

回天胶业 (300041.sz)

借募投项目之东风，展胶业龙头之宏图

谢军 研究员 020-87555888-663 xj@gf.com.cn
 曹勇 020-87555888-833 cy25@gf.com.cn
 王剑雨 020-87555888-635 wjy3@gf.com.cn
 吕丙凤 研究助理 020-87555888-698 lbf2@gf.com.cn

募投项目部分投产促使公司业绩大幅增长

根据相关公告，我们预计募投项目 10 年内可部分投产，11 年中期可能提前完工全部投产。其中，10 年有机硅胶粘剂和密封胶产量乐观地估计可增加 1250 吨，聚氨酯胶粘剂和密封胶产量可能增加 1300 吨。随着产能释放产量增加，公司突破产能瓶颈，盈利能力增加，预期 10 年公司业绩大幅上升。此外，由于部分产品原材料实现国产替代，公司部分产品毛利率上升，这将有可能进一步弹性提升公司业绩。

下游行业的旺盛需求是公司高速发展的保证

公司主营胶粘剂产品的下游行业主要包括汽车制造和维修、电子电器、风力发电、高速铁路等，这些行业未来旺盛的市场需求为公司的高速发展提供了保障。此外，随着国家高铁建设的加快，公司高铁订单将逐年增加，未来回天胶业在高铁行业的聚氨酯胶粘剂的营业收入有望成为一大利润增长点。

研发和销售管理优势是公司快速发展的核心动力

公司在拥有强大的研发优势的同时，还具备独特的和创新的平面型销售模式和以下游企业为导向的组织管理模式，明显的竞争优势是公司未来发展的核心动力。

盈利预测与投资建议

根据公司目前的发展情况，我们对公司的业绩进行了盈利预测，经过测算，公司 10、11 和 12 年 EPS 分别为 1.25 元/股、1.51 元/股和 2.12 元/股。我们认为公司竞争优势明显，未来发展情景广阔，按照精细化工业行业和创业板板块的估值分析，给与公司 40 倍市盈率，一年内目标价为 50 元。同时看好公司下游企业持续的旺盛市场需求，以及公司未来在新能源和高铁行业营业收入存在超预期增长的可能，考虑公司一定的估值溢价，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、原材料价格波动风险；
- 2、募投项目投产进度严重滞后；
- 3、工程胶粘剂市场竞争加剧，影响公司产品盈利水平。

公司评级



当前价格(元) 46.41
 目标价格(元) 50
 前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	3.35%	23.88%	1.77%
沪深 300	-8.53%	-4.50%	16.67%

股票数据

总股本(万股)	6,599.80
流通 A 股(万股)	1,700.00
主要股东:	
	章锋
主要股东持股比例	19.04%
流通 A 股比例	25.76%

财务比率

ROE	6.43%
ROA	9.80%
资产负债率	13.13%
每股净资产(元)	11.96

2009 年报数据。

目录索引

投资亮点.....	3
一、工程胶粘剂行业的龙头.....	4
（一）工程胶粘剂行业是朝阳产业.....	4
（二）募投项目投产提升公司业绩.....	6
二、胶粘剂行业需求.....	8
三、竞争优势明显.....	10
四、行业概况.....	13
五、盈利预测与投资建议.....	13
六、风险提示.....	15
七、附录.....	15
公司概况.....	15

图表索引

图 1: 工程胶粘剂行业产业链.....	4
图 2: 工程胶粘剂行业竞争格局.....	6
图 3: 2001 年-2008 年我国胶粘剂产量及增长率情况.....	8
图 4: 2001 年-2008 年我国胶粘剂销售收入及增长率情况.....	8
图 8: 公司波特五力模型.....	10
图 5: 波特价值链.....	10
图 6: 公司行平面型营销模式.....	12
图 6: 公司行业管理模式.....	12
图 9: 公司股权结构.....	16
图 10: 09 年公司主营业务构成占比.....	16
图 11: 公司 07-09 年主营产品毛利率变化情况.....	17
表 1: 工程胶粘剂主要下游应用领域及用.....	5
表 2: 2008 年主要产品在主要应用领域的占有率.....	6
表 2: 募投项目内容.....	7
表 2: 募投项目具体销售计划和目标市场占有率.....	7
表 5: 2006 年-2008 年我国各类工程胶粘剂产量及年增长率.....	9
表 6: 2006 年-2008 年我国各类工程胶粘剂产量及年增长率.....	9
表 7: 盈利预测主要假设.....	14
表 8: 公司近年营业收入及增长情况（单位：万元）.....	16

投资亮点

募投项目部分投产促使产能扩大，公司业绩有望大幅增长。公司募投项目5000吨有机硅胶粘剂和密封胶及5000吨聚氨酯胶粘剂和密封胶在上市之前用自筹资金已经开始建设。根据公司关于募投资金置换的相关公告，以及该项目的进展特点，我们估计10年内可部分投产，11年中期可能提前完工全部投产。其中，10年有机硅胶粘剂产量乐观地估计可增加1250吨，聚氨酯胶粘剂产量可能增加1300吨。随着产能释放产量增加，公司突破产能瓶颈，盈利能力增加，预期10年公司业绩大幅上升。此外，10年内部分产品原材料实现国产替代，产品毛利率上升，也有可能弹性提升公司业绩。

下游行业的旺盛需求是公司高速发展的保证。公司主营胶粘剂产品的下游行业主要包括汽车制造和维修、电子电器、风力发电、高速铁路等，这些行业未来旺盛的市场需求为公司的高速发展提供了保障。预计汽车行业工程胶粘剂未来的需求量以15%年速递增，LED封装行业以25%年速递增，太阳能电池行业以30%年速递增，直驱风机行业以50%年速递增。不论是传统行业，还是新兴产业，下游行业的旺盛需求都将直接驱动公司高速发展。此外，公司现在业已获得铁道部高铁项目订单1200吨，我们预计公司高铁订单将逐年增加，未来回天胶业在高铁行业的营业收入有望成为一大利润增长点。

强大的研发和销售管理优势是公司快速发展的核心动力。回天胶业在科研机制上采用公开招标和PK开发、扁平化课题组、浮动绩效工资等创新举措，利用竞争氛围调动员工的积极性和创造性，从而确保公司具有强大的科研实力，是公司快速发展的核心动力之一。与其他企业相比，公司采用平面型销售模式和以下游企业为导向的组织管理模式，这种独特的快速响应市场的营销模式是公司快速发展的核心动力之二。根据波特企业价值链理论分析，公司研发和销售管理优势处在微笑曲线的两端，产品附加值较高，未形成规模的同行企业难以模仿，这将为公司带来持续的竞争优势和发展动力。

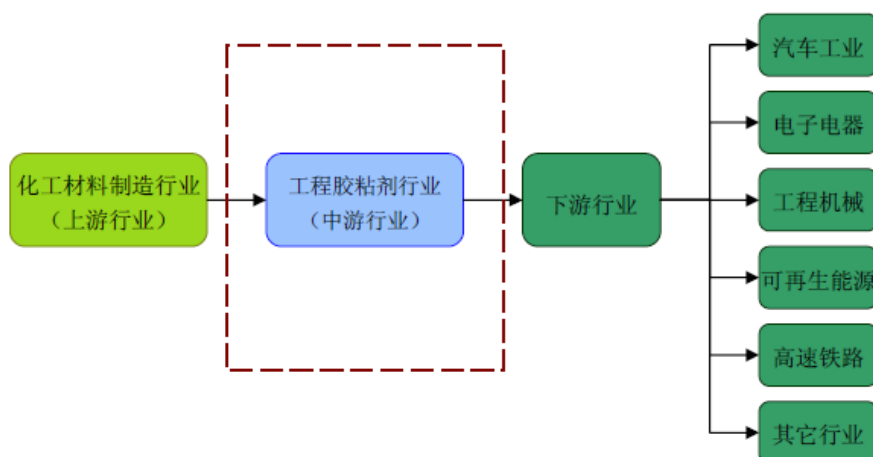
根据公司目前的发展情况，我们对公司的业绩进行了盈利预测，经过测算，公司10、11和12年EPS分别为1.25元/股、1.51元/股和2.12元/股。我们认为公司竞争优势明显，未来发展情景广阔，按照精细化工行业和创业板板块的估值分析，给与公司40倍市盈率，一年内目标价为50元。看好公司下游企业持续的旺盛市场需求，以及公司未来在新能源和高铁行业营业收入存在超预期增长的可能，考虑公司一定的估值溢价，给予“买入”评级。

一、工程胶粘剂行业的龙头

（一）工程胶粘剂行业是朝阳产业

工程胶粘剂产品具有广阔的应用前景。回天胶业所处行业为精细化工行业中的胶粘剂行业，隶属于化工新材料，处于胶粘剂产业链的中游。胶粘剂产品应用广泛，其下游产品几乎涉及到国民经济各个行业，公司高性能工程胶粘剂的下游行业主要集中在汽车工业、电子电器、可再生能源等行业，主要应用于汽车制造及维修、电子电器、机械制造、脱硫环保等传统领域以及风力发电设备制造、太阳能电池板制造和采用新铺设技术的高速铁路建设、动车组高速车箱组装等新兴应用领域。其上游行业为化工材料制造行业，目前上游行业发展迅速，原材料供给充足。

图 1：工程胶粘剂行业产业链



数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

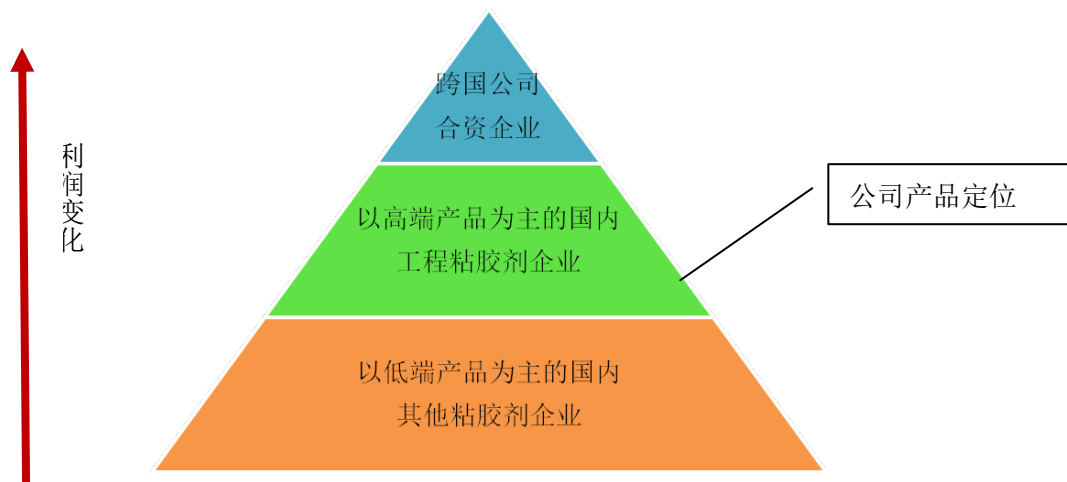
胶粘剂行业内高端产品市场占有率稳居首位。我国胶粘剂行业中的国内企业行业集中度较低，中小型企业数量多、分散广，根据行业竞争格局划分，公司产品定位于利润率较高的中高端产品市场，处在行业金字塔的中上部。目前，公司高性能有机硅胶粘剂销量目前在汽车行业应用中位居国内工程胶粘剂企业首位，在汽车制造领域和汽车维修领域内的市场占有率分别达到了12%和30%，是国内最大的汽车维修市场有机硅胶生产供应商。在LED封装领域，高性能有机硅胶占国内32%左右市场份额，市场占有率排名第一；再生能源领域，公司高性能有机硅胶市场占有率在风力发电行业达到32%，市场占有率排名第一，太阳能行业达到6%；在电力脱硫环保领域，公司高性能有机硅胶市场占有率达到10%，处于行业领先地位。

表 1：工程胶粘剂主要下游应用领域及用

应用领域	主要用途	技术特点
汽车制造及维修	风挡玻璃、天窗及侧窗的粘接密封	高性能聚氨酯胶粘剂、粘接强度高、耐老化性能优异。
	点焊及其焊缝的密封粘接	环氧树脂胶、PVC 树脂胶粘剂、固化速度快、密封性能优。
	发动机油底壳、变速箱和车桥的平面密封	高性能有机硅密封胶、即时密封性优、耐润滑油性优。
	发动机缸体碗型塞密封	厌氧胶、粘接强度高、密封性优
	汽车点火线圈的灌封粘接	环氧树脂胶粘剂、耐高低温冲击性优。
	HID 车灯电路模块的密封	高性能有机硅密封胶、电性能优。
	车灯玻璃的粘接密封	高性能有机硅胶粘剂、粘接强度高、低分子物含量低。
	各部件的螺纹锁固	厌氧胶、粘接强度高密封性能优异。
电子电器	LED 封装	有机硅灌封胶，可常温固化，对 PC(Poly-carbonate)、铜线等附着力良好，不会产生腐蚀，防潮性能和电性能优异，导热性好。
	电子线路板的 SMT 贴片粘接；CPU 处理器的固定粘接；集成电路 IC 的封装	高性能环氧树脂胶粘剂、固化速度快、施胶工艺满足快速生产线的要求。
	各类显示器偏转线圈、磁块的固定粘接及灌封	厌氧结构胶、固化速度快、粘接强度高。
	干式变压器的灌封粘接；塑封继电器的密封	环氧树脂胶粘剂、固化放热量小、固化物抗开裂性能优异。
	数据带接头的密封粘接	UV 胶粘剂对金属、塑料的粘接性能优异。
	光电显示转换光学部件的粘接	UV 胶粘剂、透光率高、粘接强度高、胶层韧性好。
工程机械制造	螺纹锁固、车门折边粘接、钢板点焊粘接、焊缝密封粘接电机转子粘接、动力系统	与汽车用胶基本相同、包括厌氧胶、环氧树脂胶、聚氨酯胶、高性能有机硅胶等工程胶粘剂。
电力系统脱硫防腐	烟窗内壁防腐粘接	高性能有机硅胶粘剂、耐高低温冲击、耐稀硫酸强度衰减小。
可再生能源	太阳能光伏电池板的密封粘接、边框的密封；	高性能有机硅胶粘剂、电性能优、耐大气老化性能优、阻燃。
	风能发电机螺纹锁固及定子槽口密封粘接；风机变速箱的平面密封	厌氧胶、高性能有机硅胶粘剂、要求密封性能优、防水、防污闪。
	风机叶片粘接、防雷	聚氨酯胶粘剂、韧性优异、粘接强度高。
高铁铺设	无砟道路基凸型挡台的灌封粘接、路基伸缩缝的密封、无缝路轨连接处的粘接加强	聚氨酯胶粘剂、粘接性能好、压缩强度高、变型小。耐疲劳性优异。环氧树脂胶粘剂、粘接强度高、韧性优异。
航天航空	航天设备内外绝热材料的粘接；飞机发动机及部件的螺纹锁固和耐油密封、飞机骨架和机翼材料的粘接	无机胶粘剂、耐高温。厌氧胶符合航空标准。改性环氧胶粘剂、性能优异。
军工	导弹绝热材料的粘接；鱼雷发动机的耐高温粘接；坦克发动机的螺纹锁固、耐油密封和减振；舰船动力系统的螺纹锁固和耐油密封	环氧/酚醛胶粘剂、强度高。无机胶、耐高温。厌氧胶、强度高、密封性能好。

数据来源：广发证券研发中心

图 2：工程胶粘剂行业竞争格局



数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

表 2：2008 年主要产品在主要应用领域的占有率

	应用领域		销售数量（吨）	市场容量（吨）	细分市场占有率
高性能有机硅胶	汽车行业	制造	332	2,800	12%
		维修	1,151	3,900	30%
	可再生能源	风能	212	670	32%
		太阳能	139	2,500	6%
	LED封装		370	1,154	32%
	电力环保脱硫		306	3,000	10%
	其他		60	--	--
丙烯酸酯胶	汽车行业		253	1,100	23%
	其他		41	--	--
厌氧胶	汽车行业		68	550	12%
	其他		18	--	--
环氧树脂胶	电子电器		201	2,515	8%
	其他		82	--	--
聚氨酯胶	汽车行业		211	11,311	2%
	其他		69	--	--

数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

（二）募投项目投产提升公司业绩

产能不足是制约公司发展的瓶颈。公司作为国内工程胶粘剂行业中规模最大的内资企业，产品技术先进、性能优异、品牌知名度高，其中高性能有机硅胶粘剂作为公司的拳头产品，产品性能优异，06-08年内高性能有机硅胶粘剂一直保持着产、销两旺的增长态势，年均销量增长21.13%，但产品供不应求的现状已经成为制约公司发展的瓶颈。此外，公司研发的聚

聚氨酯胶粘剂产品性能优良，目前产品需求旺盛，供不应求，汽车制造商、高速铁路铺设承包商和机车车辆制造商等在内的大型客户对聚氨酯胶粘剂产品需求量逐年增加，公司当前生产设备和产能远不能满足市场需求，作为未来业绩增长的一大看点，急需引进先进设备、扩大产能。

募投项目投产将提升公司业绩。按照公司发展规划和市场需求，公司两个募投项目5000吨有机硅胶粘剂和密封胶及在上市之前用自筹资金已经开始建设。根据公司关于募投资金置换的相关公告，以及该项目的进展特点，我们估计10年内可部分投产，11年中期可能提前完工全部投产。其中，5000吨有机硅胶粘剂和密封胶项目10、11和12年产能释放预计分别为1250、1250、2500吨，未来将新增年均销售收入2.2亿元；5000吨聚氨酯胶粘剂和密封胶项目则预计为1200、1200、2600吨，未来将新增年均销售收入1.85亿元。根据项目达产时间估算，2012年全年营业收入将达到6.25亿元，营业收入年复合增长率为29.83%。

表 3：募投项目内容

序号	投资项目	投资总额（万元）	建设期（年）	项目备案情况
1	有机硅胶粘剂和密封胶建设项目	9,676	1.5	湖北省发改委 2007060026620042
2	聚氨酯胶粘剂和密封胶建设项目	11,084	1.5	湖北省发改委 2007060026620041
合计		20,760		

数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

表 4：募投项目具体销售计划和目标市场占有率

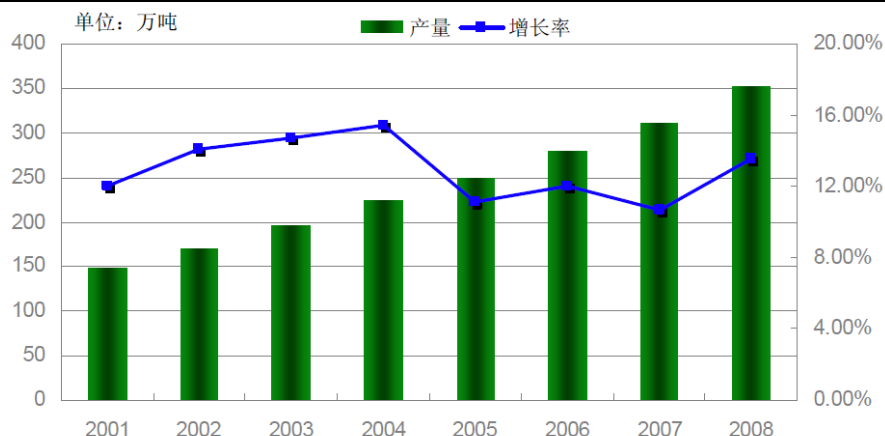
品种	目标市场	目前销售量（吨）	计划新增销售量（吨）	2012年目标市场需求量（吨）	目标市场占有率
有机硅胶粘剂	汽车制造	332	650	4,896	20%
	汽车维修	1,176	1,200	6,820	35%
	LED封装	375	550	2,818	33%
	太阳能设备制造	137	800	7,140	13%
	风力发电设备	262	900	3,392	34%
	电厂脱硫防腐	150	800	8,000	12%
	其他	128	100	--	--
	合计	2,560	5,000	33,066	23%
聚氨酯胶粘剂	汽车制造	211	1,500	14,720	12%
	汽车维修		800	5,073	16%
	高速铁路铺设		2,200	13,000	17%
	机车制造		400	2,588	15%
	其它	69	100	--	--
	合计	280	5,000	35,381	15%

数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

二、胶粘剂行业需求

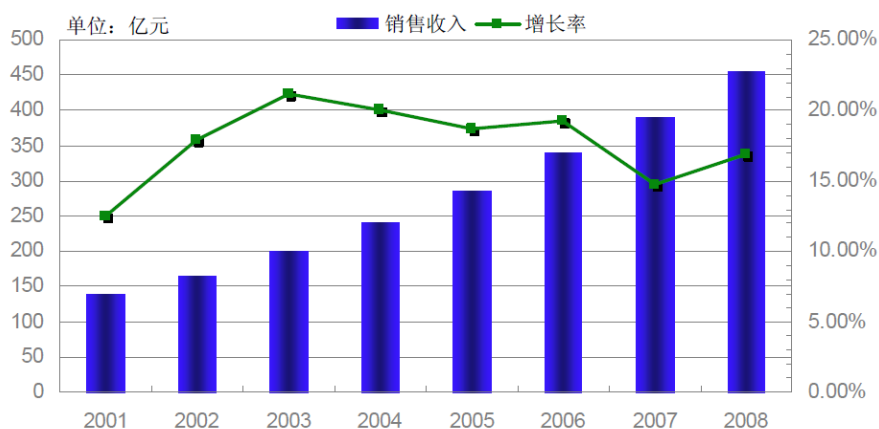
胶粘剂行业需求增长迅猛。根据中国胶粘剂工业协会预测：在未来几年内，我国各类粘接剂及密封剂的需求量预计每年将以高于12%的速度增长，2011年总产量有望达到495万吨，销售收入可达710亿元左右。其中，热熔型、反应型胶粘剂作为发展速度较快的胶种，其年均增长率均超过14%。目前作为公司主营产品工程胶粘剂的销售量只占胶粘剂总量的7%左右，而销售收入占胶粘剂总销售额比例高达17%以上，是胶粘剂中的高附加值产品。工程胶粘剂作为胶粘剂行业中的高新技术产品，被誉为“工业味精”，广泛应用于各种制造行业。

图 3：2001 年-2008 年我国胶粘剂产量及增长率情况



数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

图 4：2001 年-2008 年我国胶粘剂销售收入及增长率情况



数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

公司主营产品近年需求快速增长。工程胶粘剂随着国内工程胶粘剂技术的不断成熟，产品替代进口速度增快，部分国内工程胶粘剂产量增速较快，如高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶等，增长速度超过行业平均水平；聚氨酯胶由于广泛应用于可再生能源、高速铁路建设、环保工程等高速发展行业，未来市场容量扩容速度将会加快，增长幅度可能将超过20%。根据中国胶粘剂工业协会的预测：2009到2011年三年内工程胶粘剂市场需求的年增加率将达到15%，2011年工程胶粘剂产量将达到35.88万吨。未来公司将在汽车用胶、高速铁路轨道用胶、可再生能源用胶、电子电器LED用胶等四大用胶行业内做精、做专、做强、做大，不断提升公司产品的市场占有率，成为这四个细分市场领先的专业胶粘剂供应商。

表 5: 2006 年-2008 年我国各类工程胶粘剂产量及年增长率

工程胶粘剂	2008年		2007年		2006年	
	产量(万吨)	年增长率	产量(万吨)	年增长率	产量(万吨)	年增长率
高性能有机硅胶	1.70	14.86%	1.48	18.40%	1.25	17.56%
丙烯酸酯胶	2.14	16.94%	1.83	27.08%	1.44	22.33%
厌氧胶	0.22	22.22%	0.18	28.57%	0.14	25.37%
环氧树脂胶	9.43	11.33%	8.47	18.96%	7.12	17.55%
聚氨酯胶	9.80	15.98%	8.45	16.71%	7.24	15.27%
其他工程胶粘剂 (UV胶等)	0.30	20.00%	0.25	19.05%	0.21	18.56%
合计	23.59	14.18%	20.66	18.74%	17.40	17.25%

数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

表 6: 2006 年-2008 年我国各类工程胶粘剂产量及年增长率

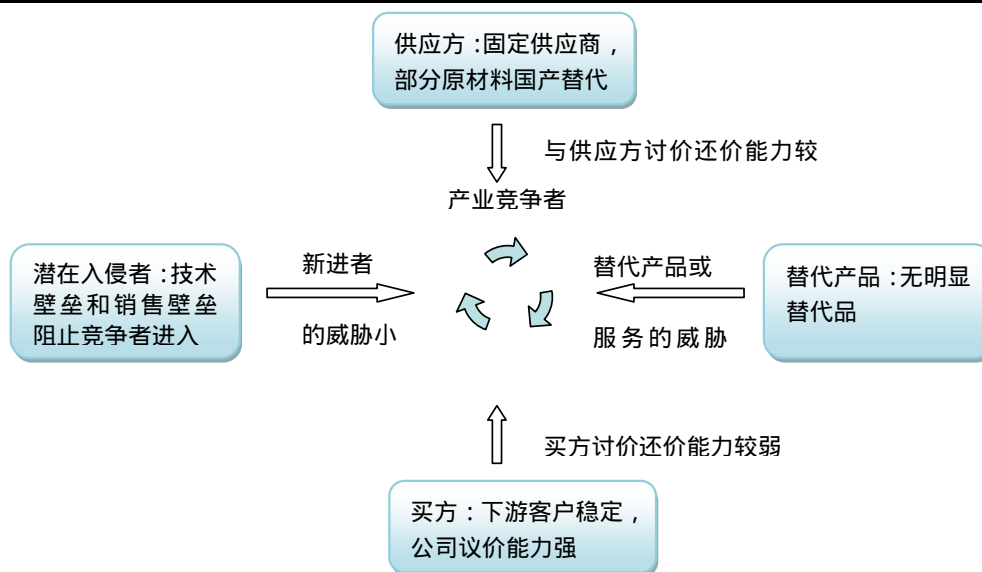
	行业	使用量	假设/ 参照	2012年需求(吨)
有机硅胶	汽车制造	平均每辆车使用有机硅胶300g	年均增速 15%	4896
	汽车维修	汽车维修市场2008年使用有机硅胶3900吨	年均增速 15%	5930
	LED封装	2008年LED封装使用硅胶1154吨	年均增速 25%	2818
	太阳能电池	1MW光伏电池需有机硅密封材料1吨左右	年均增速 30%	7140
	直驱风机	每1.5MW需用胶0.12吨，2008年用量670吨	年均增速 50%	3392
聚氨酯胶	电厂脱硫防腐	每个烟囱内壁面积约 8000-10000平米，平均用胶量 7公斤/平米，但烟囱用胶约 60吨	《现有燃煤电厂二氧化硫治理“十一五”规划》	8000
	高速铁路	高铁无砟轨道每5米嵌入一个凸型挡台，每个挡台各需灌注17.8Kg，每公里约需7吨	《中长期铁路网规划》	13000
	汽车制造	轿车平均单车用1.2Kg，商用车平均3.5Kg，综合所有车辆平均单车用0.9Kg	年均增速 15%	12800
	汽车维修	2008年使用量约2900吨	年均增速 15%	5073
剂	机车车辆制造	动车组单节车厢约用109.3Kg	2012年前采购300016编组动车	2588

数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

三、竞争优势明显

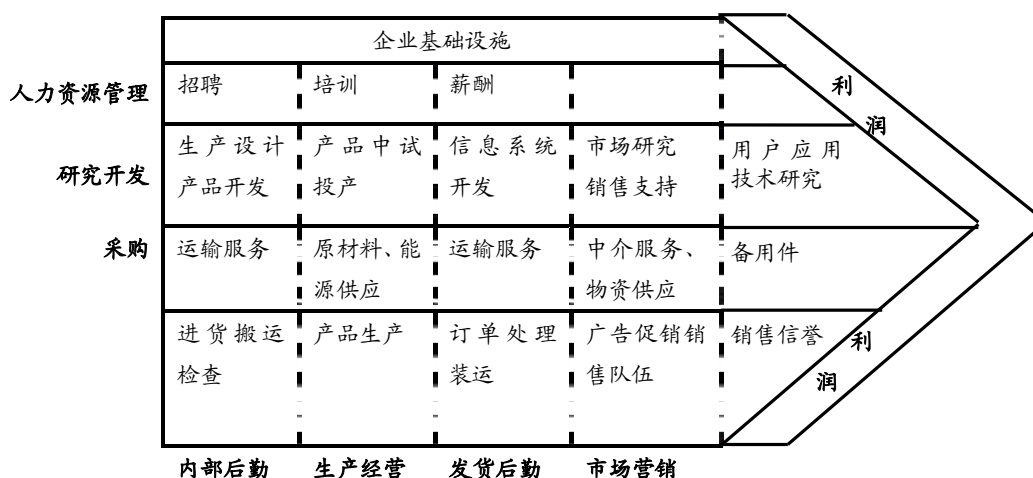
强大的研发和销售管理优势是公司快速发展的核心动力。根据波特五力模型和波特企业价值链理论和分析，公司的竞争优势体现在研发和销售管理方面，而且，研发和销售管理优势处在微笑曲线的两端，产品附加值较高，未形成规模的同行企业难以模仿，这将为公司带来持续的竞争优势和发展动力。

图 5：公司波特五力模型



数据来源：广发证券研发中心

图 6：波特价值链



数据来源：广发证券研发中心

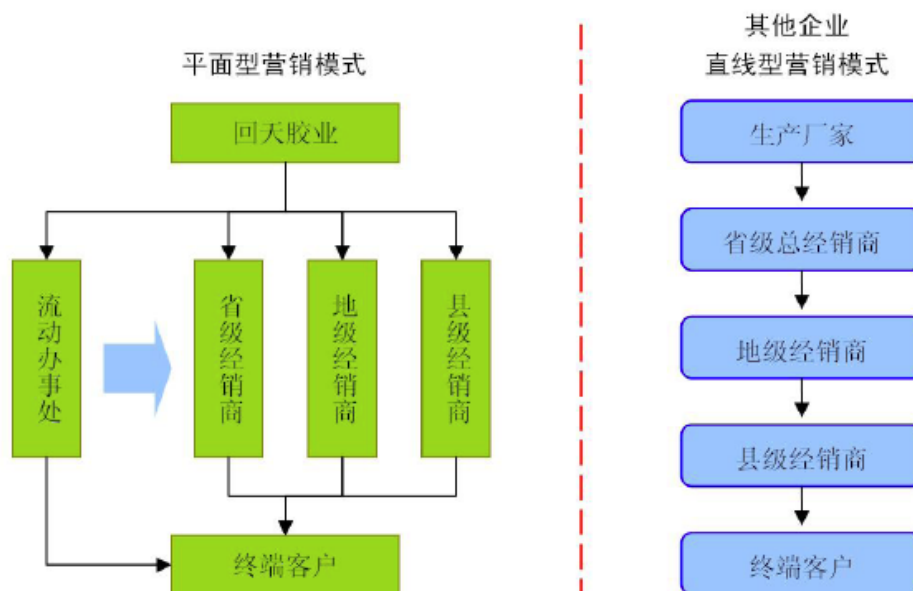
技术开发和自主创新优势。作为国内工程胶粘剂行业规模最大的内资企业，公司始终把自主创新和技术研发放在首位。公司是国内工程胶粘剂行业中研发品种最齐全的企业，公司共有科研人员80人，其中硕士以上学历员工占科研人员总数50%，具有很强的科研创新能力。作为国家高新技术企业，研制开发出多项科研成果，其中1项产品被列为“国家重点新产品”，并拥有1项国家发明专利，18类产品已成功申报国家发明专利并已受理。公司核心技术的技术水平为：自主研发的回天硅酮密封胶技术在扯断伸长变化率、拉伸强度等主要技术指标优于国内同类产品，达到国际先进水平；自主研发的太阳能电池板组装用有机硅密封胶的UL阻燃等级优于国际同类产品，代表了当今国际最高水平；自主研发的厌氧胶技术在初固时间、破坏力矩和折断力矩等技术指标均达到国内领先、国际先进水平；自主研发的SMT贴片胶的研发生产填补了国内空白，达到国际先进水平；同时，公司所掌握的高速铁路凸型台聚氨酯胶粘剂技术在国内仅有包括公司在内的5家企业拥有；公司是国内唯一掌握HTC-1耐高温无机胶技术的企业，该技术应用于新型鱼雷、子母弹装配和导弹制造领域。

具有独特性和创新性的营销模式。与其他企业相比，公司采用平面型销售模式，该模式的独特性是保持行业竞争优势的重要原因。一般汽车售后服务市场上企业多数设立省级总经销商，然后层层代理采取直线型营销模式；公司在省会、地级城市和重要的县级城市设立同级别经销商，同时各地建立流动办事处，招聘当地业务员协助经销商开发和维护市场，形成平面型营销模式。其优势在于平面型营销模式较好的解决了生产厂家对终端用户的控制力较弱等问题，并且有效地提高了经销商的积极性。同时一方面可提供及时的技术支持，另一方面可直接沟通终端客户，市场控制能力明显增强。此外，平面型营销模式要求生产厂家的产品有一定品牌知名度和市场控制力方可实现，因此竞争对手模仿难度较大。

以下游行业为导向的组织和管理模式优势。公司是国内工程胶粘剂行业中首家采取行业分组管理模式的企业，公司通过对汽车制造和维修、电子电器、工程机械、太阳能电池、风力发电、高速铁路、电力设备等行业进行分组管理，配备相关行业用胶的研发人员、销售人员、管理人员，集中优势技术力量，站在行业的高度对各行业终端客户进行深入式、专业化服务。该行业分组管理模式实施的基础在于多年来在各产品应用细分领域的产品研发能力和目前已形成在各应用领域较高市场占有率的局面，其强大的研发能力保证了公司产品在各应用领域的技术领先性。这种行业分组模式使公司对下游行业的深入度大大增加，对客户的服务能力得到很大的提高，符合公司经营高端工程胶粘剂的战略定位，是创新型的管理模式。

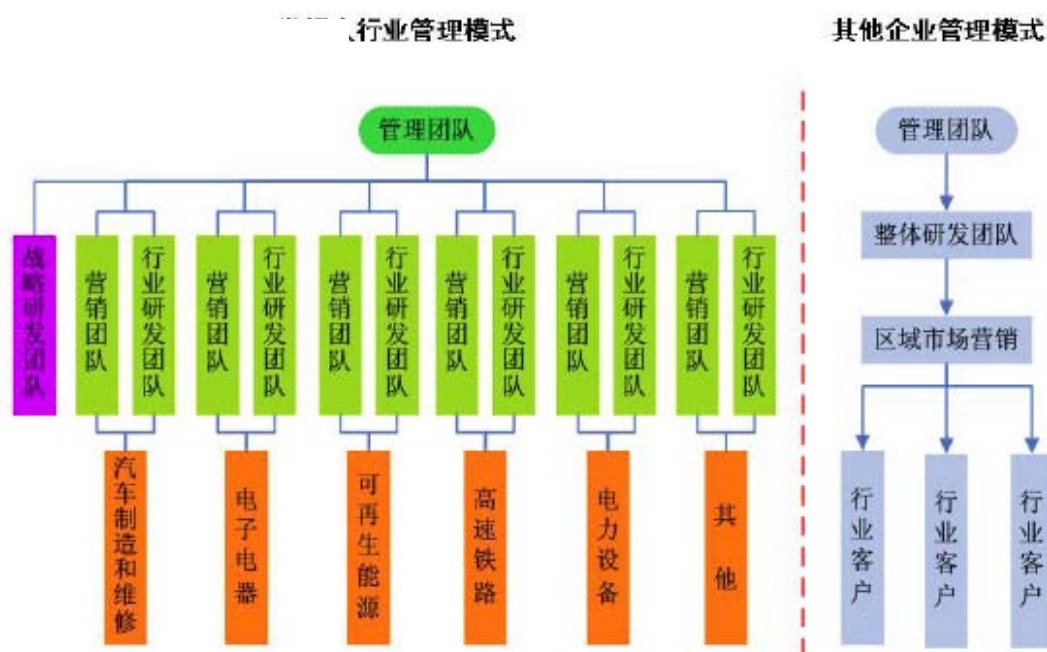
这种模式对研发能力和产品应用的广泛度要求使同行业其他竞争对手较难模仿。

图 7：公司行平面型营销模式



数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

图 8：公司行业管理模式



数据来源：招股说明书、广发证券研发中心

四、行业概况

胶粘剂行业技术水平普遍较低。我国胶粘剂行业经过改革开放以来持续、快速、稳定的发展，已形成了较大的生产规模，但主要以中低档胶粘剂产品为主，如溶剂型氯丁胶、白乳胶、EVA热熔胶、建筑硅酮胶等，已经完全由国内自主生产，其产量基本满足国内需求；在汽车制造以及维修、电子电器、机械设备制造、环保工程以及可再生能源等产品质量及稳定性要求较高的行业用工程胶粘剂也已接近国际水平并开始逐渐替代进口产品；但在微电子、光电显示器等行业，高端产品因技术积累欠缺、制造设备相对落后，部分产品仍大量依靠进口。

行业未来发展趋势。在宏观经济高速发展的背景下，我国胶粘剂企业通过自主创新提高产品技术水平并加大推广力度，得到较快速的发展，未来发展趋势之一，发展高性能产品，实现替代进口。根据市场需要，今后我国高品质、高性能胶粘剂的发展重点是有机硅胶、改性丙烯酸酯胶、环氧胶、和聚氨酯胶等，与此同时，随着近几年国内胶粘剂产品质量的提高，部分中高端国产胶粘剂正以其显著的价格优势在各个应用领域逐步替代进口产品。发展趋势之二，行业集中度提高，注重研发投入，技术水平不断提高。行业整体呈现规模化、集约化发展趋势，行业集中度不断提高；研发力量强、技术水平高的企业迅速扩张；同时下游行业对产品品牌的认知度不断加强。发展趋势之三，产品的环保要求不断提高。随着我国环保意识和健康意识日益提高，客户对胶粘剂的环保要求日益提高，环境友好型胶粘剂逐渐成为市场发展的主流并被广泛应用于各领域。此外，随着国内胶粘剂需求日益扩大、应用方式的不断创新，根据客户对产品性能要求量身定做专用胶粘剂将成为未来高端胶粘剂的发展趋势。

五、盈利预测与投资建议

通过调研分析，我们估计10年公司募投项目能够按计划部分投产，随着产能释放，公司业绩将出现大幅增长。

盈利预测主要假设如：

- 1、 随着募投项目的逐步投产，预计高性能有机硅胶10、11、12年的销量分别达到3900、5150、7700吨；
- 2、 聚氨酯胶10、11、12年的销量分别达到1800、3000、5600吨；
- 3、 其他产品销量在09年水平上略有增加；

4、 产品销售价格参照09年的价格保持基本不变；

5、 公司产品毛利率保持相对稳定。

税费水平：

1、 公司薪酬体制与折旧方法不发生重大变化；

2、 公司业务所涉及的资源税、营业税与所得税税率保持不变。

表 7：盈利预测主要假设

	2009	2010E	2011E	2012E
有机硅胶产销量（吨）	2624.7	3900	5150	7700
有机硅胶售价（元/吨）	46200	46200	46200	46200
有机硅胶成本（元/吨）	23331	23000	22500	22500
有机硅胶毛利率（%）	49.5%	50.2%	51.3%	51.3%
丙烯酸酯胶产销量（吨）	271.4	290	295	300
丙烯酸酯胶售价（元/吨）	50000	50000	50000	50000
丙烯酸酯胶成本（元/吨）	34750	34000	34000	34000
丙烯酸酯胶毛利率（%）	30.5%	32.0%	32.0%	32.0%
环氧树脂胶产销量（吨）	217.8	260	300	340
环氧树脂胶售价（元/吨）	42500	42500	42500	42500
环氧树脂胶成本（元/吨）	18615	18615	18615	18615
环氧树脂胶毛利率（%）	56.2%	56.2%	56.2%	56.2%
厌氧胶产销量（吨）	89.4	95	100	105
厌氧胶售价（元/吨）	194500	194500	194500	194500
厌氧胶成本（元/吨）	51348	51348	51348	51348
厌氧胶毛利率（%）	73.6%	73.6%	73.6%	73.6%
聚氨酯胶产销量（吨）	503.2	1800	3000	5600
聚氨酯胶售价（元/吨）	31000	31000	31000	31000
聚氨酯胶成本（元/吨）	18042	18042	18042	18042
聚氨酯胶毛利率（%）	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%
其他胶类销量（吨）	438.9	440	445	450
其他胶类售价（元/吨）	47200	47200	47200	47200
其他胶类成本（元/吨）	22514	22514	22514	22514
其他胶类毛利率（%）	52.3%	52.3%	52.3%	52.3%
非胶类产销量（吨）	2754.1	3000	3200	3400
非胶类售价（元/吨）	13600	13600	13600	13600
非胶类成本（元/吨）	9778.4	9778.4	9778.4	9778.4
非胶类毛利率（%）	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%

数据来源：广发证券研发中心

根据公司目前的发展情况，我们对公司的业绩进行了盈利预测，经过测算，公司10、11和12年EPS分别为1.25元/股、1.51元/股和2.12元/股。我们认为公司竞争优势明显，未来发展情景广阔，按照精细化工行业和创业板板块的估值分析，给予公司40倍市盈率，一年内目标价为50元。看好公司下游企业持续的旺盛市场需求，以及公司未来在新能源和高铁行业营业收入存在超预期增长的可能，考虑公司一定的估值溢价，给予“买入”评级。

六、风险提示

- 1、原材料价格波动风险；
- 2、募投项目投产进度严重滞后；
- 3、工程胶粘剂市场竞争加剧，影响公司产品盈利水平。

七、附录

公司概况

湖北回天胶业股份有限公司由原有限公司原股东章锋等14名自然人将有限公司经评估净资产作为出资及新增股东李群以现金出资共同发起设立。公司所处行业为精细化工行业中的胶粘剂行业，主要从事化工新材料，即各类高端工程胶粘剂的研发、生产和销售，产品涵盖了高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶、聚氨酯胶等五大类、四十个系列、三百多种工程胶粘剂产品，主要应用于汽车制造及维修、电子电器、机械制造、脱硫环保等传统领域以及风力发电设备制造、太阳能电池板制造和采用新铺设技术的高速铁路建设、动车组高速车箱组装等新兴应用领域。公司销售网络基本覆盖全国所有地级城市和重要县级城市，共有汽化用胶经销商618家，工业用胶经销商248家。

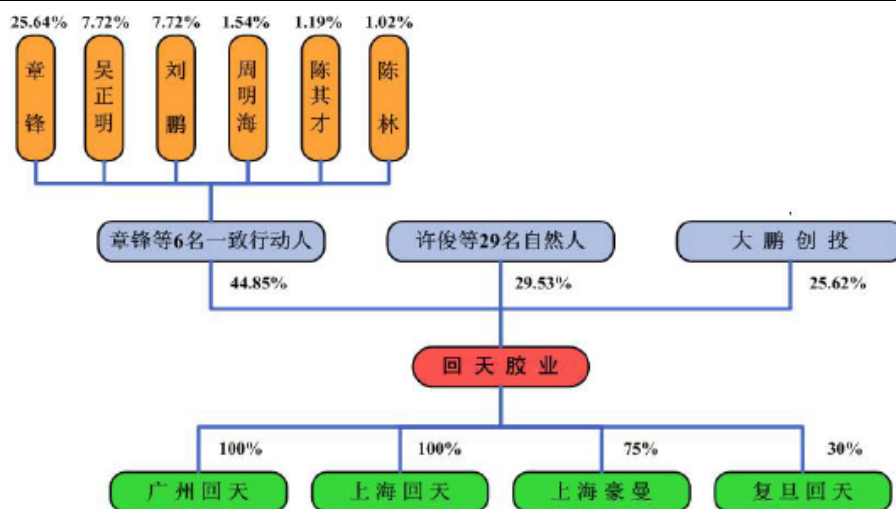
公司作为国内工程胶粘剂细分行业龙头，同时又是国内最大的工程胶粘剂生产企业和研发基地，主营业务突出，各期主营业务收入占营业收入的比例均在98.5%以上，近年来各产品系列销售收入均呈现快速增长态势。

表 8: 公司近年营业收入及增长情况 (单位: 万元)

项目	2009年		2008年度		2007年度	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
主营业务收入	23,523.35	7.29%	21,924.34	14.16%	19,205.45	28.16%
其他业务收入	336.82	540.10%	52.62	-27.80%	72.88	-67.06%
营业收入	23860.17	8.57%	21,976.96	14.00%	19,278.33	26.78%

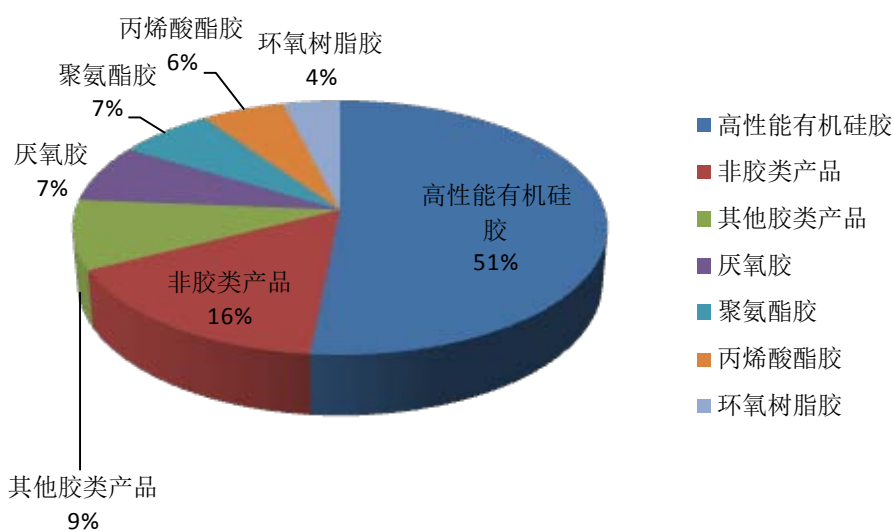
数据来源: 招股说明书、广发证券研发中心

图 9: 公司股权结构



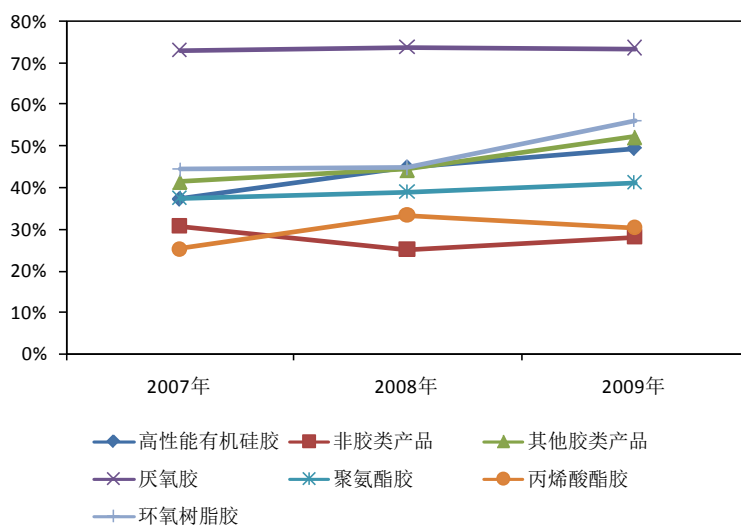
数据来源: 招股说明书、广发证券研发中心

图 10: 09 年公司主营业务构成占比



数据来源: 广发证券研发中心

图 11: 公司 07-09 年主营产品毛利率变化情况



数据来源：广发证券研发中心

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E	
货币资金	628.70	445.07	508.86	420.37	
应收账款	30.70	55.14	50.75	106.41	
预付款项	9.14	7.96	7.96	7.96	
应收利息					
应收股利					
其他应收款	1.45	14.87	5.26	24.62	
存货	53.66	79.03	83.75	157.78	
流动资产合计	745.31	653.53	699.90	822.14	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	53.98	130.57	240.31	285.38	
在建工程	88.18	130.00	70.00	50.00	
无形资产	18.87	16.60	14.33	12.06	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产					
非流动资产合计	21.14	0.00	0.00	0.00	
资产总计	906.34	930.70	1024.54	1169.59	
短期借款	21.00	0.00	0.00	0.00	
应付票据	21.80	18.95	31.04	43.13	
应付账款					
预收款项	24.48	31.04	37.45	64.20	
应付职工薪酬					
应交税费					
应付利息					
应付股利					
其他应付款	12.39	12.39	12.39	12.39	
流动负债合计	95.66	78.37	96.88	135.72	
长期借款	15.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债					
非流动负债合计	21.14	0.00	0.00	0.00	
负债合计	116.80	78.37	96.88	135.72	
股本	66.00	66.00	66.00	66.00	
资本公积	570.34	570.34	570.34	570.34	
盈余公积					
未分配利润	153.20	215.99	291.32	397.53	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	
负债股东权益总计	789.54	852.33	927.66	1033.87	
每股净资产(元)	11.96	12.91	14.06	15.67	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	238.60	341.58	421.40	625.45	
营业成本	128.57	180.99	222.04	329.45	
营业税金及附加	1.67	2.40	2.96	4.39	
销售费用	27.87	40.07	49.44	73.38	
管理费用	28.90	38.68	47.72	70.82	
财务费用	-0.57	-11.66	-11.30	-11.02	
资产减值损失	0.11	0.11	0.11	0.11	
公允价值变动收益	0.01	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.00	
营业利润	52.06	90.99	110.44	158.33	
营业外收入	6.40	6.39	6.39	6.39	
营业外支出					
利润总额	58.45	97.37	116.83	164.72	
所得税费用	7.71	14.61	17.52	24.71	
净利润	50.74	82.77	99.31	140.01	
归属于母公司净利润	50.74	82.77	99.31	140.01	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
EPS(元)	0.77	1.25	1.51	2.12	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	51.27	-8.03	141.60	-20.58	
投资活动现金流量	-30.66	-130.57	-64.57	-44.57	
筹资活动现金流量	558.52	-45.03	-13.24	-23.35	
现金及现金等价物净增加额	579.13	-183.63	63.79	-88.49	
期末现金余额	628.70	445.07	508.86	420.37	
每股经营活动现金流(元)	0.78	-0.12	2.15	-0.31	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	8.57%	43.16%	23.37%	48.42%	
营业利润增长率	43.54%	63.12%	19.98%	40.99%	
毛利率	46.12%	47.01%	47.31%	47.33%	
营业利润率	24.49%	25.26%	25.18%	24.66%	
净利率	21.82%	26.64%	26.21%	25.31%	
净资产收益率	6.43%	9.71%	10.70%	13.54%	
总资产收益率	6.45%	9.27%	10.36%	13.19%	
流动比率	779.09%	833.86%	722.44%	605.76%	
资产负债率	12.89%	8.42%	9.46%	11.60%	
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

回天胶业(300041)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。