

顺应市场增长，扩产光伏背膜及有机硅胶

——回天新材（300041.SZ）投资公告点评

要点

事件：公司公告控股子公司常州回天将以自筹资金5,800万元投资建设年产3,000万平方米太阳能电池背膜项目，上海回天将以自筹资金1,200万元投资建设年产1.87万吨光伏有机硅胶项目。

光伏行业成长性凸显，抢占增量市场正当时

光伏封装材料是公司优势业务，常州回天现有背板年产能5000万平米，上海回天现有光伏单组分、双组分硅胶年产能4.2万吨，2020年上半年常州回天营收同比增长110.4%、上海回天营收同比增长30.4%。光伏行业将在“十四五”迎来更大发展，实现平价后行业成长性更为清晰，根据光大电新组预测，2021-25年国内光伏累计装机CAGR有望达18.9%，年均新增装机67.4GW，随着光伏硅胶和背板市场规模持续增长，新增产能有望快速消化，优势企业抢占增量市场正当时。背板方面国内行业已完成进口替代，集中度仍在持续提升，常州回天完成扩产之后公司背板产能将增长60%以上，随着行业龙头的业务重心向胶膜等业务倾斜，公司背板业务的行业地位将持续提升，此外此次扩产为新品透明背板提供配套基础，双面组件叠加轻量化趋势下将提升公司背板业务竞争力。胶粘剂方面公司位居行业前列，上海回天扩产之后单组分硅胶产能将提升58%以上，充分享受行业增长红利。

增强优势市场，为持续发展转型提供动能

贸易摩擦及疫情重塑全球供应链之后，以华为、中车为代表的国内高端制造业，在材料领域实现自主可控已经成为较为急迫的问题，公司作为国内胶粘剂行业龙头，未来几年处于进口替代提速驱动产业升级的关键窗口期。公司聚焦光伏等优势市场，重点突破转型5G通信、消费电子、轨交和动力电池等其他高端市场的发展路径清晰，随着公司光伏材料新增产能的释放，公司产品结构将继续得到优化，规模优势效应下公司综合竞争实力和盈利能力将继续获得提升，并为向其他高端业务赛道的突破转型提供动能。

盈利预测、估值与评级

维持2020~2022年盈利预测，预计EPS分别为0.56、0.68、0.85元，最新收盘价对应PE分别为27、22和18倍。公司切入高端胶粘剂领域，打开新一轮成长空间，维持“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。

公司盈利预测与估值简表

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	53	40	27	22	18
P/B	3.6	3.8	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-16

买入（维持）

当前价：14.86元

作者

分析师：赵启超

执业证书编号：S0930518050002

010-58452072

zhaoqc@ebsecn.com

分析师：裴孝锋

执业证书编号：S0930517050001

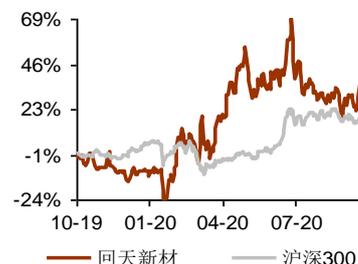
021-52523535

qiuxf@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.26
总市值(亿元)	63.26
一年最低/最高(元)	7.96/18.84
近3月换手率	161.29%

股价相对走势



收益表现

	%	1M	3M	1Y
相对	5.51	-8.58	16.46	
绝对	8.40	-2.49	38.61	

资料来源：Wind

相关研报

第二期员工持股计划推出，为成长提供人才保障——回天新材（300041.SZ）员工持股计划草案点评（2020-08-24）

业绩符合预期：光伏业务回暖，轨交业务毛利大幅增长——回天新材（300041.SZ）2020年半年报点评（2020-07-25）

业绩预增10%~25%，重点领域大客户合作加速——回天新材（300041.SZ）2020年半年度业绩预增点评（2020-06-15）

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
应收帐款	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	10	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	53	40	27	22	18
PB	3.6	3.8	3.4	3.2	2.9
EV/EBITDA	33.9	24.2	18.3	15.5	12.6
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
行业及公司评级	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会与，不与，也将不会与本报告中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



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 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