

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学原料

回天新材 (300041)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020年10月16日

把握光伏景气周期，提前扩产打破产能瓶颈

证券分析师：商艾华

shangaihua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519090001

证券分析师：龚诚 010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

联系人：万里明 010-88005329

wanliming@guosen.com.cn

事项：

2020年10月15日，公司同意其子公司常州回天以自筹资金5800万元投建3000万平米太阳能电池背膜项目，同意子公司上海回天以自筹1200万元投建1.87万吨光伏有机硅胶项目。

国信化工观点：

- 1) 新增产线建成投产后，常州回天的太阳能电池背膜产能将增长60%以上，项目预计21年6月底投产；上海回天的光伏单组分有机硅胶产能将提升58%以上，项目预计2020年12月投产。扩产后公司太阳能背膜产能可为约18GW太阳能组件提供配套，光伏有机硅胶可为80GW太阳能组件提供封装。
- 2) 2020年公司光伏业务增长迅速，提前扩产布局满足产能瓶颈。公司原有太阳能电池背膜产能5000万m²/年，14-17年销量复合增速93%，18年受行业短暂影响，19年已恢复50%以上增速，20年看全年增速有望达80%，按此计算20年销量将达到4000万平，不扩产21年将遇到产能瓶颈。销量增长一方面是疫情期间抢占市场，一方面是推出新产品。
- 3) 伴随平价上网和政策利好，光伏背膜需求有保障。下半年以来光伏行业平价上网额度超预期，根据国信电新小组预计，20-22年国内光伏新增装机分别为40/59/64GW，十四五期间每年需新增装机量60-90GW，保障了长期需求。
- 4) 公司高端产品持续放量，业绩长期向好有保障。公司与华为合作全面升级，产品供给持续增多，锂电池方面产品进入宁德时代供应链体系，部分产品已经通过了验证，等待后续放量，公司在高端CTP锂电池领域切入锂电池用胶市场，一方面市场增量快，另一方面公司技术优势显著，产品毛利率较高。

投资建议：公司传统业务市场份额持续增加，高端业务有序进展，当前准确把握光伏景气周期，提前布局扩产避免产能瓶颈，随着国内胶粘剂行业高端国产替代加速和行业龙头集中的趋势，公司业绩有望长期稳定增加。我们预计2020-2022年归母净利润2.31/3.15/4.14亿元，同比46%/36%/32%，摊薄EPS为0.54/0.74/0.97元，对应PE为28/20/15，维持“买入”评级。

风险提示：需求增速不及预期；海外疫情影响持续；原材料价格大幅波动。

评论:

■ 拟扩产光伏背膜和有机硅，提前布局满足产能瓶颈

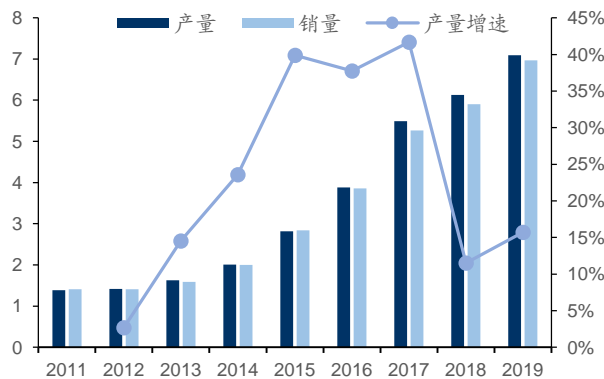
2020年10月15日，公司同意其子公司常州回天以自筹资金5800万元投建3000万平米太阳能电池背膜项目，同意子公司上海回天以自筹1200万元投建1.87万吨光伏有机硅胶项目。新增产线建成投产后，常州回天的太阳能电池背膜产能将增长60%以上，上海回天的光伏单组分有机硅胶产能将提升58%以上。

- **常州回天项目：**2条太阳能电池背膜产线，合计产能3000万，产线预计21年6月底投产，投资回收期4-5年；
- **上海回天项目：**本项目扩产一条产线产能1.87万吨，预计20年12月底建成投产，投资回收期2-3年。

2020年公司光伏业务增长迅速，提前扩产布局满足产能瓶颈。公司上海回天现有单组分和多组分有机硅胶产能约4.2万吨；常州回天有太阳能电池背膜产能5000万m²/年。扩产后公司太阳能背膜产能可为约18GW太阳能组件提供配套，光伏有机硅胶可为80GW太阳能组件提供封装。历史上公司光伏背膜产能销量增速迅速，太阳能背膜产量从2014年的271万平方米增长至2017年的1567万平方米，年复合增速为93.29%，2018年受到行业政策短暂影响，2019年开始伴随行业修复迅速恢复，公司销量增速恢复到50%以上。

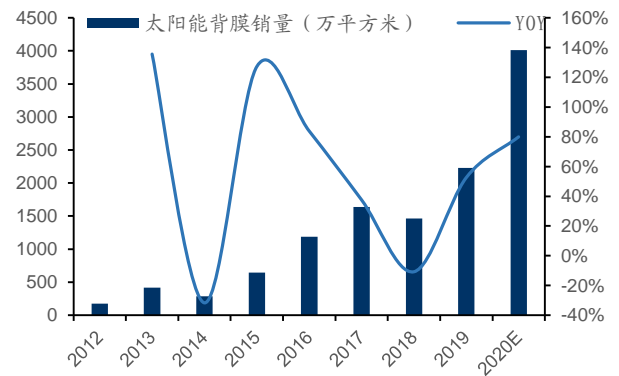
2020年光伏行业持续火热，在加上疫情期间公司抢占市场份额，2020H1公司太阳能背膜营收增速超100%，我们预计全年销量有望增长8成，销量有望达4000万平米，考虑到未来两年行业的持续高增速，产能瓶颈显著。一方面因为这部分业务由原来主要采用从外部采购PET膜、PVDF膜等膜材料到绝大部分采用自产PVDF膜材料，实现了关键原材料进口替代，另一方面公司KPH光伏背板、新型透明背板等新产品上市销售。

图 1: 公司工程胶粘剂和化学品产销 (万吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2: 公司太阳能背膜销量和增速 (万平方米)



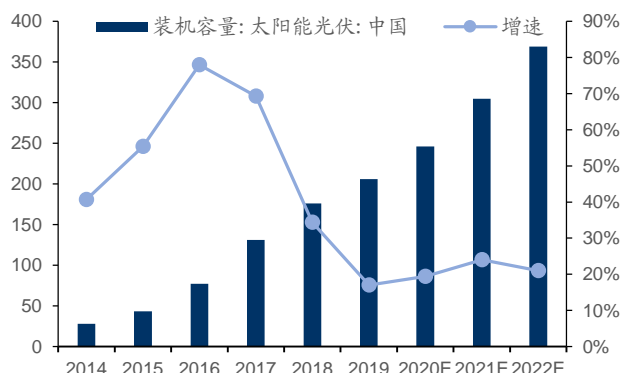
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注明：2020年光伏背膜销量参照前三季度业绩合计估计

■ 伴随平价上网和政策利好，国内光伏行业迎来高增速

光伏发电平价上网以及降本增效趋势的背景下，国内传统国外太阳能背板企业利润下降，国产背板产业整体崛起，市场集中度也在逐年提高，国内TOP5背板企业市占率已经超过一半。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，2020年市场规模有望超过40GW，据IHS预计，2020年全球光伏装机量将达到142GW。

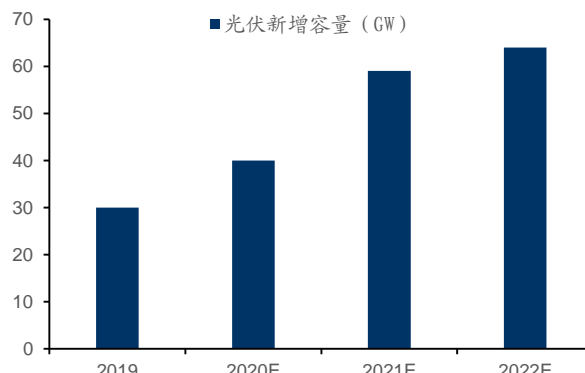
年底光伏政策利好不断，光伏产业链长期向好。2020年8月5日，发改委发布通知，预计2020年风电平价上网项目装机规模11.4GW(原预期7-8GW)、光伏发电平价上网项目装机规模33GW(原预期25GW)，规模显著超预期，并严格限定了开工建设和并网期限，对2021年需求构成了强劲支撑，预计20-22年光伏新增装机分别为40/59/64GW，十四五期间，光伏预计每年需新增装机量60-90GW，2026-2035年我国光伏年均装机容量预计可达210GW，再上新台阶。

图 3: 国内太阳能光伏装机容量 (GW、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图 4: 国内太阳能光伏新增装机容量预测 (GW)



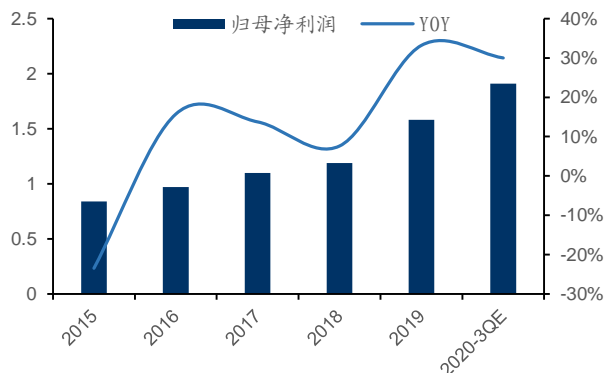
资料来源: 国信证券经济研究所电新小组预测

■ 公司高端产品持续放量，业绩长期向好有保障

公司高端用胶领域进展顺利，业绩释放逐季度增长，高端化毛利率持续增长。

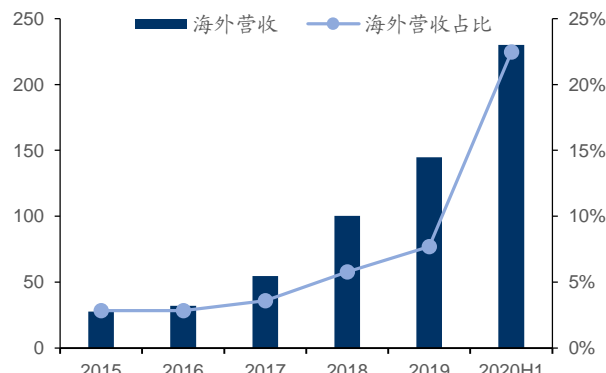
- **5G 领域:** 公司 2019 年 5 月公司和通讯电子龙头企业华为展开全面合作，标志着公司通讯电子业务迈向了新的台阶。公司当前重点集中在龙头客户华为，20 年上半年业绩也逐季度增长，只要华为产品上批量，后续也会逐渐供给小米 OV 等手机厂，仅华为用胶规模就达到 30 亿元，消费电子用胶市场需求空间广阔。
- **锂电池领域:** 2019 年公司成功进入宁德时代锂电池供应链，成为其锂电池用胶唯二供货商。公司在锂电池高导热胶方面技术领先，填补了国内空白，产品进入壁垒较高。2019 年 10 月公司与宁德时代签订了保密协议，正在小批量供货实验阶段，锂电池用胶总供货了 7-8 家动力电池厂商，目前部分产品审厂通过，等待批量生产。

图 5: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 2020-3Q 数据按照预测区间平均数测算

图 6: 公司海外营收占比大幅增加 (百万元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ **投资建议：看好公司提前布局扩产，维持“买入”评级**

下半年公司业绩主要的增长点体现在：1) 华为 5G 用胶、宁德时代锂电池和轨道交通用胶量逐季度增加；2) 光伏平价上网额度超预期，预计 20 年光伏装机量增速达 33%，再加上公司市占率提升，光伏业务下半年业绩预计环比持续增加；3) 宜城新建产能投产贡献业绩。

当前光伏背膜领域扩产保障了公司的订单增长。公司传统业务市场份额持续增加，高端业务有序进展，再加上公司与恒信华业展开合作，逐渐扩充消费电子等渠道和客户资源，随着国内胶粘剂行业高端国产替代加速和行业龙头集中的趋势，公司业绩有望长期稳定增加。我们预计 2020-2022 年归母净利润 2.31/3.15/4.14 亿元，同比 46%/36%/32%，摊薄 EPS 为 0.54/0.74/0.97 元，对应 PE 为 28/20/15，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**

需求增速不及预期；海外疫情影响持续；原材料价格大幅波动。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	356	400	438	535
应收款项	560	647	791	931
存货净额	262	312	376	436
其他流动资产	390	451	551	649
流动资产合计	1582	1823	2170	2564
固定资产	720	737	721	700
无形资产及其他	177	169	162	155
投资性房地产	101	101	101	101
长期股权投资	105	105	105	105
资产总计	2685	2936	3259	3625
短期借款及交易性金融负债	275	281	275	275
应付款项	588	698	843	976
其他流动负债	113	132	160	186
流动负债合计	976	1112	1278	1437
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	31	31	31	31
长期负债合计	31	31	31	31
负债合计	1007	1143	1309	1468
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益	1677	1792	1949	2156
负债和股东权益总计	2685	2936	3259	3625

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.37	0.54	0.74	0.97
每股红利	0.18	0.27	0.37	0.49
每股净资产	3.94	4.21	4.58	5.06
ROIC	13%	14%	17%	21%
ROE	9%	13%	16%	19%
毛利率	32%	30%	31%	32%
EBIT Margin	15%	13%	15%	16%
EBITDA Margin	18%	17%	18%	19%
收入增长	8%	16%	22%	18%
净利润增长率	33%	46%	36%	32%
资产负债率	38%	39%	40%	41%
息率	1.2%	1.8%	2.5%	3.3%
P/E	40.2	27.5	20.2	15.4
P/B	3.8	3.5	3.3	2.9
EV/EBITDA	21.6	20.3	16.2	13.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1880	2173	2655	3126
营业成本	1279	1523	1831	2112
营业税金及附加	14	13	19	22
销售费用	201	163	199	234
管理费用	108	181	219	257
财务费用	8	7	7	7
投资收益	3	0	0	0
资产减值及公允价值变动	3	(20)	(18)	(18)
其他收入	(94)	0	0	0
营业利润	182	265	361	475
营业外净收支	1	0	0	0
利润总额	184	265	361	475
所得税费用	25	34	47	62
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	158	231	315	414

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	158	231	315	414
资产减值准备	(3)	3	(0)	(1)
折旧摊销	62	76	85	91
公允价值变动损失	(3)	20	18	18
财务费用	8	7	7	7
营运资本变动	183	(64)	(136)	(140)
其它	3	(3)	0	1
经营活动现金流	400	263	282	383
资本开支	(160)	(110)	(80)	(80)
其它投资现金流	(13)	0	0	0
投资活动现金流	(279)	(110)	(80)	(80)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(77)	(115)	(157)	(207)
其它融资现金流	(84)	6	(6)	0
融资活动现金流	(238)	(109)	(164)	(207)
现金净变动	(117)	44	38	96
货币资金的期初余额	474	356	400	438
货币资金的期末余额	356	400	438	535
企业自由现金流	324	156	206	307
权益自由现金流	240	156	193	301

相关研究报告

- 《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
- 《回天新材-300041-重大事件快评：签订战略合作协议，加深消费电子领域协同发展》 ——2020-09-14
- 《国信证券-回天新材-300041-2020年半年报业绩点评：盈利高增速，半年业绩符合预期》 ——2020-07-26
- 《回天新材-300041-2020年中报预告点评：业绩稳健增长，看好公司高端市场布局》 ——2020-06-16
- 《回天新材-300041-深度报告：创新驱动，高端市场集中发力》 ——2020-04-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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