

买入(首次评级)

小行业，大市场；小公司，大前景

——回天胶业调研报告

目标价格: 52.00 元

当前价格: 46.00 元

市场数据

化工新材料指数 3956

三个月涨跌幅 -14.7%

基础数据

资产负债率(%) 8.8%

总股本(百万) 66

相对股价表现



相关研究

研究员：李项峰

联系人：傅用增

8621-68761616-8678

fuyz@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

投资要点:

公司所处的胶粘剂行业下游需求增长迅速。下游汽车稳步增长、风能、太阳能、LED 封装和高铁建设均保持两位数增长，市场空间巨大，胶粘剂中高端产品生产厂家具有寡头性质，主要竞争对手为国外的汉高、道康宁，竞争相对温和。目前公司太阳能用有机硅胶需求超预期，高铁聚氨酯用胶在手订单为 1500 吨，

公司在前端研发和后端市场营销具备极强的优势。公司业务性质具备“两头大，中间小”典型特征，胶粘剂配方前端研发和产品营销后端占据举足轻重的作用，中间生产环节相对简单，公司在研发和营销两头具备非常强的基础，是公司的核心竞争力。上市后部分超募资金将用于建设上海研发中心和营销网络的扩张，进一步加强核心竞争力，奠定国内龙头地位，挤占外资企业份额。

公司管理层发展战略定位明确，管理激励机制效果显著。公司发展战略以高端工程胶粘剂为主导产品，以市场为导向，聚焦高端产品、下游行业和大客户，进行差异化竞争。汽车领域目前已打入神龙汽车系统，公司希望以此为契机全面进入国内整车市场。公司管理和研发团队保持了很好的稳定性和很强的团队凝聚力，目前公司高管和核心技术人员合计占总股本的比例为 49.03%，高管股权激励效果明显。

盈利预测及估值分析：我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 61%、38.0%和 37%，EPS 分别为 1.19 元/1.58 元/2.17 元。公司目标价格为 52 元/股，对应 2010-2012 年 PE 分别为 44 倍/33 倍/24 倍。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	220	355	491	676
收入增幅(%)	14%	61%	38%	37%
净利润	35	79	104	143
净利增幅(%)	19%	123%	32%	38%
毛利率(%)	42.6%	45.3%	45.1%	45.4%
ROE(%)	19.7%	9.1%	10.9%	13.1%
EPS(元)	0.72	1.19	1.58	2.17

1. 公司下游需求增长迅速

回天胶业所处行业为化工新材料行业中的胶粘剂子行业，主要从事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。

汽车工业近年来保持高速增长，国内汽车产量自 2000 年至 2008 年的 9 年内平均增幅达到 21.28%，未来随着全球经济的复苏，汽车工业仍有望保持相对快速的增长幅度，对工程胶粘剂的需求也将不断增长。电子电器行业范围广泛涉及半导体、LCD 面板、LED 等众多子行业，近年来随着国民经济的快速增长而稳定发展，胶粘剂在这些领域都有广泛的应用，工程胶粘剂在电子电器行业的一些新兴领域和高端领域应用发展速度较快，预计 LED 封装行业以 25%年速递增。新能源行业中太阳能电池行业以 30%年速递增，直驱风机行业以 50%年速递增。传统行业和新兴产业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 1500 吨，公司是国家高铁用胶的五大指定供应商，约占国内市场份额的 10%，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。

根据调研了解，今年的下游需求汽车领域保持稳定，风能、太阳能有机硅胶和高铁用胶超出预期，公司目前满负荷生产。公司在襄樊建设 2×1200 有机硅胶粘剂和密封胶生产线外，襄樊基地产品主要面向汽车交通领域应用。上海 2×1200 吨的有机硅胶生产线在紧锣密鼓的建设，主要满足长三角地区太阳能电池板及太阳能薄膜电池的产业集群。长三角地区汇集了无锡尚德、苏州阿特斯、苏州百事德、常州天河、江苏林洋、浙江正泰、上海超日、上海交大泰阳、浙江索日、宁海日升、宁波太阳能等数十家全国知名的太阳能电池板制造厂商，年有机硅用胶的以 30%速度增长。广州生产基地建设 1200 吨生产线一条，主要满足我国的主要家电生产制造企业和光电制造企业。广东地区集中了我国的主要家电生产制造企业：美的、格兰仕、TCL、创维、格力、康佳等企业、同样集中了我国 60%以上的 LED 显示屏的光电制造企业，广东地区用于电子制造业的有机硅胶粘剂的用量 2009 年约 8000 吨。

2.公司在研发和市场营销具备极强的优势。

公司业务性质具备“两头大，中间小”典型特征，胶粘剂配方前端研发和市场营销后端占据举足轻重的作用，中间生产环节相对简单。公司在研发和营销两头具备非常强的基础，是公司的核心竞争力。公司将拿出 5000 万建设上海研发中心，吸引国内胶粘剂行业的高端人才加盟回天，同时另外拿出部分超募资金加强营销网络建设。此举将进一步奠定公司国内龙头地位，突破技术瓶颈，替代国外产品，挤占外资企业市场份额。公司采用平面型营销模式，在省会、地级城市和重要的县级城市设立同级别经销商，同时在全国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，该营销模式的优势在于一方面流动办事处可协助经销商更好的服务终端客户，提供及时的技术支持，另一方面可利用经销商的区域资源优势，直接沟通终端客户，市场控制能力明显增强。

在客户需求和市场开拓上，公司的研发队伍和营销队伍紧密合作，营销队伍挖掘客户需求，并将之反馈给公司市场部，市场部根据市场容量和盈利前景立项，公开招标，多个研发小组 PK 研发，通过绩效考核激励研发团队争分夺秒搞科研，为产品问世赢取时间。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，快速反应市场需求，增加客户粘性的营销模式是公司快速发展的核心动力之二。

3.发展战略定位明确

公司发展战略以高端工程胶粘剂为主导产品，以市场为导向，聚焦高端产品、下游行业和大客户，进行差异化竞争。

✧ 行业聚焦：公司将优势资源专注地聚焦于可再生能源、汽车维修和制造、电子电器 LED、高速铁路建设等四个市场前景好、适合公司成长的行业。

✧ 产品聚焦：2008 年，母公司（湖北公司）已经在原先 629 个品名规格产品的基础上删减剩下 329 个，删减了 47.6%的产品；广州回天原先有 268 个

产品, 现有 120 个产品, 删减了 55.2% 的产品。今后公司将继续删减利薄、无优势的产品, 使有限的技术、生产资源集中投入到附加值高, 前景广阔的产品上。

✧ 客户聚焦: 公司确定了加大在既定行业中标杆客户、关键客户的攻关和开发力度, 将大客户开发纳入营销考核, 公司将继续实施聚焦战略, 改变了公司销售增长方式, 提升了公司核心竞争力。比如在汽车领域, 公司在保持汽车维修用胶基础上积极开拓整车市场, 目前已打入神龙汽车系统, 公司希望以此为契机全面进入国内整车市场。

4. 股权结构合理, 激励机制效果显著

公司管理和研发团队保持了很好的稳定性, 高级管理人员和核心技术人员中的大多数长期在公司工作, 其中大部分目前已成为公司股东, 有很强的团队凝聚力。目前公司董事、高级管理人员和核心技术人员合计持有公司股份 2402.28 万股, 占总股本的比例为 49.03%, 高管股权激励效果明显。公司本着“以人为本”的人才观, 以提升“人力资源价值”为核心目标, 完善绩效管理、薪酬管理及素质提升等激励约束机制, 形成职业化的管理人才、技术人才和营销人才三大系列人才梯队。

5. 盈利预测和投资建议

通过调研分析, 我们预计 10 年公司下游需求旺盛, 部分募投项目可能超预期投产, 但是高铁聚氨酯胶的售价为 2.1 万元/吨, 低于之前的预期, 因此调低了聚氨酯的售价, 随着产能释放, 公司业绩将出现大幅增长。

我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 61%、38.0% 和 37%, EPS 分别为 1.19 元/1.58 元/2.17 元。我们认为公司作为国内龙头, 竞争优势明显, 充分享受下游需求快速增长和高毛利率, 增速高于行业平均增速, 给予公司目标价格为 52 元/股, 对应 2010-2012 年 PE 分别为 44 倍/33 倍/24 倍。

主营业务预测	单位：万元	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
有机硅胶	销量（万吨）	1756.45	2301.31	2560.05	2600	3850	5400	7600
	单价（万元/吨）	4.27	4.36	4.39	4.66	4.9	5.06	5.21
	成本（万元/吨）	2.79	2.73	2.42	2.35	2.40	2.50	2.60
	主营收入	7500.04	10033.71	11238.62	12126.14	18865	27324	39596
	主营成本	4901.85	6275.49	6191.15	6121.28	9240	13500	19760
	毛利率	34.6%	37.5%	44.9%	49.5%	51.0%	50.6%	50.1%
聚氨酯胶	销量（万吨）	83.02	167.03	280.45	410	2000	3600	5400
	单价（万元/吨）	3.28	3.1	3.04	3.80	2.90	3.00	3.10
	成本（万元/吨）	2.56	1.94	1.86	2.24	2.00	2.00	2.00
	主营收入	272.62	517.91	852.86	1559.79	5800	10800	16740
	主营成本	212.46	323.9	520.87	917.65	4000	7200	10800
	毛利率	22.1%	37.5%	38.9%	41.2%	31.0%	33.3%	35.5%
丙烯酸酯胶	销量（万吨）	262.84	273.21	294.58	290	300	300	300
	单价（万元/吨）	5.61	5.8	5.3	4.68	4.77	4.87	4.97
	成本（万元/吨）	3.51	4.33	3.53	3.25	3.30	3.40	3.40
	主营收入	1473.36	1584.05	1561.14	1356.98	1431	1461	1491
	主营成本	922.29	1181.68	1040.81	943.61	990	1020	1020
	毛利率	37.4%	25.4%	33.3%	30.5%	30.8%	30.2%	31.6%
厌氧胶	销量（万吨）	58.49	70.72	86.16	91.06	95.61	100.39	105.41
	单价（万元/吨）	20.78	19.61	17.73	19.09	19.67	20.26	20.87
	成本（万元/吨）	6.73	5.26	4.66	5.57	5.77	5.94	6.12
	主营收入	1215.49	1386.93	1527.90	1737.86	1880.65	2033.90	2199.91
	主营成本	393.66	372.16	401.15	507.44	551.67	596.32	645.11
	毛利率	67.6%	73.2%	73.7%	70.8%	70.7%	70.7%	70.7%
环氧树脂	销量（万吨）	247.03	261.75	283.24	285	287.85	290.73	293.64
	单价（万元/吨）	3.46	3.61	3.6	3.25	3.5	3.5	3.5
	成本（万元/吨）	2.24	2.01	1.98	1.42	1.5	1.5	1.5
	主营收入	854.31	944.02	1018.44	925.44	1007.48	1017.56	1027.74
	主营成本	553.69	525.03	561.57	405.07	431.78	436.10	440.46
	毛利率	35.2%	44.4%	44.9%	56.2%	57.1%	57.1%	57.1%

附录：财务报表摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	178	695	747	885	营业收入	220	355	491	676
现金	50	531	529	578	营业成本	126	194	270	369
应收账款	16	38	44	69	营业税金及附加	1	2	3	5
其他应收款	6	7	10	14	营业费用	29	41	57	78
预付款项	59	47	65	88	管理费用	25	35	49	68
存货	41	65	90	123	财务费用	0	-11	-10	-12
其他流动资产	5	7	10	14	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	95	255	341	368	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	54	141	224	334	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	19	19	19	19	营业利润	37	93	123	169
其他非流动资产	22	95	98	16	营业外净收支	3	0	0	0
资产总计	272	949	1,088	1,253	利润总额	41	93	123	169
流动负债	76	73	114	142	所得税	5	14	18	25
短期借款	36	0	0	0	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	7	17	37	37	净利润	35	79	104	143
其他流动负债	33	56	77	105	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	16	15	15	15	归属母公司净利润	35	79	104	143
长期借款	16	15	15	15	EBITDA	43	89	127	179
其他非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	1.19	1.58	2.17
负债合计	92	88	129	157	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	49	66	66	66	成长能力				
资本公积	16	570	570	570	营业收入	14.0%	61.5%	38.5%	37.5%
留存收益	115	225	323	460	营业利润	24.4%	148.7%	32.5%	37.6%
归属母公司股东权益	180	862	959	1,096	归属于母公司净利润	18.6%	122.6%	32.5%	37.6%
负债和股东权益	272	950	1,088	1,253	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	42.6%	45.3%	45.1%	45.4%
单位:百万元					净利率(%)	16.1%	22.2%	21.2%	21.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	19.7%	9.1%	10.9%	13.1%
经营活动现金流	43	33	95	93	ROIC(%)	27.9%	25.6%	25.8%	29.0%
净利润	35	79	104	143	偿债能力				
折旧摊销	5	7	14	22	资产负债率(%)	34.0%	9.3%	11.9%	12.6%
财务费用	0	-11	-10	-12	流动比率	2.33	9.53	6.56	6.22
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.80	8.64	5.77	5.36
营运资金变动	1	0	0	0	营运能力				
其他经营现金流	1	-42	-14	-61	总资产周转率	0.88	0.58	0.48	0.58
投资活动现金流	-54	-100	-100	-50	净资产周转率	1.32	0.68	0.54	0.66
资本支出	18	100	100	50	每股指标 (元)				
长期投资	0	0	0	0					

其他投资现金流	-36	0	0	0	EPS	0.72	1.19	1.58	2.17
筹资活动现金流	10	-33	3	5	每股净资产	3.67	13.06	14.54	16.61
短期借款	17	-36	0	0	每股经营现金流	0.88	0.51	1.44	1.41
长期借款	5	-1	0	0	估值比率				
普通股增加	0	17	0	0	P/E	63.74	38.58	29.12	21.17
资本公积增加	0	554	0	0	P/B	12.53	3.52	3.16	2.77
其他筹资现金流	-12	-567	3	5	P/S	10.26	8.56	6.18	4.49
现金净增加额	-1	-99	-2	48	EV/EBITDA	58.56	28.27	19.88	14.07

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。