

高端胶粘剂进口替代提速，龙头迎来成长窗口期

——回天新材(300041.SZ)投资价值分析报告

公司深度

◆**专注胶粘剂四十余年，造就行业龙头：**回天新材专业从事胶粘剂和新材料研发、生产和销售，经历四十多年发展，受益于国内工业产品需求的快速增长，和全球胶粘剂消费重心向中国的转移，公司不断通过研发驱动产品升级，2019年实现营收18.8亿元（同比+8.06%），归母净利1.58亿元（同比+33.19%），是国内汽车制造及维修、轨道交通、通信电子、家电、LED、新能源、高端建筑、软包装等领域最大的胶粘剂供应商之一。

◆**高端胶粘剂进口替代提速，胶粘剂龙头迎来重大成长机遇：**以回天新材为首的头部企业在光伏、风电、中低端电子等市场基本上完成了进口替代，但是在通信、消费电子和轨道交通等高端用胶领域，仍为汉高、富乐等跨国企业所主导。随着5G通信和新能源汽车等下游应用场景在中国的快速崛起，高端用胶需求空间大幅打开，而贸易摩擦及疫情对全球供应链格局的重塑之下，以华为、中车为代表的高端制造业，在基础材料领域实现自主可控已经成为较为急迫的问题，回天新材作为国内胶粘剂行业龙头，已经迎来了进口替代提速驱动产业升级的重大机遇和关键窗口期。

◆**非公开发行引入战投，强攻5G通信、消费电子和动力电池等高端赛道：**后疫情时代5G通信有望持续成为政策发力点；新能源汽车行业随着特斯拉的持续放量和全球的补贴持续，即将进入业绩兑现期，欧洲市场在政策驱动下对动力电池的需求将迎来大幅增长；光伏行业在进一步降本后全球装机量有望加速增长。公司已成功切入华为产业链，通信和电子消费存量市场进口替代空间巨大；提前布局卡位动力电池用胶，打开未来持续成长空间。而上市以来首次通过非公开发行引入实力战投恒信华业，除协同公司完成向高端主峰市场的转型升级外，在国内胶粘剂行业集中度提升趋势之下，有望助力公司复制国外同行并购成长之路。

盈利预测、估值与评级：预测公司2020~2022年的EPS分别为0.56、0.68、0.85元，对应最新收盘价PE分别为27、22和18倍，给予公司20年32倍PE，对应目标价18.0元。公司切入高端胶粘剂领域，打开新一轮成长空间，首次覆盖，“买入”评级。

风险提示：1) 原材料价格波动；2) 下游行业增长放缓；3) 产品验证导入不及预期的风险；4) 市场竞争加剧。5) 非公开发行不及预期的风险

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,740	1,880	2,073	2,439	2,910
营业收入增长率	14.81%	8.06%	10.25%	17.65%	19.34%
净利润(百万元)	119	158	237	288	361
净利润增长率	7.61%	33.19%	49.97%	21.31%	25.49%
EPS(元)	0.28	0.37	0.56	0.68	0.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.74%	9.44%	12.91%	14.37%	16.30%
P/E	54	41	27	22	18
P/B	3.7	3.9	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年5月29日

买入(首次)

当前价/目标价：14.59/18.00元

分析师

赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)
010-58452072

zhaoqc@ebsecn.com

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535

qiuxf@ebsecn.com

市场数据

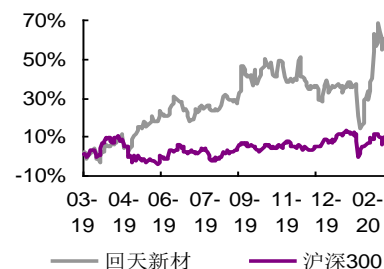
总股本(亿股)：4.26

总市值(亿元)：62.11

一年最低/最高(元)：7.96/17.19

近3月换手率：291.27%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.35	30.15	64.18
绝对	1.35	28.29	69.72

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1) 交通运输设备制造和维修：公司已取得中车六大主机厂及四大主要配套厂的供货资质，假设轨交业务 2020-2022 年每年营收增速为 50%；宣城回天 2 万吨聚氨酯胶和 1 万吨车用新材料项目放量后汽车制造和维修市场业务 2021-2022 年增长恢复，营收增速均为 15%，盈利能力方面轨交产品放量驱动毛利率持续提升，2020-2022 年分别为 39%、40%和 41%。2) 电子电器业务：假设华为业务放量驱动下，2020-2022 年电子电器业务营收增速分别为 25%、20%和 20%，华为用胶驱动电子电器业务毛利率持续提升至 38%、39%和 41%。3) 可再生能源：国内光伏政策已经明朗，需求有望回暖，假设 2020 年下半年国内需求叠加海外需求复苏有望迎来共振，2020-2022 年营收增速分别为 12%、20%和 22%。4) 建筑和软包装用胶：假设 2020 年受疫情影响营收同比持平，2021-2022 年平均增速均恢复至 5%；毛利率与 2019 年持平，分别为 18%和 33%。

我们区别于市场的观点

市场认为短期胶粘剂行业的盈利改善主因来自于上游原材料价格的下滑，而需求端政策调整下光伏新增装机难有较大改善，国内汽车产销量持续低迷，胶粘剂行业需求承压，行业增长不具备持续性。我们认为公司在规模市场和优势市场的渠道优势明显，未来将充分受益于行业集中度的提升和中高端领域的进口替代。此外基于持续的贸易摩擦，以及新冠疫情重塑全球供应链的背景之下，国内胶粘剂行业正迎来向 5G 通信、消费电子、新能源动力电池和车用电子等高端市场结构转型的关键窗口期，公司作为头部企业率先卡位，内生增长动力强劲，而通过非公开发行引入外部战投，有望通过外延并购复制海外胶粘剂巨头成功历程。

股价上涨的催化因素

疫情冲击下 5G 通信和新能源汽车行业有望持续作为政策发力点，而光伏在进一步降本后全球装机量有望加速增长。公司较早切入华为产业链，通信和电子消费用胶的存量市场替代空间巨大；提前布局卡位新能源动力电池用胶，打开进一步成长空间；光伏领域跻身第一梯队，未来受益于全球新增装机的快速增长。国内胶粘剂行业随着向高端市场的结构转型，头部公司凭借研发能力和渠道优势已经开始建立起较高的技术壁垒，行业竞争格局将从成本致胜转为技术驱动，公司将充分受益国内胶粘剂行业的进口替代和集中度提升。

估值与目标价

公司切入华为产业链，通信和电子消费用胶的存量市场进口替代提速；提前布局卡位动力电池用胶，增量市场巨大；随着向 ICT 等主峰高端市场的结构转型，公司成长空间大幅打开，业绩有望维持增长，给予一定估值溢价。我们预测公司 2020~2022 年的 EPS 分别为 0.56/0.65/0.79 元，结合相对估值和绝对估值结果，给予公司 20 年 32 倍 PE，对应目标价 18.0 元。公司切入高端胶粘剂领域，打开新一轮成长空间，首次覆盖，“买入”评级。

目 录

1、 回天新材：专注胶粘剂 42 年，造就行业龙头	5
2、 差异化竞争开启，头部企业受益集中度提升和技术升级	7
2.1、 受益地产后周期、基建和汽车消费，全球胶粘剂重心已完成向中国的转移	7
2.2、 环保政策叠加技术升级，驱动行业集中度继续提升	9
3、 国产替代提速，新兴产业驱动，主峰市场迎来成长窗口期	10
3.1、 5G 通信、消费电子行业需求增长强劲，国产替代趋势下进军百亿市场空间	12
3.2、 合作中车发力轨道交通行业，打造另一增长点	13
3.3、 卡位新能源动力电池用胶，CTP 和刀片电池技术打开市场空间	14
3.4、 光伏业务：海外市场驱动高增长，太阳能电池背膜跻身第一梯队	17
4、 非公开发行引入战投，助推产业转型升级	18
5、 盈利预测	19
5.1、 关键假设和分项收入预测	19
5.2、 盈利预测	20
6、 估值水平与投资评级	21
6.1、 相对估值	21
6.2、 绝对估值	21
6.3、 估值结论与投资评级	22
7、 风险分析	22

图表目录

图 1：回天新材发展历程	5
图 2：公司营业收入结构和总营收收入增速	7
图 3：亚洲地区已经成为胶粘剂的主要消费市场	7
图 4：2009-2018 年国内胶粘剂市场规模	8
图 5：国内胶粘剂下游应用领域	8
图 6：国内胶粘剂头部企业营收增速超出海外巨头和国内市场增长	8
图 7：国内胶粘剂市场份额分散，头部企业集中度较低（2018 年）	9
图 8：中国胶粘剂市场的产品结构（2018 年）	9
图 9：北美胶粘剂市场的产品结构（2018 年）	9
图 10：回天新材研发支出增速超出海外竞争对手	11
图 11：回天新材和海外胶粘剂企业研发支出占营业收入比例	11
图 12：华为 Mate30 5G 版相比于 4G 版，国产零部件提升至 41.8%	12
图 13：全球智能手机出货量和中国厂家占比维持在高位	13
图 14：全国动车组保有量及增速	14
图 15：胶粘剂在动力电池组装中的应用	15
图 16：比亚迪基于“刀片电池”的 GCTP 电池模组爆炸图	16
图 17：宁德时代 CTP 技术电池模组爆炸图	16
图 18：单玻太阳能电池组件	17
图 19：2011-2019 年中国和海外光伏新增装机	18
表 1：2020 年公司主营产品和产能	6
表 2：胶粘剂产业升级相关政策	10
表 3：电子电器工业应用的胶粘剂	12
表 4：汉高胶粘剂业务并购历史	18
表 5：2020-2022 年营业收入预测拆分（单位：万元）	20
表 6：可比公司盈利预测与投资评级	21
敏感性分析	22
估值结果汇总	22

1、回天新材：专注胶粘剂 42 年，造就行业龙头

回天新材专业从事胶粘剂和新材料研发、生产和销售，作为国内最大的胶粘剂企业，公司成立于 1977 年，前身为中科院化学所、北京化工大学和北京有机化工厂共同组建成立的襄樊市胶粘剂研究所，1997 年按市场化运作改制为湖北回天新材料股份有限公司，并于 2010 年在创业板成功上市。经历四十多年的发展壮大，公司在湖北襄阳、上海松江、广州和江苏常州四地建立了研发制造基地。目前公司具备 5 万吨高性能有机硅胶、3 万吨聚氨酯胶和 5000 吨其他胶类产能，此外根据 2019 年报，湖北宜城回天基地年产 2 万吨高性能聚氨酯胶粘剂及 1 万吨车辆用新材料项目预计于 2020 年正式投产。

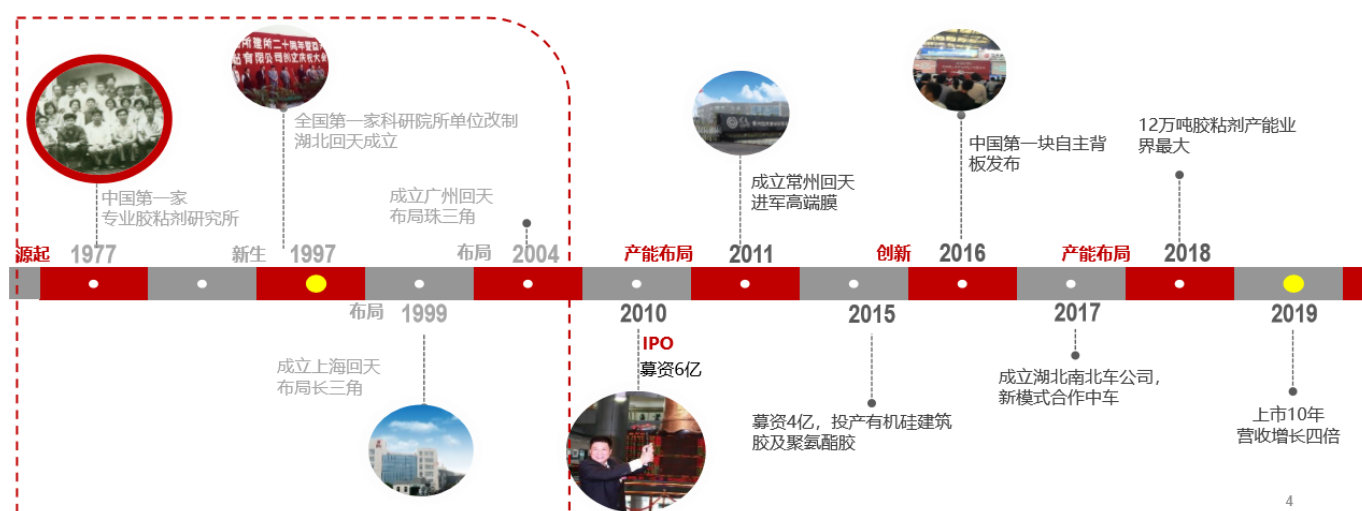
湖北回天：1997 年襄樊胶粘剂研究所改制为湖北回天新材料股份有限公司，科研院所改制为科技型企业；2009 年湖北新生产基地启用；

上海回天：1999 年上海回天新材料有限公司成立。专业从事新能源用胶粘剂的研发、制造和销售服务，标志着公司布局从湖北走向全国；2004 年公司在上海成立管理总部，开始集团化运作管理。

广州回天：2004 年广州回天精细化工有限公司成立，专业从事电子电器用胶粘剂、UV 胶粘剂的研发、制造和销售服务；

常州回天：2011 年常州回天新材料有限公司成立，生产太阳能电池背膜及氟膜。

图 1：回天新材发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司目前主要产品包括：

1) **胶粘剂：**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，下游业务广泛覆盖汽车制造及维修、通信电子、家电、LED、轨道交通、新能源、工程机械、软包装、高端建筑等众多领域；胶粘剂是公

司主导产品，为公司贡献了大部分的销售收入和业绩，2019 年胶粘剂产品在公司主营业务收入中占比 78.04%。

2) 太阳能电池背膜：以完全自主研发的聚氨酯胶粘剂胶粘的 PVDF 膜材料太阳能电池背膜，原来主要外购 PET 膜、PVDF 膜等原材料，目前主要采用自产 PVDF 膜，实现了关键原材料的进口替代。新研发的 KPH 光伏背板、透明背板已推广上市。2019 年背膜业务在公司主营业务收入中占比 14.29%。

3) 汽车用品：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。2019 年该业务在公司主营业务收入中占比 7.67%。

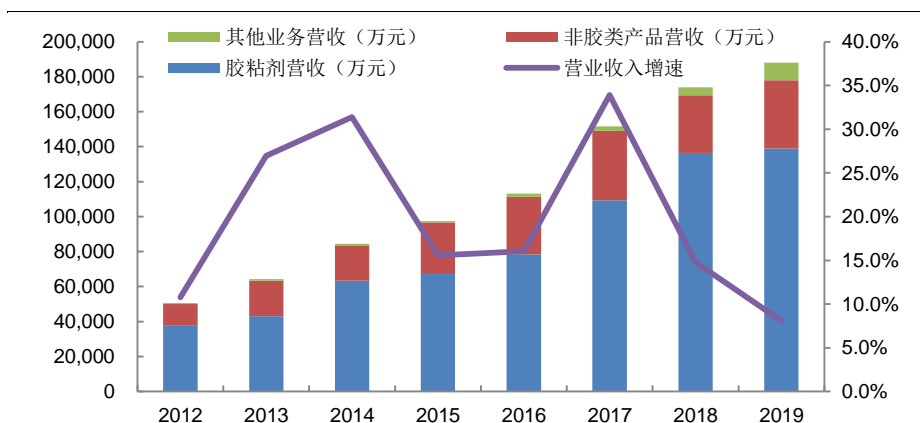
表 1：2020 年公司主营产品和产能

类别	主要产品	产能
胶粘剂	单组份有机硅密封胶	5 万吨
	双组份缩合型有机硅胶	
	双组份加成型有机硅胶	
	单组份聚氨酯胶	3 万吨，宜城回天新建 2 万吨高性能聚氨酯胶粘剂
	双组份聚氨酯胶	
	螺纹锁固型	其他胶类合计 5000 吨
	平面密封型	
	浸渗型	
	修补剂	
	电子灌封环氧胶	
	陶瓷片粘接剂	
	环氧结构胶	
	C 系列无机胶	
	氧化铜无机胶	
	UV 系胶	
	UV 光固化胶	
	高分子液体密封胶	
	丙烯酸酯胶	
汽车用品	制动液等	
太阳能电池背膜	太阳能电池背膜	5000 万平方米
	氟膜	900 万平方米

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

受益于国内工业产品需求的快速增长，以及全球胶粘剂行业生产与消费中心向中国的转移，公司成立以来不断通过强大的研发能力驱动产品升级，抓住国内客车、光伏、LED 和汽车后市场快速成长的机遇，业绩稳步增长，2019 年实现营收 18.8 亿元（同比+8.06%），归母净利 1.58 亿元（同比+33.19%），2010-2019 年营收 CAGR 达 18.3%，是国内汽车制造及维修、轨道交通、通信电子、家电、LED、新能源、高端建筑、软包装等领域最大的胶粘剂供应商之一。

图 2：公司营业收入结构和总营收收入增速



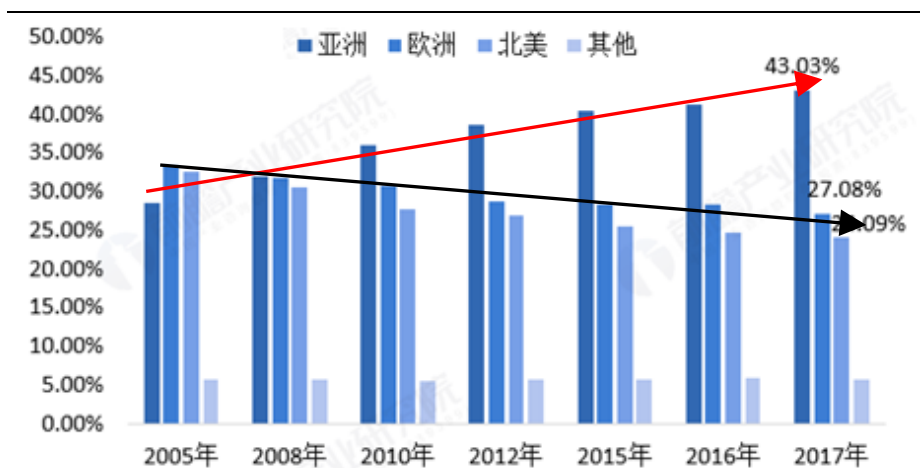
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

2、差异化竞争开启，头部企业受益集中度提升和技术升级

2.1、受益地产后周期、基建和汽车消费，全球胶粘剂重心已完成向中国的转移

根据 BCC Research 的数据,2017 年全球胶粘剂市场达到 428 亿美元。亚洲作为最主要的生产消费地区,市场规模占全球总规模的 43.03%,在 2010 年后基本维持了 5%-6% 的消费增速。而随着亚洲市场的崛起,欧洲和北美市场占比持续萎缩,2017 年分别占比 27.08% 和 24.09%。其中中国是全球第一大胶粘剂和密封剂生产和消费国,占据了全球约 1/3 的市场规模。

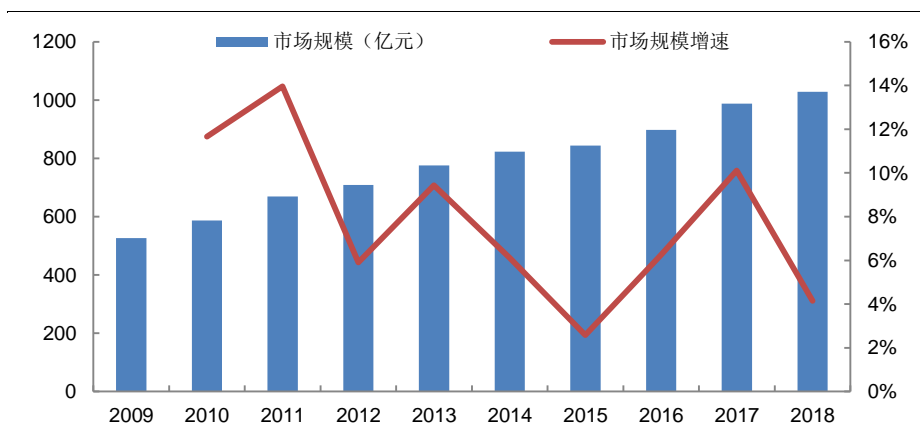
图 3：亚洲地区已经成为胶粘剂的主要消费市场



资料来源：前瞻产业研究院

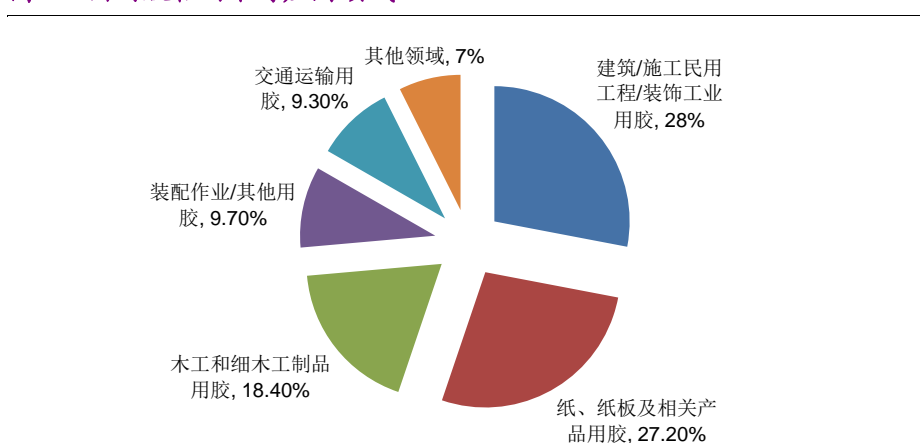
根据回天新材 2019 年报披露,中国胶粘剂市场规模从 2009 年的 526 亿元增长至 2018 年的 913 亿元,年均复合增速高达 6.3%。从下游细分市场来看,国内胶粘剂的主要应用领域为建筑、包装/标签、木工制品等,其中 2018 年建筑/施工民用工程/装饰工艺用胶占比 28%,纸、纸板及相关产品用胶占 27.2%,木工和细木工制品用胶占 18.4%,因此过去十几年国内胶粘剂市场的快速增长主要受房地产后周期、基建和汽车消费所驱动。

图 4：2009-2018 年国内胶粘剂市场规模



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，光大证券研究所整理

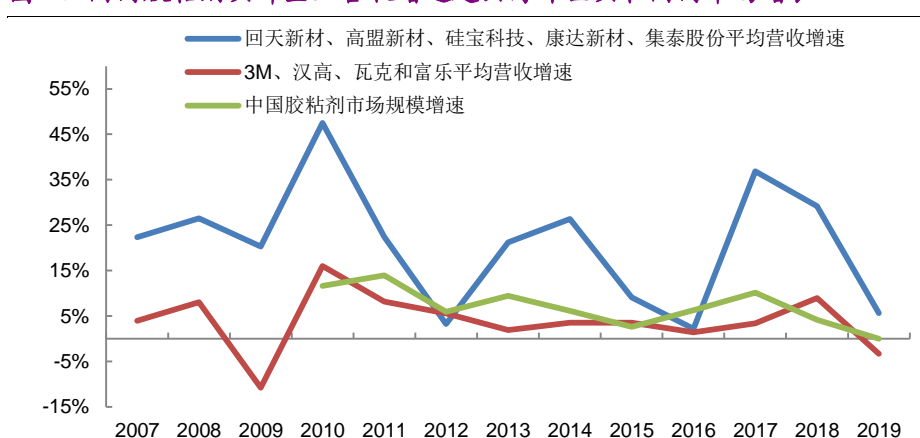
图 5：国内胶粘剂下游应用领域



资料来源：回天新材 2019 年报

受益于国内胶粘剂市场的快速增长，回天新材、高盟新材、硅宝科技、康达新材和集泰股份等国内胶粘剂行业头部企业快速成长，从 2007 年至今的情况来看，国内胶粘剂头部企业的成长能力远超出 3M、汉高、瓦克和富乐等海外胶粘剂巨头的平均水平，也远超出国内胶粘剂市场的增长速度。

图 6：国内胶粘剂头部企业营收增速超出海外巨头和国内市场增长

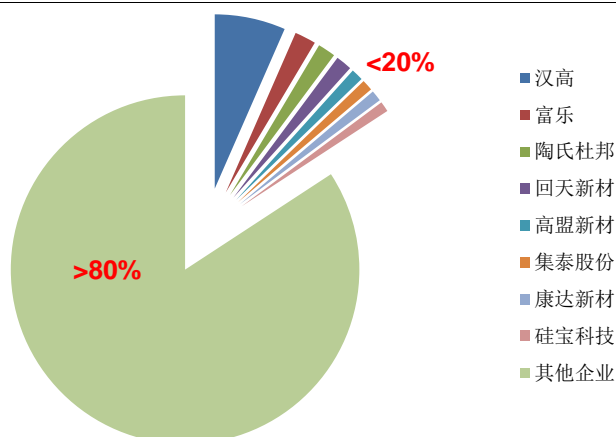


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

2.2、环保政策叠加技术升级，驱动行业集中度继续提升

尽管头部企业营收高速增长，但从竞争格局看，国内胶粘剂行业集中度仍然较低，和国外有较大差异。2019 年全球胶粘剂市场规模约为 500 亿美元，其中汉高、阿科玛、陶氏杜邦、西卡、富乐、3M、ITW、亨斯迈、瓦克和马贝等 10 多家企业占据了 50% 以上的市场份额。而 2018 年国内的胶粘剂企业多达 3500 多家，仍以中小企业为主，销售收入达 5000 万元以上的企业数量小于一百家。从销售额来看，国内市场前三为跨国企业汉高、富乐（2015 年并购了国内龙头北京天山）和陶氏杜邦，其后是以回天新材为代表的国内胶粘剂头部企业。2018 年国内胶粘剂市场规模为 913.23 亿元，而回天新材、硅宝科技、高盟新材、康达新材和集泰股份五家上市公司合计营业收入 55.45 亿元，占比仅 6.1%，而考虑到非胶业务收入，实际占比更低。

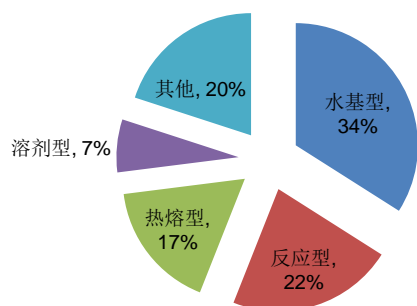
图 7：国内胶粘剂市场份额分散，头部企业集中度较低（2018 年）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

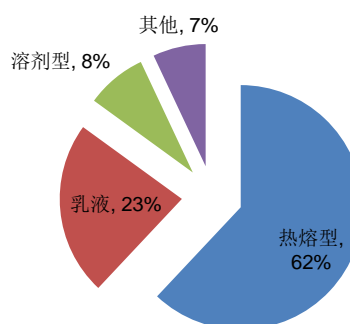
从目前国内胶粘剂细分市场的竞争格局来看：1) 低端规模市场整体产能过剩、利润率低下，中小型企业之间竞争激烈；2) 少数具备较强研发能力和技术积累的国内头部企业，逐步在光伏、客车等中高端市场占据更多市场份额。3) 汉高、富乐和陶氏杜邦等海外巨头拥有强大的研发能力和品牌优势，通过在国内建立合资企业或生产基地，在高端市场仍具有明显的竞争优势。

图 8：中国胶粘剂市场的产品结构（2018 年）



资料来源：天天化工网，光大证券研究所整理

图 9：北美胶粘剂市场的产品结构（2018 年）



资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所整理

国内低端胶粘剂市场一方面面临激烈的市场竞争，原材料价格波动叠加劳动力成本提升极大压缩了利润空间；另一方面国内环保政策趋紧，相关法规日益趋严，胶粘剂及粘接过程的效率和环境污染防控要求日益提高，国内胶粘剂市场逐步向无溶剂、水基和反应热熔型等环境友好、高性能方向发展。水基型、热熔型、无溶剂型、紫外光固化型、高固含量型及生物降解型等环境友好型胶粘剂将成为未来行业发展的方向。技术水平落后、缺乏创新能力、高污染、高能耗的众多中小企业面临较大淘汰压力，胶粘剂行业将继续呈现规模化和研发驱动增长的趋势，具备研发投入能力和规模优势的头部企业未来将充分受益于行业集中度的提高和技术升级进程。

表 2：胶粘剂产业升级相关政策

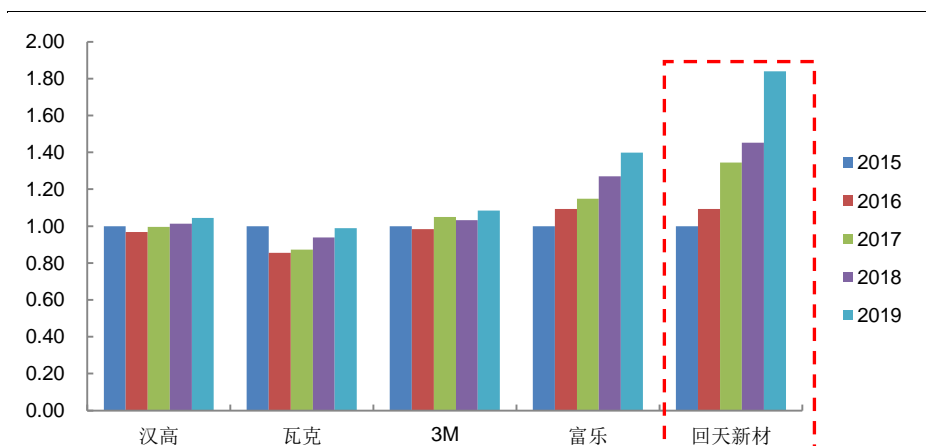
时间	发布部门	政策	概要
2013 年 5 月	发改委	《产业结构调整指导目录(2011 年本)(2013 年修正)》	将改性型、水基型胶粘剂列为鼓励类。
2015 年 4 月	商务部	《外商投资产业指导目录(2015 年修订)》	将精细化工产业中的胶粘剂行业列为“鼓励投资产业”。
2015 年 8 月	国务院	《中国制造 2025》	规划提出要加大基础专用材料研发力度，提高专用材料自给保障能力和制备技术水平。
2017 年 1 月	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录(2016 版)》	将高效密封胶、密封胶和胶带列重点产品和服务指为国家重点支持的新材料产业。
2017 年 1 月	工信部、发改委、科技部、财政部	《新材料产业发展指南》	进一步健全新材料产业体系，下大力气突破一批关键材料，提升新材料产业保障能力，支撑中国制造实现由大变强的历史跨越。
2019 年 6 月	发改委、商务部	《鼓励外商投资产业目录(2019 年版)》	精细化工：胶粘剂、密封胶，水性油墨、电子束固化紫外光固化等低挥发性油墨、环保型有机溶剂，高性能涂料，高固体份、无溶剂涂料及配套树脂，水性工业涂料及配套水性树脂被列为鼓励投资产业

资料来源：政府官网，光大证券研究所整理

3、国产替代提速，新兴产业驱动，主峰市场迎来成长窗口期

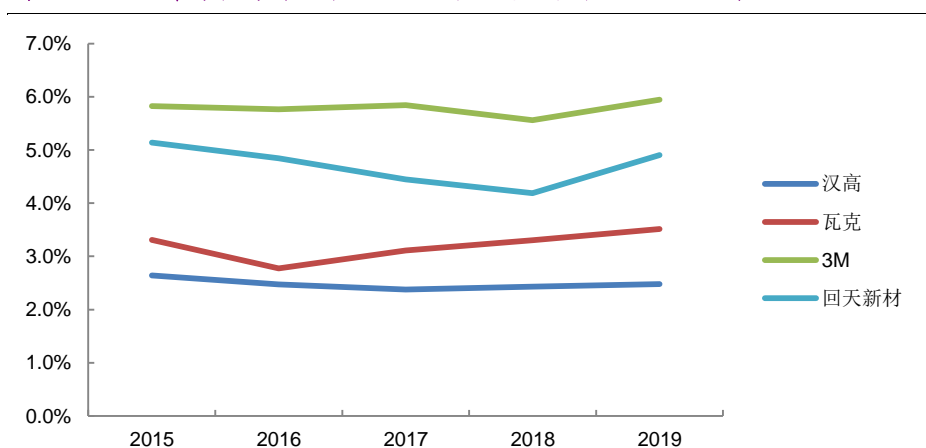
国内胶粘剂头部企业已经在中高端市场中越来越多的细分行业取得优势竞争地位，如 2019 年回天在全球光伏硅胶市场占据了 30% 的市场份额，在 LED 封装和客车制造领域也占据了较高的市场份额；康达新材的环氧结构胶在风机叶片制造领域占据了 55-60% 的市场份额。这些市场已经成为国内头部企业的优势市场。而随着高铁、城市轨道交通、汽车轻量化及后市场维修、航空航天、新能源、工业装配自动化、装配式住宅产业化、智能终端设备、手持设备及显示器、绿色包装材料等新兴行业的快速发展，驱动了胶粘剂产品的技术升级和需求强劲增长。国内胶粘剂企业已经在部分高端产品细分市场上取得了较大的进步，并以较高的性价比开始在各个应用领域逐步实现进口替代。此外欧美化工巨头研发投入增速逐渐放缓，产品创新难度逐步增大，相对竞争力逐步下降，也为国内胶粘剂行业的创新发展带来机遇。

图 10：回天新材研发支出增速超出海外竞争对手



资料来源：WIND，光大证券研究所整理 注：假设 2015 年的研发支出=1

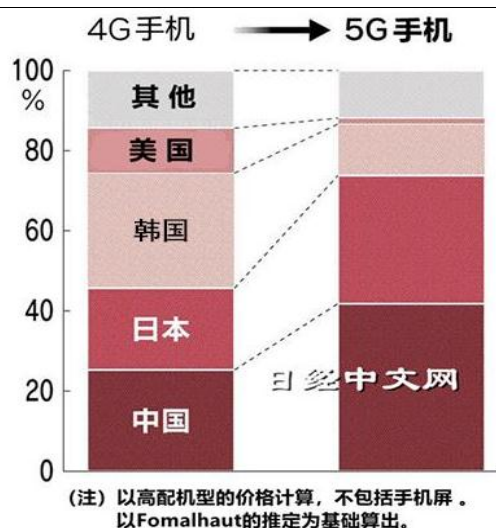
图 11：回天新材和海外胶粘剂企业研发支出占营业收入比例



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

2019 年 5 月 16 日美国商务部将华为及其在全球的 68 家非美国关联公司列入“实体清单”。受此影响陶氏、富乐、3M 等无法向华为销售或发运产品，华为通讯电子用高性能有机硅胶高度依赖进口，事件影响下华为等国内企业在国内市场积极寻找进口替代产品。公司过去成功导入华为供应商范围，但大多作为替补供应商，随着美国对华为的制裁，和海外疫情蔓延对海外供应链造成的不利影响发酵，包括 5G 通信、消费电子、轨道交通和新能源动力电池等高端应用领域关键材料的自主可控成为非常现实而急迫的问题，短期内以回天为首的国内胶粘剂和密封剂供应商提供了切入高端应用领域、实现进口替代的宝贵机遇。以通讯电子行业为例，回天等国内头部企业已经开始逐渐替代欧洲和日本供应商，成为华为产业链部分关键原料的主供。

图 12：华为 Mate30 5G 版相比于 4G 版，国产零部件提升至 41.8%



资料来源：日经中文网

3.1、5G 通信、消费电子行业需求增长强劲，国产替代趋势下进军百亿市场空间

电子胶粘剂应用市场广，下游市场包括 IC/LED/LCD/光通讯/摄像头/电子标签、智能硬件等。根据硅宝科技披露的信息，2019 年国内电子电器用胶领域市场空间约 300 亿人民币，且持续大幅增长。

表 3：电子电器工业应用的胶粘剂

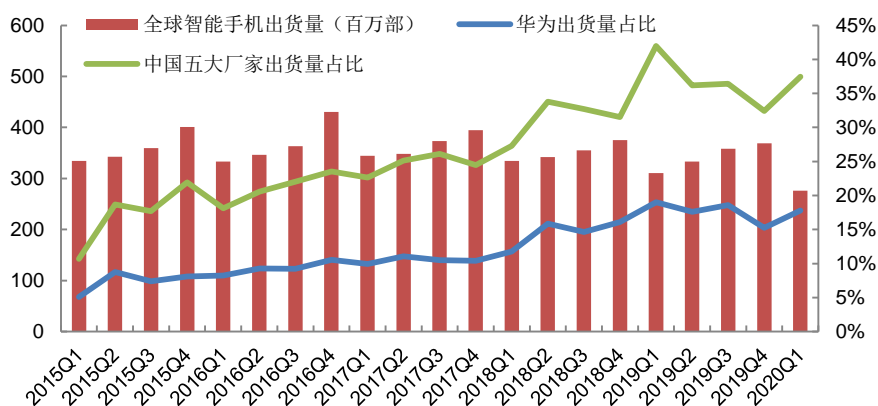
胶粘剂类型	主要用途
环氧类胶粘剂	1) 灌封、包封（包括 Chip On Board/COB）;2) 粘接、固定; 3) SMT 贴片、底部填充、裸芯片粘接; 4) 导电、导热。
有机硅类（单/双组份）	1) 灌封、包封; 2) 覆膜; 3) 粘接、固定; 4) 导电、导热; 5) 电子装置抗辐射/抗静电。
紫外线固化 UV 胶	覆膜; 粘接; 包封等
丙烯酸酯结构胶 SGA	粘接; 固定等
瞬干胶	粘接、固定等
厌氧胶	螺丝锁固等
聚氨酯胶类（双组份）	灌封
热熔胶	粘接、固定
压敏胶	固定、粘接、电线接头绝缘

资料来源：胶粘剂在线

电子电器用胶粘剂用量虽小，但是应用的特殊性和功能性决定了其较高的附加值。国内最早电子胶粘剂是从元器件的灌封、密封发展起来的，除了传统家电之外，国内企业在中低端的分立器件灌封、普通芯片的粘接及包封等市场占据了一定的份额。但在高端的芯片封装、消费电子、车用电子和 PCB 板零件装配等市场仍由汉高、富乐、道康宁、日立、京瓷等海外公司主导：1) 行业龙头汉高在整个领域都有完整的解决方案，拥有乐泰等品牌和经典产品；2) 日本信越的硅胶在 LED 封装具备较大优势；3) 日本京瓷在半导体领域具有较大优势；4) 在 UV/UVH 等胶水方面，Delo, Dymax, lord 处于领先地位，拥有胶水到设备以及一整套的工艺方案。目前国内 5G

通信和消费电子用胶市场规模约 100 亿元，随着需求的强劲增长，国产替代趋势下头部企业成长空间大幅打开。

图 13：全球智能手机出货量和中国厂家占比维持在高位



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

与华为合作全面升级，5G 时代市场份额将大幅提升

根据草根调研情况，在 5G 通信、消费电子领域，华为作为头部客户每年用胶量接近 30 亿元，主要来自 1) 华为消费者 BG：手机、PAD 及智能穿戴的 PUR、底填环氧元、配件及导热材料的用胶需求；2) 华为运营商 BG：胶水和导热材料；3) 华为车载 BU 的用胶需求。回天新材在 2017 年导入企业 BG 之后，目前已实现消费者 BG、海思光通讯、运营商 BG 等四大事业群的全面导入，未来将继续导入汽车电子板块。

从产品导入情况来看，公司在 2017 年在华为 Mate/P 系列实现了首次导入，并开始批量交货；2018 年针对逆变器领域实现了高导热灌封胶的导入和批量交货；2019 年上半年实现了磁芯粘接、车载焊点保护和充电宝等多款外围产品导入；2019 年 5 月华为被美列入“实体清单”之后公司和华为展开大型技术交流，开启了大规模进口替代时代；目前进入加速导入阶段，截至 2020 年一季度，与华为对接用胶达到几十款，并批量供货 PUR、5G 电源和手机组装等用胶。华为的标杆效应之下，公司实现了向其他通讯和消费电子客户包括小米、OPPO、VIVO 和中兴等企业的加速导入。与国内竞争对手相比，公司优势在于产品更为丰富，而相对乐泰等海外竞品，公司优势在于较高的性价比和快速响应的服务能力。

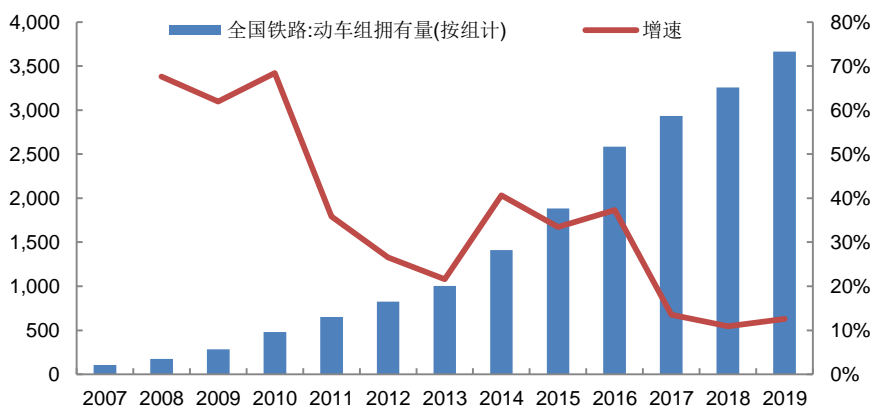
2019 年 11 月公司为了增强对 5G、通信电子用胶粘剂等新材料的战略布局，抢抓华为等客户所提供的合作发展机遇，促进公司产业结构升级，公司向全资子公司广州回天增资人民币 9,000 万元，并设立回天通信电子材料技术研究院，主要用于 5G 和通信电子胶粘剂等新材料的研究开发与应用。我们认为基于 1) 5G 通讯、消费电子市场的快速增长；2) 进口替代趋势提速；3) 公司较强的研发和快速响应能力，公司在 5G 通讯和消费电子市场的成长空间已打开，将成为公司未来高速增长的重要驱动力。

3.2、合作中车发力轨道交通行业，打造另一增长点

胶粘剂在高速铁路和轨道交通一方面用于铁路铺设，具有粘接、减震、降噪的性能；另一方面用于轨道交通车辆的弹性粘接、弹性密封、结构粘接、

螺纹锁固剂、放电化学腐蚀、瞬干胶、压敏胶和封堵胶等。Sika、Henke 和 Bostik 占据了全球高铁用胶市场的主导地位。2019 年底全国铁路营业里程达到 13.9 万公里以上，其中高铁 3.5 万公里，动车组保有量为 3665 辆。

图 14：全国动车组保有量及增速



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

未来轨道交通整车和零部件用胶将保持快速增长，主要基于：1) 高铁和城轨建设的快速发展：根据《铁路十三五规划》和《中长期铁路网规划》，到 2020 年全国铁路营业里程将达到 15 万公里，其中高铁 3 万公里，动车组保有量达到 3,800 标准组，其中“复兴号”动车 900 组以上；力争到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里；根据国务院《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2020 年我国城市轨道交通运营里程预计达到 6000 公里。2) 存量列车翻新带来的胶粘剂需求：高铁列车的平均寿命在 38 至 42 年之间，而胶粘剂的翻新周期在 7 至 9 年。国内动车和高铁保有量在 2008 年后进入快速增长期，翻新市场的用胶需求将逐渐开始大幅增长。

目前国内轨道交通用胶市场规模约 10 亿元，公司车顶防电弧涂层、高速列车防寒材粘接等产品在市场上即使相对美国、日本和德国外资品牌也具有较大竞争优势。早在 2017 年公司组建了湖北南北车新材料有限公司，专门从事轨道交通行业客户的开发；2018 年 12 月，公司已取得中车旗下 6 大主机厂及 4 大主要配套厂的供应商资质；2019 年 6 月公司锁定中车株洲单 520 万的订单；2019 年 7 月公司锁定中车唐车单品 1200 万的订单；2020 年初公司获得唐车 400 万订单，并受邀参与其他产品招标。公司与中车合作局面全面打开，而另外两个主机厂中车长客和中车四方也有望在 2020 年取得突破。轨道交通用胶市场的大幅增长，叠加与中车合作全面开启打开进口替代空间，轨交业务将成为公司除高端电子用胶外的另一个重要增长点。

3.3、卡位新能源动力电池用胶，CTP 和刀片电池技术打开市场空间

胶粘剂应用于动力电池主要起到以下作用：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。

图 15：胶粘剂在动力电池组装中的应用



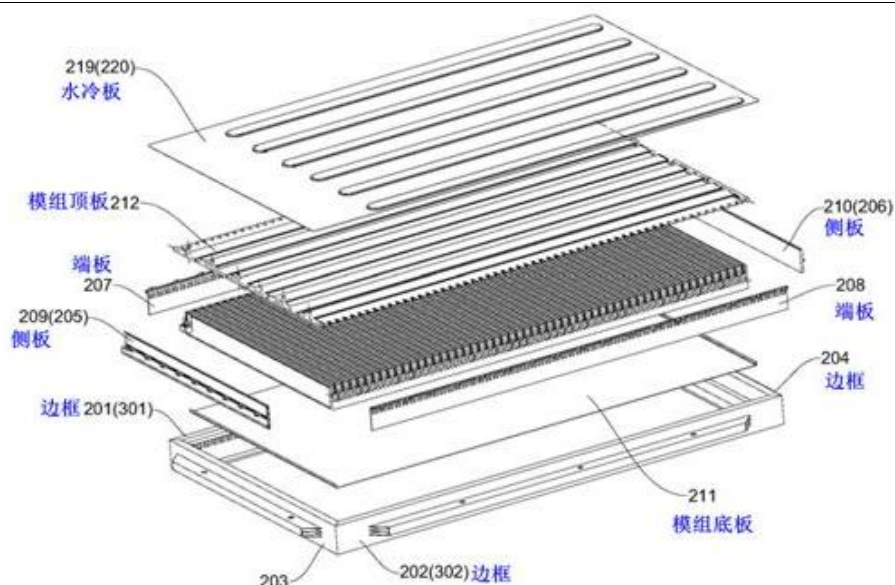
资料来源：胶粘剂交易平台资讯

动力电池成本的下降主要依赖：1) 技术进步(提升电压、精简基材等)；2) 使用更具性价比的材料体系（高镍三元、磷酸铁锂等）；3) 更低的物料价格；4) 精简电池结构；5) 工艺改进（提升材料利用率、良品率）；6) 设备改进（提升自动化水平、减少设备投入、降低故障率等）。从电动车的行业趋势来看，在补贴逐步退出后，电动车行业向市场化方向转变，厂商技术路线出现分化。而从降本路径来看，头部企业均选择精简结构设计来降低动力电池系统成本，降本已进入深水区，技术积淀深厚、对电池系统了解深入的龙头企业将扩大领先优势，在此背景下 2019 年以来宁德时代、比亚迪等企业均推出了新的电池系统方案。

比亚迪：“刀片电池”新方案，体积能量密度大幅提升

所谓“刀片电池”，即将电芯设计成扁片长条形状，一方面可提高动力电池包的空间利用率、增加能量密度；另一方面能够保证电芯具有足够大的散热面积，可将内部的热量传导至外部，从而匹配较高的能量密度。比亚迪开发的“刀片电池”将于 2020 年量产，体积比能量密度提升 50%，比亚迪“汉”将搭载该电池，计划于 2020 年 6 月上市，纯电版车型 NEDC 工况续航超过 600km。“刀片电池”是从车辆、电池包、电芯整体层面开发的新的解决方案，结构改进的效果非常明显。从比亚迪的 GCTP 方案来看，除了大模组方案外，成组形式采用胶粘剂取代了结构件的成组形式；此外在热管理上，提出了电池包顶部冷却的设计，为提高导热效率，模组顶板与电芯侧面之间有导热板，相比于传统的设计方案，对导热胶和保温棉有增量需求。

图 16：比亚迪基于“刀片电池”的 GCTP 电池模组爆炸图

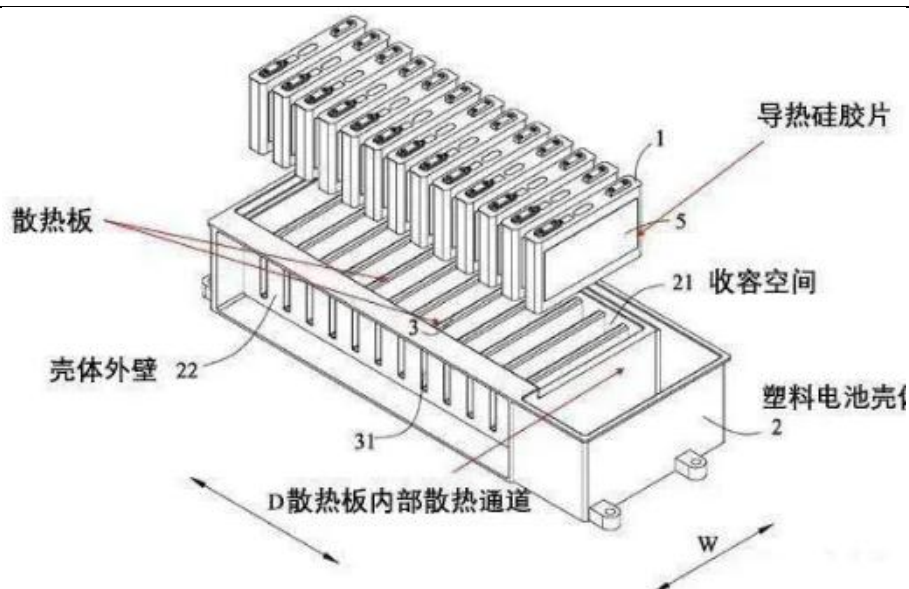


资料来源：国家知识产权局

宁德时代：CTP 方案，降本效果显著

2019 年 9 月，宁德时代推出了全新的 CTP 方案（Cell To Pack），改变了原有的电芯-模组-电池包结构，电芯直接集成到电池包，北汽 EU5 将成为首款搭载该电池的车辆。根据宁德时代公布的数据，相比于传统电池包，CTP 可以使空间利用率提升 15%-20%，零件数量减少 40%，能量密度提升 10%-15%。从宁德时代的专利来看，一个大模组里面被若干个塑料材质的散热板分割成一个个小的空间，方壳电芯被插入至小空间之中，而每个电芯的侧面贴有导热硅胶垫片，且电芯宽度方向的散热板留有散热通道，直接与外部的冷却管路连接。

图 17：宁德时代 CTP 技术电池模组爆炸图



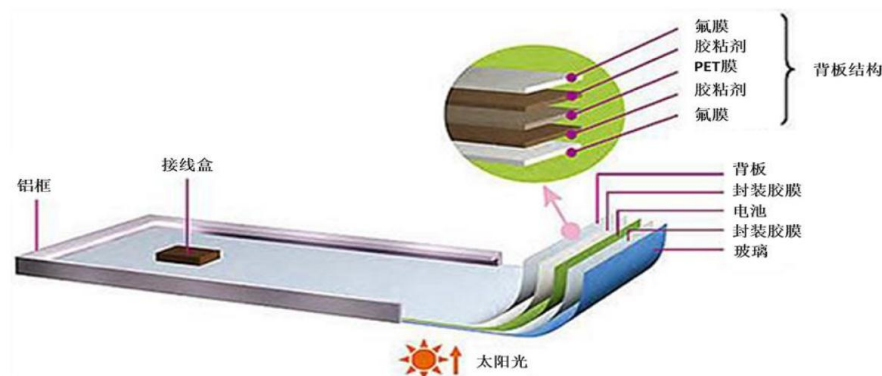
资料来源：国家知识产权局

目前国外动力电池配套结构粘接用双组份聚氨酯胶粘剂有瑞士 Sika、美国 3M 及 ITW 等公司的产品。2019 年回天新材动力电池用胶项目快速推进，以“8655”型产品为代表的双组份聚氨酯结构胶已经在天津力神、比亚迪、亿纬锂能、宇通深澜动力等动力电池企业实现批量供货，高导热环氧胶顺利通过中车电池包全项振动测试，成功实现了进口替代。除了结构粘接胶之外，公司在动力电池行业的主要胶粘剂产品还包括阻燃导热灌封硅胶、壳体发泡密封材料、导热凝胶、螺纹锁固胶及 UV-湿气固化披覆胶等。国内新能源动力电池用胶目前是约 2 亿元的市场规模，未来随着 CTP 及刀片电池技术的推广，动力电池用胶量有望扩增 3-4 倍，达到十亿级别。目前该市场竞争者较少，公司战略布局卡位，未来将充分受益动力电池用胶市场空间的大幅打开。

3.4、光伏业务：海外市场驱动高增长，太阳能电池背膜跻身第一梯队

光伏的光电转换的关键元件是太阳能电池片，经过串联后通过封装保护形成太阳能电池组件，再配置控制器及安装系统支架等部件形成光伏发电装置。太阳能电池组件主要以单玻组件为主，单玻从上至下通常由玻璃、封装胶膜、电池片、封装胶膜、背板等 5 层结构构成。光伏组件在生产过程需要使用有机硅胶对层压组件进行密封，对接线盒进行粘接。公司光伏业务的主要产品为光伏硅胶和太阳能电池背板。

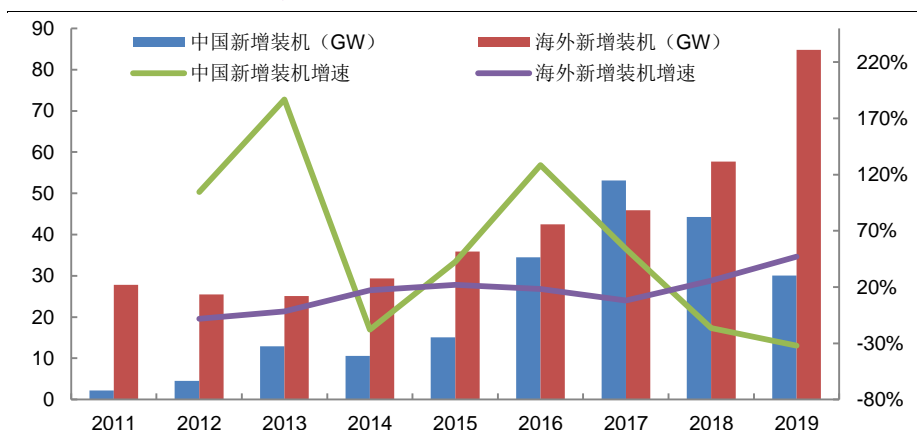
图 18：单玻太阳能电池组件



资料来源：赛伍技术招股说明书

2019 年，全球光伏装机值为 114.9GW，累计装机达到了 627GW。其中中国尽管仍以新增 30.1GW 的规模占据世界第一，但新增规模较 2018 年下降 31.7%，原因主要来自国内光伏产业开始由补贴推动向平价推动的转变，而导致整体光伏市场有所下滑；海外市场则从 2018 年的 58.8GW 提高到了 2019 年的 84.9GW，增长幅度为 44%。受益于海外市场的增长，我国光伏产业规模稳步扩大、出口增速不断提升。2020 年是实现平价上网过渡的最后一年，国内市场或将迎来抢装，而未来随着东南亚、拉美、中东等地区国家积极推进光伏项目，全球光伏市场将继续呈现多元化的区域增长拉动。

图 19: 2011-2019 年中国和海外光伏新增装机



资料来源：赛伍技术招股说明书，光大证券研究所整理

公司作为光伏硅胶行业龙头，未来将持续受益于海外市场拉动的全球光伏行业快速增长，而太阳能电池背板业务方面，公司目前已经成功跻身第一梯队，受益于 KPH 光伏背板、新型透明背板等新产品的推广中，行业地位持续提升。

4、非公开发行引入战投，助推产业转型升级

4 月 12 日公司披露 2020 年度非公开发行股票预案，拟以 9.83 元/股的价格，向实控人章锋、恒信华业及其一致行动人于勇合计发行不超过 3560.53 万股股份，募集不超过 3.5 亿元资金，其中恒信华业和恒信华业实控人于勇将分别认购 2.25 亿元和 0.75 亿元。扣除发行费用后的募集资金将全部用于补充流动资金。用于进一步加大研发投入，尤其对高标准、高附加值的新兴市场研发投入，如 5G 通信电子胶粘剂设备升级及技术改造项目、5G 通信电子胶粘剂研发中心扩建及信息化升级改造等。

恒信华业专注 ICT（信息和通信技术）领域的投资，业务高度聚焦 5G 产业链，已投资多家新材料、半导体等领域的龙头企业。未来公司与战略投资者在 5G 通信、消费电子、半导体等胶粘剂下游应用领域的战略合作，将助推公司在中高端胶粘剂领域的产业升级和业务扩张发展。回溯公司上市以来发展历史，在并购动作上较为保守，2015 年第一次非公开发行股票对象为公司核心管理层，而 2017 年第二次非公开发行股票主要用于核心技术人员等的持股激励。此次引入外部战投，有望为公司在 ICT 赛道上投资并购提供较大支持。从海外胶粘剂行业的发展历史来看，以胶粘剂龙头汉高为例，通过一系列的并购不断整合行业，成为胶粘剂行业的龙头，并驱动了行业集中度的不断提升。中国胶粘剂行业逐渐迈向成熟期，未来公司有望复制这一兼并扩张模式，通过一系列的外延并购驱动产品系列的丰富度和向主峰市场的产业升级。

表 4: 汉高胶粘剂业务并购历史

年份	收购对象
1984	莫纳/阿当姆斯粘合剂有限公司
1991	泰罗松 (Teroson)
1995	LePage's Ltd 鲁道夫·希伯博士化工厂有限两合公司

	佩里坎控股公司 瑞士公司 Laesser
1996	加拿大粘合剂有限公司 联合树脂产品公司 Thiem 汽车分部 佐治亚洲亚特兰大市的金属表面处理专业公司 Novamax 技术有限公司 N.B.Love 粘合剂公司
1997	乐泰公司 (Loctite Corporation)
1998	埃文 (Avon) 曼科 (Manco)
2002	Solyplast S.A.
2004	Orbseal LLC. Sovereign Specialty Chemicals 上海轻工控股集团“熊猫”品牌
2005	江苏中电华威电子股份有限公司
2008	国民淀粉粘合剂及电子材料业务
2012	法国圣戈班集团的压敏型黏合剂业务
2014	贝格斯 (Bergquist) 公司
2015	诺特 (Novamelt) 公司
2017	全球泰力士包装技术和胜德集团

资料来源：汉高官网，光大证券研究所整理

5、盈利预测

5.1、关键假设和分项收入预测

公司主要营收来自胶粘剂和非胶类产品，胶粘剂产品包括高性能有机硅胶、聚氨酯胶和其他胶类（厌氧胶、环氧树脂胶、耐高温无机胶、UV 光固化胶、高分子液体密封胶和丙烯酸酯胶等），非胶类产品主要为汽车制动液和太阳能电池背膜。2019 年胶粘剂业务营收占比 73.89%，非胶业务营收占比 20.79%。由于胶粘剂原料和下游应用场景存在较大差异性，决定了利润率水平较大的差异化。我们按照下游行业口径对公司各项业务成长性进行拆分。

1) 交通运输设备制造和维修：包括汽车工业（制造和维修）、轨道交通、航空航天用胶和新材料。公司已取得中车六大主机厂及四大主要配套厂的供货资质，而宜城回天 2 万吨聚氨酯胶和 1 万吨车用新材料项目投产后汽车制造和维修市场业务将逐渐放量。假设 2020-2022 年该业务营收增速为 5%、20%和 20%，盈利能力方面轨交产品放量驱动毛利率持续提升，2020-2022 年分别为 39%、40%和 41%。

2) 电子电器业务：假设华为业务放量驱动下，2020-2022 年电子电器业务营收增速分别为 25%、20%和 20%，华为用胶驱动电子电器业务毛利率持续提升至 38%、39%和 41%。

3) 可再生能源：包括光伏硅胶和太阳能电池背膜，尽管 2019 年中国光伏新增装机同比下降 32%至 30.1GW，但受海外市场同比大幅增长 44%至 84.9GW 驱动，国内光伏组件出货量大幅增长，公司可再生能源业务营收同比增长 6.0%。其中太阳能电池背膜出货量同比增长 52.58%至 2229.7 万平方米，销售收入同比增长 46.45%。2019 年常州回天新增两条太阳能背板复

合产线，一条氟膜造粒产线已于 2019 年底投产，2020 年一季度国内光伏组件出口 14.76GW，同比基本保持稳定，尽管二季度订单受海外疫情影响，但随着疫情拐点向下海外需求有望逐步恢复。而国内光伏政策已经明朗，需求有望逐步加强。下半年国内需求叠加海外需求恢复有望迎来共振，假设公司可再生能源业务 2020-2022 年营收增速分别为 12%、20%和 22%，毛利率维持在 30%的水平。

4) **建筑**:假设 2020 年营收与 2019 年持平,2021-2022 年增速均为 5%;毛利率维持在 18%的水平。

5) **软包装**:假设 2020 年营收与 2019 年持平,2021-2022 年增速均为 5%;毛利率维持在 33%的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年盈利如下：

表 5：2020-2022 年营业收入预测拆分（单位：万元）

		2019	2020E	2021E	2022E
交通运输设备制造和维修	营业收入	45,337	47,604	57,125	68,550
	增速	1.60%	5.00%	20.00%	20.00%
电子电器	营业收入	30,426	38,033	45,639	54,767
	增速	8.60%	25.00%	20.00%	20.00%
可再生能源	营业收入	75,870	85,144	102,524	124,705
	增速	6.00%	12.20%	20.40%	21.60%
建筑	营业收入	11,108	11,108	11,674	12,268
	增速	5.10%	0.00%	5.10%	5.10%
软包装	营业收入	15,259	15,259	16,056	16,895
	增速	5.20%	0.00%	5.20%	5.20%
其他	营业收入	9,996	9,996	9,996	9,996
	增速	113.50%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	营业收入	187,996	207,344	243,914	291,021
	增速	8.10%	10.19%	17.32%	18.17%
	毛利率	32.00%	32.60%	33.30%	34.10%

资料来源：WIND，光大证券研究所测算

5.2、盈利预测

我们预测公司 2020~2022 年营业收入分别为 20.73 亿元、24.39 亿元和 29.10 亿元；净利润分别为 2.37 亿元、2.88 亿元和 3.61 亿元；EPS 分别为 0.56 元、0.68 元和 0.85 元，对应最新收盘价 2020~2022 年 PE 分别为 27 倍、22 倍和 18 倍。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,740	1,880	2,073	2,439	2,910
营业收入增长率	14.81%	8.06%	10.25%	17.65%	19.34%
净利润（百万元）	119	158	237	288	361
净利润增长率	7.61%	33.19%	49.97%	21.31%	25.49%
EPS（元）	0.28	0.37	0.56	0.68	0.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.74%	9.44%	12.91%	14.37%	16.30%
P/E	54	41	27	22	18
P/B	3.7	3.9	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 5 月 29 日

6、估值水平与投资评级

6.1、相对估值

回天新材是国内胶粘剂行业龙头，A 股中可比上市公司有硅宝科技、高盟新材、康达新材和集泰股份，根据 WIND 一致预期，上述可比公司 2020 年平均 PE 为 22.1 倍。公司切入华为产业链，通信和电子消费用胶的存量市场进口替代提速；提前布局卡位动力电池用胶，增量市场巨大；随着向 ICT 等主峰高端市场的结构转型，公司成长空间大幅打开，业绩有望维持增长，给予一定估值溢价。给予公司 2020 年 32 倍 PE，根据 2020 年 0.56 元预测 EPS，给予公司目标价 18.00 元。

表 6：可比公司盈利预测与投资评级

可比公司	全面摊薄 EPS (单位：元)			PE (以 5 月 29 日收盘价作为股价)		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
硅宝科技	0.39	0.46	0.54	22.5	21.5	18.3
高盟新材	0.59	0.48	0.58	26.3	30.7	25.2
康达新材	0.44	0.75	0.84	21.3	18.3	16.3
集泰股份	0.38	0.63	0.84	30.3	18.0	13.5
平均				25.1	22.1	18.3
回天新材	0.37	0.56	0.68	30.0	27.1	22.4

资料来源：可比公司盈利预测来自 WIND 一致预期，回天新材盈利为光大证券研究所预测

6.2、绝对估值

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 3%；
- 2、β 值选取：采用中信三级行业分类-有机硅的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 13%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(levered)	0.89
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.01%
税率	12.99%
Kd	3.87%
Ve	5,324.0
Vd	349.0
目标资本结构	6.15%
WACC	6.81%

资料来源：光大证券研究所

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	758.43	9.89%
第二阶段	1,515.92	19.77%

第三阶段（终值）	5,394.41	70.34%
企业价值 AEV	7,668.76	100.00%
加：非经营性净资产价值	411.08	5.36%
减：少数股东权益（市值）	2.42	-0.03%
减：债务价值	348.98	-4.55%
总股本价值	7,728.44	100.78%
股本（百万股）	425.71	-
每股价值（元）	18.15	-
PE（隐含）	32.58	-
PE（动态）	27.28	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

敏感性测试	长期增长率（g）				
WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
5.81%	19.99	22.21	25.20	29.50	36.16
6.31%	17.44	19.05	21.14	23.98	28.05
6.81%	15.42	16.63	18.15	20.14	22.83
7.31%	13.79	14.72	15.87	17.31	19.19
7.81%	12.45	13.18	14.06	15.14	16.51

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	18	12	—	36	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	14	10	—	27	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	18	12	—	36	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	18	14	—	29	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	16	13	—	25	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

基于 FCFF 估值法，在增长区间（2.0%-4.0%）之间，WACC（5.81%-7.81%）之间，得到合理目标价区间为 12.45-36.16 元。在长期增长率为 3%，WACC 为 6.81% 时得到绝对估值目标价 18.15 元。

6.3、估值结论与投资评级

公司切入高端胶粘剂领域，受益于下游 5G 通信、消费电子和动力锂电市场的快速增长，将进入高速增长阶段，由于较难评估永续期的市场规模高度和现金流情况。我们选取相对估值法对公司进行估值，给予公司 2020 年 32 倍 PE，根据公司 2020 年 0.56 元预测 EPS，对应目标价 18 元。首次覆盖，“买入”评级。

7、风险分析

- 1) 原材料价格波动风险：原材料占公司生产成本 80% 以上，公司主要原材料 107 硅胶等原料价格受上游原料价格和市场供需影响，存在波动风险。
- 2) 下游行业增长放缓风险：汽车行业受贸易摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等影响，产销面临较大下滑压力；光伏行业开始由补贴推动向平价推动转变，政策调整下国内光伏新增装机市场面临一定增长压力。

- 3) 贸易摩擦叠加新冠疫情重塑全球供应链，国内胶粘剂头部企业迎来向主峰市场转型升级的重要窗口期，通信、消费电子、动力电池用胶市场规模巨大，但产品验证和导入周期存在不及预期的风险。
- 4) 市场竞争加剧风险：中国作为全球最大和增长最快的化学品市场，仍是海外胶粘剂巨头较为倚重的区域市场，国产替代提速背景下海外巨头将凭借技术积累优势应对国内企业竞争，行业盈利水平存在下滑风险。
- 5) 非公开发行股票尚未获证监会审核通过，存在无法顺利实施的风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,740	1,880	2,073	2,439	2,910
营业成本	1,299	1,279	1,397	1,626	1,919
折旧和摊销	60	62	70	74	79
税金及附加	14	14	16	18	22
销售费用	146	201	198	233	278
管理费用	86	108	111	130	155
研发费用	73	92	94	111	132
财务费用	1	8	9	12	12
投资收益	0	3	1	2	2
营业利润	131	182	281	339	423
利润总额	135	184	273	331	415
所得税	16	25	35	43	54
净利润	119	158	237	288	361
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	119	158	237	288	361
EPS(按最新股本计)	0.28	0.37	0.56	0.68	0.85

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	51	221	233	238	442
净利润	119	158	237	288	361
折旧摊销	60	62	70	74	79
净营运资金增加	174	-151	130	224	126
其他	-302	151	-204	-348	-124
投资活动产生现金流	-96	-193	-92	-105	-106
净资本支出	-91	-84	-109	-107	-108
长期投资变化	0	105	0	0	0
其他资产变化	-5	-215	16	2	2
融资活动现金流	34	-257	17	-43	-219
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	275	0	103	91	-59
无息负债变化	6	362	5	14	221
净现金流	-10	-228	158	91	117

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	25.3%	32.0%	32.6%	33.3%	34.1%
EBITDA 率	11.1%	14.5%	17.3%	17.6%	18.1%
EBIT 率	7.6%	11.1%	13.9%	14.5%	15.3%
税前净利润率	7.8%	9.8%	13.2%	13.6%	14.3%
归母净利润率	6.8%	8.4%	11.4%	11.8%	12.4%
ROA	4.9%	5.9%	8.0%	8.9%	10.0%
ROE (摊薄)	6.7%	9.4%	12.9%	14.4%	16.3%
经营性 ROIC	5.9%	9.5%	12.1%	13.2%	15.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	27%	38%	38%	38%	38%
流动比率	2.43	1.62	1.69	1.74	1.79
速动比率	2.05	1.35	1.42	1.46	1.50
归母权益/有息债务	6.41	6.10	4.86	4.27	5.40
有形资产/有息债务	8.05	9.06	7.26	6.39	8.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,408	2,685	2,954	3,224	3,598
货币资金	474	356	514	605	722
交易性金融资产	0	12	12	12	12
应收账款	482	547	612	708	855
应收票据	258	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	14	13	15	18	21
存货	242	262	285	324	389
其他流动资产	12	333	333	333	333
流动资产合计	1,525	1,582	1,828	2,065	2,412
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	105	105	105	105
固定资产	580	607	602	597	591
在建工程	37	113	131	144	154
无形资产	180	177	193	209	224
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	31	35	35	35	35
非流动资产合计	883	1,103	1,126	1,158	1,187
总负债	645	1,007	1,116	1,220	1,382
短期借款	275	275	378	469	410
应付账款	159	229	202	242	302
应付票据	120	359	392	355	499
预收账款	24	10	25	25	27
其他流动负债	5	31	31	31	31
流动负债合计	627	976	1,084	1,189	1,351
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	31	31	31	31
非流动负债合计	17	31	31	31	31
股东权益	1,764	1,678	1,838	2,004	2,216
股本	426	426	426	426	426
公积金	972	978	1,002	1,031	1,067
未分配利润	384	473	609	746	923
归属母公司权益	1,762	1,677	1,837	2,003	2,215
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.37%	10.71%	9.54%	9.54%	9.54%
管理费用率	4.93%	5.75%	5.34%	5.34%	5.34%
财务费用率	0.03%	0.43%	0.43%	0.47%	0.40%
研发费用率	4.19%	4.90%	4.54%	4.54%	4.54%
所得税率	12%	14%	13%	13%	13%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.15	0.18	0.29	0.35	0.44
每股经营现金流	0.12	0.52	0.55	0.56	1.04
每股净资产	4.14	3.94	4.32	4.70	5.20
每股销售收入	4.09	4.42	4.87	5.73	6.84

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	54	41	27	22	18
PB	3.7	3.9	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	34.7	24.8	18.7	15.9	12.8
股息率	1.0%	1.2%	1.9%	2.3%	2.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼