

## 回天新材 (300041.SZ) 增持 (首次评级)

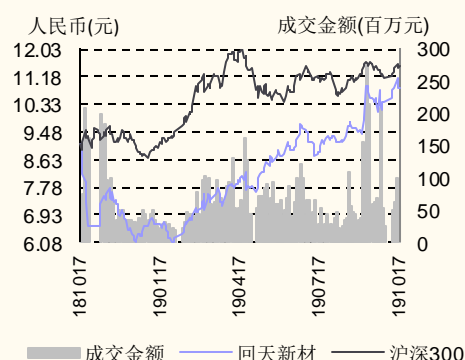
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 10.82 元

## 胶黏剂龙头企业, 步入优质发展赛道

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.26
已上市流通 A 股(亿股)	3.06
总市值(亿元)	46.06
年内股价最高最低(元)	11.14/10.11
沪深 300 指数	3925



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.259	0.279	0.411	0.532	0.652
每股净资产(元)	4.41	4.14	4.43	4.75	5.14
每股经营性现金流(元)	0.17	0.12	0.56	0.47	0.57
市盈率(倍)	38.65	23.91	26.33	20.35	16.59
净利润增长率(%)	13.74%	7.61%	47.30%	29.37%	22.70%
净资产收益率(%)	5.88%	6.74%	9.27%	11.19%	12.68%
总股本(百万股)	425.71	425.71	425.71	425.71	425.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **原材料价格下跌, 产业链利润往下游转移:** 回天新材是一家专业从事胶粘剂和新材料研发、生产的高新技术企业, 其产品广泛应用于新能源、电子电器、汽车、包装、建筑、高铁等行业。公司主要产品有机硅胶和聚氨酯胶对应的原材料分别是有机硅和 MDI, 2018 年三季度起, 主要原材料价格从高位回落并逐步企稳, 公司两大胶类产品有机硅胶和聚氨酯胶的毛利率分别由 2018 年上半年的 24.9%、26.3% 上升至 2019 年上半年的 39.6%、37.0%, 2019 年上半年公司总体毛利率较上年同期上升 7.92 个百分点, 盈利能力明显增强。
- **市场重心不断往亚太转移, 贸易摩擦背景下, 胶黏剂企业迎来发展机遇:** 近年来, 胶黏剂全球市场重心不断往亚太地区转移, 伴随全球经济趋缓以及贸易摩擦的抬头, 国家对新兴产业的支持力度不断加大为胶黏剂材料的创新提供了良好土壤。行业集中度的提升以胶黏剂企业与终端客户研发合作的不断加强, 公司将迎来切入中高端领域的契机。
- **进口替代加速, 公司在高端领域应用逐步放量:** 公司 2017 年 1 月开始进入高端通信领域, 给相关客户配套供货, 但年销售额始终在千万元左右, 无法放量。在贸易摩擦背景下, 公司与通信领域客户合作迅速升级, 高毛利率产品不断放量, 预计未来, 盈利结构有望持续改善。此外, 公司产品在 LED 导热灌封、乘用车、轨道交通等领域与下游客户有广泛深入的研发合作, 在进口替代的大潮中, 公司有望充分受益。

## 盈利预测与投资建议

- 公司是胶黏剂龙头企业, 随着进口替代的加速和原材料价格的回落, 公司的业绩有望持续改善。预计公司 2019、2020 和 2021 年归母净利润 1.75、2.26 和 2.78 亿元; EPS 分别为 0.41 元、0.53 元和 0.65 元; 当前市值对应 PE 为 26.39X、20.41X、16.64X; 公司盈利逐步改善, 我们给予公司目标价 12.25 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 风险提示

- 高端产品替代不及预期; 公司产能建设及投放进度不及预期; 上游原材料价格波动

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001  
puqiang@gjzq.com.cn

王明辉 联系人  
wangmh@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、在进口替代和产业升级浪潮中，公司迎来发展机遇	4
1.1 上游原材料价格回落，产业链利润往下游转移	4
1.2 产业重心不断转移，中国市场发展迅速	5
1.3 行业集中度不断提高，格局有望重塑	6
1.4 国外巨头研发投入逐步放缓，产品创新难度加大	7
1.5 公司研发实力雄厚，将在进口替代大潮中夺得先机	7
二、站在当前时点，看公司未来的成长	8
2.1 切入高端电子电器领域，未来将逐步放量	8
2.2 公司在客车市场市占率高，乘用车市场逐步导入	9
2.3 光伏用胶平稳增长，太阳能背板静待回暖	10
2.4 包装胶产能投产，宜城项目投产带来业绩增长	11
2.5 建筑胶收入体量小，增速快	11
三、公司简介	12
3.1 公司发展历程	12
3.2 公司胶黏剂的下游应用领域	13
3.2.1 电子电器	13
3.2.2 汽车	15
3.2.3 光伏及太阳能背板	17
3.2.4 包装及建筑	17
四、核心假设与盈利预测	18
五、风险提示	19

## 图表目录

图表 1：胶黏剂主要原材料价格情况（元/吨）	4
图表 2：国内有机硅产能统计	4
图表 3：国内 MDI 厂家及扩产计划	4
图表 4：公司主要产品的毛利率情况	5
图表 5：全球胶黏剂市场规模（亿美元）	5
图表 6：全球胶粘剂市场规模区域分布（%）	5
图表 7：中国胶黏剂市场规模（亿元）及增速（%）	6
图表 8：中国胶黏剂产量（万吨）及增速（%）	6
图表 9：胶黏剂行业竞争格局趋势	7
图表 10：汉高胶黏剂业务收入及增速（百万欧元）	7
图表 11：汉高研发费用（百万欧元）及增速（%）	7
图表 12：公司研发投入与同行业对比（百万元）	8
图表 13：公司研发成果一览	8
图表 14：公司深度广泛的产学研合作	8

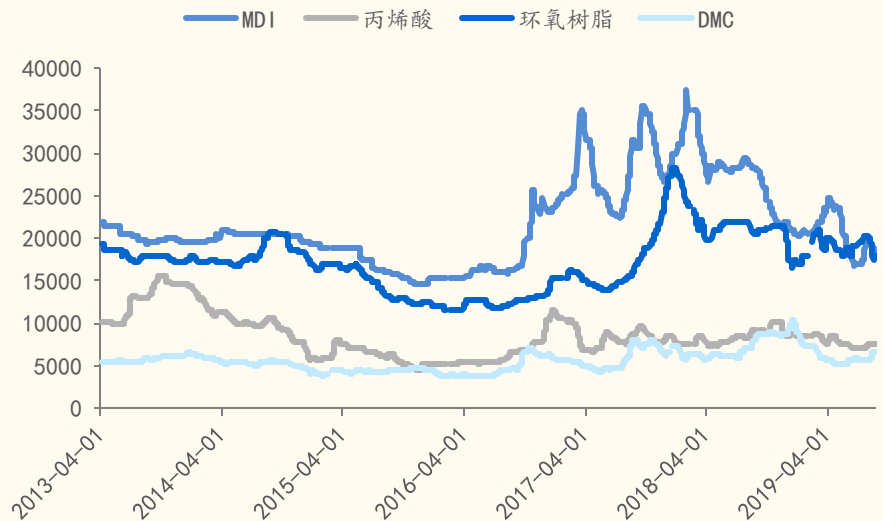
图表 15: 华为供货情况.....	9
图表 16: 东风日产轿车产量 (辆) 及增速 (%) .....	10
图表 17: 中国乘用车产销量 (万辆) 及增速 (%) .....	10
图表 18: 中国客车产量 (万辆) .....	10
图表 19: 中国太阳能光伏装机容量 (百万瓦特) 及增速 (%) .....	11
图表 20: 公司发展历程.....	12
图表 21: 公司营业收入 (百万元) 及增速 (%) .....	13
图表 22: 公司归母净利润 (百万元) 及增速 (%) .....	13
图表 23: 2018 公司各个板块营业收入占比 (%) .....	13
图表 24: 2018 公司各个板块毛利占比 (%) .....	13
图表 25: 手机用胶黏剂概览.....	13
图表 26: 规模以上电子信息制造业:主营业务收入 (亿元) .....	14
图表 27: 规模以上电子信息制造业:利润总额 (亿元) .....	14
图表 28: 常见 LED 灌封胶.....	14
图表 29: LED 合计市场规模 (亿元) 及增速 (%) .....	15
图表 30: LED 封装市场规模 (亿元) 及增速 (%) .....	15
图表 31: 汽车用胶黏剂概览.....	15
图表 32: 新能源汽车产业链升级.....	16
图表 33: 2018 年新能源汽车行业相关政策.....	16
图表 34: 胶黏剂在光伏领域的应用.....	17
图表 35: 太阳能电池板结构.....	17
图表 36: 我国塑料软包装行业产量 (万吨) 及增速.....	18
图表 37: 中国建筑幕墙工程总产值 (亿元) .....	18
图表 38: 中国房地产业产业生产总值 (亿元) .....	18
图表 39: 盈利预测.....	19
图表 40: 同行业估值情况对比.....	19

## 一、在进口替代和产业升级浪潮中，公司迎来发展机遇

### 1.1 上游原材料价格回落，产业链利润往下游转移

- 回天新材是一家专业从事胶粘剂和新材料研发、生产的高新技术企业，其产品广泛应用于新能源、电子电器、汽车、包装、建筑、高铁等行业。胶粘剂的主要原材料有 MDI、丙烯酸、环氧树脂和有机硅等。大宗化工产品经历了 2016-2017 基础化工产品价格的暴涨之后，化工企业进入新一轮产能扩产周期，供需格局逐渐宽松，2018 年二季度之后，大宗原材料的价格逐步回落。

图表 1：胶粘剂主要原材料价格情况（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：国内有机硅产能统计

厂商简称	省份	有效产能（吨）	新增产能
中天东方	浙江	50000	-
合盛硅业(浙江)	浙江	90000	-
陶氏有机硅(张家港)	江苏	200000	-
湖北兴瑞	湖北	100000	80000 吨兴发宜昌扩产项目
新安有机硅	浙江	170000	75000 吨新安股份镇江新增产量
三友硅业	河北	100000	-
金岭化学	山东	60000	-
东岳有机硅	山东	100000	-
鲁西硅化工	山东	32500	-
江西蓝星星火	江西	225000	-
内蒙恒业成	内蒙	100000	-
合盛硅业(四川)	四川	90000	-

来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 3：国内 MDI 厂家及扩产计划

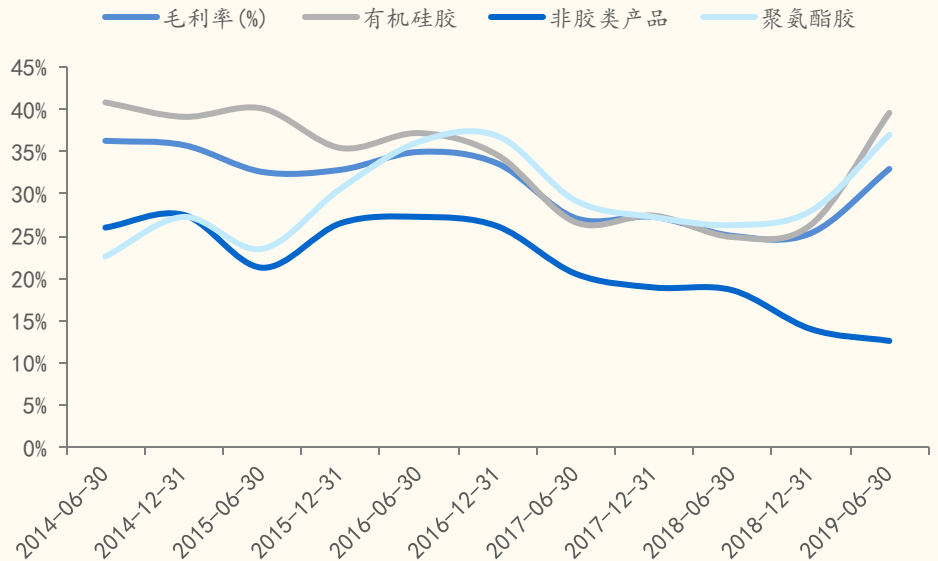
省份	厂家	2018	未来扩产计划
山东	烟台万华（八角工业园）	60	计划扩产 50 万吨
浙江	宁波万华	120	计划扩产 30 万吨
上海	上海联恒（巴斯夫、亨斯）	59	

	迈)		
	上海漕泾科思创(拜耳)	50	计划扩产 10 万吨
重庆	巴斯夫	40	
浙江	瑞安 NPU	8	

来源: 百川资讯, 国金证券研究所

- 2018 年下半年, 公司两大胶类产品有机硅胶和聚氨酯胶的毛利率已经开始回升, 分别由 2018 年中的 24.88%、26.29% 上升至 2018 年末的 26.34%、27.98%, 2019 年上半年公司总体毛利率较 2018 年同期上升 7.92 个百分点, 伴随着原材料的回落, 产业链利润不断往下游转移。

图表 4: 公司主要产品的毛利率情况

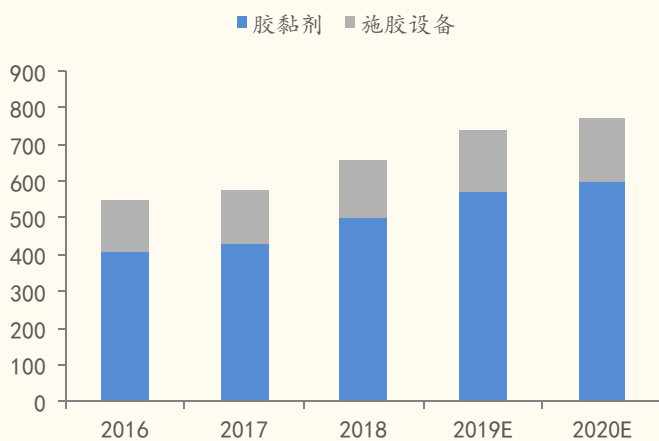


来源: Wind, 国金证券研究所

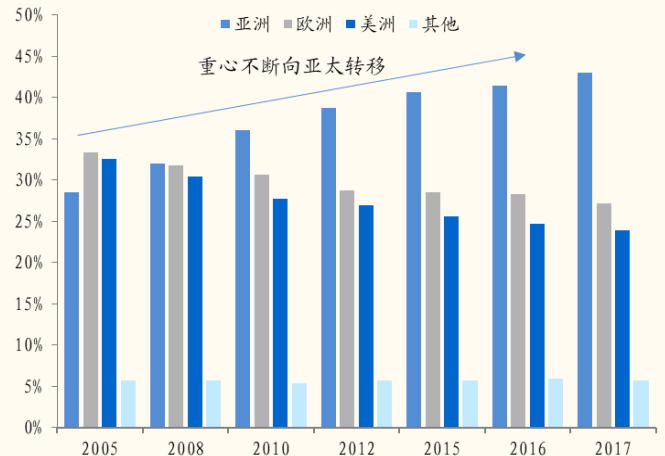
## 1.2 产业重心不断转移, 中国市场发展迅速

- 亚太地区增速引领全球。据 BCC Research 数据显示, 2018 年, 全球胶粘剂和施胶设备市场分别达到 502 亿和 157 亿美元, 总规模达 659 亿美元。预计到 2020 年, 胶粘剂和施胶设备市场总规模将达到 771 亿美元, 其中胶粘剂规模达到 600 亿美元。近年来受产业转移的影响, 亚太地区的胶粘剂市场规模增长速度也十分之快, 亚洲地区胶粘剂的市场规模占比从 2005 年的 28% 增长至 2017 年的 43%。

图表 5: 全球胶粘剂市场规模 (亿美元)



图表 6: 全球胶粘剂市场规模区域分布 (%)



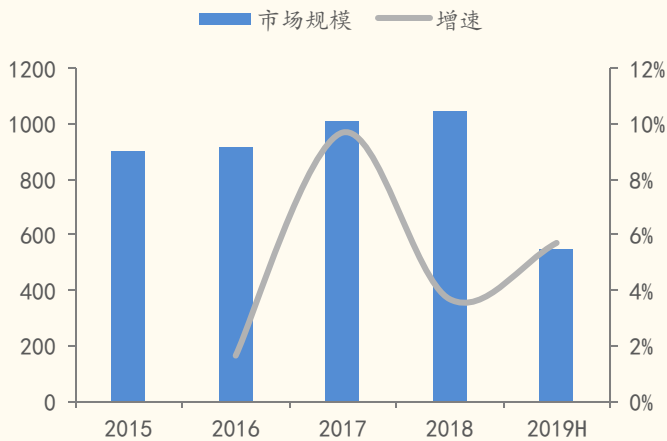
来源：BCC research，国金证券研究所

来源：BCC research，国金证券研究所

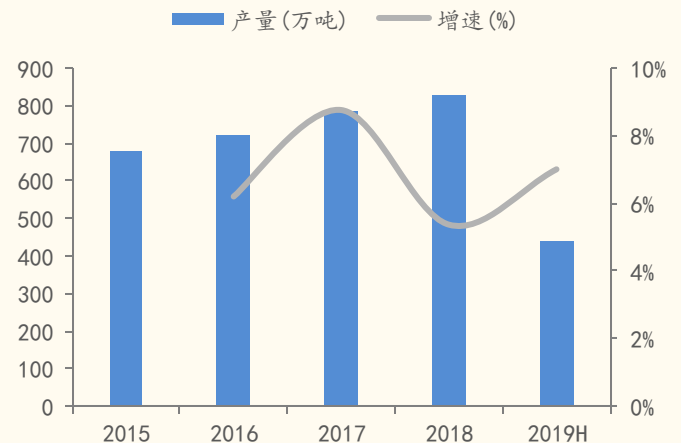
- **我国胶黏剂工业起步晚，但发展迅速。**中国胶黏剂工业从 1958 年起步，当初在世界胶黏剂领域的份额几乎为零，经过 60 年的发展，中国胶黏剂已经在世界胶黏剂领域占有一席之地。据中国胶黏剂和胶黏带工业协会统计，2018 年中国胶黏剂市场规模达到 1027.8 亿元，根据中国胶黏剂和胶黏带工业协会发布的《中国胶黏带和胶黏剂市场报告及“十三五”发展规划》显示，2020 年，我国胶黏剂产量将达 1033.7 万吨，销售额 1328 亿元，我国胶黏剂行业将保持稳定增长态势。

图表 7：中国胶黏剂市场规模（亿元）及增速（%）

图表 8：中国胶黏剂产量（万吨）及增速（%）



来源：新材料在线，国金证券研究所

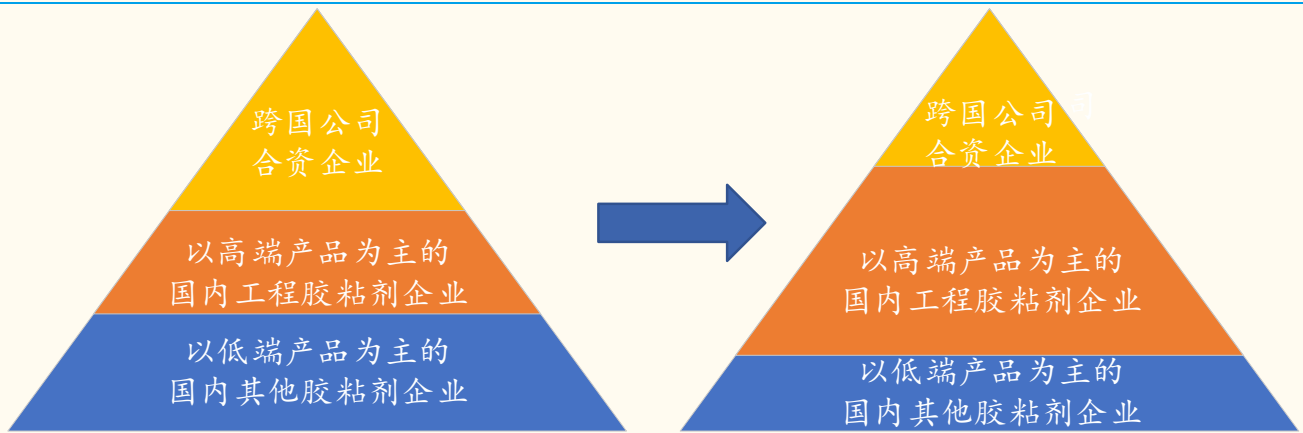


来源：新材料在线，国金证券研究所

### 1.3 行业集中度不断提高，格局有望重塑

- **我国胶黏剂行业中小企业居多，行业集中度低。**据不完全统计，目前我国胶黏剂企业多达 3500 多家，且大多数为中小型企业，其中 1800 多家为作坊式企业，年销售收入达 5000 万元以上的企业不足百家。从销售额来看，位于前三位的企业都是跨国企业，第四位以后才是中国胶黏剂企业，行业前四位销售额合计市场份额不足 15%，行业集中度低。
- **当前行业格局呈现金字塔型，未来企业格局有望重塑。**我国胶黏剂低端市场的生产企业为中小型企业，整体产能过剩、利润率低；少数拥有自主知识产权的国内企业，具有一定的技术积累，可以生产较高技术含量和较高利润率的产品，逐步占据了中高端市场；而高端市场主要是国际化工巨头占据，他们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，占据着高端市场。预计未来，随着环保风暴及安全检查的要求，大量的不在化工园区，不能达到安全标准的胶黏剂企业会持续退出市场。在安全、环保的政策推动下，我国胶黏剂行业将会逐步向集中格局转变，小而多的中小型企业将很难在利润率低的低档产品市场中生存，规模化将是未来发展的趋势。

图表 9：胶黏剂行业竞争格局趋势

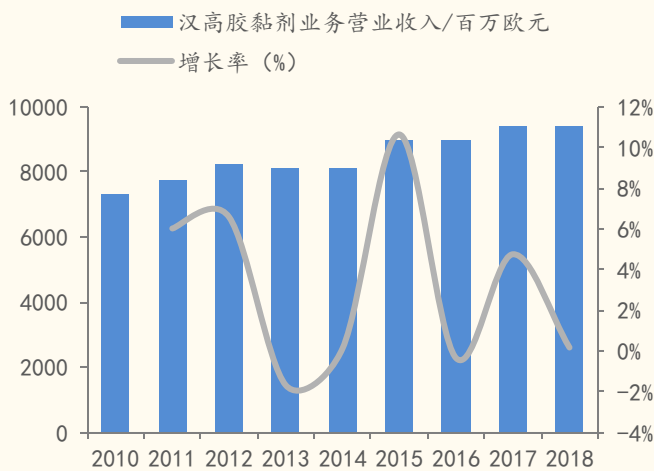


来源：国金证券研究所

#### 1.4 国外巨头研发投入逐步放缓，产品创新难度加大

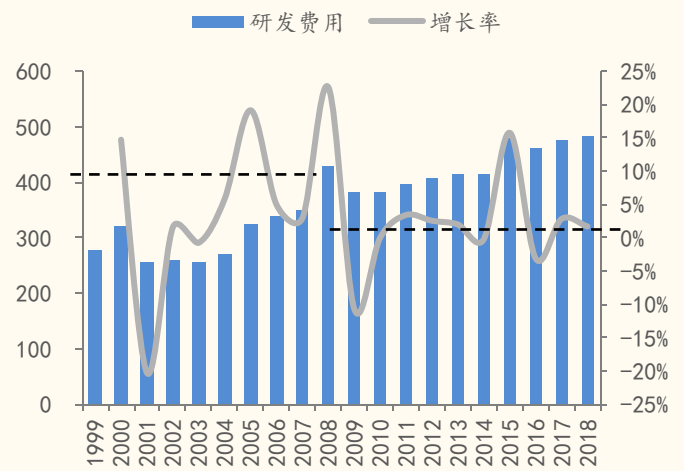
- 近年来，随着全球经济下行压力加剧，胶黏剂巨头汉高在胶黏剂业务板块收入虽保持一定的增长，但是增速不断下滑。从汉高年报数据来看，2008年之后，研发占营业收入比重止步不前，研发投入逐步放缓。化工研发具有不确定性、长周期性的特点，研发投入的放缓意味着产品推陈出新难度的加大。短期而言，虽然化工巨头相较于国内企业在技术上仍然具有一定优势，但是未来竞争力会逐步下降，这为国内企业的创新发展带来机遇。

图表 10：汉高胶黏剂业务收入及增速（百万欧元）



来源：汉高年报，国金证券研究所

图表 11：汉高研发费用（百万欧元）及增速 (%)

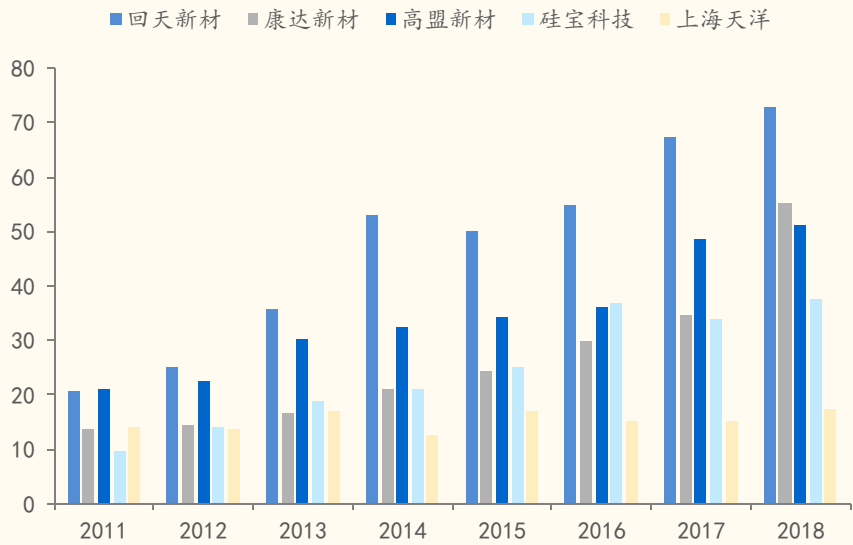


来源：汉高年报，国金证券研究所

#### 1.5 公司研发实力雄厚，将在进口替代大潮中夺得先机

- 公司研发投入不断增加，具有行业领先的研发能力。上市以来，公司对研发投入不断增加，研发费用逐年增加，且公司对研发的投入远远大于同行。目前，公司研发团队共 173 人，拥有 60 多间实验室、国家级技术中心、博士后科研工作站，发明专利 141 项专利，其中部分专利位居国内领先水平。此外，公司与汽车厂商、铁科院等下游客户均有广泛深入的合作，胶黏剂产品深度绑定下游客户。

图表 12：公司研发投入与同行业对比（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：公司研发成果一览

序号	核心产品	国际国内先进性
1	高铁车顶”防电弧涂层”技术	国内首例，国际一流
2	车身结构胶 7130	国内领先水平，填补国内空白
3	高导热 5G 用硅凝胶	国内领先，国际先进，填补国内空白
4	单组份聚氨酯免底涂玻璃胶	国内领先，国际先进，填补国内空白
5	叠瓦导电银胶	国内领先水平
6	复合材料粘接用结构胶	国内领先，国际先进，填补国内空白
7	8656 双组份高导热聚氨酯结构胶(电池用胶)	国内领先，填补国内空白

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：公司深度广泛的产学研合作

序号	合作单位	合作领域	合作方式
1	中科院	高性能胶粘剂研发	合作研发
2	复旦大学	新型聚合物合成	控股研发中心
3	铁科院	高铁建设用胶及车身用胶	合作研发
4	湖南大学	汽车轻量化车身结构胶	产学研合作
5	神龙公司技术中心	汽车用胶国产化	合作研发
6	上海交通大学	飞机制造用胶及复合材料性能评价	合作研发
7	东华大学	高性能胶粘剂成分分析	产学研合作
8	东风日产技术中心	汽车玻璃胶及复合材料粘接用胶开发	合作研发
9	华为 2012 实验室	有机硅高导热灌封胶、硅凝胶等	合作研发
10	黑龙江省石化研究院	航空航天高端环氧结构胶等	产学研合作

来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、站在当前时点，看公司未来的成长

### 2.1 切入高端电子电器领域，未来将逐步放量



- 公司在 2017 年开始给华为配套供货，年销售额在千万元左右，在中美贸易摩擦背景下，公司与华迅速升级合作，三个月对接合作产品已达 40 余款，华为手机 2018 年全球出货量 2.06 亿部，对胶黏剂的需求约 10 亿元左右，随着公司和华为合作的广泛深入，预计公司在华为供应体系的销售额将达到 2 个亿左右。从整体手机市场来看，中国手机用胶黏剂市场空间约 75 亿元，若公司电子胶实现在华为的放量，我们认为这将会逐渐向其他手机厂商渗透，手机用胶黏剂技术壁垒较高，综合毛利率在 50% 以上，公司在该领域的业务的放量有助于改善公司的盈利结构和盈利能力将有望持续改善。

**图表 15：华为供货情况**

胶种	对接品种数量
有机硅	21
PUR 手持	3
聚氨酯	3
丙烯酸酯	2
导热材料	3
环氧	2
三防	2
MS 胶	2
导热硅脂	2

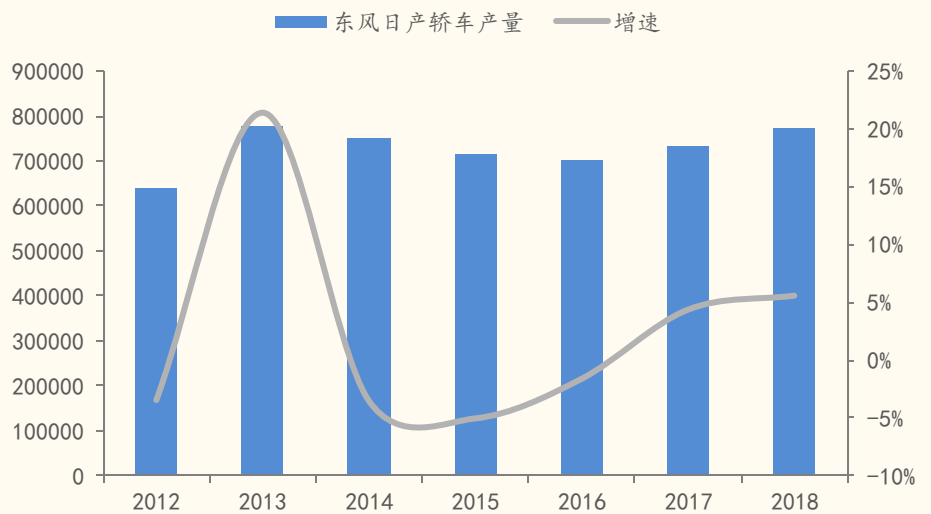
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司在 LED 导热灌封胶领域实现突破。过去由于技术壁垒，陶氏化学和日本信越一直垄断导热灌封胶市场，近年来，公司凭借雄厚的研发实力开发出导热系数在 2.5-4 瓦以上的导热灌封胶产品，已经在大功率 LED 灯上有广泛的应用，2018 年公司此项销售也超过了 1 亿元。预计未来，随着公司 LED 用导热灌封胶不断的放量，未来有望打破陶氏化学和日本信越的垄断局面，同时给公司的业绩带来新的增长，**根据草根调研，LED 胶黏剂市场空间约 9 亿元，整体市场增速在 10% 左右**，若公司产品实现在该领域的放量，预计未来市场份额将呈现三分天下局面。

## 2.2 公司在客车市场市占率高，乘用车市场逐步导入

- **客车方面**，公司在国内前十大客车厂中占据主要份额，在全球第一大客车生产商宇通汽车的玻璃粘胶供应占比达 60%。客车制造业进入壁垒高，验证周期长，但同时利润也高，公司通过长达 4 年的认证，成为宇通汽车供应商，目前在宇通汽车的销售额接近 1 亿左右。**乘用车方面**，由于历史原因，合资汽车企业在生产设计过程中将国外的胶黏剂企业导入供应商体系，近年来，大部分合资企业股权结构发生一定改变，认证周期有所加快，公司在东风日产系列品牌逐步导入车用胶黏剂，一开始公司的胶黏剂产品在启辰系列车上使用，2019 年中标尼桑系列品牌，产品类型包括挡风玻璃和结构胶，预计未来，公司将在乘用车市场逐步放量。

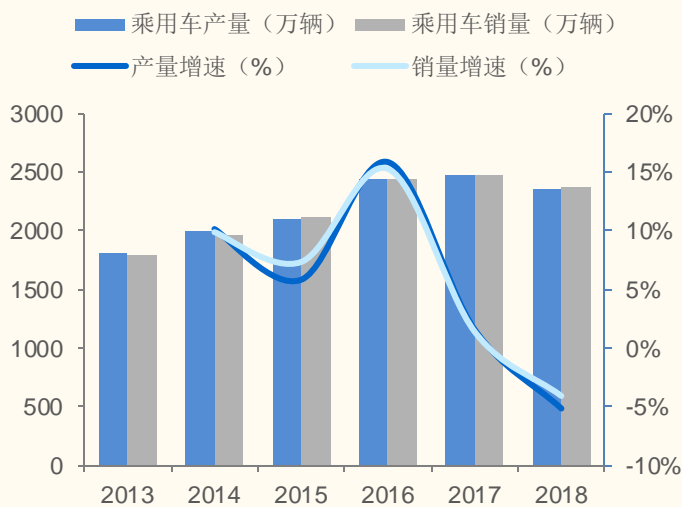
图表 16: 东风日产轿车产量(辆)及增速(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

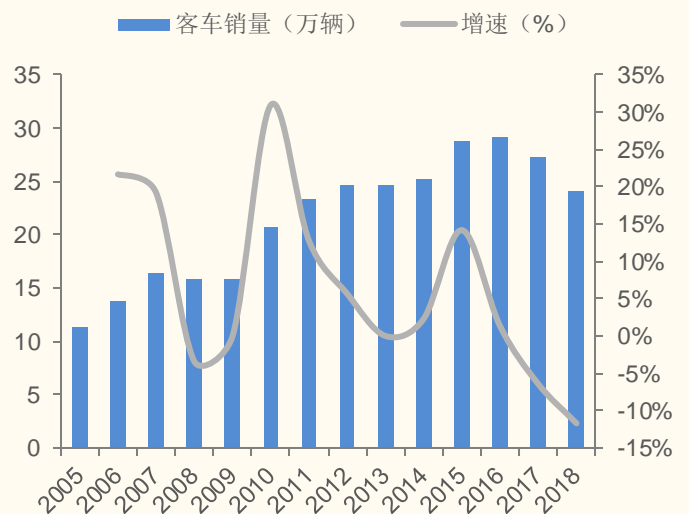
- 根据草根调研,我国客车车用胶整体市场 10 个亿左右,乘用车车用胶整体市场规模约 110 亿左右。2018 年乘用车行业受去库存影响,累计产销分别完成 2352.9 万辆和 2371 万辆,同比分别下降 5.2%和 4.1%,行业整体处于低位。但我们认为,公司依靠研发实力逐步进入下游客户的供应体系,伴随着公司乘用车用胶黏剂订单的放量,公司将在乘用车业务领域有所增长。

图表 17: 中国乘用车产销量(万辆)及增速(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 中国客车产量(万辆)

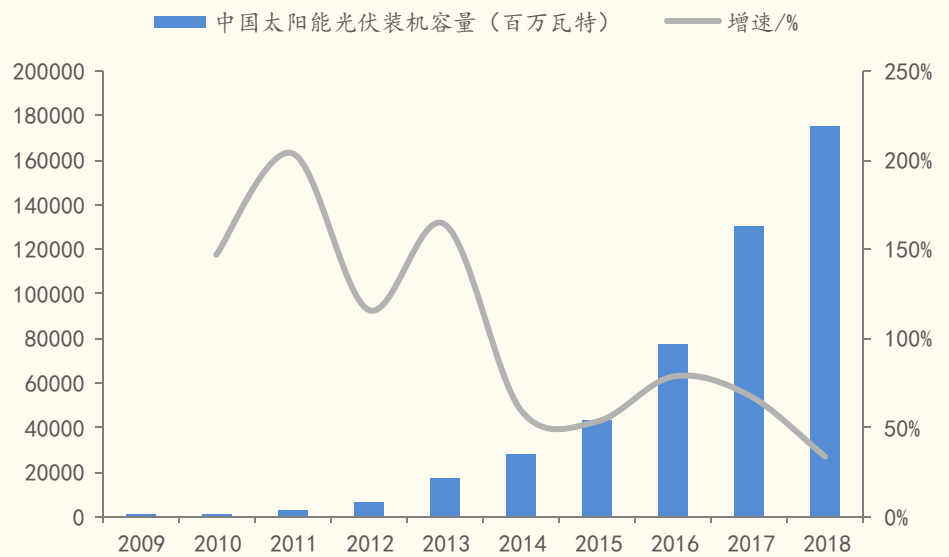


来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.3 光伏用胶平稳增长, 太阳能背板静待回暖

- 根据草根调研,每生产一兆瓦光伏组件仅有有机硅密封胶就需要使用约 900 公斤,2018 年我国太阳能发电装机容量达 175031 百万瓦特,所用有机硅密封胶规模约为 15.75 万吨,预计 2019 年,我国全年新增装机规模为 35GW-45GW,预计新增有机硅胶使用量约 3.6 万吨/年。

图表 19：中国太阳能光伏装机容量（百万瓦特）及增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司于 1999 年成立上海基地，逐步布局光伏用胶黏剂，目前市场占有率达到 37% 左右，市场份额稳居行业前列。2019 年 7 月 11 日，国家能源局发布 2019 年光伏发电项目国家补贴竞价结果：拟将 3921 个合计 22.8GW 项目纳入 2019 年国家竞价补贴范围，其中普通光伏电站 366 个合计 18.1GW，占比 79.5%，全额上网分布式项目 473 个合计 565MW，占比 2.5%；自发自用、余量上网项目 3082 个合计 4.1GW，占比 18%。同时，能源局给出了年内可建成并网装机容量 40~45GW 的预测指引。预计明年的补贴额度和政策机制落地时间将显著早于今年，从而为明年的国内光伏建设创造更好的条件，我们预期 2020 年国内新增装机规模有望上看 50GW。
- 太阳能背板静待回暖。根据 OFweek 产业研究院估计，1GW 太阳能电池组件大约需要 650 万平方米背板，预计 2019 年-2020 年中国太阳能背板需求量分别为 46699 万平方米、49956 万平方米。当前背板市场规模约 100 亿元，未来将保持 7% 左右的增速。
- 公司 2011 年成立常州基地，聚焦于背板业务，成功推出国内第一块具有自主知识产权的全系列光伏背板以替代进口的氟膜技术产品，目前 KPH 光伏背板等产品已实现稳定销售，处于第二梯队前列，产能规模 5000 平米/年，公司拥有一定的技术和规模优势，主要原材料自产，未来有望冲击第一梯队。

#### 2.4 包装胶产能投产，宣城项目投产带来业绩增长

- 我国塑料软包装集中度低，中低端市场小规模居多，随着我国环保政策趋严，软包装胶黏剂逐步向功能化、安全性、环保性、经济性等方向发展，在这一过程中，软塑包装行业集中度得以不断提升，而高端市场存在技术壁垒，外资企业占据较大，随着国内企业自主研发能力的不断提高，进口替代将加速。
- 公司积极推进无溶剂耐高温软包装胶的研发和生产，新增、改造产能建设均按计划有序推进，湖北生产基地于 2018 年 6 月底完成聚氨酯双螺杆产线的改造，实现软包装胶连续生产，公司产品品质不断升级。此外，公司新建宣城 2 万吨软包装胶产能，主要瞄准东南亚市场，为此，公司于 2017 年成立越南子公司，加速海外布局。预计 2019 年 11-12 月，宣城 2 万吨包装胶开车投产，预计未来 2-3 年，随着产能的逐步消化，公司的业绩有望迎来新的增长。

#### 2.5 建筑胶收入体量小，增速快

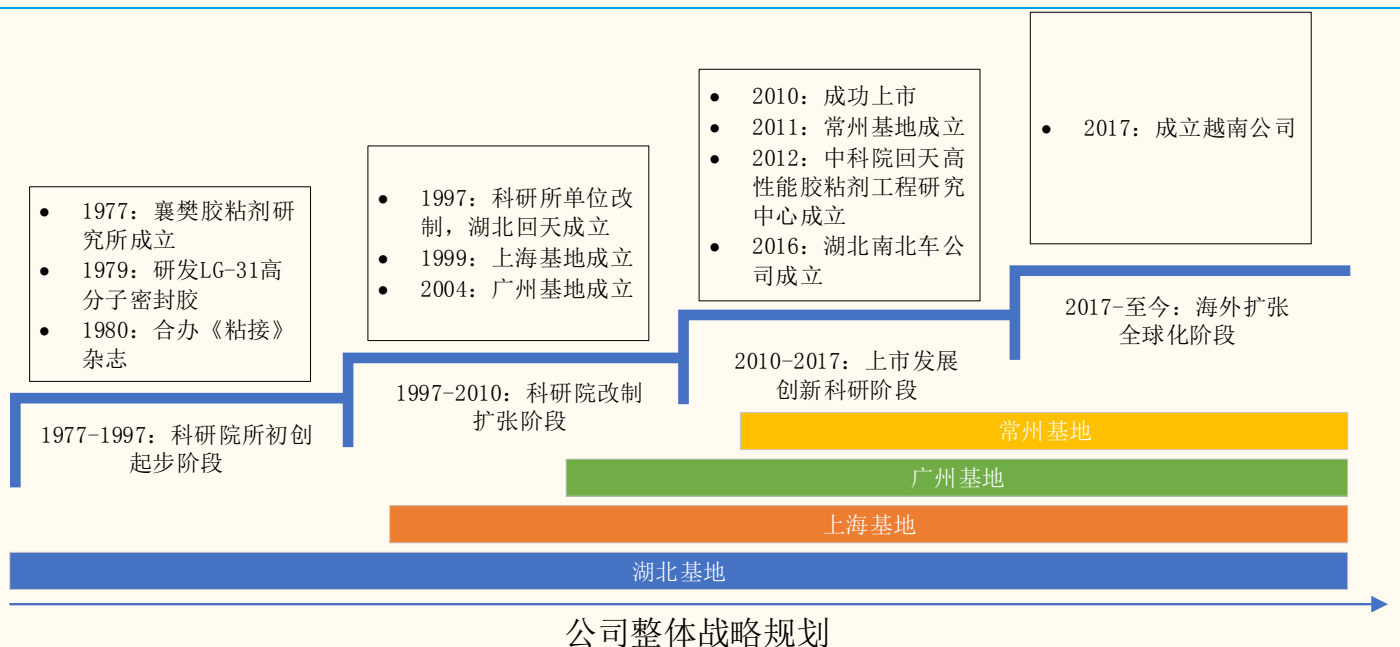
- 公司在建筑胶领域收入体量较小，但随着公司产品的不断升级，公司在高端建筑领域的收入增速较快，2018年公司高端建筑胶销售收入达到1.05亿元，同比增长80%以上。公司在中空玻璃、建筑幕墙、门窗主要制造厂及品牌地产等优质客户占比提升，此外，装配式建筑业务持续推进，不断实现新的工程项目供货。公司在主要细分领域的市场占有率不断提升，行业影响力逐步扩大。

### 三、公司简介

#### 3.1 公司发展历程

- **产能扩张有序，整体战略清晰。**回天新材是一家专业从事胶粘剂和新材料研发、生产的高新技术企业，目前拥有湖北、上海、广州和常州四大生产基地。其中湖北基地可追溯到1977年襄樊胶黏剂研究所，1997年襄樊胶黏剂研究所改制为科研院，同时，湖北回天成立，主要生产汽车、轨道交通用胶黏剂以及包装和建筑用胶黏剂。1999年，上海基地成立，主要布局光伏用胶黏剂。2004年广州基地成立，其下游应用领域集中于电子电器。2011年布局常州基地，聚焦于太阳能背板的生产。2017年公司成立越南公司，加速海外扩张，打开高端市场，进入全球化发展的新阶段。

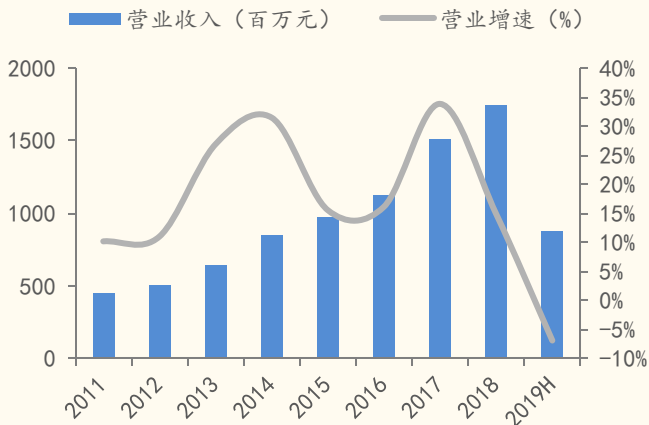
图表 20：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

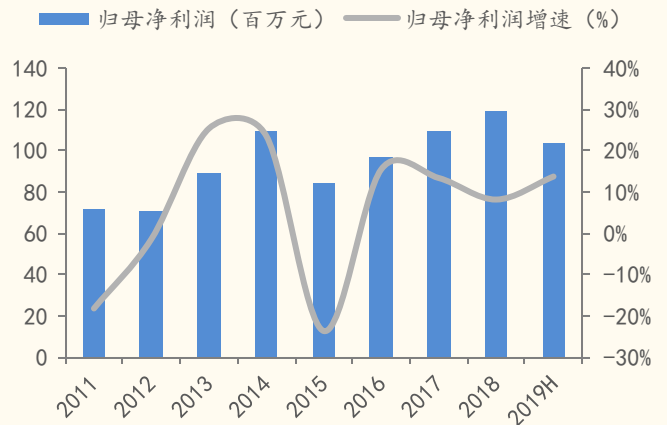
- 回天新材自上市以来，收入呈现稳步增长态势，但整体归母净利润较为平稳，整体盈利情况受原材料价格波动影响较大，我们认为，公司过去以来的产品扩张主要集中于传统领域的应用，在高毛利率领域的高端产品还未实现放量。在当下时点，公司将迎来切入中高端领域的契机，我们在胶黏剂行业深度报告《产业重心转移，集中度提升，国内企业迎来发展机遇》中指出：伴随着贸易摩擦的抬头，国家在新兴产业的支持力度不断加大，这为材料的创新提供了良好土壤，胶黏剂企业与下游客户研发合作逐步加强，迎来切入中高端领域的契机。回天新材作为胶黏剂龙头企业，未来其产品结构将不断优化、盈利能力将不断增强，公司将进入发展优质赛道。

图表 21: 公司营业收入 (百万元) 及增速 (%)



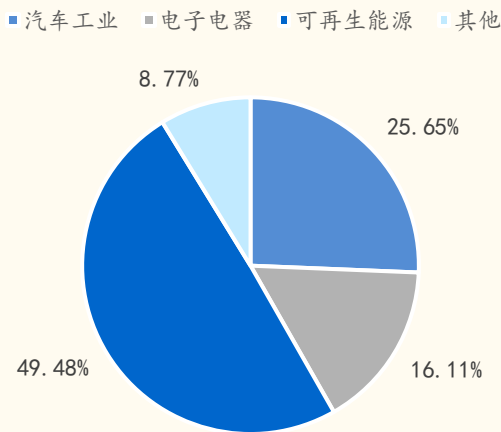
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 公司归母净利润 (百万元) 及增速 (%)



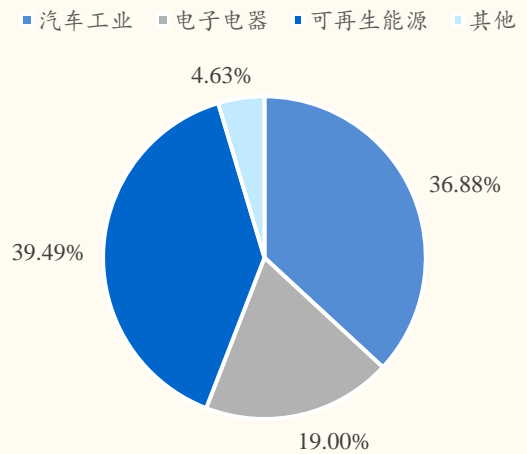
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 2018 公司各个板块营业收入占比 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 2018 公司各个板块毛利占比 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.2 公司胶黏剂的下游应用领域

#### 3.2.1 电子电器

- 胶黏剂在电子器件方面具有重要的用途。胶黏剂在电子元器件的生产、组装部件灌封等方面发挥着重要作用，胶黏剂的使用有利于提高电子元器件的抗冲击震动、防尘防潮、电绝缘导热的能力。常见手机用胶有 PUR 胶、LOCA 胶、OCA 胶、导热胶、固定胶、填充胶等，每一部手机大概有 100 多个用胶点，每部手机总用胶量在 10 克左右，根据国家统计局数据，2018 年我国手机产量在 13.69 亿部，对胶黏剂的需求量约 13.69 万吨，手机胶品类众多，价格不一，范围在几十元到几千元/kg 都有，根据草根调研，我们取平均 50 元/kg，中国手机整体用胶市场规模约在 70 亿左右。

图表 25: 手机用胶黏剂概览

应用部位	胶黏剂品种
主板用胶黏剂	环氧胶黏剂、导热导电胶、有机硅胶黏剂、点焊胶、UV 胶、丙烯酸胶黏剂
壳体用胶黏剂	聚氨酯热熔胶、丙烯酸树脂胶黏剂、反应型热熔胶
屏幕与边框用胶黏剂	聚氨酯热熔胶、UV 胶、反应型热熔胶、丙烯酸树脂胶黏剂、耐高温胶黏剂
LOGO 用胶黏剂	热熔压敏胶、有机硅胶黏剂、不干胶、丙烯酸酯胶黏剂

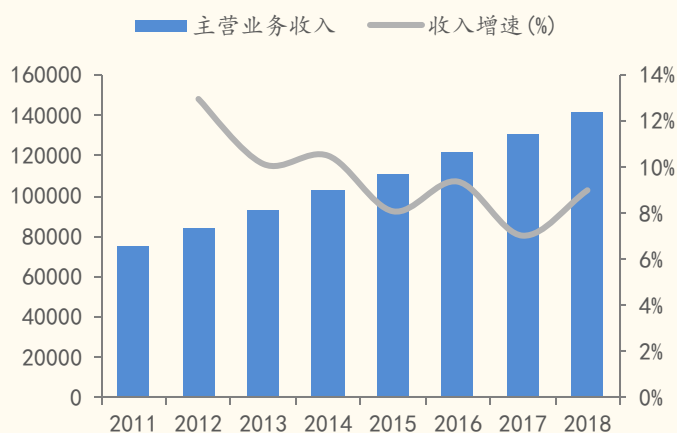
摄像头固定用胶粘剂	OCA 光学胶、UV 胶
侧按键粘接用胶粘剂	UV 胶、快干胶
FPC 天线与机壳粘合用胶粘剂	不干胶、UV 胶、压敏胶
摄像模组用胶粘剂	UV 胶、快干胶、环氧树脂胶黏剂、有机硅胶黏剂
音腔盒盖子用胶粘剂	UV 胶、热熔胶、瞬干胶、环氧树脂胶黏剂、有机硅胶黏剂

来源：新材料在线，国金证券研究所

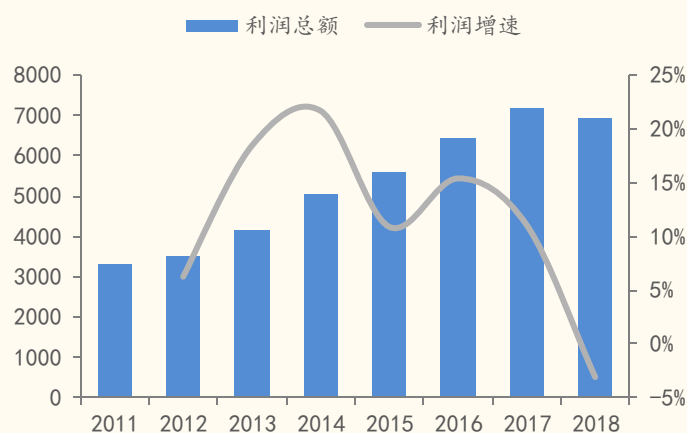
- 我国电子信息行业运行呈现总体平稳、稳中有进态势，2018 年我国规模以上电子信息制造业实现主营业务收入 142041 亿元，主同比增长 9.0%，利润总额 6957 亿元，同比下降 3.1%。随着我国电子信息产业的发展，5G 的逐步应用，国内电子元器件发展迅速，对胶黏剂的需求也日益剧增。

图表 26：规模以上电子信息制造业：主营业务收入（亿元）

图表 27：规模以上电子信息制造业：利润总额（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

- 胶黏剂同样是 LED 产业重要的配套材料。胶黏剂在 LED 中作用有：1.机械保护，以提高可靠性；2.加强散热，以降低芯片结温，提高 LED 性能；3.光学控制，提高出光效率，优化光束分布。常见的 LED 用胶黏剂种类包括环氧树脂胶、有机硅树脂胶、聚氨酯胶等。

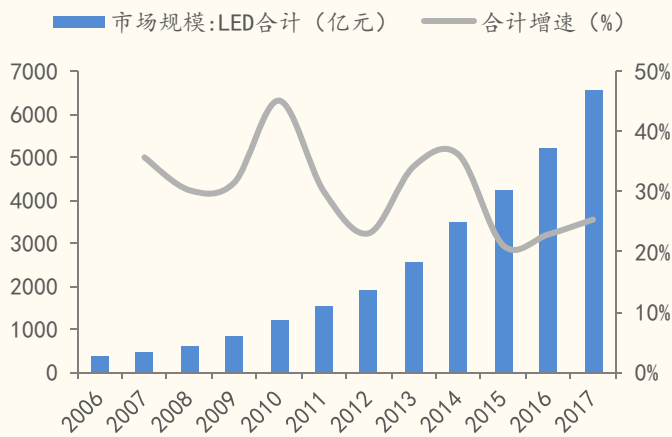
图表 28：常见 LED 灌封胶

种类	性质
环氧树脂胶	多为硬性，也有少部分软性。最大优点，对硬质材料粘接力好，灌封后无法打开，硬度高，绝缘性能佳，普通的耐温在 100，加温固化的耐温在 80 摄氏度左右。
有机硅树脂胶	固化后多为软性，粘接力差；优点，耐高低温，可长期在 200 摄氏度使用，加温固化型耐温更高，绝缘性能较环氧树脂好，可耐压 10000V 以上，价格适中，修复性好。
聚氨酯胶	粘接性介于环氧与有机硅之间，耐温一般，一般不超过 100 摄氏度，气泡多，一定要真空浇注。优点，耐低温性能好。

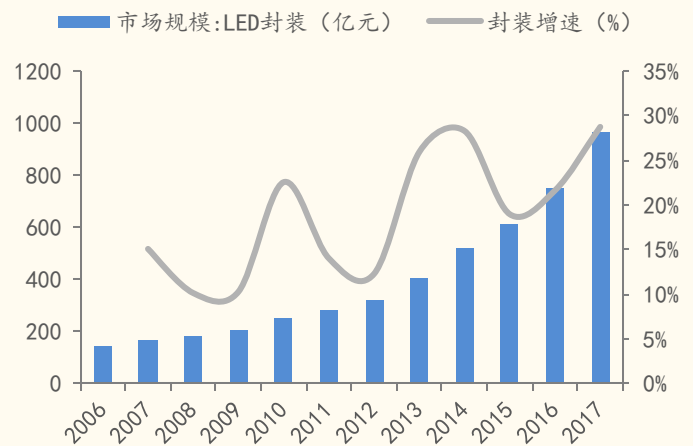
来源：胶黏剂应用网，国金证券研究所

- 随着全球 LED 产业的转移，国内 LED 产业得到了迅猛发展，目前中国已成为全球最大的 LED 生产基地，形成了从芯片、封装到应用的各个环节产业链。2017 年我国 LED 行业总体规模达 6368 亿元，同比增长 21%。其中，LED 封装市场 963 亿元，同比增长 28.7%，远高于整体行业增速。

图表 29: LED 合计市场规模 (亿元) 及增速 (%)



图表 30: LED 封装市场规模 (亿元) 及增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.2.2 汽车

- **胶黏剂在汽车领域具有重要作用。**根据功能来分,胶黏剂在汽车中的应用主要分为车体用胶、动力系统用胶和维修用胶。主要用于车身、车窗玻璃、汽车内饰、汽车顶棚等。

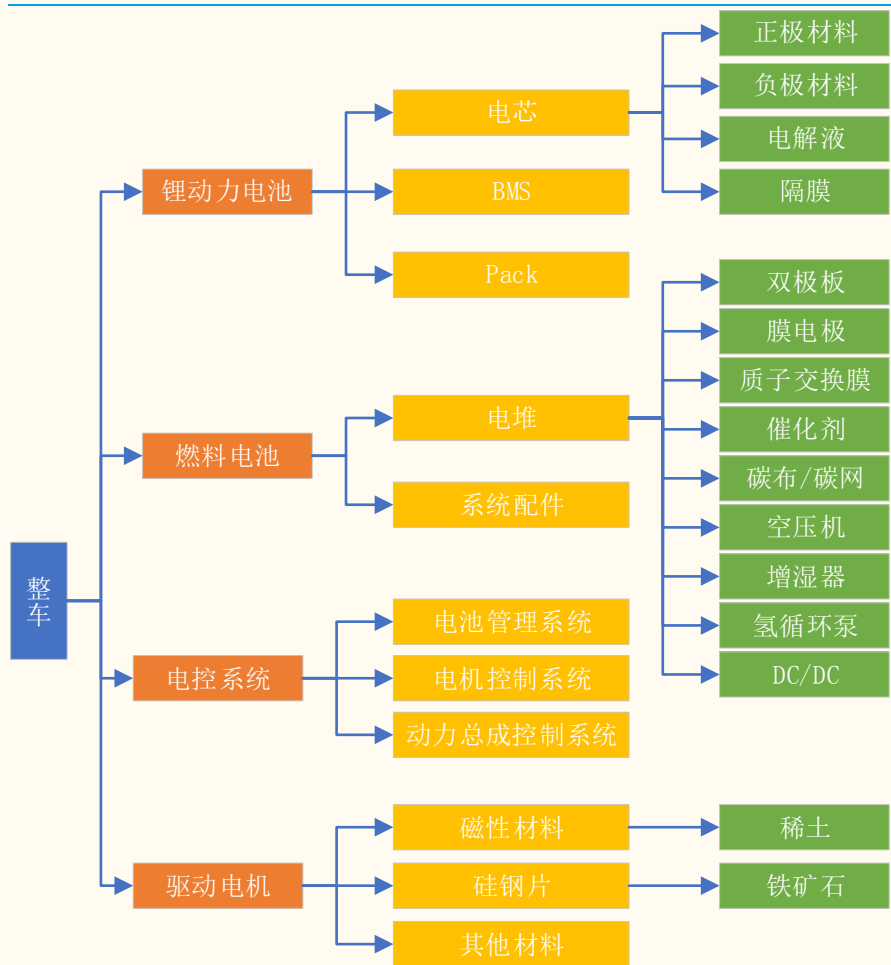
图表 31: 汽车用胶黏剂概览

用途	所用胶黏剂
1、车体用胶	
汽车车身用胶黏剂	丙烯酸酯型压敏胶、SBS 型压敏胶
汽车车体结构用密封胶黏剂	PU 胶黏剂、橡胶型密封胶黏剂、聚硫密封胶黏剂
汽车内饰用胶黏剂	氯丁型胶黏剂、水性聚氨酯胶黏剂、丙烯酸酯压敏胶、聚烯烃热熔胶、丁基密封胶、水基装饰胶黏剂
汽车顶棚用胶黏剂	EVA 热熔胶、聚酰胺热熔胶、聚酯热熔胶、聚烯烃热熔胶、环氧树脂胶黏剂、SBS 热熔胶
车窗玻璃用胶黏剂	聚氨酯密封胶、热熔压敏胶、热熔聚氨酯
电焊用胶黏剂	PVC 焊缝密封胶、橡胶电焊密封胶、环氧树脂胶黏剂
汽车地板用胶黏剂	橡胶型胶黏剂
车灯用胶黏剂	聚氨酯热熔胶、聚酰胺热熔胶、聚烯烃热熔胶、环氧胶黏剂、有机硅密封胶、丁基热熔胶
2、动力系统	
螺杆和螺栓、汽缸垫片、发动机用胶黏剂	厌氧胶、有机硅密封胶、环氧树脂密封胶
3、维修用胶	
发动机缸体和水箱用胶黏剂	丙烯酸胶黏剂、厌氧胶、环氧树脂胶黏剂
内饰、侧边条用胶黏剂	热熔胶

来源: 新材料在线, 国金证券研究所

- **新能源汽车的加快推动, 带动新的材料需求增长。**2018 年, 新能源汽车产销分别完成 127 万辆和 125.6 万辆, 同比分别增长 59.9%和 61.7%。工信部《汽车产业中长期发展规划》明确了, 到 2020 年, 中国新能源汽车年产量将达到 200 万辆, 到 2025 年, 中国新能源汽车销量占总销量的比例达到 20%以上。新能源汽车的发展推动了汽车产业链的整体升级发展, 对轻质金属、复合材料和塑料等提出了更高的产品性能要求, 对于胶黏剂和密封胶, 需要更高性能的粘接技术, 在降噪、减振、减重、降低能耗、简化工艺、提高产品质量和驾乘的舒适性方面也有了更高的性能需求, 新的汽车产业升级需求将带动胶黏剂的产业升级需求。

图表 32：新能源汽车产业链升级



来源：汽车工艺师，国金证券研究所

图表 33：2018 年新能源汽车行业相关政策

时间	政策文件	文件内容
2018 年 1 月	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	小排量购置税重回 10%，为进一步支持新能源汽车创新发展，自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税
2018 年 2 月	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	新补贴政策从 2018 年 2 月 12 日起实施，并设置了 4 个月的过渡期，过渡期间上牌的新能源乘用车、新能源客车按照对应标准的 0.7 倍补贴，新能源货车和专用车按 0.4 倍补贴，燃料电池汽车补贴标准不变。
2018 年 3 月	《二手车流通管理办法》	取消二手车限迁
2018 年 4 月	《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	年度生产量或进口量达到 3 万辆以上的车企，2019 年的新能源积分占比为 10%，2020 年占比为 12%。
2018 年 4 月	《国家发改委就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问》	汽车行业将分类型实行过渡期开放，通过 5 年过渡期，汽车行业股比限制将全部取消。
2018 年 5 月	《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》	降低汽车整车及零部件进口关税。将汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率降至 15%，将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25% 的共 79 个税号的税率降至 6%。
2018 年上半年	《新能源汽车动力蓄电池回收利用暂行管理办法》、《新能源汽车动力蓄电池回收利用溯源管理暂行规定》	对电池生产企业、汽车生产企业、电池回收服务网点、报废汽车回收拆解企业、综合利用企业、梯次利用企业、再生利用企业的责任做出明确规定。



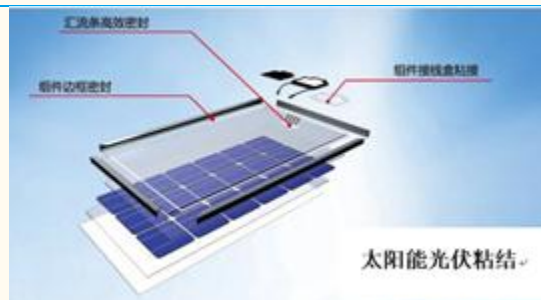
2018年7月	《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》	自2018年7月28日起取消专用车、新能源汽车外资股比限制，2020年取消商用车外资股比限制，2022年取消乘用车外资股比限制以及合资企业不超过两家
2018年7月	《关于节能新能源车船享受车船税优惠政策的通知》	的限制。 免征车船税的新能源汽车是指纯电动商用车、插电式（含增程式）混合动力汽车、燃料电池商用车。纯电动乘用车和燃料电池乘用车不属于车船税征税范围，对其不征车船税。
2018年10月	《汽车贷款管理办法》	自用传统动力汽车贷款最高发放比例为80%，商用传统动力汽车贷款最高发放比例为70%；自用新能源汽车贷款最高发放比例为85%，商用新能源汽车贷款最高发放比例为75%；二手车贷款最高发放比例为70%。
2018年11月	《特别公示新能源汽车生产企业》	对于被特别公示的企业，暂停受理其《道路机动车辆生产企业及产品公告》新能源汽车新产品申报，申请移出特别公示的企业，需通过39号令《准入审查要求》的考核。

来源：政府公告，国金证券研究所

### 3.2.3 光伏及太阳能背板

- 由于光伏长期用于户外环境，环境变化骤冷骤热、服役期长，因此对胶粘剂要求较大，胶黏剂是太阳能电池的重要材料，主要用于太阳能光伏电池的密封粘结、边框的密封、铝材和玻璃的粘结。

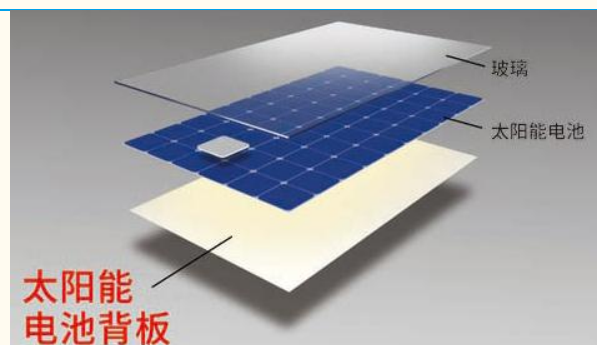
图表 34：胶黏剂在光伏领域的应用



来源：公开资料，国金证券研究所

- 太阳能背板位于太阳能电池板的背面，对电池片有保护和支撑的作用，需要有绝缘性、阻水性、耐老化性等性能。初期太阳能背板有三层结构，外层保护层 PVDF 具有良好的抗环境侵蚀能力，中间层 PET 聚酯薄膜具有良好的绝缘性能，内层 PVDF 和 EVA 具有良好的粘性能。

图表 35：太阳能电池板结构

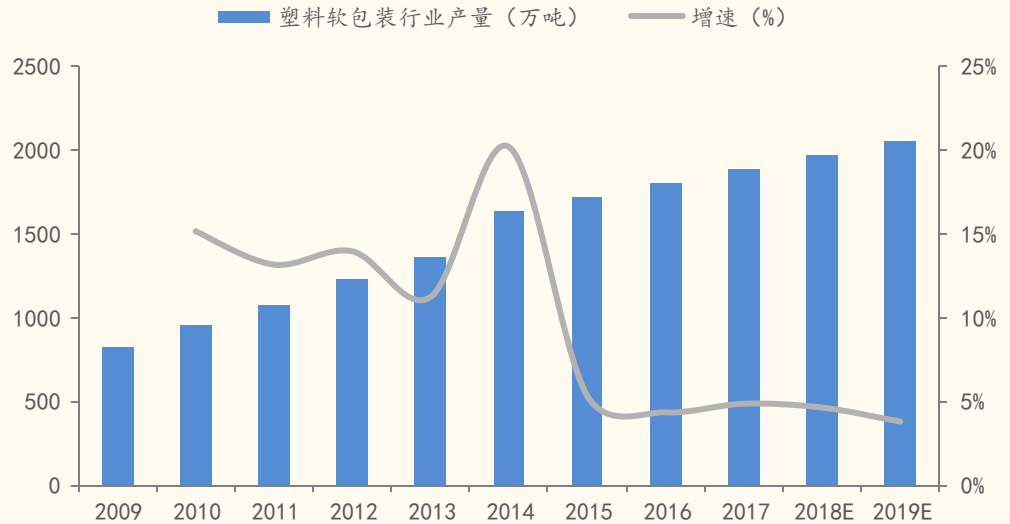


来源：富士背板，国金证券研究所

### 3.2.4 包装及建筑

- 软塑包装领域主要以溶剂型聚氨酯粘合剂、无溶剂型聚氨酯粘合剂、水性粘合剂三大类为主。2017年我国塑料软包装市场规模为782亿元，产量达到1900万吨，随着下游行业需求的增加，预计2019年整体规模将达到900亿元，产量预计2050万吨。

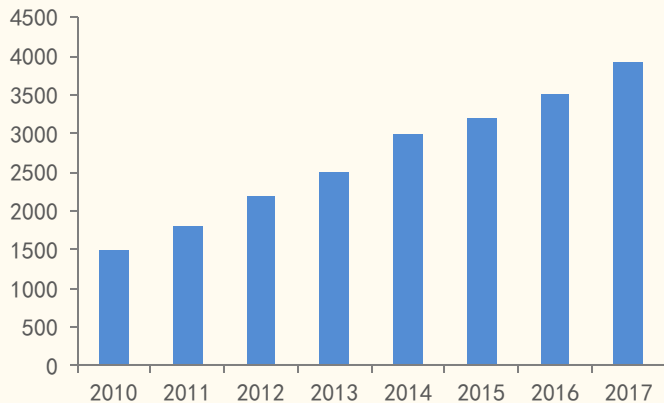
图表 36：我国塑料软包装行业产量（万吨）及增速



来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

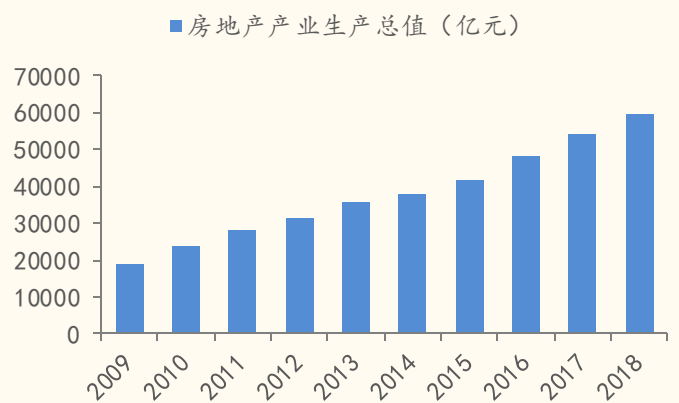
- 建筑领域用胶过去主要以溶剂型胶水为主，现在已经逐步退出市场。目前，无溶剂密封胶、结构胶、水性胶粘剂、热熔胶等高性能产品受到市场重视，被广泛应用于人造草坪、集成式房屋建筑、外墙节能技术等领域。
- 建筑胶被广泛应用于建筑的粘结和密封，我国是世界最大的幕墙生产及消费国，中国建筑幕墙使用量占世界 2/3 左右，2017 年我国建筑幕墙行业总产值 2500 亿元，同比增长 13.6%。建筑胶方面，2017 年我国建筑胶粘剂消费量为 237 万吨，同比增长 10.7%，市场规模达到百亿元，随着我国城镇化进程的加速，我国的建筑胶需求不断向好。

图表 37：中国建筑幕墙工程总产值（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：中国房地产产业生产总值（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

#### 四、核心假设与盈利预测

##### ■ 核心假设

**电子电器：**公司在通信领域的供货量不断加大，LED 产品销售保持高速增长。

**汽车工业：**公司在客车领域保持现有市场份额，乘用车领域的替代逐步加速，新增 1 万吨汽车新材料项目逐步放量。

**可再生能源：**光伏胶整体平稳，背板有望扭亏为盈。

**包装、建筑及其他：**宣城 2 万吨包装胶产能投放，预计 2-3 年内在东南亚市场逐步消化。

■ 盈利预测

预计公司 2019、2020 和 2021 年归母净利润 1.75、2.26 和 2.78 亿元；EPS 分别为 0.41 元、0.53 元和 0.65 元。当前市值对应 PE 为 26.39X、20.41X、16.64X。伴随着原材料价格下跌，胶黏剂在高端领域的逐步放量，公司盈利能力不断改善，我们给予公司目标价 12.25 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 39：盈利预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1132	1515	1740	1783	2031	2320
毛利率 (%)	40.38%	33.02%	25.32%	32.66%	33.54%	34.07%
汽车工业 (百万元)	322	383	446	476	536	636
毛利率 (%)	37.19%	39.25%	36.41%	38.24%	37.99%	37.44%
电子电器 (百万元)	170	244	280	340	440	540
毛利率 (%)	41.51%	33.36%	29.87%	37.50%	39.54%	41.39%
可再生能源 (百万元)	533	778	861	804	879	956
毛利率 (%)	30.07%	20.43%	20.21%	24.63%	24.83%	25.03%
其他 (百万元)	106	109	153	163	175	188
毛利率 (%)			13.37%	27.60%	27.60%	27.60%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：同行业估值情况对比

序号	股票名称	股价 (元)	EPS (万得一致预测均值)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
1	康达新材	13.23	0.45	0.56	0.67	29.60	23.71	19.70
2	硅宝科技	9.58	0.24	0.30	0.35	39.64	31.71	27.10
3	高盟新材	9.59	0.62	0.72	0.81	15.45	13.37	11.86
4	集泰股份	11.49	0.46	0.70	1.08	25.07	16.41	10.68
	中位数					27.34	20.06	15.78
	平均数					27.44	21.30	17.34

来源：Wind，国金证券研究所

## 五、风险提示

- 高端产品替代不及预期：由于研发壁垒，公司在高端领域的胶黏剂产品的替代进度可能低于预期。
- 公司产能建设及投放进度不及预期：公司在宣城 2 万吨包装胶产能和 1 万吨汽车新材料产能建设进度可能低于预期，此外，产能释放进度可能低于预期。
- 上游原材料价格大幅上涨：上游主要原材料 MDI 和有机硅是周期品，价格波动明显，未来可能面临原材料价格上涨的风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,132</b>	<b>1,515</b>	<b>1,740</b>	<b>1,783</b>	<b>2,031</b>	<b>2,320</b>	货币资金	234	495	474	442	504	571
增长率		33.9%	14.8%	2.5%	13.9%	14.3%	应收款项	489	627	754	888	1,012	1,156
<b>主营业务成本</b>	<b>-752</b>	<b>-1,102</b>	<b>-1,299</b>	<b>-1,201</b>	<b>-1,350</b>	<b>-1,530</b>	存货	197	244	242	230	258	292
%销售收入	66.4%	72.7%	74.7%	67.4%	66.5%	65.9%	其他流动资产	55	53	56	40	43	48
<b>毛利</b>	<b>380</b>	<b>413</b>	<b>441</b>	<b>582</b>	<b>681</b>	<b>791</b>	流动资产	975	1,420	1,525	1,600	1,817	2,067
%销售收入	33.6%	27.3%	25.3%	32.6%	33.5%	34.1%	%总资产	53.4%	63.3%	63.3%	64.1%	65.7%	67.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>	长期投资	43	42	41	45	49	53
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	612	590	617	657	692	724
<b>销售费用</b>	<b>-126</b>	<b>-126</b>	<b>-146</b>	<b>-154</b>	<b>-176</b>	<b>-201</b>	%总资产	33.5%	26.3%	25.6%	26.3%	25.0%	23.6%
%销售收入	11.2%	8.3%	8.4%	8.7%	8.7%	8.7%	无形资产	176	168	181	195	209	223
<b>管理费用</b>	<b>-140</b>	<b>-161</b>	<b>-86</b>	<b>-98</b>	<b>-112</b>	<b>-128</b>	非流动资产	852	824	883	897	950	1,000
%销售收入	12.4%	10.6%	4.9%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	46.6%	36.7%	36.7%	35.9%	34.3%	32.6%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-73</b>	<b>-89</b>	<b>-112</b>	<b>-116</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,826</b>	<b>2,244</b>	<b>2,408</b>	<b>2,497</b>	<b>2,768</b>	<b>3,068</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	4.2%	5.0%	5.5%	5.0%	短期借款	0	0	275	163	237	299
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>103</b>	<b>113</b>	<b>123</b>	<b>226</b>	<b>265</b>	<b>327</b>	应付款项	201	319	322	414	466	528
%销售收入	9.1%	7.5%	7.1%	12.7%	13.1%	14.1%	其他流动负债	19	25	30	31	40	49
<b>财务费用</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	流动负债	220	344	627	608	743	876
%销售收入	-0.2%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	%总资产	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	25	20	17	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	245	364	645	608	743	876
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,576</b>	<b>1,876</b>	<b>1,762</b>	<b>1,887</b>	<b>2,023</b>	<b>2,190</b>
<b>营业利润</b>	<b>98</b>	<b>131</b>	<b>131</b>	<b>200</b>	<b>260</b>	<b>320</b>	其中：股本	401	426	426	426	426	426
营业利润率	8.6%	8.7%	7.6%	11.2%	12.8%	13.8%	未分配利润	457	484	384	489	625	792
<b>营业外收支</b>	<b>18</b>	<b>-3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	少数股东权益	5	4	1	1	1	1
税前利润	116	129	135	204	264	323	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,826</b>	<b>2,244</b>	<b>2,408</b>	<b>2,497</b>	<b>2,768</b>	<b>3,068</b>
利润率	10.2%	8.5%	7.8%	11.4%	13.0%	13.9%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-19</b>	<b>-18</b>	<b>-16</b>	<b>-29</b>	<b>-37</b>	<b>-46</b>		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	16.6%	13.8%	12.1%	14.1%	14.1%	14.1%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>97</b>	<b>111</b>	<b>119</b>	<b>175</b>	<b>226</b>	<b>278</b>	每股收益	0.242	0.259	0.279	0.411	0.532	0.652
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股净资产	3.932	4.406	4.140	4.434	4.753	5.144
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>97</b>	<b>110</b>	<b>119</b>	<b>175</b>	<b>226</b>	<b>278</b>	每股经营现金净流	0.268	0.170	0.119	0.565	0.471	0.567
净利率	8.6%	7.3%	6.8%	9.8%	11.1%	12.0%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.164	0.213	0.261
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.16%	5.88%	6.74%	9.27%	11.19%	12.68%
							总资产收益率	5.31%	4.92%	4.93%	7.01%	8.18%	9.05%
							投入资本收益率	5.43%	5.18%	5.31%	9.46%	10.06%	11.29%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	16.04%	33.90%	14.81%	2.51%	13.86%	14.27%
							EBIT增长率	39.69%	9.66%	9.06%	83.58%	17.26%	23.52%
							净利润增长率	15.73%	13.74%	7.61%	47.30%	29.37%	22.70%
							总资产增长率	3.12%	22.86%	7.35%	3.67%	10.84%	10.84%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	128.6	102.9	100.2	124.8	124.8	124.8
							存货周转天数	86.8	73.0	68.3	70.5	70.5	70.5
							应付账款周转天数	68.1	50.2	42.9	59.5	59.5	59.5
							固定资产周转天数	196.4	136.9	121.6	114.9	97.0	80.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-14.81%	-26.32%	-11.27%	-14.81%	-13.19%	-12.40%
							EBIT利息保障倍数	-59.8	115.0	237.0	72.5	122.1	79.6
							资产负债率	13.41%	16.22%	26.77%	24.36%	26.85%	28.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	3	3
增持	0	0	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.67</b>	<b>1.40</b>	<b>1.40</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH