

回天胶业(300041)调研报告

—— 粘接辉煌的未来!

专用化学品

推荐

首次覆盖

发布时间: 2012 年 1 月 13 日

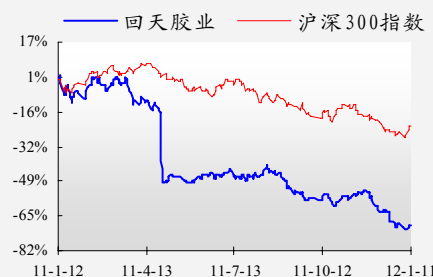
投资要点:

- 公司主营各类工程胶粘剂和汽车制动液等精细化工产品, 是国内工程胶粘剂的龙头企业, 公司产品下游主要为汽车、电子电器 LED、工程机械、高铁、新能源等领域, 正往游艇、船舶、医疗等新领域不断开拓。公司将在国家新兴产业的发展中获益匪浅, 国家产业转型或将铸就公司辉煌未来。
- 我国胶粘剂行业稳定发展, 2002-2010 年, 我国胶粘剂产量从 170.5 万吨增长到 462.8 万吨, 销售额从 163 亿元增长到 590 亿元。根据中国胶粘剂工业协会的预测, “十二五”期间我国胶粘剂产量和销售额的年均增长率将分别达到 10%和 12%, 到 2015 年末产量可达 717 万吨, 销售额可达 1038 亿元。工程胶粘剂作为胶粘剂行业的高技术含量高附加值产品, 成长空间更大。
- 2006-2010 年我国 GDP 平均增长率约为 10.8%, 工程胶粘剂行业作为内需导向型产业受益于国民经济持续发展, 产量平均增长率约为 18.1%, 约是 GDP 增速的 1.68 倍。“十二五”期间我国 GDP 增速规划为 7%, 工程胶粘剂需求和产量有望保持 12%以上的增速, 到 2015 年工程胶粘剂产量将突破 58 万吨。
- 公司 2011 年利润增速大幅低于收入增速, 高价位库存、人工成本上升、新项目固定资产折旧和费用支出等拖累公司盈利水平。随着原料成本下降和新项目正常运行, 预计公司 2012 年产品毛利和盈利能力将得到回升。经历了 2010 年的大增和 2011 年的休整, 公司将在 2012 年迈入新的成长期。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.84、1.20 和 1.46 元, 净利润复合增长率为 31.8%。我们看好公司作为国内工程胶粘剂行业龙头在“十二五”期间的发展, 预计期间复合增长率在 20%以上。给予公司 2012 年 23-25 倍 PE, 目标价格区间 27.60-30.00 元, 给予推荐评级。
- 风险提示: 经济大幅下滑导致公司下游需求不振; 原料价格大涨; 新项目消化不及预期; 行业前景较好, 竞争对手将相继上市, 产能扩张过大可能带来的恶性竞争。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	414	73.70	88	72.69	0.83		36.5	
2011E	503	21.45	89	1.33	0.84		22.6	
2012E	728	44.70	126	42.17	1.20		15.8	
2013E	844	15.86	155	22.48	1.46		13.0	

走势图



市场数据

2011-1-12

收盘价:	18.95 元
52 周最高价:	45.56 元
52 周最低价:	16.66 元
平均持仓成本:	27.40 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	10,560
流通 A 股 (万股):	10,560
每股收益 (元):	0.66
每股净资产 (元):	8.28
每股经营现金流 (元):	0.07
市净率:	2.29

分析师: 钦琛

执业证书编号: S0550511010010

TEL: (8621)2036 1120

Email: qinc@nesc.cn

地址: 上海市源深路 305 号 4 楼

邮编: 200135

目 录

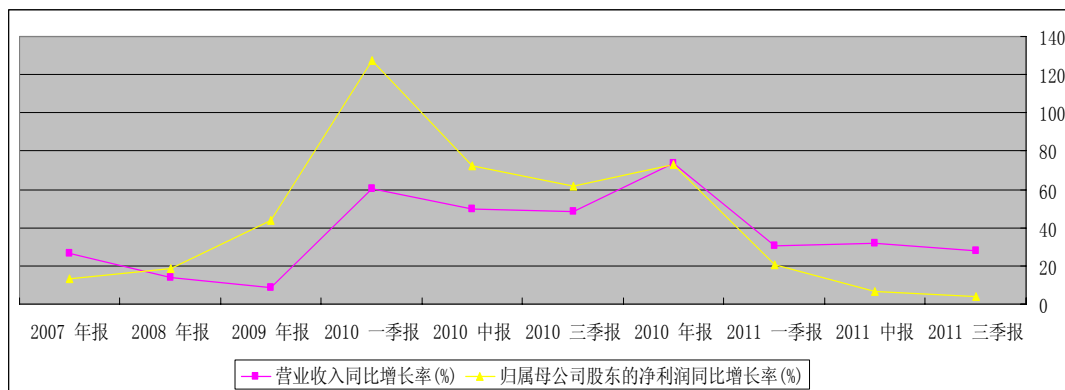
一、公司经营状况	3
二、工程胶粘剂行业发展空间巨大	4
2.1 我国胶粘剂行业稳定增长	4
2.2 国家产业转型或将铸就公司辉煌未来	6
三、公司募投项目和超募资金使用	9
四、盈利预测与投资评级	10
五、风险提示	10

一、公司经营状况

公司主营各类工程胶粘剂和汽车制动液等精细化工产品,是国内工程胶粘剂的龙头企业,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、三百多种产品。

2011年1-9月,公司实现营业收入36755.10万元,同比增长27.77%;归属于母公司所有者的净利润为7019.98万元,同比增长4.14%。公司利润增速低于收入增速,主要是上半年原料价格高企导致公司高价位库存较大,需要全年消化,另外人工成本上升、聚氨酯胶项目固定资产折旧和常州太阳能电池背膜项目费用支出等也拖累公司盈利水平。

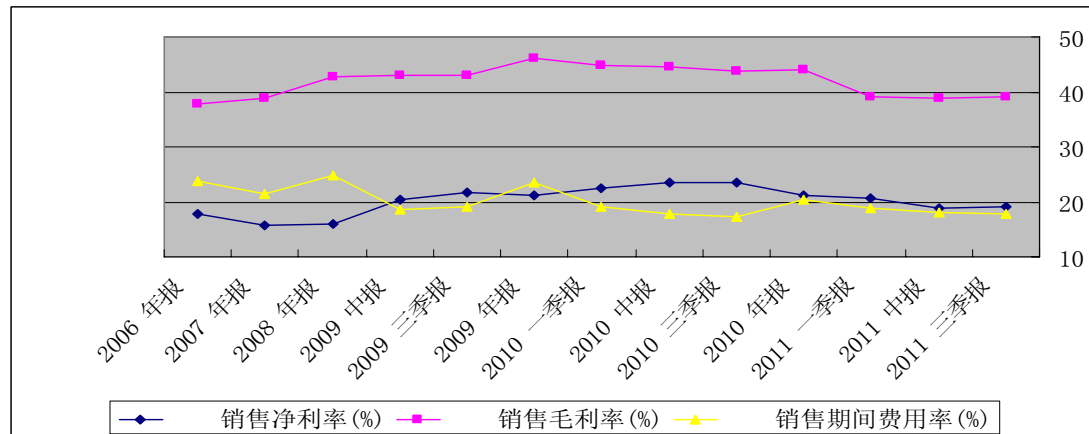
图1 公司营业收入和净利润增速



资料来源:公司公告,东北证券

2011年公司汽车、工程机械等行业用胶的毛利基本保持稳定;高铁建设速度的放缓使高铁用胶需求大幅萎缩,基本没有盈利贡献;电子电器LED、新能源等行业组件价格的回落对该领域胶粘剂售价带来不利影响,造成公司产品综合毛利率的下降。

图2 公司盈利能力



资料来源:公司公告,东北证券

公司销售费用和管理费用增加主要是因为员工人数增加且工资普遍上调,开拓新市场和建设新项目的费用增加造成。

表 1 2011 年中期公司各领域营业收入及增速

应用领域	2011 年中期营业收入	营业收入同比增减 (%)
汽车工业	11608.36	27.44%
电子电器	4553.86	21.17%
工程机械	2942.16	382.76%
可再生能源	4348.22	22.70%
高速铁路	15.30	-98.19%
其他	293.25	22.89%

资料来源:公司公告,东北证券

随着高价位库存在 2011 年消化完毕,2011 年下半年 107 硅橡胶、MDI、二乙二醇等化工原料采购价格的大幅回落为公司 2012 年产品毛利的回升打下基础。

图 3 公司原料 107 胶(蓝星公司)和 MDI(华东地区)价格走势



资料来源:百川资讯,东北证券

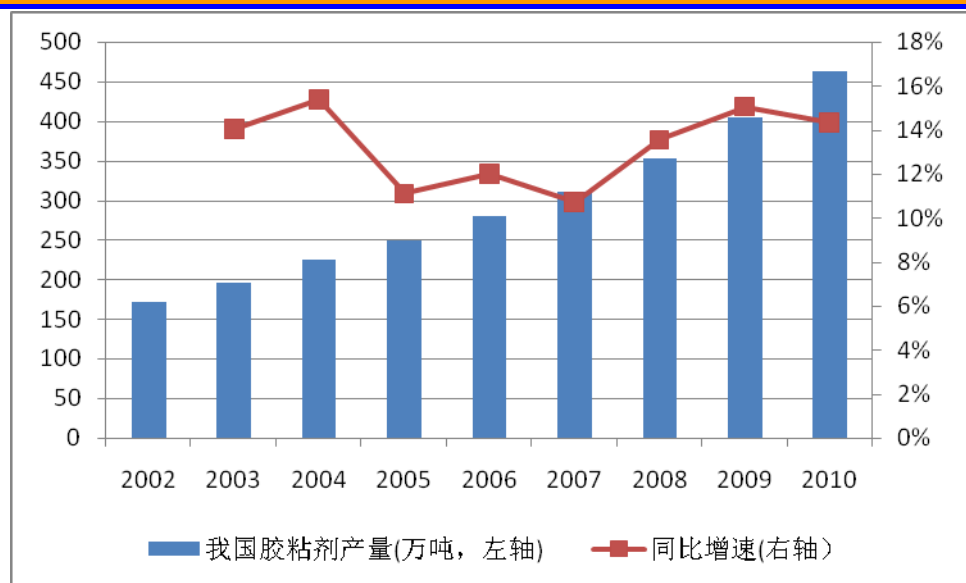
公司有效扩展成熟胶粘剂产品的新市场,在游艇、船舶、医疗、新能源汽车等领域的开拓取得较大突破。公司常州太阳能电池背膜项目也将在 2012 年进入正常运营期,高铁用胶也有望在 2012 年恢复订单。经历了 2010 年的大增和 2011 年的休整,公司将在 2012 年迈入新的稳定增长期。

二、工程胶粘剂行业发展空间巨大

2.1 我国胶粘剂行业稳定增长

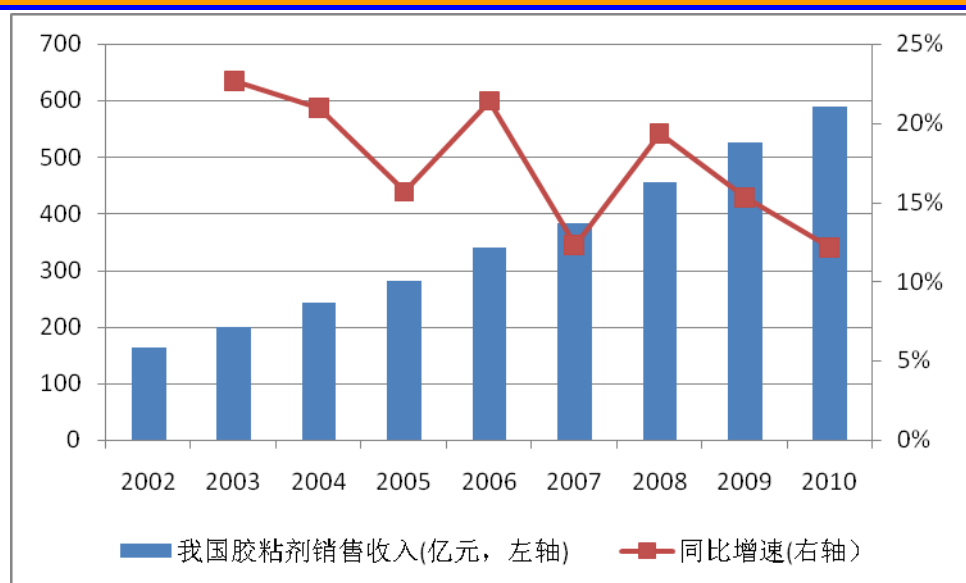
近年来我国胶粘剂行业稳定发展,胶粘剂产量从 2002 年 170.5 万吨增长到 2010 年的 462.8 万吨,销售额从 2002 年的 163 亿元增长到 2010 年的 590 亿元。2010 年胶粘剂产量和销售额分别同比增长 14.27%和 12.17%。

图4 我国胶粘剂产量及增长率



资料来源：中国胶粘剂工业协会、东北证券

图5 我国胶粘剂销售收入及增长率



资料来源：中国胶粘剂工业协会、东北证券

根据中国胶粘剂工业协会的预测,“十二五”期间我国胶粘剂行业仍会保持较快的增长速度,胶粘剂产量和销售额的年平均增长率将分别达到 10%和 12%,到 2015 年末我国胶粘剂与密封剂的产量可达 717 万吨,销售额 1038 亿元。

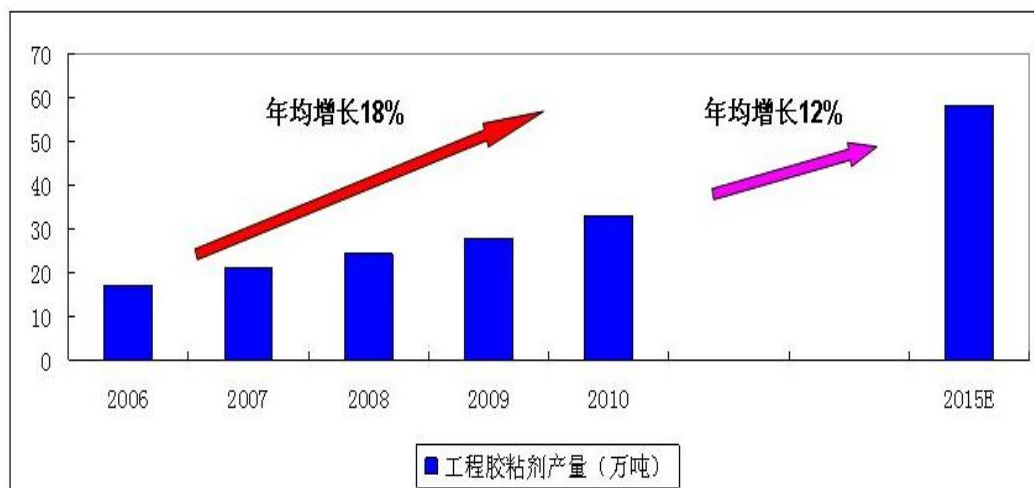
据中国胶粘剂工业协会的预测,热熔型、无溶剂型、生态型、UV 型、低温和常温固化型、高固含量型等环保节能胶粘剂将较快增长,溶剂型胶粘剂的年增长率将从“十一五”期间的 11.22%逐步降至 2015 年的 3%以下,2015 年末胶粘剂行业高附加值产品产值的比例达到 30%以上,经济增长方式从数量扩张型向质量效益型转变,提高产品质量和档次。

根据中国胶粘剂工业协会的规划，未来胶粘剂企业规模和产业集中度将不断提高，在“十二五”末行业集中度达到 60%以上，自主品牌销售收入占销售额的 60%以上。

公司主营的工程胶粘剂是指无溶剂的液态反应型胶粘剂中的高强度、高性能类产品。工程胶粘剂以其优异的粘合性、防腐防水性、耐久性、耐高温、抗老化等特点，无论是在传统行业还是新兴行业中都得到了广泛应用。国内工程胶粘剂的销售量约占胶粘剂总量的 7%左右，但销售额占胶粘剂总销售额的 18%左右，是胶粘剂行业的高技术含量高附加值产品。

2006-2010 年我国 GDP 平均增长率约为 10.8%，工程胶粘剂行业作为内需导向型产业受益于国民经济持续发展，产量平均增长率约为 18.1%，约是 GDP 增速的 1.68 倍。“十二五”期间我国 GDP 增速规划为 7%，工程胶粘剂需求和产量有望保持 12%以上的增速，到 2015 年工程胶粘剂产量将突破 58 万吨。

图6 我国工程胶粘剂产量预测



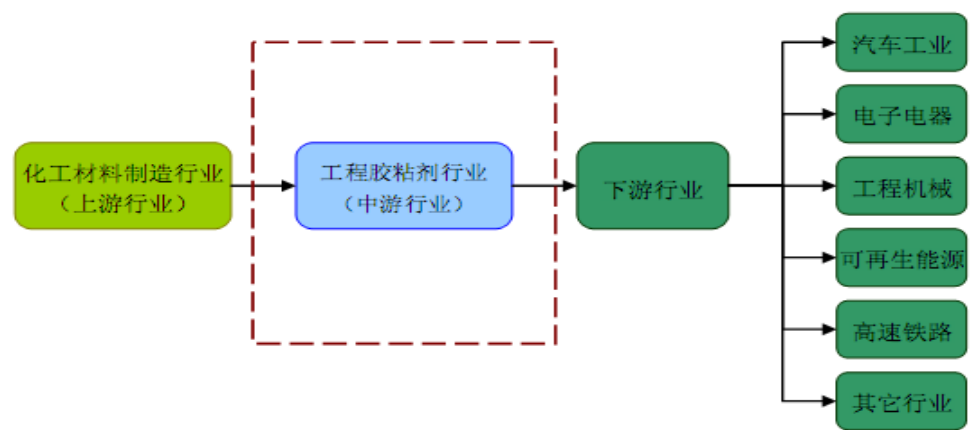
资料来源：中国胶粘剂工业协会、东北证券

2.2 国家产业转型或将铸就公司辉煌未来

近年来，汽车制造、电子电器、工程机械等制造行业保持较快增长，拉动了工程胶粘剂的市场需求，在国家“十二五”发展规划鼓励的节能环保、新能源、新材料、新能源汽车等新兴产业中，为工程胶粘剂带来新的需求，如风机一组叶片的粘接约需 600kg 高端工程胶粘剂、无砟高速铁路每公里铺设约需聚氨酯胶粘剂超过 7 吨，电厂一套脱硫防腐改建工程约需工程胶粘剂 60 吨等等。

下游行业的产业升级、有序拓展和持续发展，将为工程胶粘剂行业打开广阔成长空间，公司产品将在国家新兴产业的发展中受益匪浅，国家产业转型或将铸就公司辉煌未来。

图7 工程胶粘剂应用广泛



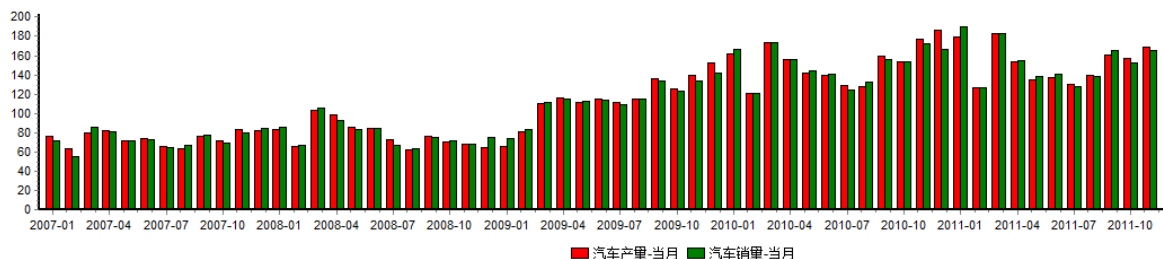
资料来源：公司公告、东北证券

表 2 工程胶粘剂的用途细分

应用领域	用途	主要胶种
汽车制造及维修	汽车零部件和组件的密封和粘结	有机硅胶、聚氨酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶、丙烯酸酯胶等
电子电器	LED 封装、各类电子器件的灌封和粘结	有机硅胶、环氧树脂胶、厌氧胶、UV 胶
工程机械制造	螺纹锁固、车门折边粘接、钢板点焊粘接等	和汽车用胶基本相同
电力系统脱硫防腐	烟窗内壁防腐粘接	有机硅胶
可再生能源	太阳能光伏电池板的密封粘接、边框的密封；风机变速箱的平面密封；风机叶片粘接等	有机硅胶、聚氨酯胶、厌氧胶
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等	聚氨酯胶、环氧树脂胶
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等	无机胶粘剂、厌氧胶、改性环氧胶粘剂
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、耐油密封和减振等	环氧/酚醛胶粘剂、无机胶、厌氧胶

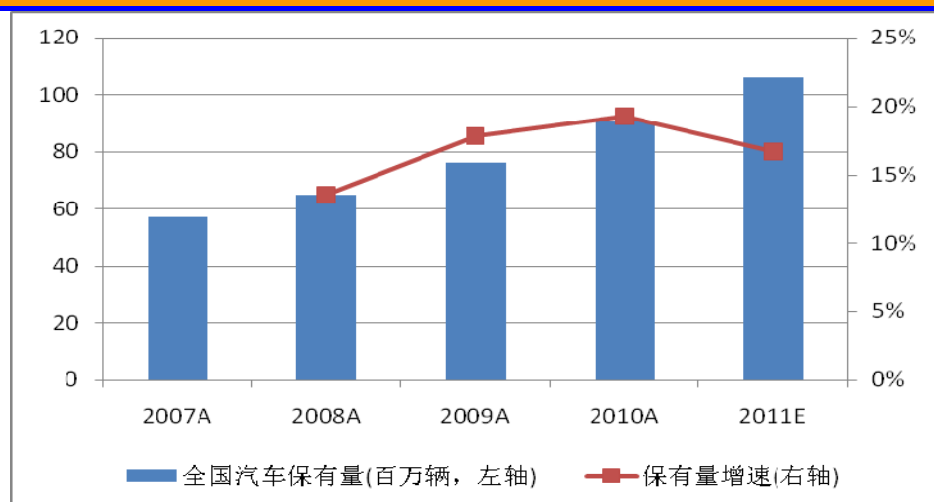
资料来源：公司公告、东北证券

图8 我国汽车产销量增速有所放缓



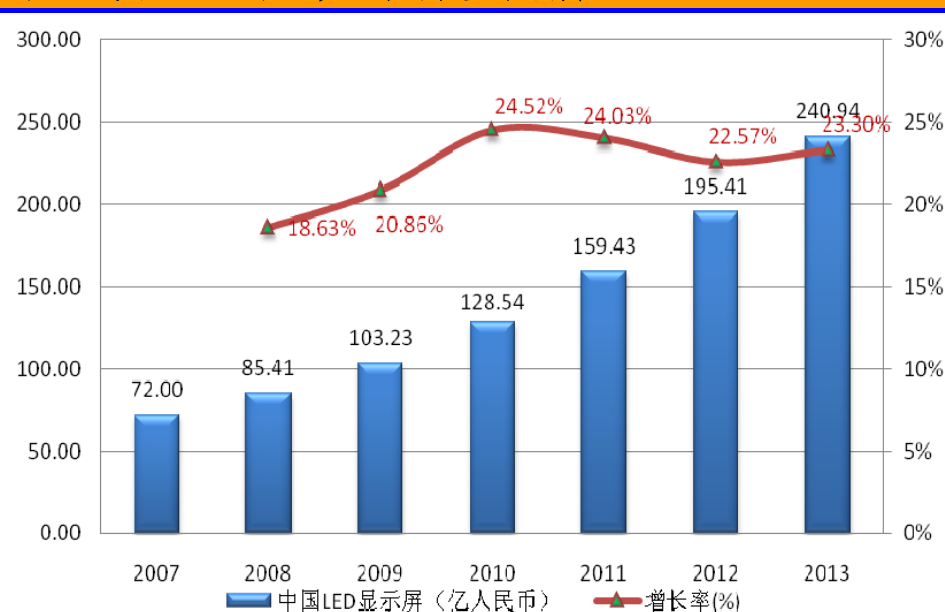
资料来源：Wind、东北证券

图9 我国汽车保有量增速仍在15%以上



资料来源: Wind、东北证券

图10 我国LED显示应用产品市场容量增速将在20%以上



资料来源: 中国光学光电子行业协会、汉鼎咨询、东北证券

2009年我国专业生产工程胶粘剂的厂家约280家，年销售收入达到5000万元且以自主技术为主的厂家有30家左右。工程胶粘剂行业的竞争已由价格竞争过渡到品牌、技术和服务的竞争，以公司为代表的国内领先企业正借助资本市场，向国际巨头发起挑战，在各细分领域实现进口替代。

领先的产品研发和生产能力、平面型的营销模式和以下游行业为导向的行业分组管理模式是公司持续成长的推动力。

表 3 公司主要竞争对手

主要竞争对手	公司产品	竞争领域
德国汉高公司	工程胶粘剂、密封剂和表面处理方面的系列产品涵盖了锡膏、厌氧胶、环氧胶、硅胶、瞬干胶、UV 胶、PU 胶、MS 聚合物、清洗剂等八大系列	车辆及零部件的制造与维修、电子电器行业、风电行业、工业设备维修等
美国道康宁公司	有机硅胶粘剂和密封胶	太阳能用胶、电子电器用有机硅胶方面
北京天山新材料科技股份有限公司	厌氧胶、RTV 硅橡胶、瞬干胶、单组分聚氨酯胶，第二代丙烯酸酯胶、改性增强型氯丁胶类产品等七个大类共计百余种产品	汽车工业、电子电器、工程机械、太阳能行业、工业设备维修等(准备上市)
上海康达化工新材料股份有限公司	环氧胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯 AB 胶、 α -氰基丙烯酸酯胶、光敏胶、硅橡胶、厌氧胶、丁基热熔胶、工业修补剂、喷涂聚脲系列等 200 多种规格型号的产品	机械制造、汽车维修用胶方面(已过会, 准备 IPO)
山东北方现代化学工业有限公司	单组份聚氨酯密封胶	汽车用 PU 胶方面

资料来源：公司公告、东北证券

三、公司募投项目和超募资金使用

公司现有募集资金投资项目和超募资金投资项目共计 5 个。

表 4 公司募投项目进展

投资项目	截至三季度末投资进度(%)	项目达到预定可使用状态日期	三季度实现效益(万元)
有机硅胶粘剂和密封胶建设项目(5000 吨)	97.86%	2010 年 12 月 31 日	1582.00
聚氨酯胶粘剂和密封胶建设项目(5000 吨)	89.72%	2010 年 12 月 31 日	9.00
聚氨酯胶粘剂和密封胶建设项目(3000 吨)	86.56%	2011 年 12 月 31 日	0
太阳能电池背膜生产线项目(300 万平方米)	100.00%	2011 年 12 月 31 日	0
胶粘剂技术研发测试中心建设项目	40.67%	2013 年 06 月 30 日	0

资料来源：公司公告，东北证券

1、“5000 吨有机硅胶粘剂和密封剂项目”已投入使用，产能利用率饱和，2011 年前三季度实现效益 1582 万元。

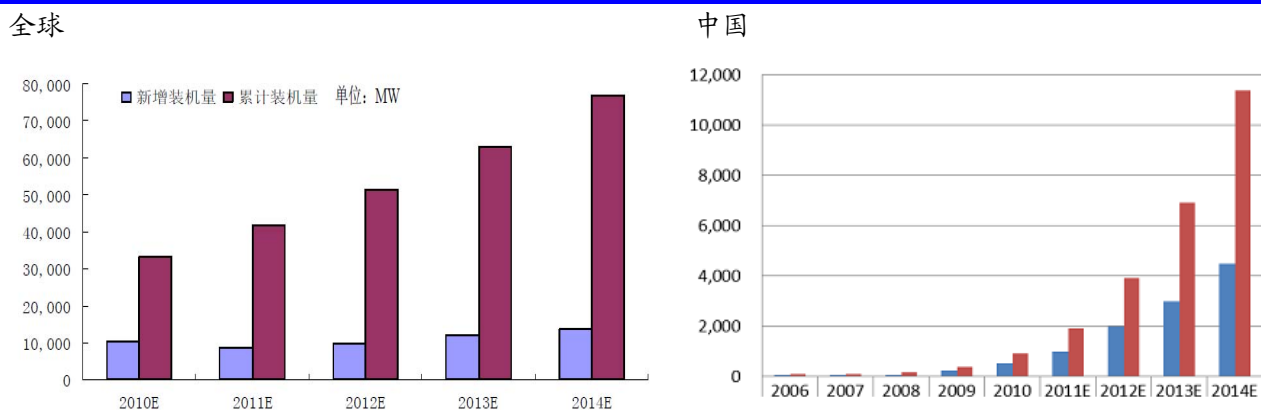
2、“5000 吨聚氨酯胶粘剂和密封胶建设项目”由于受高铁投资大幅放缓影响开工率很低，其中一条 1500 吨线已改成有机硅胶，公司积极开拓汽车、工程机械、船舶、游艇等领域来消化新增产能。2012 年高铁建设重启，聚氨酯胶开工率有望回升。

3、超募资金投资的“3000 吨聚氨酯胶粘剂和密封胶建设项目”放缓，进口生产设

备还未进场，开工有待订单的放量。

4、“300 万平方米太阳能电池背膜生产线项目”2011 年 10 月下旬试车，目前已运行 2 个半月，成平率超过 85%，试车产品已全部售出，单价在 52 元/平方米，毛利率在 30%，如果背膜产品成平率达到 90%，那么毛利率将达到 35%。太阳能背膜里使用的聚氨酯胶价格昂贵，公司正积极研发，替代目前使用的汉高公司产品，希冀在 2012 年有佳音。

图 11 全球和中国太阳能光伏行业年新增及累计装机量预测



资料来源：欧洲光伏工业协会、EPIA2015、东北证券

公司利用超募资金购买襄阳市高新技术产业园的 400 亩工业土地使用权，公司将尽快进行新项目建设规划和工程建筑设计，完善公司的产品生产链。公司尚剩余 1.2 亿元超募资金，未来可能用于常州太阳能电池背膜的扩产和丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶等小胶种的扩产。

四、盈利预测与投资评级

预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.84、1.20 和 1.46 元，以 2012/01/12 日股价 18.95 元计算 PE 为 22.6、15.8 和 13.0 倍，净利润复合增速为 31.8%。我们看好公司作为国内工程胶粘剂行业龙头在“十二五”期间的发展，预计期间复合增长率在 20%以上。给予公司 2012 年 23-25 倍 PE，目标价格区间 27.60-30.00 元，给予推荐评级。

五、风险提示

- 1、全球经济衰退和国内经济下滑导致公司下游需求不振；
- 2、原料价格大涨，新项目消化不及预期；
- 3、国内企业的产能扩张过大可能带来恶性竞争(行业前景较好，康达化工和天山新材有望相继 IPO)。

表 5 公司利润预测表

	2010	2011E	2012E	2013E
一、主营业务收入(百万元)	414.46	503.38	728.41	843.90
减：主营业务成本	231.48	306.02	443.41	511.84
主营业务税金及附加	2.27	3.27	4.73	5.49
销售费用	39.04	44.30	61.91	67.51
管理费用	51.04	61.41	83.77	92.83
财务费用	(6.06)	(11.58)	(10.93)	(12.66)
资产减值损失	2	4	5	5
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润(百万元)	94.58	95.96	140.51	173.89
加：营业外收入	8.85	8.50	8.00	8.00
减：营业外支出	1	0	0	0
三、利润总额(百万元)	102.87	104.46	148.51	181.89
减：所得税费用	15.25	15.67	22.28	27.28
四、净利润(百万元)	87.62	88.79	126.23	154.61
减：少数股东损益	0	0	0	0
五、归属于母公司净利润	87.81	88.79	126.23	154.61
六、每股收益（元）	0.83	0.84	1.20	1.46

资料来源：Wind，东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。