

## 化工新材料 II

**回天胶业 (300041.SZ) / 49.90 元**
**新项目建设顺利 定单情况较乐观**
**事 项**

2010 年 6 月 1 日，华创证券化工行业研究员到回天胶业股份公司进行了调研。

**主要观点**
**1、行业发展**

胶粘剂行业充分竞争，行业增速较快；工程胶粘剂垄断竞争，附加值较高；跨国公司占领高端领域，民族品牌正在崛起。

**2、公司发展**

“回天”是较好的民族品牌；公司产品市场占有率较高；公司具有特色公司治理结构；聚氨酯胶是公司未来重要利润增长点。

**3、公司经营较好、募集资金项目建设顺利、未来产能消化没有问题**

- 公司高性能有机硅胶的定单情况较好；我们推测公司在高铁方面的聚氨酯定单可能已经达到 1500 吨左右；
- 2010 年 4 月 5000 吨高性能有机硅项目已经部分投产，目前 5000 吨聚氨酯项目建设顺利，不排除部分产能提前投产的可能性；
- 我们认为公司高毛利率能够维持；
- 我们预测 2010 年汽车维修市场对回天胶业的高性能有机硅胶的需求量将达到 2300 吨；根据回天胶业在风能、太阳能、LED 封装领域、电力环保脱硫行业的市场占有率和行业增速，我们预测以上新兴产业在 2012 年对回天胶业的高性能有机硅胶的需求量将达到 3000 吨；预计到 2012 年，我国无砟轨道铺设计划聚氨酯胶粘剂需求量约为 1.3 万吨左右。公司新增产能将在 2012 年能较好地消化。

**4、盈利预测**

预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 为 1.08 元、1.37 元和 1.80 元。

本报告暂不评级不代表不看好公司股价，华创证券 2010 年下半年化工行业研究以化工新材料和节能减排为重点，目前正在广泛调研化工新材料上市公司，未来两个月内将对调研的公司优中选优进行推荐，请关注我们的评级调整。

研究员：高利

联系人：何多粮

Tel: 010-59370862

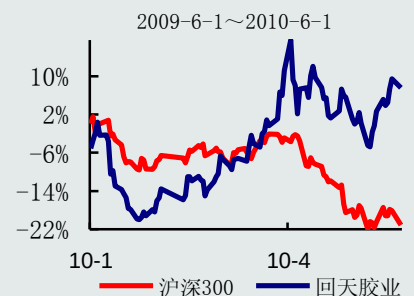
Email: heduoliang@hczq.com

**投资评级**

|       |     |
|-------|-----|
| 投资评级: | 不评级 |
| 评级变动: | 不评级 |

**公司基本数据**

|                |            |
|----------------|------------|
| 总股本(万股)        | 6600       |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 1700/0     |
| 资产负债率(%)       | 13.13      |
| 每股净资产(元)       | 11.96      |
| 市盈率(倍)         | 64.91      |
| 市净率(倍)         | 4.17       |
| 12 个月内最高/最低价   | 55.65/36.0 |

**市场表现对比图(近 12 个月)**


资料来源：港澳资讯

**相关研究报告**

## 一、行业发展调研结果

### 胶粘剂行业充分竞争，行业增速较快

我国胶粘剂厂家达到 3500 家，生产规模较大，2008 年产量达到 350 万吨，国内胶粘剂厂家以溶剂型氯丁胶、白乳胶等中低档胶粘剂产品为主，中低档产品基本满足国内需求；

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要求较高的中高档工程胶粘剂处于进口替代阶段，产品质量已经接近或达到国际先进水平；

在微电子、光电显示器等行业的高端用胶由于技术或设备方面的原因，仍较大幅度的依靠进口。

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。

### 工程胶粘剂垄断竞争，附加值较高

2008 年国内工程胶粘剂的销售量只占胶粘剂总量的 7% 左右，销售量将近 23.59 万吨，而销售收入占胶粘剂总销售额比例高达 17% 以上，工程胶粘剂是胶粘剂中的高附加值产品，国内工程胶粘剂专业厂家在 30 家左右，过去 30 年，国内工程胶粘剂平均增速达到 17.8%，大大高于 GDP 平均 9.63% 的增长率。

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。

### 跨国公司占领高端领域，民族品牌正在崛起

德国汉高、美国道康宁、美国 3M、美国富乐、美国罗门哈斯等胶粘剂企业是行业的领军企业。2008 年跨国公司和合资企业的工程胶粘剂产量达到 13.39 万吨。目前大部分国际知名精细化工企业已在中国设立生产基地或研发中心，预计在 2010 年外资企业的产品销售额在 50% 左右。

国内少数民族品牌发展较快，逐步替代较高品质的产品，回天胶业是一个杰出代表。

## 二、公司发展调研结果

### 回天是较好的民族品牌

公司成立以来就立足高端工程胶粘剂的研发，以替代进口产品为业务发展方向，成功研发了高性能有机硅胶、厌氧胶、丙烯酸酯胶等主流品种，占领了相关领域原有进口产品的部分市场份额。

### 公司产品市场占有率较高

回天胶业主要生产和销售工程胶粘剂，包括高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶、聚氨酯胶等各类高端工程胶粘剂的研发、生产和销售。公司有机硅胶在汽车维修市场、风能、LED 封装领域国内市场占有率处于第一的位置。

## 公司具有特色公司治理结构

公司起源于研究机构，非常重视研发，目前具有研究人员超过 80 人；

公司非常重视营销网络的建设，形成的独特的具有竞争力的销售渠道（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，同时在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）；

公司具备哑铃形的组织结构（研发和销售力量强大），极具竞争力；

公司内部引入充分的竞争机制，每位员工业务量饱满；公司重视职工教育，鼓励职工学习；公司是一家学习型、进取型、开拓型企业。

## 聚氨酯胶是公司未来重要利润增长点

聚氨酯胶是工程胶粘剂行业中发展最快、技术含量高、应用领域广的胶种之一，粘接异种物质的优良特性是许多其他工程胶粘剂所不具备的，是未来工程胶粘剂行业发展的主流方向之一，在胶粘剂行业中占有相当重要的地位。

聚氨酯胶是目前主流工程胶粘剂品种中容量最大但国产化程度相对较低的胶种，随着聚氨酯上游原材料国产化程度的加大，国内汽车、机车制造、高铁建设等行业国产化进程的加快，聚氨酯胶粘剂国产化的发展趋势已经日趋明显。

聚氨酯胶是未来回天胶业工程胶粘剂领域获取利润、提高客户服务水平的重要手段。工程胶粘剂种类繁多，在单个行业的应用也会涉及多个胶种的使用，例如汽车工业，包括了有机硅胶（发动机油底壳、变速箱和车桥的平面密封等）、聚氨酯胶（风挡玻璃、天窗及侧窗的粘接密封等）、环氧树脂胶（点焊及焊缝的密封粘接）、厌氧胶（发动机点火圈的灌封粘接等）等多个种类产品。发展聚氨酯胶除了获取相关利润，还可更好地为客户提供一站式服务。

## 三、公司经营、募集资金使用和未来产能消化调研结果

### 关于公司经营情况

公司高性能有机硅胶的定单情况较好；我们推测公司在高铁方面的聚氨酯定单可能已经达到 1500 吨左右。

### 公司高毛利率能够维持

有机硅上游原料 DMC 目前处于产能略大于需求状况，我们对未来几年 DMC 价格判断是生产是成本加基本毛利的趋势，DMC 大幅上涨的可能性不大。

聚氨酯胶的一个重要原料是 MDI，国内 MDI 供需基本平衡，MDI 价格大幅上涨可能性不大，即使大幅上涨，公司较强的议价能力能将成本上涨转移给下游客户。

原料丙烯酸酯价格大幅上涨对公司影响不大，主要原因是丙烯酸酯胶占公司营业收入比重不大，以 2009 年为例，仅占公司收入的 6%左右，未来两年该业务占公司收入比重变小。

## 关于募集资金使用进度

2010 年 4 月 5000 吨高性能有机硅项目已经部分投产；目前 5000 吨聚氨酯项目建设顺利，不排除部分产能提前投产的可能性。

## 关于公司新增产能如何消化

### 1、新增 5000 吨高性能有机硅胶粘剂市场容量

公司新项目有机硅胶粘剂在汽车维修市场的占有率为 30%，根据公安部 2009 年汽车保有量数据以及中汽协汽车销量数据，我们预测 2010 年汽车维修市场对回天胶业的高性能有机硅胶的需求量将达到 2300 吨。

根据回天胶业在风能、太阳能、LED 封装领域、电力环保脱硫行业的市场占有率和行业增速，我们预测以上新兴产业在 2012 年对回天胶业的高性能有机硅胶的需求量将达到 3000 吨。

回天胶业已经进入整车行业，逐步占领国外高端产品市场，前景也较乐观。

### 2、新增 5000 吨聚氨酯胶粘剂市场容量

高速铁路对于工程胶粘剂的需求较大。根据国务院审议通过的《中长期铁路网规划》，到 2020 年，全国铁路营业里程达到 10 万公里，其中包括铺设无砟轨道的高速铁路（时速大于 200Km 的客运专线）1.2 万公里以上。根据国家铁道部设计方案，无砟轨道每 5 米嵌入一个凸型档台，每个档台两边各需灌注聚氨酯胶粘剂 17.8Kg 左右，因此凸型档台复线每公里聚氨酯胶粘剂用量约 7 吨，未来十年我国每年用于高速铁路建设的聚氨酯胶粘剂将超过 1 万吨。根据 2009 年国家铁道部已经动工和计划在三年内建设的高速无砟轨道有广深港线、广珠线、成灌线、石太线、武广线、沪宁线、哈大线、兰新线等累计约 4,000 公里，其中聚氨酯树脂用量约 2.8 万吨，预计到 2012 年，我国无砟轨道铺设计划聚氨酯胶粘剂需求量约为 1.3 万吨左右。

高速列车对于工程胶粘剂的需求较大。轨道车辆制造业所用的聚氨酯胶粘剂目前主要以国外产品为主，以动车组列车为例，北车集团所引进的德国西门子技术的 CRH3 型动车所用聚氨酯胶粘剂以进口瑞士西卡产品为主，聚氨酯胶粘剂的国产化进程处于起步阶段；，按照动车组 CRH3 为基础，单节车厢用聚氨酯胶约 84.07L 折算约合 109.3Kg，主要应用于车窗玻璃的粘接密封及部分填充部位的密封，按照铁道部规划，在 2012 年之前将采购 3,000 列 16 编组车辆，以此推算 2012 年机车车辆制造聚氨酯胶需求量 2,588 吨左右。

回天胶业是少数几家进入高铁领域的聚氨酯胶提供商之一，公司已经在此领域成功拓展，前景较好。

## 四、盈利预测

预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 为 1.08 元、1.37 元和 1.80 元。

本报告暂不评级不代表不看好公司股价，华创证券 2010 年下半年化工行业研究以化工新材料和节能减排为重点，目前正在广泛调研化工新材料上市公司，未来两个月内将对调研的公司优中选优进行推荐，请关注我们的评级调整。

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 747  | 1347  | 1418  | 1499  |
| 现金             | 631  | 1233  | 1298  | 1382  |
| 应收账款           | 21   | 20    | 19    | 20    |
| 其它应收款          | 1    | 5     | 4     | 3     |
| 预付账款           | 31   | 39    | 43    | 38    |
| 存货             | 54   | 43    | 46    | 47    |
| 其他             | 10   | 8     | 7     | 8     |
| <b>非流动资产</b>   | 162  | 169   | 184   | 209   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 54   | 49    | 45    | 40    |
| 无形资产           | 19   | 21    | 21    | 22    |
| 其他             | 89   | 98    | 118   | 147   |
| <b>资产总计</b>    | 909  | 1516  | 1602  | 1708  |
| <b>流动负债</b>    | 98   | 93    | 109   | 127   |
| 短期借款           | 21   | 25    | 27    | 25    |
| 应付账款           | 22   | 14    | 14    | 17    |
| 其他             | 55   | 54    | 67    | 86    |
| <b>非流动负债</b>   | 21   | 17    | 19    | 20    |
| 长期借款           | 15   | 15    | 16    | 16    |
| 其他             | 6    | 2     | 3     | 4     |
| <b>负债合计</b>    | 119  | 110   | 128   | 147   |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 66   | 66    | 66    | 66    |
| 资本公积金          | 570  | 1148  | 1157  | 1169  |
| 留存收益           | 153  | 191   | 250   | 326   |
| 归属母公司股东权益      | 790  | 1406  | 1474  | 1561  |
| <b>负债和股东权益</b> | 909  | 1516  | 1602  | 1708  |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 52   | 71    | 105   | 148   |
| 净利润            | 51   | 71    | 90    | 119   |
| 折旧摊销           | 5    | 5     | 6     | 6     |
| 财务费用           | -1   | 1     | 0     | 0     |
| 投资损失           | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -5   | -3    | 9     | 22    |
| 其它             | 1    | -4    | 1     | 1     |
| <b>投资活动现金流</b> | -31  | -3    | -1    | -1    |
| 资本支出           | 44   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | -0    | -0    |
| 其他             | 13   | -3    | -1    | -1    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 559  | 544   | -19   | -33   |
| 短期借款           | -15  | 4     | 2     | -3    |
| 长期借款           | -1   | -0    | 1     | -0    |
| 普通股增加          | 17   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 554  | 578   | 9     | 12    |
| 其他             | 3    | -38   | -31   | -42   |
| <b>现金净增加额</b>  | 580  | 612   | 86    | 114   |

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 239  | 343   | 441   | 571   |
| 营业成本            | 129  | 185   | 237   | 308   |
| 营业税金及附加         | 2    | 2     | 3     | 4     |
| 营业费用            | 28   | 40    | 54    | 68    |
| 管理费用            | 29   | 39    | 51    | 67    |
| 财务费用            | -1   | 1     | 0     | 0     |
| 资产减值损失          | 0    | 1     | 1     | 1     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 52   | 74    | 95    | 124   |
| 营业外收入           | 6    | 9     | 11    | 15    |
| 营业外支出           | 0    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 58   | 82    | 104   | 137   |
| 所得税             | 8    | 11    | 14    | 18    |
| <b>净利润</b>      | 51   | 71    | 90    | 119   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 51   | 71    | 90    | 119   |
| EBITDA          | 57   | 81    | 100   | 129   |
| EPS（元）          | 0.77 | 1.08  | 1.37  | 1.80  |

主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 8.6%   | 43.7%  | 28.8%  | 29.4%  |
| 营业利润           | 39.8%  | 42.9%  | 27.3%  | 30.4%  |
| 归属母公司净利润       | 43.5%  | 40.4%  | 26.9%  | 31.5%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 46.1%  | 46.0%  | 46.2%  | 46.1%  |
| 净利率            | 21.3%  | 20.8%  | 20.5%  | 20.8%  |
| ROE            | 6.4%   | 5.1%   | 6.1%   | 7.6%   |
| ROIC           | 20.7%  | 30.1%  | 40.6%  | 61.0%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 13.1%  | 7.3%   | 8.0%   | 8.6%   |
| 净负债比率          | 43.56% | 46.97% | 43.18% | 36.50% |
| 流动比率           | 7.61   | 14.45  | 12.99  | 11.77  |
| 速动比率           | 7.06   | 14.00  | 12.57  | 11.39  |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.40   | 0.28   | 0.28   | 0.35   |
| 应收账款周转率        | 13     | 17     | 23     | 29     |
| 应付账款周转率        | 8.88   | 10.39  | 16.92  | 19.95  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.77   | 1.08   | 1.37   | 1.80   |
| 每股经营现金         | 0.79   | 1.07   | 1.60   | 2.24   |
| 每股净资产          | 11.96  | 21.30  | 22.33  | 23.65  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 64.91  | 46.22  | 36.42  | 27.70  |
| P/B            | 4.17   | 2.34   | 2.23   | 2.11   |
| EV/EBITDA      | 48     | 34     | 27     | 21     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801