建成）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

锂电负极胶通过验证，导入各领域头部客户。公司作为胶粘剂行业龙头企业，与国内优质客户建立稳定的客户关系。**新能源车领域**，2022 年 3 季度，公司锂电负极胶产品实现量产并取得主流客户供应商资格。与比亚迪、奇瑞、日产、神龙等新能源车及乘用车领域客户深化业务合作、销售持续提升。**电子胶领域**，公司在 5G 领域导入华为、中兴等企业，消费电子领域导入华为、小米、OPPO 等国内企业。对小米、中兴、荣耀等微电子领域重点客户业务拓展顺利，超额完成销售目标。**光伏领域**，2021 年公司光伏有机硅胶市占率达到 45%，结合太阳能光伏背板业务占据国内光伏胶粘剂领域的领先地位。随着国产替代的推进，高端胶粘剂有望为公司带来业绩增长动力。

投资建议：我们认为，公司锂电负极胶产品通过主要客户验证，持续布局高景气的新能源汽车、光伏和电子电器赛道，下游需求带动公司产品销售，业绩稳中向好，在建项目有序投产，持续为公司贡献高成长性。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，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	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	3420	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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1392	2169	5520	5052	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	2020	2021	2022E	2023E	2024E	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	554
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)	(376)
P/E	39.5	37.9	24.0	18.1	12.7	货币资金的期初余额	356	491	687	0	3000
P/B	4.4	3.9	3.4	3.0	2.6	货币资金的期末余额	491	687	1627	(344)	2624
EV/EBITDA	31.1	35.8	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。本报告仅供我公司客户使用，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