

精细化工行业

回天胶业 (300041)

评级: 买入

化工行业研究组

联系方式: 010-88086830-717

邮箱: lanxk@rxzq.com.cn

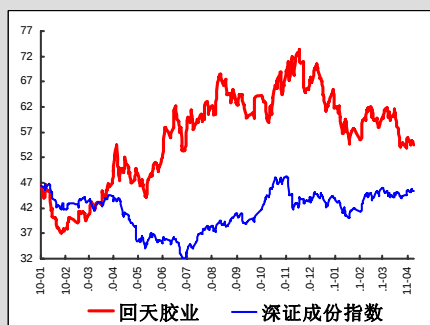
6-12个月目标价: 72

最新股价: 54.11

基本资料

总股本 (百万)	66
流通股 A 股 (百万)	31
流通 A 股市值 (百万)	1696
每股净资产 (元)	12.79
资产负债率%	7.60%

回天胶业股价与深圳成指对比:



胶粘剂龙头 太阳能新贵

投资要点

- **工程胶粘剂行业龙头** 公司是工程胶粘剂行业最大内资企业, 主要产品包括高性能有机硅胶、聚氨酯胶、厌氧胶、环氧胶、丙烯酸酯胶等, 其中高性能有机硅胶粘剂市场占有率第一。
- **化工新材料壁垒高 企业享受稳定高毛利** 工程胶粘剂性能优越, 属于国家重点发展化工新材料。技术、销售、资质壁垒以及胶粘剂占客户成本比重较小等特点, 使得企业享受稳定的高毛利。2008-2010, 公司综合毛利分别为44.15%, 46.12%和42.64%。
- **募投产能逐步释放 下游需求快速增长** 2011年募投资金建设的两个项目将达产, 同时超募资金建设的聚氨酯胶项目也将释放部分产能, 预计2011年公司的高性能有机硅胶、聚氨酯胶产能都将超过6000吨。2010年, 公司产品在可再生能源、电子电器、工程机械、高铁等领域销量大幅增长, 未来这些行业仍将快速发展, 客户对公司产品的需求将不断扩大。预计2011, 2012年公司产品销售量年均增速将超过30%。
- **研发中心的建立有利于引进人才, 开发新产品, 缩短开发周期** 2010年11月, 公司拟投入5662万在上海建设研发中心, 项目建成后可减少仪器设备支出近2000万, 产生利润约1000万。将技术中心设在上海, 有利于引进人才; 科研条件的改善有利于提升产品技术含量, 开发新型胶粘剂和密封胶, 缩短研发周期, 从而大大增强公司产品的竞争力。
- **太阳能背膜前景巨大** 2010年, 国内太阳能电池背膜需求量为6200万平方米, 市场规模43亿, 国产背膜仅400万平方米。公司拟建年产300万平方米的太阳能背膜生产线, 年收入可增加17700万, 良好的技术积累、在光伏制造行业良好的知名度和完善的销售渠道, 有利于项目的实施。项目如成功, 扩产将迅速进行。公司不排除项目提前达产的可能。
- **盈利预测和估值** 预计公司2011, 2012年EPS将达1.82和2.72元, 按54.11元计算, 动态PE分别为29.7和19.9倍; 如背膜项目提前达产, 将增厚2011年业绩0.18元。公司被市场明显低估, 给予公司买入评级。
- **风险提示** 技术风险、市场风险和项目风险

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	238.60	414.46	593.99	887.15
(+/-) %	8.57%	73.70%	43.32%	49.35%
归属于母公司所有者净利润	50.74	87.81	120.24	179.42
(+/-) %	43.71%	73.05%	36.93%	49.22%
摊薄每股净收益 (元)	0.7689	1.3305	1.8219	2.7186

正文目录

1、公司简介——最大的内资工程胶粘剂企业	4
2、工程胶粘剂附加值高，行业增长迅速——行业分析	5
2.1. 化工新材料，未来空间广阔——行业简介	5
2.2. 行业壁垒较高，产品议价能力强——行业普遍具有稳定的高毛利率	6
2.3. 跨国公司整体领先，内资企业术业有专攻——内资企业逐步建立优势领域	7
2.4. 应用范围不断开拓，新兴行业迅猛发展——需求仍将快速增长	8
3、主营收入大幅增长，新兴领域迅速拓展——公司分析	12
3.1. 销量大增，毛利率保持稳定	12
3.2. 资产负债率低，盈利、营运能力强	13
4、产品技术领先，营销能力强大——公司竞争优势分析	14
4.1. 管理团队稳定，研发实力雄厚——管理和技术为先导	14
4.2. 销售网络完善，营销模式独特——销售是核心竞争力	14
5、胶粘剂产能快速增加，太阳能背膜前景广阔	15
5.1. 胶粘剂产能迅速增加	15
5.2. 技术中心着眼未来	16
5.3. 太阳能电池背膜项目前景广阔	16
6、盈利预测与估值	17
6.1. 盈利预测	17
6.2. 估值对比	18
7、风险提示	18

图表目录

图表 1 各产品占主营收入百分比	4
图表 2 工程胶粘剂上下游产业链	5
图表 3 2008-2010 年硅宝科技、回天胶业有机硅胶产品毛利率变动图	7
图表 4 2008 年国内市场外资企业和内资企业工程胶粘剂市场份额	7
图表 5 2003 年-2011 一季度国内汽车产量及增速	9
图表 6 2000-2010 民间汽车保有量及年均增速	9
图表 7 2000-2010 风电新增装机总量, 累积装机总量和新增装机增速	10
图表 8 2000-2010 年度太阳能电池产量和增速	11
图表 9 回天胶业 2008-2010 营业收入、净利润、营业收入增速和净利润增速	12
图表 10 2008-2010 主营各种产品毛利率变动情况	13
图表 11 2009-2010 各业务占总营收比例变动情况	13
图表 12 回天胶业营销模式与其他企业营销模式比较	15

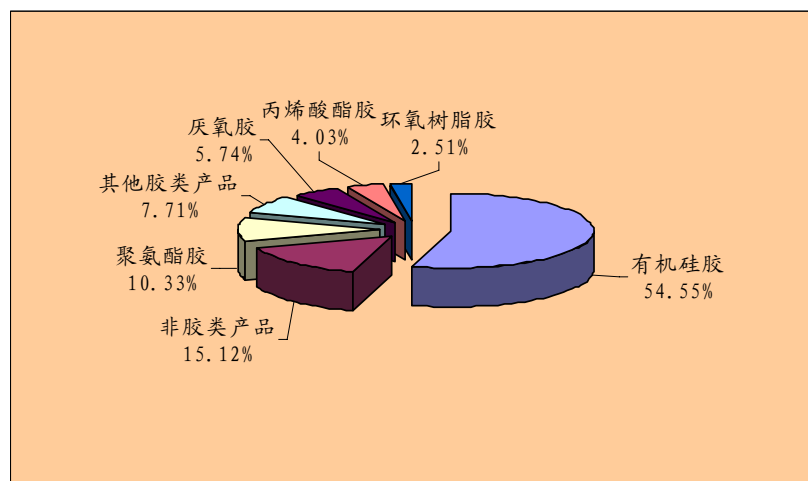
表格目录

表格 1 回天胶业 2006-2008 主要产品销量及市场占有率	4
表格 2 汽车制造和电子电器用胶粘剂产品资质	6
表格 3 回天胶业 2008 年高性能有机硅胶产品在各应用领域销量和市场占有率	8
表格 4 2006-2008 年我国工程胶粘剂的产量和销售额	8
表格 5 2005-2010 年国内LED封装行业产值及增速	10
表格 6 2011-2015 年铁道部规划高铁建设里程数和聚氨酯胶市场容量估算	11
表格 7 2010 年部分行业有机硅胶、聚氨酯胶市场容量估算	11
表格 8 盈利、偿债和营运能力分析	14
表格 9 胶粘剂项目进展情况	15
表格 10 2007-2014 年太阳能背膜全球、中国需求量及国内供应量预测	16
表格 11 2011-2012 主营产品销量和毛利率预测	17
表格 12 回天胶业与同行业公司、创业板平均估值对比	18
表格 13 2011-2012 年回天胶业利润预测表	19

1、公司简介——最大的内资工程胶粘剂企业

公司由湖北襄樊胶粘技术研究所发展而来，主要产品包括高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶等各类高端工程胶黏剂产品，目前公司销售收入最多的产品是高性能有机硅胶，2010 年营业收入达 22301.01 万元，占总营收比例为 54.55%。

图表 1 各产品占主营收入百分比



数据来源：公司年报，日信研究

公司产品广泛应用于汽车、高铁、LED、风电和太阳能等工业领域，是我国工程胶黏剂行业中规模最大的内资企业，2008 高性能有机硅胶黏剂在国内工程胶黏剂市场占有率超过 15%，排名第一，多类产品在各细分领域市场上份额较大，产品竞争力强。

表格 1 回天胶业 2006-2008 主要产品销量及市场占有率

工程胶粘剂	2006 年		2007 年		2008 年	
	销售数量 (吨)	市场占 有率	销售数量 (吨)	市场占 有率	销售数量 (吨)	市场占 有率
高性能有机硅胶	1756.45	14.05%	2,301.31	15.55%	2,560.05	15.06%
丙烯酸酯胶	262.84	1.83%	273.21	1.49%	294.58	1.38%
厌氧胶	58.49	4.18%	70.72	3.93%	86.16	3.92%
环氧树脂胶	247.03	0.35%	261.75	0.31%	283.24	0.30%
聚氨酯胶	83.02	0.11%	167.03	0.20%	280.45	0.29%

数据来源：招股说明书，日信研究

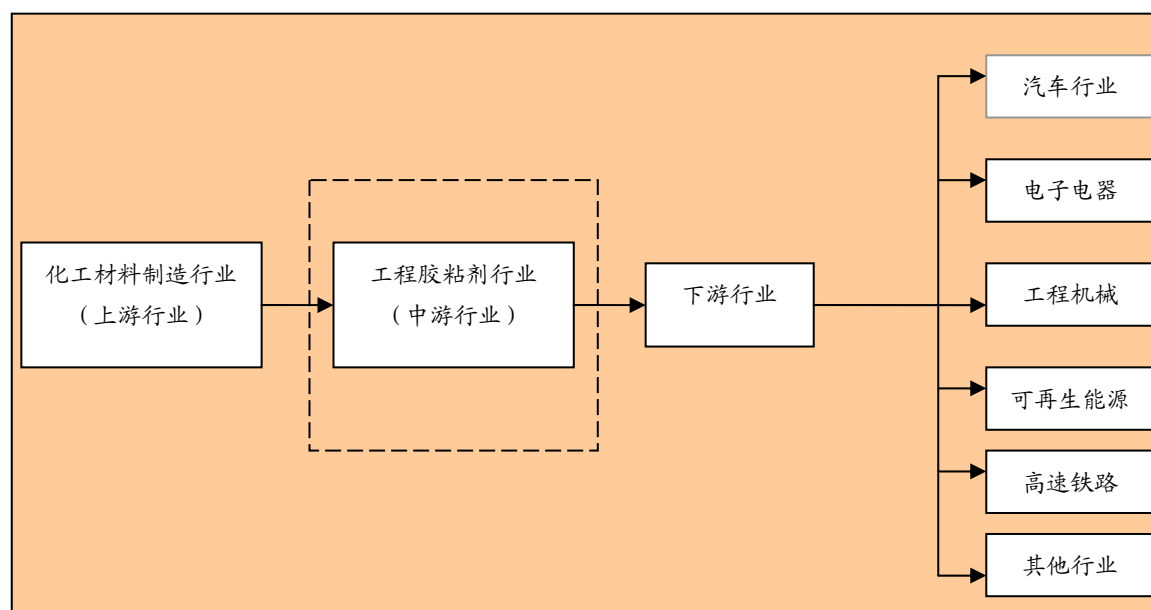
2、工程胶粘剂附加值高，行业增长迅速——行业分析

2.1. 化工新材料，未来空间广阔——行业简介

胶粘剂按照化学组分及固化方式不同可分为溶剂型胶粘剂、水基型胶粘剂、热熔型胶粘剂、反应型胶粘剂等几大类。工程胶粘剂一般是无溶剂的液态反应型胶粘剂中的高强度、高性能类产品。

工程胶粘剂的上游为化工材料制造行业，主要原料为有机原料、合成树脂、丙烯酸及丙烯酸酯、MDI、TDI等。回天胶业公司的主要产品高性能有机硅胶的主要原料是有机硅橡胶(107胶)，聚氨酯胶的主要原料是MDI、TDI和IPDI。以前107胶和MDI等产品主要从国外进口，原材料成本较高。近年来随着我国经济的快速发展，化工材料需求快速增长，国际大型材料企业纷纷到国内建厂、扩产，国内的大型化工企业也不断扩大生产规模，其中蓝星集团有机硅单体产能和烟台万华的聚氨酯产能都已进入世界前五名。未来国内有机硅单体产能将迅速增加，产能过剩的可能性很大，预计作为有机硅单体初级产品的107胶的价格也将维持稳定。未来3年全球聚氨酯新增产能只有烟台万华的40万吨，聚氨酯价格向上的趋势明确，但由于聚氨酯已成为五大通用塑料后规模最大的化工材料，产品全球定价，因此我们认为聚氨酯价格增速不会太快。

图表 2 工程胶粘剂上下游产业链



数据来源：招股说明书，日信研究

工程胶粘剂属于化工新材料，具有优异的粘接异种材料、密封减振、绝缘、耐老化的性能，广泛应用于汽车工业、电子电器、工程机械、风电和太阳能、高铁等领域。回天胶业目前最主要的产品高性能有机硅胶粘剂属于国家十二五计划中重点强调优先发展的有机硅材料。从有机硅的消费水平来看，它和经济发展水平密切相关，美国是全球最大的有机硅制品的消费国，约占全球有机硅产品市场的35%；其次为欧洲，约为33%，日本占15%。根据中国

氟硅有机材料工业协会的统计数据，2008 年美国有机硅人均消费量为1.051 千克，而我国仅为0.276千克，仅为美国的1/4。全世界主要国家和地区的聚氨酯胶粘剂、密封胶消费量中，美国消费全球的40%、欧洲消费全球的35%、日本消费全球的10%、中国消费不到全球的9%。与上述国家和地区的人均消费量相比，中国的胶粘剂和密封胶的需求空间很大，存在很好的发展机遇。

2.2. 行业壁垒较高，产品议价能力强——行业普遍具有稳定的高毛利率

作为新材料，工程胶粘剂技术要求高，下游客户要求产品性能优异、质量稳定，且环保性能高。由于下游客户生产环境的不同对胶粘剂产品性能要求区别巨大，因此胶粘剂企业需要投入大量人力、财力研发产品配方以满足客户的个性化需求。规模较小的低端胶粘剂企业资本实力差，难以大量投入来参与高端工程胶粘剂行业竞争。胶粘剂的产品需要长期的技术积累，其他行业的竞争者也难以迅速进入。

由于胶粘剂产品门类众多，差异化明显，产品的耐久性、质量一致性难以用统一的指标考量，因此客户对胶粘剂产品的品牌知名度要求较高。另外，由于单一客户胶粘剂产品需求量通常较小，终端客户较分散，因此要求企业必须有强大的销售网络，销售网络不发达的企业难以在行业内参与竞争。

国家并未对胶粘剂行业设置壁垒，但下游制造业处于对产品质量和安全性能等考虑，制定了各种胶粘剂的产品资质认证。部分大型企业如汽车制造企业出于质量安全考虑，在下游客户的选择上非常谨慎，优先选择产品质量好，品牌知名度高，通过产品质量认证的企业作为自己的配套商。回天胶业已通过上述资质认证，并成为少数进入整车制造企业的胶粘剂供应商。

表格 2 汽车制造和电子电器用胶粘剂产品资质

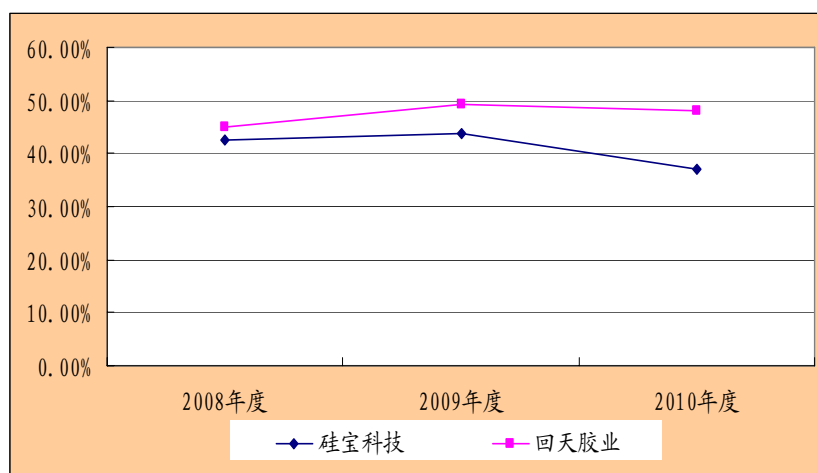
资质名称	所属行业	资质类别
ISO9001: 2000		准入资质
ISO/TS16949: 2002	汽车制造	准入资质（国际汽车行业标准）
Q/EQY-429-2003		专项资质（单组份湿固化聚氨酯胶粘和密封剂）
SGS/T11187-1998		通用资质（表面组装用胶粘剂通用规范）
UL94V-0	电子电器	专项资质（电子胶粘剂阻燃等级）
RHOS		专项资质（电子材料无有害物质认证）

数据来源：招股说明书，日信研究

由于行业壁垒较高，客户对产品的依赖性较强，并且由于胶粘剂产品占客户产品成本的比重较小，因此工程胶粘剂企业具有较好的议价能力，在自身成本没有大幅上升的情况下，产品可以维持较高的毛利率。同时胶粘剂企业一般为维护与主要客户的长期合作，通常不会无故提价来攫取暴利。

如果客户更换产品，其操作工艺即要发生改变，在没有性能较大提升或者成本较大幅度降低的情况下，客户不会轻易更换自己的胶粘剂产品供应商，因此优势企业的产品需求比较稳定。

图表 3 2008-2010 年硅宝科技、回天胶业有机硅胶产品毛利率变动图

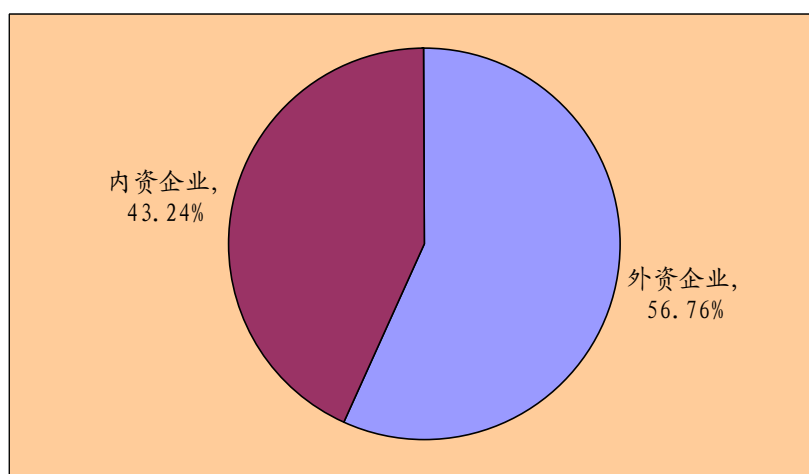


数据来源：公司年报，日信研究

2.3. 跨国公司整体领先，内资企业术业有专攻——内资企业逐步建立优势领域

凭借领先的产品技术和强大的研发实力，以及多年经营形成行业壁垒，精细化工方面的知名国际企业如德国汉高公司、美国道康宁公司、美国3M公司、美国富乐公司、美国罗门哈斯公司等占据了粘接剂市场的大部分份额。尤其是做为中高端产品的工程胶粘剂，其市场一度被巨头们垄断。2008年汉高全球胶粘剂产品销售收入达到67亿欧元。目前大部分国际知名精细化工企业均已在中国设立生产基地或研发中心，在资金和技术投入上持续增长。2008年位于国内的外资企业共生产工程胶粘剂13.39万吨，占国内全部工程胶粘剂产量的56.76%。

图表 4 2008 年国内市场外资企业和内资企业工程胶粘剂市场份额



数据来源：招股说明书，日信研究

相比外资巨头，目前国内有自主研发能力和一定生产规模，拥有自主品牌的工程胶粘剂企业仅30多家，总体研发能力和生产能力上还不能完全与国际竞争对手抗衡，但以发行人为代表的一些国内企业已掌握部分细分领域内国际、国内先进技术，其产品在应用领域和技术指标上均达到了国际竞争对手水平，逐步实现进口替代，并开始逐步提升胶粘剂市场的品牌

集中度。回天胶业公司曾被评为“中国胶粘剂市场产品质量用户满意第一品牌”，公司客户包括中国一汽、东风汽车、神龙汽车、天和光能、江苏林洋新能源、中电电气、金风科技、美的电器、鞍钢股份等国内多家知名大型企业，其高性能有机硅胶产品在汽车、风电和LED封装领域市场份额都达到30%。

未来技术水平落后、缺乏自主创新、高能耗、高污染的小企业将陆续被淘汰。想要与国际公司竞争，内资企业必需注重技术研发和质量监控，不断推出性能良好、绿色环保的新产品。专注于细分市场，尤其是跨国公司尚未形成行业壁垒的新兴产业要加大研发投入和客户开发力度。与下游客户紧密合作，了解客户不断变化的需求，形成自身的优势领域，不断扩大民族品牌的影响力，最终在更多的行业实现进口替代。

表格 3 回天胶业 2008 年高性能有机硅胶产品在各应用领域销量和市场占有率

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	2800	12%
		维修	1151	3900	30%
	可再生能源	风能	212	670	32%
		太阳能	139	2500	6%
		LED 封装	379	1154	32%
		电力环保脱硫	306	3000	10%

数据来源：招股说明书，日信研究

2.4. 应用范围不断开拓，新兴行业迅猛发展——需求仍将快速增长

近十年来工程胶粘剂发展迅速，平均年销售额增长率高达20%，是发展最快的胶粘剂产品。2008 年我国工程胶粘剂的产量为23.59 万吨，销售额为80.30 亿元，分别比2007 年增长了14.18%和17.23%，销售额增速高于产量的增速。中国胶粘剂工业协会预测，2009-2011 年工程胶粘剂仍有望以年均15%速率增长。

表格 4 2006-2008 年我国工程胶粘剂的产量和销售额

	产量 (万吨)	销售额 (亿元)	占胶粘剂行业比例		年增长率	
			产量	销售额	产量	销售额
2006年	17.40	56.20	6.21%	16.53%	17.25%	19.83%
2007年	20.66	68.50	6.66%	17.56%	18.74%	21.89%
2008年	23.59	80.30	6.70%	17.60%	14.18%	17.23%

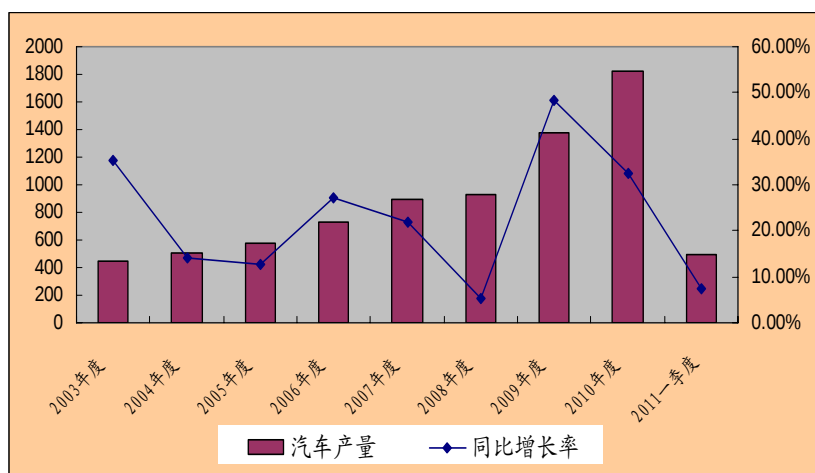
数据来源：中国胶粘剂工业协会，日信研究

工程胶粘剂早已在传统的汽车制造及维修、电子电器、工程机械制造等行业得到广泛应用。这些行业竞争状况激烈，产品质量管理和生产成本控制要求高，工程胶粘剂已成为传统锁固方法的辅助，以其有助于螺纹锁固件耐冲击、耐振动、不渗漏等功效逐渐代替弹簧垫、开口销等老式固持配件被广泛应用于上述行业中。

近年来，风能、太阳能发电等可再生能源产业已经逐渐成为全球行业的热点，国内产业规模呈爆发式增长。工程胶粘剂以其优异的防腐防水性、耐久性和抗老化等特点广泛应用于发电机灌封、太阳能电池板中电子元件的密封和设备部件的粘接。此外，国内刚开始的无砟高速铁路的研究和建设对于工程胶粘剂的需求巨大，作为替代传统技术的化工新材料，无砟高速铁路每公里铺设所需的聚氨酯胶粘剂超过7吨，未来5年内预计市场需求超过12万吨。

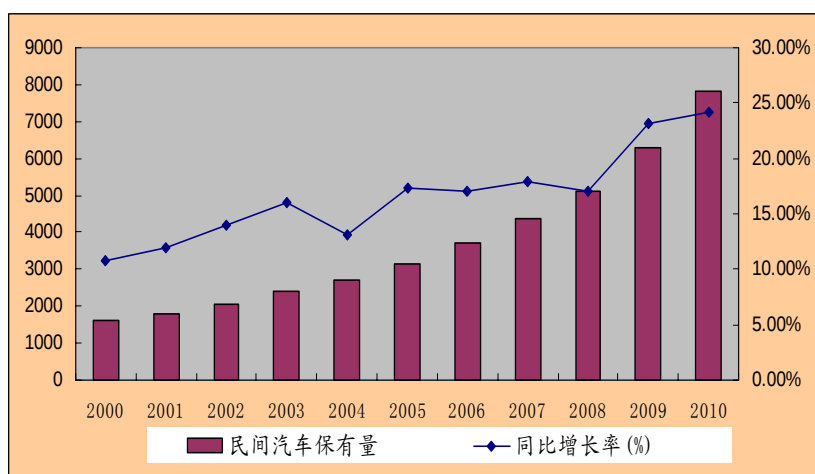
● 汽车制造与维修

图表 5 2003 年-2011 一季度国内汽车产量及增速 单位：万辆



数据来源：Wind数据，日信研究

图表 6 2000-2010 民间汽车保有量及年均增速 单位：万辆



数据来源：Wind数据，日信研究

加入世贸组织之后，我国汽车行业产销量迅速增长，2010年在购置税下调等优惠政策的刺激下，我国整车制造企业共生产汽车1826.47万辆，同比增长32.44%。对应有机硅胶市场容量约为5479吨，聚氨酯胶市场容量约为16438吨。2011年一季度，在购置税优惠政策取消，北京治堵政策摇号购车的不利局面下，全国汽车产量仍达到489.58万辆，同比增长7.48%。随着未来国产汽车制造企业竞争力不断增强，整车和零部件制造的国产化程度将不断提高，国产工程胶粘剂在整车制造行业的空间广阔。

截止到2010年,我国民间汽车保有量已达到7802万辆,对应的高性能有机硅胶市场容量约为4705吨,聚氨酯胶粘剂市场容量约为3499吨。过去10年间,民间汽车保有量以17.10%年均速率增长。汽车维修用胶粘剂市场整体规模大,并仍将以较快速度增长。

● 电子电器 (LED)

随着新兴国家经济的迅速发展,包括我国在内的新兴市场对于电子信息产品,家用电器等产品的需求迅速增加,包括LED在内电子元器件等劳动密集型产能逐步向包括我国在内的新兴市场转移。2010年我国LED封装产值达到250亿元,较2009年增长23%,对应有机硅胶市场容量约为1559吨。随着国产芯片产能的释放,芯片的价格将不断下降,成本的降低将帮助LED产品更快地拓展市场;伴随着芯片性能和功率的提高,业内期待的LED普通照明市场启动即将到来,国内LED行业总产值将从2010年的1200亿升至5000亿以上。作为LED应用产品规模最大的生产国,将有更多的芯片和封装厂商到国内投资建厂。预计未来5年LED封装领域年均增速将超过25%。

表格 5 2005-2010 年国内 LED 封装行业产值及增速 单位: 亿元

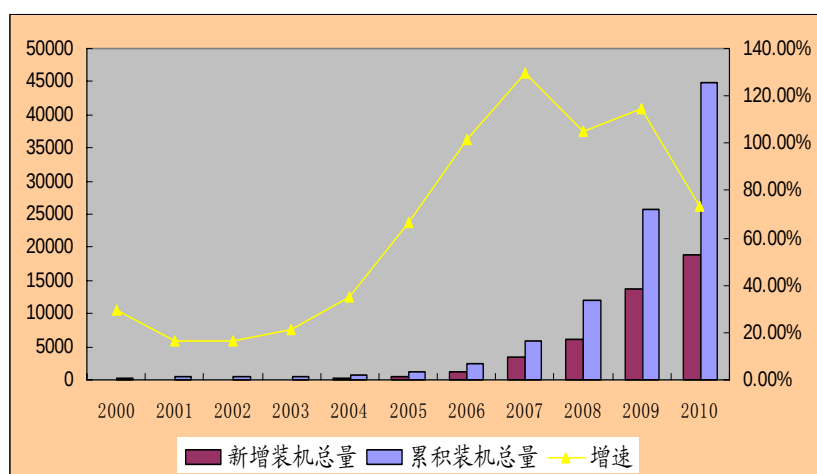
	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
销售额	133	146	168	185	204	250
同比增速	19%	10%	15%	10%	10%	23%

数据来源: 日信研究

● 风电

2010年,全国风电新增装机总量为18928MW,同比增长73.35%,对应有机硅胶市场容量约为2061吨;截止2010年,我国风电累积44733.3MW,2001-2010年10年间,风电装机年均复合增长率为62.82%。由于累积装机容量基数已经较大,未来增速可能有所放缓。但随着风电机组成本的不断降低,风电电力生产成本将不断下降,风电将大规模并网发电,刺激风电市场的继续增长。同时由于海上风电市场尚未开发,加之日本地震造成人们对核能的恐惧,风电市场未来的增长空间还很大。

图表 7 2000-2010 风电新增装机总量, 累积装机总量和新增装机增速 单位: MW



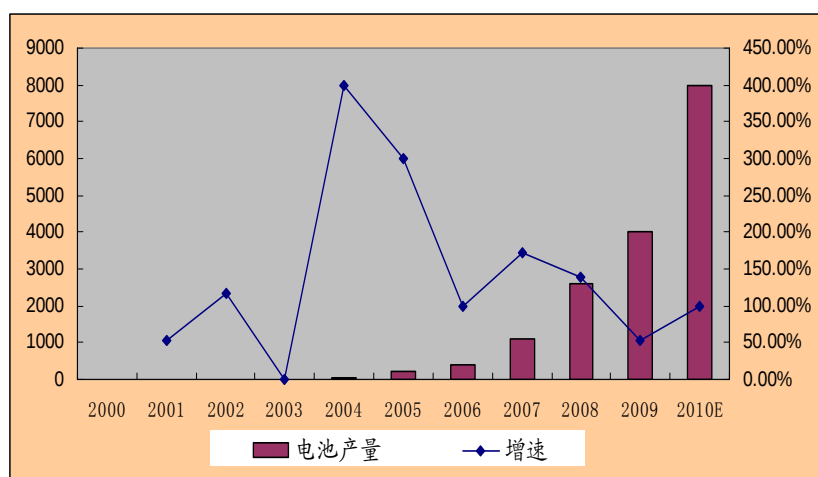
数据来源: 中国风电协会, 日信研究

● 太阳能电池

2010年中国太阳能电池产量预计达到8GW，约占全球产量的50%，较2009年增长100%，按照1MW消耗约1吨有机硅胶计算，2010年太阳能电池用有机硅胶粘剂市场容量约为8000吨。2006-2010年间，国内太阳能产量年均增速达82.06%。目前国内太阳能电池等产品90%以上都用于出口，国内市场尚未启动；未来随着太阳能电池和组件价格的下降，以及日本地震所造成的人们对核能的恐惧，另外由于日本地震导致中国太阳能电池出口占比提高，因此太阳能电池组件需求将不断增大，可预见的高速增长将持续40 年以上。

图表 8 2000-2010 年度太阳能电池产量和增速

单位：MW



数据来源：日信研究

● 高铁

高速铁路方面，国家《中长期铁路网规划》指出到2020 年，我国将建设“四纵四横”客运专线。根据铁道部最新的规划，2011-2015年我国将新增运营的高铁里程1.6万公里，按每公里用高速铁路凸型台聚氨酯胶粘剂7.37 吨测算，5年内该行业聚氨酯胶用量将超过12万吨的市场容量，且产品设计使用寿命为10 年，未来维修和更换用量更大。未来中国高铁将走出国门，与之配套的聚氨酯胶粘剂企业也将作为配套厂商一同受益。

表格 6 2011-2015 年铁道部规划高铁建设里程数和聚氨酯胶市场容量估算

	2011	2012	2013	2014	2015
建设公里数	4715	2993	2665	3785	3210
聚氨酯胶市场容量 (吨)	34750	22058	19641	27895	23658

数据来源：铁道部，日信研究

表格 7 2010 年部分行业有机硅胶、聚氨酯胶市场容量估估算 单位：吨

	汽车制造	汽车维修	LED封装	风能	太阳能	高铁	合计
有机硅胶	5479	4705	1599	2061	8000	—	21844
聚氨酯胶	16438	3499	—	—	—	37948	57885

数据来源：日信研究

调研结果显示，回天胶业公司2010年有机硅胶销量在5200吨左右，聚氨酯胶销量在1800吨左右，其中有机硅胶在汽车制造和维修、LED封装、风电和太阳能领域有机硅胶粘剂销量约为4300吨，占市场容量百分比约为19.68%；聚氨酯胶粘剂占汽车制造和维修及高铁市场容量总和的3.11%，拓展空间仍非常巨大。

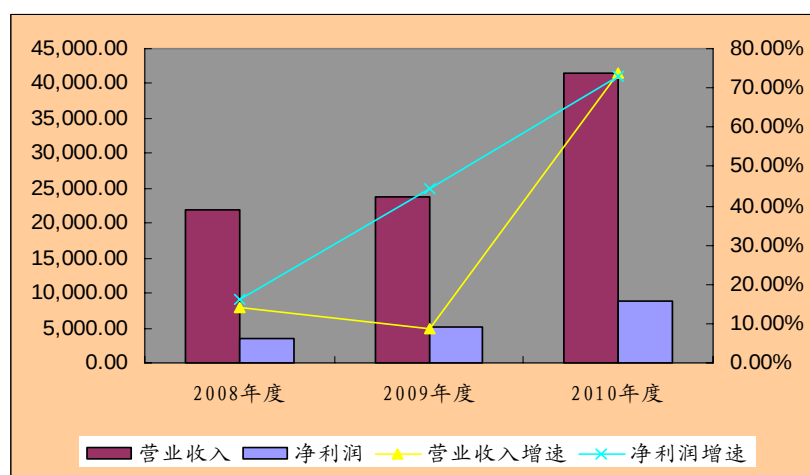
同时，公司将继续努力扩大工程机械和脱硫环保领域的市场份额，并开拓轮船、五金等新领域，公司未来的产品需求增速仍将维持较高水平。

3、主营收入大幅增长，新兴领域迅速拓展——公司分析

3.1. 销量大增，毛利率保持稳定

2010年公司胶粘剂产品下游汽车、工程机械、电子电器、风能、太阳能和高铁等行业快速增长，对公司产品的需求迅速增加，公司主营产品销量大增，全年营业收入达41461.14万元，同比增长73.70%；净利润为8780.77万元，同比增长73.05%。

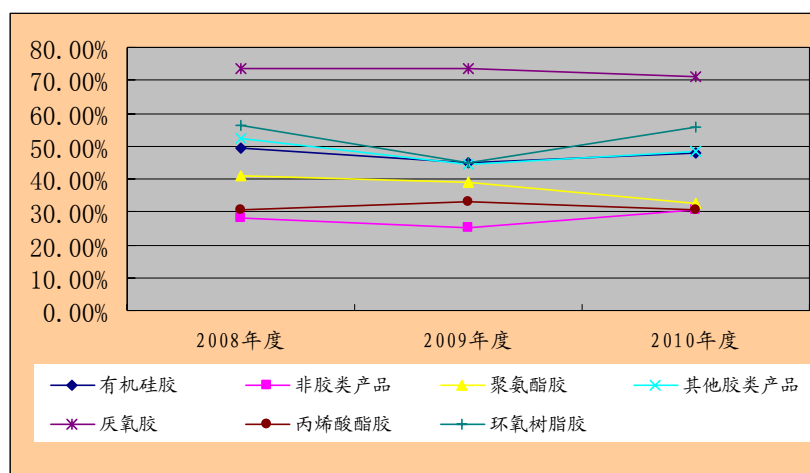
图表 9 回天胶业 2008-2010 营业收入、净利润、营业收入增速和净利润增速 单位：万元



数据来源：公司年报，日信研究

分产品看，由于募投项目产能释放和下游需求增加，2010年公司有机硅胶产销量大增，销售收入达22301.01万元，同比增长83.91%，但其毛利率因原材料成本上涨和折旧费用增加略降1.44%；聚氨酯募投项目也释放部分产能，销量的增长主要由于履行中标高铁的1500吨聚氨酯胶合同，营业收入达4224.30万元，同比增长170.82%，但由于高铁项目毛利较低，聚氨酯胶总毛利下降8.49%；非胶类产品全年营收为6181.15万元，同比增长65.03%，毛利微增；其他胶类产品营收为3153.00万元，同比增长52.20%，毛利率下降3.65%；厌氧胶、丙烯酸酯胶和环氧胶公司产能有限，并非重点发展品种，各自营收占比较少，毛利率也比较稳定，2010年三类产品营收均小幅增长。

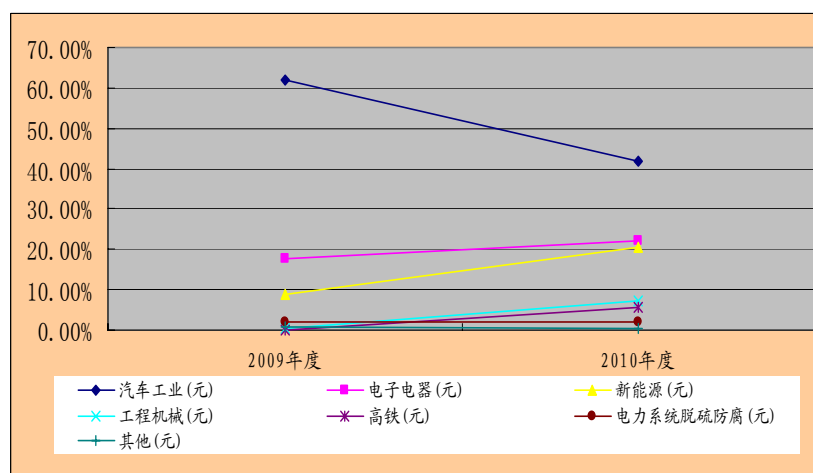
图表 10 2008-2010 主营各种产品毛利率变动情况



数据来源：公司年报，日信研究

2010 年国内太阳能和风能、LED、高铁和工程机械行业迅猛发展，对公司胶粘剂产品的需求迅速增大，可再生能源、电子电器、工程机械业务收入增速分别达到 272%，100%和 2730%，高铁领域更是从零销售净增 2302 万营收。可再生能源、电子电器、工程机械、高铁在公司主营业务占比也都明显提高，分别从 2009 年的 8.84%，17.52%，0.41%，0 增长为 2010 年的 20.66%，22.00%，7.27%和 5.63%。由于产能有限，公司集中力量优先抢占新兴产业领域份额，2010 年汽车行业营收仅增长 7%，其主营业务占比也从 2009 年的 61.81%下降到 2010 年的 41.65%。

图表 11 2009-2010 各业务占总营收比例变动情况



数据来源：公司年报，日信研究

3.2. 资产负债率低，盈利、营运能力强

2010年，由于原材料成本上升、折旧费用增加以及聚氨酯胶毛利下降等原因，公司综合毛利下降2.59%，为44.15%。2011年随着公司产品售价的上调，我们预计公司毛利率水平不会低于2010年。净资产收益率的下降主要是因为公司上市后公司资产大幅增加导致，公

公司的实际运转情况十分良好。2010年公司用超募资金归还了3200万银行贷款，目前公司负债主要为预收账款和应付账款，总体负债率低，同时流动比率和速动比率都有较大幅度提高，公司偿债能力强。公司产品主要是通过经销商再销给客户，现金回收很快，2010年经营现金净流入达到5073万；由于下游需求旺盛，公司存货周转率也提高了36.26%，公司营运能力很强。

表格 8 盈利、偿债和营运能力分析

项目	指标	2009 年度	2010 年度	同比增减变化
盈利能力	销售毛利率	46.74%	44.15%	-2.59%
	净资产收益率（加权）	25.88%	10.75%	-15.13%
	流动比率	7.61	10.77	41.52%
偿债能力	速动比率	7.06	9.66	36.83%
	资产负债率（合并）	13.13%	7.60%	-5.53%
	存货周转率（次/年）	2.73	3.72	36.26%
营运能力	应收账款周转率（次/年）	12.76	13.52	5.96%

数据来源：公司年报，日信研究

4、产品技术领先，营销能力强大——公司竞争优势分析

4.1. 管理团队稳定，研发实力雄厚——管理和技术为先导

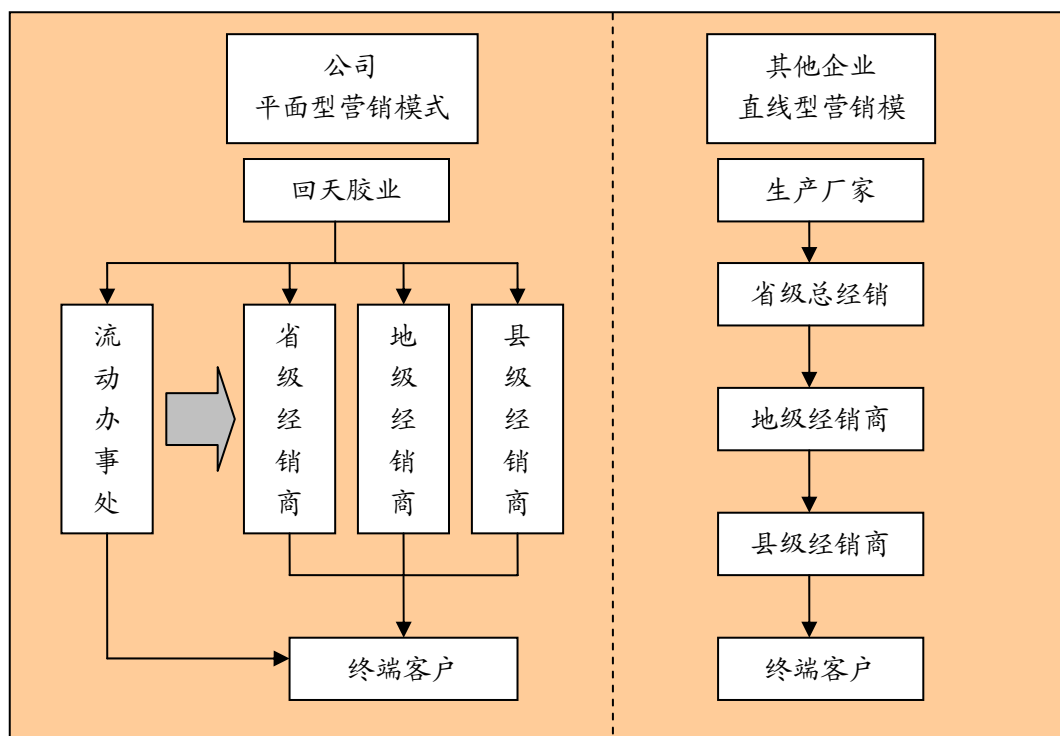
公司自成立以来，管理和研发团队一直保持了良好的稳定性，公司董事、高级管理人员和核心技术人员都已成为公司股东，合计持有2,402.28 万股，占总股本的比例为49.03%。产品技术是工程胶粘剂企业的立足之本，公司核心团队的稳定使技术失密和核心人才流失的风险大大降低。公司前身为襄樊市胶粘技术研究所，经过近20年的发展已形成强大的研发团队，拥有大量自主知识产权、在国内和国际领先的产品技术，其中汽车用聚氨酯系列胶粘剂等被列为湖北省科技攻关计划项目，厌氧性密封剂等三个系列产品被列入国家级火炬计划项目，HTC-1耐高温无机胶被列入国家级重点新产品计划，已获得1项国家发明专利、20项外观设计专利，并已获受理18项国家发明专利申请，其中12项专利已经进入实质审查阶段。公司主要经营产品大部分来自于自主研发的核心技术，科研成果转化工业生产能力较强。

4.2. 销售网络完善，营销模式独特——销售是核心竞争力

由于工程胶粘剂产品的客户较为分散，因此销售网络是否完善是行业内企业的核心竞争力之一。公司共有汽化用胶经销商618 家和工业用胶经销商248 家，基本覆盖全国所有地级城市和重要的县级城市，是行业内销售网络最大、经销商最多的企业；公司在各地建立流动办事处，委派销售人员协助经销商进行市场公关、提供技术支持。

公司采取独特的平面营销模式——在省会、地级市和重要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。与传统直线型营销模式相比，平面营销模式环节减少，对终端用户的控制力度更强，能更好地反馈用户对产品的需求。由于这种模式成本较高，并要求产品具有一定的品牌知名度，竞争对手不易模仿。

图表 12 回天胶业营销模式与其他企业营销模式比较



数据来源：招股说明书，日信研究

5、胶粘剂产能快速增加，太阳能背膜前景广阔

5.1. 胶粘剂产能迅速增加

2010年“5000吨有机硅胶粘剂和密封胶建设项目”和“5000吨聚氨酯胶粘剂和密封胶建设项目”按计划稳步推进，并释放了部分产能，分别实现1539.97万元和227.25万元效益。按照计划“3000吨聚氨酯胶粘剂和密封胶建设项目”也将在今年年底达产。预计2011年有机硅和聚氨酯胶的产能都将超过6000吨。在下游需求快速增长的背景下，2011-2012年有机硅和聚氨酯胶销量年均增速将超过30%。尤其是聚氨酯胶，在高铁快速建设的背景下，其产销量有望大幅增长。

表格 9 胶粘剂项目进展情况 单位：万元

项目名称	承诺投资总额	累计投资总额	截止2010年末已投资进度	达到预定可使用状态日期	2010年实际效益
5000吨有机硅胶粘剂和密封胶建设项目	9676.00	7537.38	77.90%	2010年12月	1539.97
5000吨聚氨酯胶粘剂和密封胶建设项目	11084.00	8577.91	77.39%	2010年12月	227.25
3000吨聚氨酯胶粘剂和密封胶建设项目	6500.00	2556.44	39.33%	2011年12月	0

数据来源：公司年报，日信研究

5.2. 技术中心着眼未来

2010年11月，公司拟投入5662万元在上海建设胶粘剂技术研发测试中心，项目建成后可减少各地研发部门购置贵重科研仪器设备支出近2000万元，并产生1000万元左右利润。将技术中心设在上海，有利于高级人才的引进；技术中心的建立将改善现有科研条件，提升现有产品技术含量，并开发新型胶粘剂和密封胶，缩短研发周期，新品上市速度可由原来的24个月缩减到12个月，从而大大增强公司产品的竞争力，为公司在胶粘剂行业的长远发展奠定坚实的基础。

5.3. 太阳能电池背膜项目前景广阔

太阳能电池背膜是目前国内光伏产业链中尚未国产化的最后一个环节。进口背膜价格较高，国内太阳能电池制造商迫切期待国产背膜的大量生产。2010年，国内太阳能电池背膜需求量为6200万平米，市场规模达43亿，其中国产背膜供应量仅400万平米。

表格 10 2007-2014 年太阳能背膜全球、中国需求量及国内供应量预测 单位：万平米

年份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
全球	2000	4800	5700	12400	12300	15280	19680	24000
中国	700	2000	2400	6200	6200	8000	11000	16000
国内供应量	---	---	200	400	500	1000	2500	8000

数据来源：公司报告，日信研究

目前市场上认可的背膜产品是在PET基材两面复合含氟材料薄膜的结构，制造这种复合膜的关键技术在于复合胶粘剂的性能及氟膜与 PET 的粘接复合工艺。回天胶业公司开展此项目的优势在于其拥有多年聚氨酯胶粘剂技术积累，并且在太阳能光伏制造行业中具有良好的知名度和完善的销售渠道。我们对公司销售能力充满信心，认为此项目能否达到预期目标的关键在于产品技术和性能能否达到客户指标要求。同时我们注意到常州太阳能电池背膜公司的注册资本为2.5亿，而项目投入为5000万，因此我们认为如项目进展顺利，扩产将迅速进行。

公司认为项目在2011年即达产，并将贡献5000万元营收。

6、盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

假设1: 2011-2012年除聚氨酯外其他主营产品毛利率保持稳定, 我们认为聚氨酯的毛利率将有所下降, 主要原因是高铁用聚氨酯胶毛利较低, 其在公司聚氨酯胶产品中占比增大。

假设2: 2011年3月汉高公司宣布对胶粘剂产品提价10-25%, 公司采取跟随政策, 主营胶类产品提价15%左右, 平均到全年产品提价约为12%。非胶类产品价格不变。同时我们假设2012年产品价格保持不变。用于高铁的聚氨酯胶议价能力差, 因此不予上调。

假设3: 太阳能电池背膜项目2011年不产生营收, 2012年按照项目计划贡献全部营收。

按照上述假设, 计算出各产品全年平均价格; 并根据下游需求增速的不同, 计算出各主营产品2011-2012年销量, 列于下表中。

表格 11 2011-2012 主营产品销量和毛利率预测

		2010A	2011E	2012E
有机硅胶	销量(吨)	5247	6821	7900
	价格(万元/吨)	4.25	4.76	4.76
	毛利率	48.08%	50%	50%
聚氨酯胶	销量(吨)	1800	3300	4700
	价格(万元/吨)	2.35	2.31	2.33
	毛利率	32.68%	27.97%	28.32%
非胶类	销量(吨)	4263	6207	8069
	价格(万元/吨)	1.45	1.45	1.45
	毛利	30.43%	30.43%	30.43%
其他胶类	销量(吨)	574	689	827
	价格(万元/吨)	5.47	6.13	6.13
	毛利	48.63%	48.63%	48.63%
厌氧胶	销量(吨)	105	115	126
	价格(万元/吨)	22.37	25.05	25.05
	毛利	71.02%	71.02%	71.02%
丙烯酸酯胶	销量(吨)	312	343	377
	价格(万元/吨)	5.28	5.91	5.91
	毛利	30.82%	30.82%	30.82%
环氧胶	销量(吨)	219	219	219
	价格(万元/吨)	4.68	5.24	5.24
	毛利	55.96	55.96%	55.96%
太阳能电池背膜	销量(万平米)	---	---	300
	价格(元/平米)	---	---	59
	毛利	---	---	35%

假设4: 基于公司利润增速较2010年有所放缓的基本观点, 我们下调2011, 2012年销售费用和管理费用增速。

按照上述假设, 我们预测公司2011, 2012年每股收益分别为1.82元和2.72元。如果按照公司预计太阳能背膜项目2011年产生5000万营收, 那么2011年EPS将增厚0.18元, 增至2.00元。考虑到在预测中给予高铁用聚氨酯项目的毛利率较低, 给予高性能有机硅胶产品相对保守的销量增速, 因此公司业绩有超预期的可能。

6.2. 估值对比

截至2011.4.15, 公司股票收盘价为54.11, 对应2011, 2012年动态PE为29.7倍和19.9倍。我们选取创业板中的部分化工类和新材料公司, 以及创业板所有股票的平均市盈率作为对比, 认为回天胶业公司在创业板中估值较低, 加之其成长性明确, 因此给予公司买入评级, 目标价72元。

表格 12 回天胶业与同行业公司估值、创业板平均估值对比

证券代码	证券简称	PE2010A	PE2011E	PE2012E
300019	硅宝科技	45.6	30.4	20.9
300067	安诺其	73.6	43.2	28.48
300080	新大新材	49.9	27.30	20.64
300107	建新股份	67.6	39.31	26.75
300128	锦富新材	48.7	36.92	26.90
300169	天晟新材	76.1	45.23	27.29
300200	高盟新材	55.7	30.8	19.8
	创业板平均	58.3	37.9	26.3
300041	回天胶业	40.7	29.7	19.9

数据来源: Wind数据, 日信研究

7、风险提示

- 技术风险: 公司面临着产品技术落后, 核心技术人员流失等风险。
- 市场风险: 企业众多, 市场集中度低等行业特点使得公司面临一定的市场竞争风险。
- 项目风险: 制造太阳能电池背膜的关键技术在于复合胶粘剂(聚氨酯类)的性能及氟膜与PET的粘接复合工艺。公司凭借自身在聚氨酯产品技术和使用工艺上多年积累, 并通过对外技术合作, 有望生产出满足客户需求的产品。但本项目在技术层面仍具有一定的不确定性。

表格 13 2011-2012 年回天胶业利润预测表

利润表(百万)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	238.60	414.46	593.99	887.15
营业成本	128.57	231.48	329.10	512.62
营业税金及附加	1.67	2.27	3.25	4.86
销售费用	27.87	39.04	54.01	68.82
管理费用	28.90	51.04	74.90	97.15
财务费用	-0.57	-6.06	-8.00	-8.00
资产减值损失	1.08	2.10	3.01	4.50
营业利润	52.06	94.58	137.72	207.2
加：营业外收支净额	6.38	8.29	3.45	3.45
税前利润	58.44	102.87	141.17	210.65
减：所得税	7.70	15.25	20.93	31.23
净利润	50.74	87.62	120.24	179.42
减：少数股东损益	0	-0.18	0	0
归属于母公司所有者的净利润	50.74	87.81	120.24	179.42
基本每股收益	1.0355	1.3305	1.8219	2.7186
摊薄每股收益	0.7689	1.3305	1.8219	2.7186

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究所撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究所所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。