

## “胶”龙岂是池中物：胶粘剂行业龙头，首次评级为买入

## 建议理由

我们首次覆盖回天胶业给予买入评级，12个月目标价为人民币33.3元，相对于当前股价有19%上行空间。公司是我国工程胶粘剂龙头，其研发能力、销售渠道在本土胶粘剂企业中首屈一指。我国高端胶粘剂市场空间大，附加值很高，但长期被外资占据，公司有望凭借高性价比产品及新产品在越来越多领域替代进口，实现成长。我们认为，随着太阳能背膜投产及太阳能封装胶市场份额提升，2012年公司将回归快速增长。我们的目标价格基于33%的2012/2013年预期每股盈利增速和0.81倍的目标PEG。

## 推动因素

(1) 不断替代进口赢得市场：随着国内用户在越来越多领域采用回天等高质量国产品牌，本土优质胶粘剂企业将逐步替代进口，实现成长。回天胶业的长期成长将依赖于不断开发新产品，高铁车厢胶、船舶用胶和风电叶片胶等新领域逐步替代进口。(2) 汽车、太阳能胶份额持续上升；太阳能背膜项目前景乐观：在汽车维修市场公司稳居第一，制造市场2011年下半年公司客车用胶放量，并开始进入合资车高端市场。常州太阳能背膜项目顺利投产，长期前景乐观。(3) 高技术含量保障工程胶粘剂高盈利能力：工程胶粘剂使用环境严苛，性能要求高，盈利能力远高于普通胶粘剂。原材料价格下跌将助力四季度毛利率回升。

## 估值

我们使用PEG作为主要估值方法。采用的可比公司PEG倍数为0.74倍。考虑到公司在工程胶粘剂行业的龙头地位，强大的研发及销售能力，给予公司10%溢价(0.81倍)。基于回天胶业2012-2013年EPS增速(33%)及目标PEG倍数，得出公司12个月目标价33.3元。

## 主要风险

国际油价大幅上涨，将对毛利率造成负面影响；下游太阳能、风能发展依赖政策支持，增速存在不确定性；目前太阳能行业低迷，公司太阳能电池背膜生产线销售、盈利状况短期内存在不确定性；来自外资品牌的竞争。

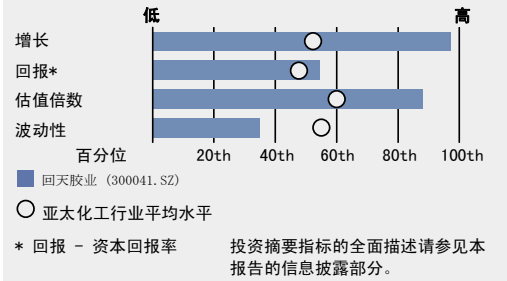
## 所属投资名单

亚太买入名单

## 行业评级：谨慎

魏涛 执业证书编号: S1420511090002  
+86(21)2401-8923 tao.wei@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

## 投资摘要

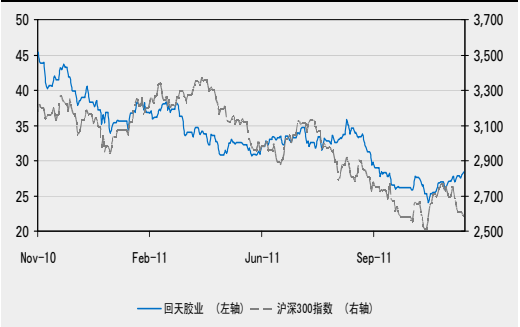


## 主要数据

| 主要数据                 | 当前              |
|----------------------|-----------------|
| 股价(Rmb)              | 28.38           |
| 12个月目标价格(Rmb)        | 33.30           |
| 市值(Rmb mn / US\$ mn) | 2,996.8 / 471.3 |
| 外资持股比例(%)            | --              |

|              | 12/10 | 12/11E | 12/12E | 12/13E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|
| 每股盈利(Rmb)    | 1.33  | 0.93   | 1.25   | 1.66   |
| 每股盈利增长(%)    | 73.1  | (29.7) | 33.3   | 33.0   |
| 每股摊薄盈利(Rmb)  | 1.33  | 0.93   | 1.25   | 1.66   |
| 每股基本盈利(Rmb)  | 1.33  | 0.93   | 1.25   | 1.66   |
| 市盈率(X)       | 21.3  | 30.4   | 22.8   | 17.1   |
| 市净率(X)       | 2.2   | 3.0    | 2.8    | 2.5    |
| EV/EBITDA(X) | 17.8  | 20.5   | 14.8   | 11.0   |
| 股息收益率(%)     | 2.1   | 1.2    | 1.3    | 2.0    |
| 净资产回报率(%)    | 10.7  | 10.8   | 12.7   | 15.4   |
| CROCI(%)     | 24.5  | 17.7   | 20.0   | 22.4   |

## 股价走势图



## 股价表现(%)

| 股价表现(%)    | 3个月    | 6个月    | 12个月   |
|------------|--------|--------|--------|
| 绝对         | (15.3) | (10.6) | (37.5) |
| 相对于沪深300指数 | (8.0)  | 4.5    | (23.4) |

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为11/24/2011收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明见报告最后部分。其它重要信息见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

## 回天胶业：财务数据概要

| 损益表 (Rmb mn)           | 12/10          | 12/11E        | 12/12E        | 12/13E        | 资产负债表 (Rmb mn)     | 12/10        | 12/11E         | 12/12E         | 12/13E         |
|------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 主营业务收入                 | 414.5          | 515.5         | 725.7         | 1,063.9       | 现金及等价物             | 493.8        | 530.4          | 517.8          | 523.2          |
| 主营业务成本                 | (231.5)        | (308.9)       | (445.4)       | (674.9)       | 应收账款               | 57.4         | 84.7           | 129.2          | 183.6          |
| 销售、一般及管理费用             | (92.4)         | (106.7)       | (140.8)       | (195.8)       | 存货                 | 70.9         | 93.1           | 134.2          | 203.4          |
| 研发费用                   | --             | --            | --            | --            | 其它流动资产             | 67.1         | 67.1           | 67.1           | 67.1           |
| 其它营业收入/ (支出)           | (2.1)          | (2.6)         | (0.7)         | (1.1)         | <b>流动资产</b>        | <b>689.3</b> | <b>775.3</b>   | <b>848.3</b>   | <b>977.3</b>   |
| <b>EBITDA</b>          | <b>100.5</b>   | <b>120.1</b>  | <b>167.6</b>  | <b>225.3</b>  | 固定资产净额             | 204.2        | 275.5          | 331.3          | 390.9          |
| 折旧和摊销                  | (12.0)         | (22.8)        | (28.8)        | (33.1)        | 无形资产净额             | 18.4         | 13.2           | 8.0            | 2.9            |
| <b>EBIT</b>            | <b>88.5</b>    | <b>97.3</b>   | <b>138.8</b>  | <b>192.2</b>  | 长期投资               | 0.0          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 利息收入                   | 6.4            | 12.3          | 10.6          | 8.8           | 其它长期资产             | 1.7          | 1.7            | 1.7            | 1.7            |
| 财务费用                   | (0.4)          | (0.1)         | (0.1)         | (0.1)         | <b>资产合计</b>        | <b>913.6</b> | <b>1,065.8</b> | <b>1,189.3</b> | <b>1,372.8</b> |
| 联营公司                   | 0.0            | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 应付账款               | 49.4         | 63.5           | 90.3           | 138.7          |
| 其它                     | 8.3            | 7.0           | 7.0           | 7.0           | 短期贷款               | 0.0          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>税前利润</b>            | <b>102.9</b>   | <b>116.5</b>  | <b>156.3</b>  | <b>207.9</b>  | 其它流动负债             | 14.7         | 9.6            | 14.5           | 36.3           |
| 所得税                    | (15.3)         | (18.1)        | (25.0)        | (33.3)        | <b>流动负债</b>        | <b>64.0</b>  | <b>73.1</b>    | <b>104.8</b>   | <b>175.0</b>   |
| 少数股东损益                 | 0.2            | 0.2           | 0.3           | 0.5           | 长期贷款               | 0.0          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>优先股股息前净利润</b>       | <b>87.8</b>    | <b>98.7</b>   | <b>131.6</b>  | <b>175.0</b>  | 其它长期负债             | 5.4          | 5.4            | 5.4            | 5.4            |
| 优先股息                   | 0.0            | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 长期负债               | 5.4          | 5.4            | 5.4            | 5.4            |
| <b>非经常性项目前净利润</b>      | <b>87.8</b>    | <b>98.7</b>   | <b>131.6</b>  | <b>175.0</b>  | <b>负债合计</b>        | <b>69.4</b>  | <b>78.5</b>    | <b>110.2</b>   | <b>180.4</b>   |
| 税后非经常性损益               | 0.0            | 0.0           | 0.0           | 0.0           | <b>优先股</b>         | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     |
| <b>净利润</b>             | <b>87.8</b>    | <b>98.7</b>   | <b>131.6</b>  | <b>175.0</b>  | <b>普通股权益</b>       | <b>844.4</b> | <b>987.8</b>   | <b>1,079.9</b> | <b>1,193.7</b> |
| 每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb) | 1.33           | 0.93          | 1.25          | 1.66          | 少数股东权益             | (0.3)        | (0.5)          | (0.8)          | (1.3)          |
| 每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb) | 1.33           | 0.93          | 1.25          | 1.66          | <b>负债及股东权益合计</b>   | <b>913.6</b> | <b>1,065.8</b> | <b>1,189.3</b> | <b>1,372.8</b> |
| 每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb) | 1.33           | 0.93          | 1.25          | 1.66          | <b>每股净资产 (Rmb)</b> | <b>12.79</b> | <b>9.35</b>    | <b>10.23</b>   | <b>11.30</b>   |
| 每股股息 (Rmb)             | 0.60           | 0.33          | 0.37          | 0.58          |                    |              |                |                |                |
| 股息支付率 (%)              | 45.1           | 35.0          | 30.0          | 35.0          |                    |              |                |                |                |
| 自由现金流收益率 (%)           | (2.4)          | (0.1)         | 0.7           | 1.5           |                    |              |                |                |                |
| <b>增长率和利润率 (%)</b>     | <b>12/10</b>   | <b>12/11E</b> | <b>12/12E</b> | <b>12/13E</b> | <b>比率</b>          | <b>12/10</b> | <b>12/11E</b>  | <b>12/12E</b>  | <b>12/13E</b>  |
| 主营业务收入增长率              | 73.7           | 24.4          | 40.8          | 46.6          | GROCI (%)          | 24.5         | 17.7           | 20.0           | 22.4           |
| EBITDA增长率              | 76.4           | 19.5          | 39.6          | 34.4          | 净资产回报率 (%)         | 10.7         | 10.8           | 12.7           | 15.4           |
| EBIT增长率                | 71.9           | 10.0          | 42.6          | 38.5          | 总资产回报率 (%)         | 9.6          | 10.0           | 11.7           | 13.7           |
| 净利润增长率                 | 73.1           | 12.4          | 33.3          | 33.0          | 平均运用资本回报率 (%)      | 30.3         | 21.8           | 24.1           | 27.2           |
| 每股盈利增长                 | 73.1           | (29.7)        | 33.3          | 33.0          | 存货周转天数             | 98.2         | 96.9           | 93.1           | 91.3           |
| 毛利率                    | 44.1           | 40.1          | 38.6          | 36.6          | 应收账款周转天数           | 39.4         | 50.3           | 53.8           | 53.7           |
| EBITDA利润率              | 24.2           | 23.3          | 23.1          | 21.2          | 应付账款周转天数           | 67.9         | 66.7           | 63.0           | 61.9           |
| EBIT利润率                | 21.4           | 18.9          | 19.1          | 18.1          | 净负债/股东权益 (%)       | (58.5)       | (53.7)         | (48.0)         | (43.9)         |
|                        |                |               |               |               | EBIT利息保障倍数 (X)     | NM           | NM             | NM             | NM             |
| <b>现金流量表 (Rmb mn)</b>  | <b>12/10</b>   | <b>12/11E</b> | <b>12/12E</b> | <b>12/13E</b> | <b>估值</b>          | <b>12/10</b> | <b>12/11E</b>  | <b>12/12E</b>  | <b>12/13E</b>  |
| 优先股股息前净利润              | 87.8           | 98.7          | 131.6         | 175.0         | 基本市盈率 (X)          | 21.3         | 30.4           | 22.8           | 17.1           |
| 折旧及摊销                  | 12.0           | 22.8          | 28.8          | 33.1          | 市净率 (X)            | 2.2          | 3.0            | 2.8            | 2.5            |
| 少数股东权益                 | (0.2)          | (0.2)         | (0.3)         | (0.5)         | EV/EBITDA (X)      | 17.8         | 20.5           | 14.8           | 11.0           |
| 运营资本增减                 | (50.1)         | (35.3)        | (58.8)        | (75.2)        | 企业价值/总投资现金 (X)     | 3.2          | 3.6            | 3.0            | 2.6            |
| 其它                     | 1.2            | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 股息收益率 (%)          | 2.1          | 1.2            | 1.3            | 2.0            |
| <b>经营活动产生的现金流</b>      | <b>50.7</b>    | <b>85.9</b>   | <b>101.3</b>  | <b>132.5</b>  |                    |              |                |                |                |
| 资本开支                   | (105.2)        | (88.8)        | (79.3)        | (87.5)        |                    |              |                |                |                |
| 收购                     | 0.0            | 0.0           | 0.0           | 0.0           |                    |              |                |                |                |
| 剥离                     | 0.2            | 0.0           | 0.0           | 0.0           |                    |              |                |                |                |
| 其它                     | 0.0            | (0.1)         | (0.1)         | (0.1)         |                    |              |                |                |                |
| <b>投资活动产生的现金流</b>      | <b>(104.9)</b> | <b>(88.9)</b> | <b>(79.4)</b> | <b>(87.6)</b> |                    |              |                |                |                |
| 支付股息的现金 (普通股和优先股)      | (33.0)         | (39.6)        | (34.5)        | (39.5)        |                    |              |                |                |                |
| 借款增减                   | (52.0)         | 0.0           | 0.0           | 0.0           |                    |              |                |                |                |
| 普通股发行 (回购)             | 0.0            | 39.6          | 0.0           | 0.0           |                    |              |                |                |                |
| 其它                     | 2.3            | 39.6          | 0.0           | 0.0           |                    |              |                |                |                |
| <b>筹资活动产生的现金流</b>      | <b>(82.7)</b>  | <b>39.6</b>   | <b>(34.5)</b> | <b>(39.5)</b> |                    |              |                |                |                |
| <b>总现金流</b>            | <b>(136.9)</b> | <b>36.6</b>   | <b>(12.6)</b> | <b>5.4</b>    |                    |              |                |                |                |

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。  
资料来源：公司数据、高盛研究预测

## 对此报告有贡献的分析师

魏涛

tao.wei@ghsl.cn

# 目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 投资摘要：工程胶粘剂行业龙头，首次覆盖给予“买入”评级 | 4  |
| 工程胶粘剂行业：发展空间巨大，以粘代铆是趋势      | 5  |
| 本土领先胶粘剂厂商的成长路径：向高端突破        | 8  |
| 国内工程胶粘剂龙头，布局东、南、中部黄金区域      | 9  |
| 多行业齐头并进，下游容量、份额有望双升         | 10 |
| 财务分析：收入、盈利、利润率和回报率分析        | 17 |
| 盈利展望：强劲的利润率和市场份额上升将推动盈利增长   | 22 |
| 估值：风险回报有吸引力，首次评级为买入         | 22 |
| 主要风险                        | 25 |
| 附录：公司概况                     | 25 |

本报告中的股价为截至 2011 年 11 月 22 日的收盘价，除非另有说明。

作者感谢方竹静对本报告的贡献。

**图表 1: 可比公司比较**

| 公司                   | 代码        | 评级 | 货币  | 股价<br>11/22/11 | 市值<br>(百万美元) | P/E   |       | P/B   |       | PEG<br>2012E | EPS  |       |       |       | EPS growth<br>2012E-13E | ROE   |       |
|----------------------|-----------|----|-----|----------------|--------------|-------|-------|-------|-------|--------------|------|-------|-------|-------|-------------------------|-------|-------|
|                      |           |    |     |                |              | 2011E | 2012E | 2011E | 2012E |              | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |                         | 2011E | 2012E |
| 回天胶业                 | 300041.SZ | 买入 | Rmb | 27.99          | 465          | 29.9X | 22.5X | 3.0X  | 2.7X  | 0.7X         | 1.33 | 0.93  | 1.25  | 1.66  | 33%                     | 10.7% | 12.7% |
| 新宙邦                  | 300037.SZ | NC | Rmb | 40.29          | 678          | 33.4X | 24.4X | 4.0X  | 3.5X  | 0.4X         | 0.88 | 1.21  | 1.65  | 2.56  | 55%                     | 15.9% | 19.3% |
| 鼎龙股份                 | 300054.SZ | NC | Rmb | 36.30          | 514          | 55.1X | 28.0X | 5.3X  | 4.6X  | 0.8X         | 0.75 | 0.66  | 1.30  | 1.73  | 34%                     | 17.0% | 19.4% |
| 天晟新材                 | 300169.SZ | NC | Rmb | 26.15          | 577          | 48.7X | 29.4X | 3.7X  | 3.4X  | 0.8X         | 0.70 | 0.54  | 0.89  | 1.20  | 35%                     | 12.6% | 15.1% |
| 高盟新材                 | 300200.SZ | NC | Rmb | 16.23          | 273          | 36.1X | 21.5X | 2.3X  | 2.1X  | 0.7X         | 0.49 | 0.45  | 0.76  | 0.97  | 29%                     | 10.7% | 12.3% |
| 日科化学                 | 300214.SZ | NC | Rmb | 21.49          | 456          | 24.9X | 15.9X | 2.6X  | 2.3X  | 0.4X         | 0.81 | 0.86  | 1.35  | 1.86  | 38%                     | 14.4% | 17.0% |
| 三聚环保                 | 300072.SZ | NC | Rmb | 19.63          | 600          | 40.8X | 26.8X | 3.4X  | 3.1X  | 0.6X         | 0.65 | 0.48  | 0.73  | 1.05  | 43%                     | 10.3% | 13.8% |
| 雅克科技                 | 002409.SZ | NC | Rmb | 28.50          | 497          | 41.1X | 26.6X | 2.8X  | 2.5X  | 0.9X         | 0.67 | 0.69  | 1.07  | 1.39  | 30%                     | 9.4%  | 12.7% |
| 康德新                  | 002450.SZ | NC | Rmb | 26.60          | 1,352        | 56.6X | 32.9X | 8.3X  | 6.4X  | 0.8X         | 0.51 | 0.47  | 0.81  | 1.14  | 41%                     | 19.4% | 19.6% |
| <b>Sector median</b> |           |    |     |                |              | 40.8X | 26.6X | 3.4X  | 3.1X  | 0.7X         |      |       |       |       | 35%                     | 12.6% | 15.1% |
| <b>全球同类公司</b>        |           |    |     |                |              |       |       |       |       |              |      |       |       |       |                         |       |       |
| 汉高                   | HNKG_p.DE | 中性 | €   | 40.21          | 20,881       | 12.8X | 11.5X | 2.0X  | 1.8X  | 1.2X         | 2.81 | 3.14  | 3.49  | 3.82  | 9%                      | 15.6% | 15.9% |

注：NC 表示没有研究。所有研究范围外股票的预测数据均来自万得。

资料来源：公司数据、万得、高华证券研究预测

## 投资摘要：工程胶粘剂行业龙头，首次覆盖给予“买入”评级

回天胶业是国内工程胶粘剂龙头，其研发能力、销售渠道在本土胶粘剂企业中首屈一指。我国高端胶粘剂市场空间大，附加值很高，但长期被外资占据，公司有望凭借高性价比产品及新产品在越来越多领域替代进口，实现快速成长。

- 公司在国内汽车维修市场占有率约30%，位居第一。公司70%汽车胶粘剂销售于维修市场，汽车保有量持续增长，新车销量增长放缓不会对维修市场用胶产生明显影响。我们认为公司未来三年在汽车制造领域的市场份额会进一步上升，由2010年的5.4%升至2013年的9.5%。预计2011/12/13年来自汽车行业的收入增长分别为30%/24%/21%，达到人民币1.8亿元/2.23亿元/2.70亿元。
- 2009年公司在太阳能封装胶市场占有率为10.9%，2010年为15.3%。我们预计2011/12/13年市场占有率将分别达到17.3%/21%/24%。尽管预计未来三年太阳能行业增速将放缓，但回天胶业应可凭借高性价比产品扩大市场份额。预计2011/12/13年来自可再生能源领域（太阳能和风电）的收入将分别增长42%/10%/24%，达到人民币1.20亿元/1.32亿元/1.64亿元。
- 高盛/高华新能源团队预计2010-15年我国LED复合增速为30%，将带动相关胶粘剂同速增长。公司作为子行业龙头有望在未来三年保持其30%左右市场份额，享受行业内生性增长。我们预计2011/12/13年来自电子电器行业的收入将分别增长21%/25%/26%，达到人民币1.09亿元/1.36亿元/1.71亿元，其中LED应用是主要收入增长点。
- 公司已建成1条300万平米太阳能电池背膜生产线，并计划2012年另新增600万平米产能。基于公司太阳能封装胶所积累的良好口碑和客户基础，我们对该项目持乐观看法。预计2011/12/13年该项目收入贡献将分别达到人民币1,000万元/1.15亿元/3.22亿元，分别占当年总收入的1.9%/15.9%/30.3%。
- 未来一、两年，公司有望在高铁车厢胶和风电叶片胶等新产品上取得突破。船舶用胶则有望为公司开拓新的市场领域。

我们预测公司2011-2013年EPS分别为人民币0.93元、1.25元、1.66元，复合增长率33%。当前股价对应2012年预期市盈率为22.5倍、PEG为0.68倍（选取的可比公司均值分别为26.4倍和0.74倍），表明该股具有较高投资价值。我们首次覆盖回天胶业给予买入评级，12个月目标价为人民币33.30元，隐含19%上行空间。

**本报告不同之处在于：**我们在市场上首次对公司下游汽车、太阳能、风电等行业的胶粘剂消耗量进行了详细测算，从而对公司业务成长空间进行量化而非简单想象。

图表 2: 高华预测与万得一致预测

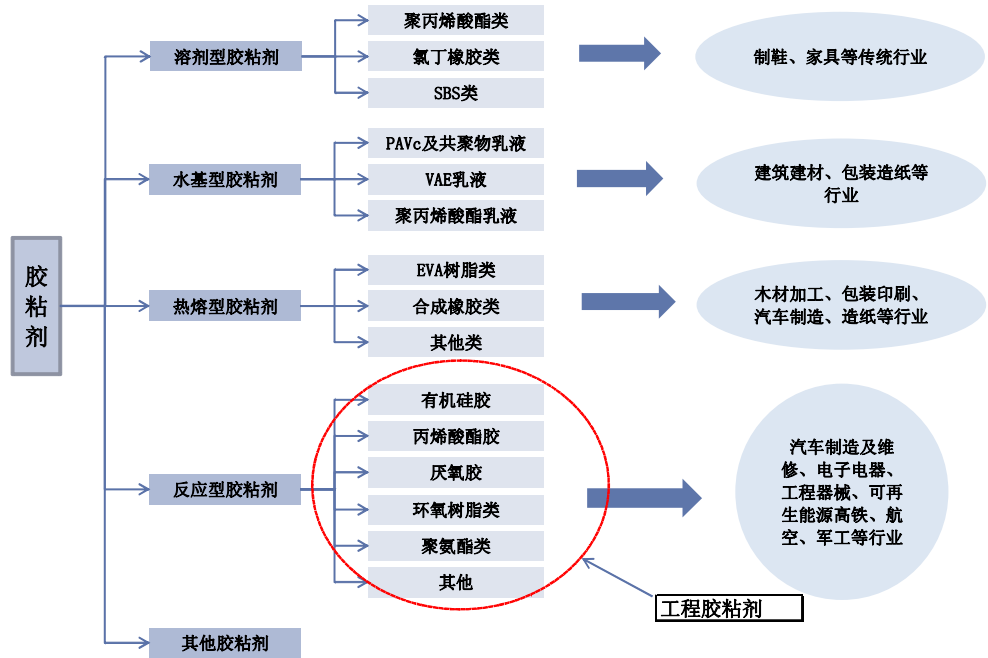
|                    | 每股盈利(Rmb)   |             |             | 收入(Rmb mn) |             |              | 净利率(%)       |              |              | 净利润(Rmb mn) |            |            |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|------------|
|                    | 2011E       | 2012E       | 2013E       | 2011E      | 2012E       | 2013E        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 2011E       | 2012E      | 2013E      |
| <b>GH 预测</b>       | <b>0.93</b> | <b>1.25</b> | <b>1.66</b> | <b>515</b> | <b>726</b>  | <b>1,064</b> | <b>19%</b>   | <b>18%</b>   | <b>16%</b>   | <b>99</b>   | <b>132</b> | <b>175</b> |
| 万得一致预期             | 0.97        | 1.26        | 1.60        | 551        | 832         | 1,054        | 19%          | 16%          | 16%          | 102         | 134        | 169        |
| <b>GH vs. 一致预期</b> | <b>-3%</b>  | <b>-1%</b>  | <b>+4%</b>  | <b>-6%</b> | <b>-13%</b> | <b>+1%</b>   | <b>+1ppt</b> | <b>+2ppt</b> | <b>+0ppt</b> | <b>-3%</b>  | <b>-2%</b> | <b>+4%</b> |

资料来源：万得、公司数据、高华证券研究预测

# 工程胶粘剂行业：发展空间巨大，以粘代铆是趋势

胶粘剂指通过粘合作用，能使被粘物结合在一起的物质，种类繁多，根据性能可以分为胶粘剂和密封胶；根据化学成分及固化方式不同可以分为：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（见图表3）。

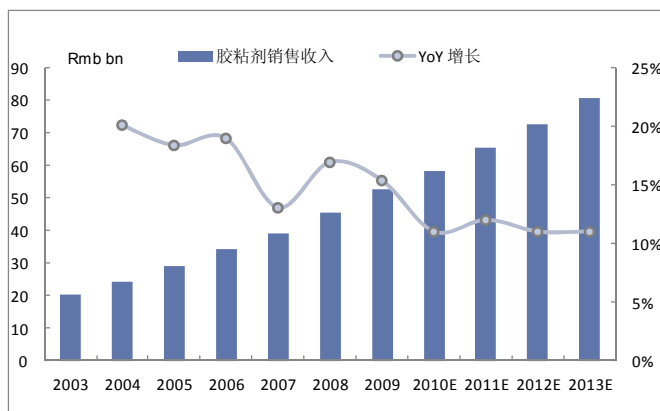
图表 3: 胶粘剂种类及应用



资料来源：中国胶粘剂工业协会、高华证券研究

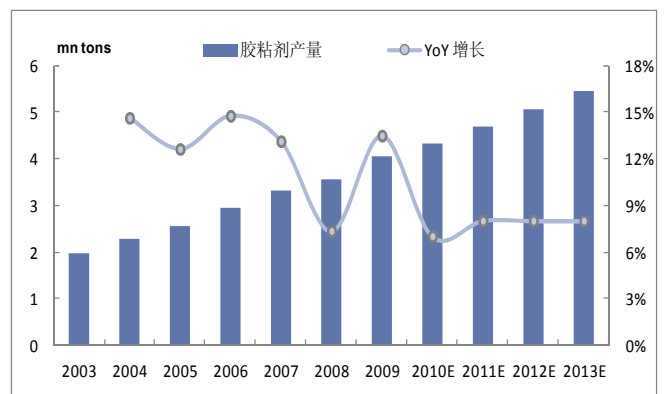
**我国胶粘剂需求稳步增长。**2003年以来我国胶粘剂产销稳步增长，2009年总产量达389万吨，同比增长8.98%。相比产量变化，胶粘剂行业收入增速则较稳定维持在15%左右，2009年行业总收入529亿元，同比增长16%。我们估计胶粘剂产量在2013年将达到546万吨，销售收入达到806亿元。

图表 4: 我国胶粘剂销售收入增速，2003-2013E



资料来源：中国胶粘剂工业协会、高华证券研究

图表 5: 我国胶粘剂产量增速，2003-2013E



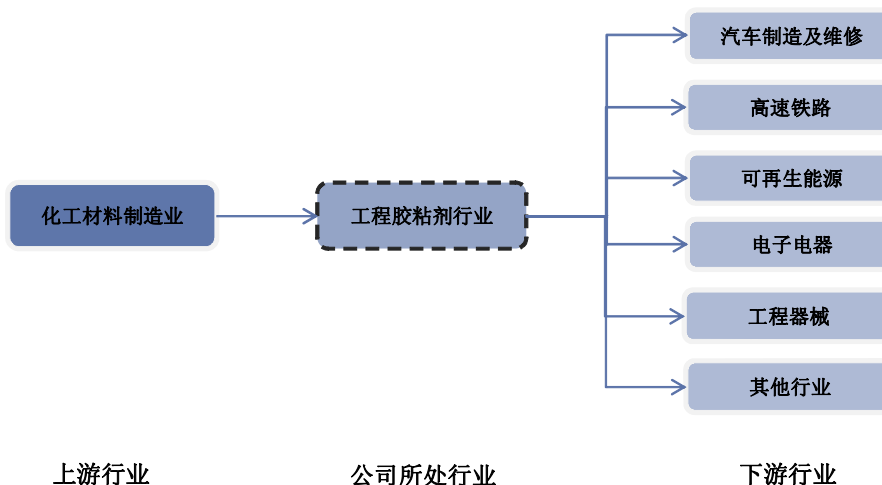
资料来源：中国胶粘剂工业协会、高华证券研究

**以粘代铆是发展趋势，胶粘剂拥有良好发展前景。**相比钉、铆、螺丝等传统固定手段，粘合具有应力分布连续、施工简单迅速、重量轻、密封性好等优点，在汽车、机械、电子、木器加工等众多领域逐步替代传统手段。在不同材料如塑、钢、玻纤、碳纤维间的连接固定中，胶粘显示出显著的优势，且随着化工新材料的不断出现和日益广泛应用，胶粘剂的种类和用量都在不断增长，以粘代铆正成为发展趋势。

**工程胶粘剂是胶粘剂中的中高档品种。**工程胶粘剂特指应用于受力结构件的粘接场合，能承受较大动负荷、静负荷，并能长期使用的胶粘剂。其上游主要是合成树脂、有机硅、丙烯酸及丙烯酸酯、MDI、TDI等化工材料；下游涉及国民经济各个行业，其中汽车制造及维修、电子电器、可再生能源、高铁等是应用较集中的领域。

工程胶粘剂使用环境恶劣，性能要求高，要求粘接寿命长，因此具备高技术含量，高附加值的特点。2010年我国工程胶粘剂产量占胶粘剂总产量的7.29%，销售额占比16.48%，平均毛利率35%-50%，部分高端品种毛利率可达70%以上，而普通胶粘剂毛利率仅为10%-25%。工程胶粘剂是胶粘剂中的中高档品种，能生产的企业不多，市场竞争相对缓和。

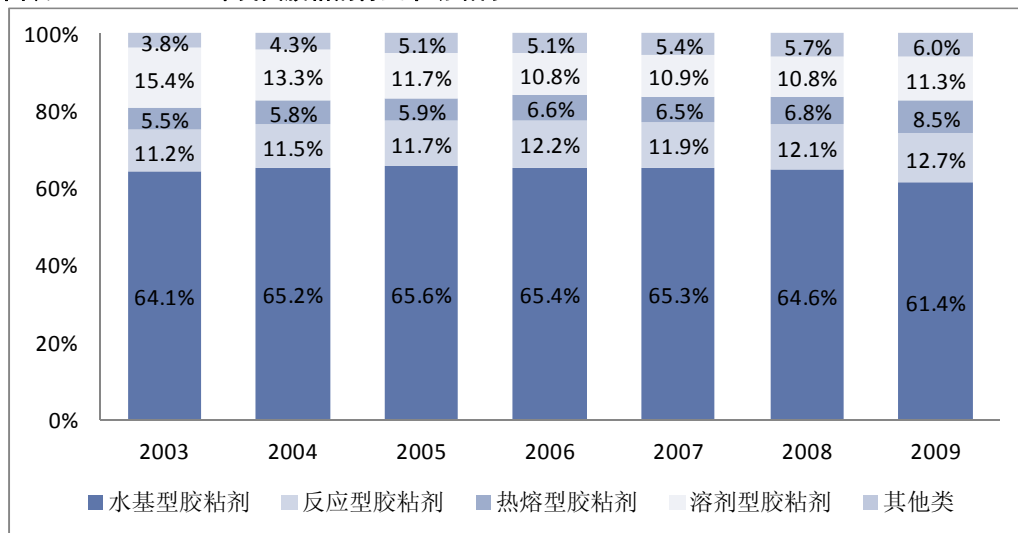
**图表 6: 工程胶粘剂行业产业链**



资料来源：公司数据、高华证券研究

**绿色化、环保化是胶粘剂未来趋势，工程胶粘剂复合这一发展趋势。**随着环保法规越来越严格，消费者越来越重视健康和安，胶粘剂行业正朝绿色、环保方向发展，热熔型、反应型胶粘剂符合这一发展趋势。溶剂型胶粘剂由于环保性差、技术含量低，且成本高、盈利能力差，市场逐步萎缩（如图表 7 所示，溶剂型胶粘剂的市场份额从 2003 年的 15.4% 降至 2009 年的 11.3%），环保性好、技术指标较为先进的热熔型胶粘剂和反应型胶粘剂近几年市场份额逐步上升。工程胶粘剂复合绿色、环保的发展趋势，将获得良好发展。

图表 7: 2003-2009 年我国胶粘剂行业市场结构



资料来源: 中国胶粘剂工业协会、高华证券研究



## 本土领先胶粘剂厂商的成长路径：向高端突破

我国胶粘剂市场集中度低，有 1000 多家国内外厂商，其中规模较大的主要有汉高、3M、亨斯迈、西卡、ITW、三键、回天胶业、天山胶业、康达、高盟新材、亚什兰、普赛达、东和胶粘剂、鑫威化工、安特固、金鹏化工等。行业产能总体过剩，中低端市场竞争激烈，盈利能力差；中高端市场由于产品性能要求高，标准严格，能够参与的企业不多，竞争相对缓和，产品毛利率较高。

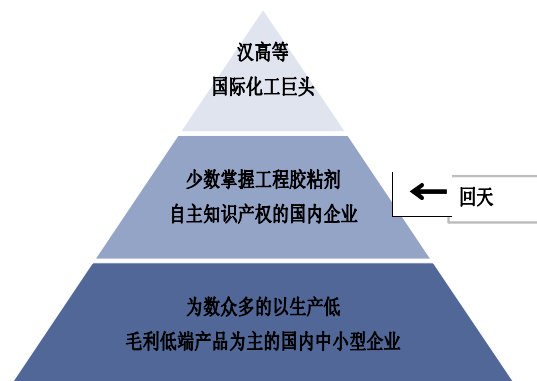
**中国企业向上突破，进口替代提供巨大市场空间。**我国胶粘剂市场呈金字塔结构（图表 8），高端市场（如高铁车厢、风电叶片、高级轿车、航空航天设备、烟草制造等）基本被汉高、西卡（SIKA）、3M 等外资品牌占据。高端市场容量大且附加值很高，但国内企业几乎无法涉足。中端市场由外资和部分内资企业共同占据，近几年随着国内企业技术水平提升，某些胶粘剂品种在质量、性能上达到甚至超过外资品牌，凭借高性价比逐渐替代进口产品（国产品牌的价格较汉高和西卡等国际品牌通常低 20%-30%）。虽然相比国际巨头，国内企业在研发、产品、工艺上还有很大差距，但以回天胶业为代表的一些厂商经过多年积累，正在向中高端市场一步步突破。

对国内企业而言，中高端市场有许多产品等待被开发；有足够大的市场等待被占领。在越来越多的领域替代进口，向上突破将是我国优秀胶粘剂企业的成长路径。

**回天的发展历程就是不断替代进口的过程。**2000 年之前，我国汽车、电子工业高端胶粘剂市场被汉高、西卡等国外公司垄断。公司 1997 年成立后通过自主创新，逐步实现了车用有机硅胶、环氧树脂胶、丙烯酸酯胶等产品的国产化，再从维修市场开始突破，一步步提高维修市场占有率，目前已达到 30%。在维修市场取得成功后，公司进入整车市场，从载重车、货车开始，再到工程机械、客车、国产轿车，2009、2010 年占有分别约 4.3%、5.4% 市场份额。目前公司努力进入合资车市场，已在神龙汽车取得突破，正向其他合资厂商努力。

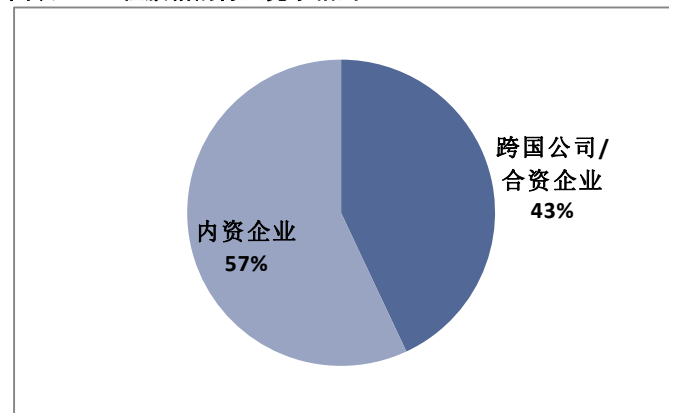
2007 年以前，我国太阳能电池组件封装胶市场基本被国外公司垄断。随着国内天山、回天成功实现进口替代，市场占有率不断上升，带动价格不断下降，显著降低光伏企业成本。目前外资已基本退出太阳能封装胶市场，本土厂商占有率不断上升，作为行业排名第二的供应商（第一为天山），2009、2010 市场占有率分别达到 10.9%、15.3%，2011、2012、2013 预计可上升至 17.3%、21%、24%。回天胶业 10 多年的发展历程本质而言就是不断替代进口的过程，是本土领先胶粘剂企业发展路径的一个缩影，未来还将在其他细分胶粘剂行业上演。

图表 8: 胶粘剂行业竞争格局



资料来源：中国胶粘剂工业协会、高华证券研究

图表 9: 工程胶粘剂行业竞争格局



资料来源：中国胶粘剂工业协会、高华证券研究



## 国内工程胶粘剂龙头，布局东、南、中部黄金区域

回天胶业是工程胶粘剂行业规模最大的本土企业。2009年之前，公司产品线分散，导致重点不突出，研发力量分散，经营效率不高。2009年开始收缩产品线，砍掉许多量小，盈利能力不强的品种，并将发展重点放在汽车维修与制造、电子电器LED、可再生能源、高铁四个领域。在下游行业景气及公司正确战略推动下，2010年公司业务高速增长。2011年受经济放缓、原材料上涨及高铁市场骤然停顿影响，公司传统业务增速有所放缓。2011年10月，公司太阳能背膜项目顺利投产，为公司未来2年提供新的增长点。我们预计2011/12/13年来自太阳能背膜业务的收入将达到人民币1,000万元/1.15亿元/3.22亿元，收入贡献率分别为1.9%/15.9%/30.3%。

公司业务主要布局在襄阳（总部）、上海及广州三大基地，覆盖中部、华东、华南三大市场。襄阳基地产品主要应用于陆、海、空交通领域；上海基地产品主要应用于可再生能源（主要是太阳能）、电子电器等领域；广州基地则注重电子电器领域产品的应用开发。上海、广州基地贴近下游客户，能够降低物流成本，更好地服务客户需求。

华东地区是我国新能源产业基地，单江苏省就占据中国太阳能超过50%产能。华南沿海则是中国LED、电子产业发展核心区域。上海回天与广州回天两基地充分覆盖相关下游行业重点发展区域，设立以来无论是营业收入还是净利润都取得高速增长（图表10-11）。其中上海回天2010年取得122%/95%的收入/利润增速，广州回天2010年收入/利润增速更是高达136%/476%，增长前景光明。

图表 10: 上海回天 – 2006-2010 收入及利润

| 上海回天 (百万元) | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010   |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入       | 34.41 | 44.98 | 60.31 | 63.63 | 141.50 |
| 增长率        |       | 31%   | 34%   | 6%    | 122%   |
| 占公司营收比例    | 23%   | 23%   | 27%   | 27%   | 34%    |
| 净利润        | 2.48  | 6.96  | 10.91 | 16.33 | 31.91  |
| 增长率        |       | 181%  | 57%   | 50%   | 95%    |
| 占公司净利润比例   | 9%    | 23%   | 31%   | 32%   | 36%    |

资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 11: 广州回天 – 2006-2010 收入及利润

| 广州回天 (百万元) | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 15.93 | 25.59 | 29.05 | 28.42 | 66.97 |
| 增长率        |       | 61%   | 13%   | -2%   | 136%  |
| 占公司营收比例    | 10%   | 13%   | 13%   | 12%   | 16%   |
| 净利润        | -0.12 | 0.22  | 1.73  | 1.61  | 9.26  |
| 增长率        |       | na    | 701%  | -7%   | 476%  |
| 占公司净利润比例   | na    | 1%    | 5%    | 3%    | 11%   |

资料来源：公司数据、高华证券研究

目前公司正在上海建设研发中心，以招纳高端人才，提升研发水平。还在常州建设900万平方米（3条生产线）太阳能背膜项目，进一步介入太阳能原材料市场。从产能上看，截至2011年底，公司拥有6350吨有机硅胶，3750吨聚氨酯胶，300万平方米太阳能背膜产能。到2013年将拥有8850吨有机硅胶，3750吨聚氨酯胶，900万平方米太阳能背膜产能。

图表 12: 产能情况

| 产能统计 (吨)            | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>有机硅胶</b>         | <b>2,805</b> | <b>6,350</b> | <b>6,350</b> | <b>7,600</b> | <b>8,850</b> |
| 襄阳                  | 2,805        | 2,600        | 2,600        | 2,600        | 3,850        |
| 上海(3条线)             |              | 2,500        | 2,500        | 3,750        | 3,750        |
| 广州(1条线)             |              | 1,250        | 1,250        | 1,250        | 1,250        |
| <b>聚氨酯胶</b>         | <b>1,650</b> | <b>2,900</b> | <b>3,750</b> | <b>3,750</b> | <b>3,750</b> |
| 襄阳                  | 1,650        | 2,900        | 3,750        | 3,750        | 3,750        |
| <b>太阳能背膜 (万平方米)</b> |              |              | <b>300</b>   | <b>900</b>   | <b>900</b>   |
| 常州                  |              |              | 300          | 900          | 900          |

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

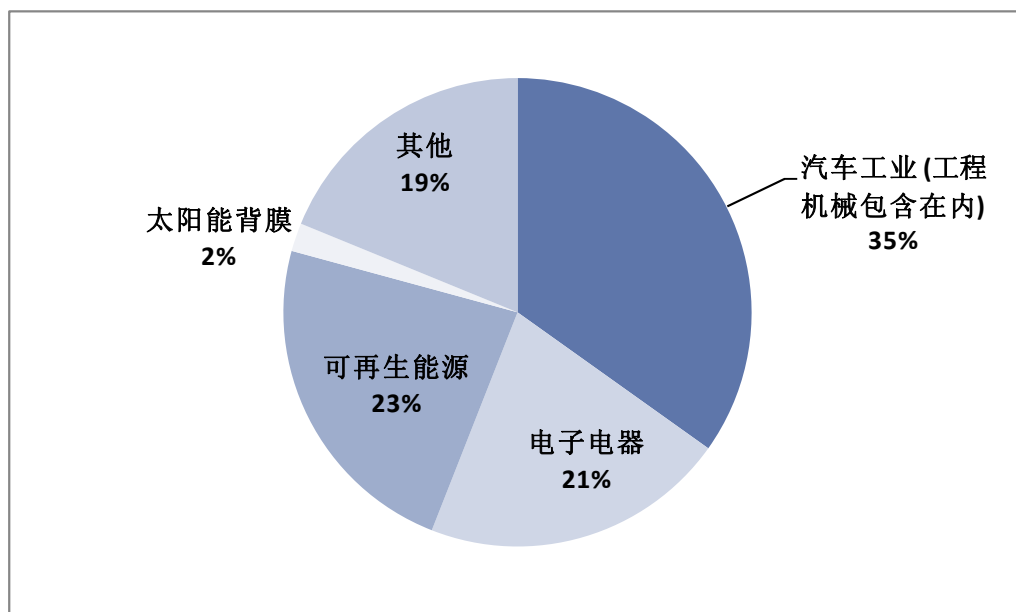
## 多行业齐头并进，下游容量、份额有望双升

工程胶粘剂下游涉及国民经济各个行业。汽车制造及维修、可再生能源及电子电器是公司产品三大主要应用领域，在2010年营收中分别贡献42%/21%/22%。

下面进一步详细分析这三大下游应用领域，从需求角度预测公司产品的增长前景（图表14）。我们预计汽车制造及维修行业的收入贡献将稳步增长，2011/2012/2013年收入增速为30%/24%/21%，达到人民币1.8亿元/2.23亿元/2.7亿元。虽然当前太阳能行业面临不利因素，但长期增长潜力依然巨大，得益于市场份额提升，公司太阳能封装胶仍将保持较好增长水平。我们预计2011/2012/2013年公司可再生能源业务收入（太阳能和风能）将增长42%/10%/24%，达到人民币1.20亿元/1.32亿元/1.64亿元。基于高盛/高华清洁能源团队预测，我国LED 2010-2015年复合增长率为30%，将带动LED灌封用胶同比例增长。我们预计回天胶业将保持市场领先地位，2011/2012/2013年电子电器行业（LED应用是重要的收入推动因素）的销售额将增长21%/25%/26%，达到人民币1.09亿元/1.36亿元/1.71亿元。除了传统行业的销售额贡献以外，我们还计入太阳能电池背膜的收入，这将成为公司中长期增长亮点。预计2011/12/13年来自太阳能背膜业务的收入将达到人民币1,000万元/1.15亿元/3.22亿元，收入贡献率分别为1.9%/15.9%/30.3%。

**图表 13: 2011E 回天收入按应用领域分解**

汽车维修制造、电子电器和可再生资源是回天收入的主要的三大应用领域



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

**图表 14: 回天收入按下游领域分解**  
收入总结, 2009-2013E

|                    | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E   |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>收入 (Rmb mn)</b> |        |        |        |        |         |
| 汽车工业 (工程机械包含在内)    | 122.39 | 138.18 | 179.64 | 222.75 | 269.53  |
| 电子电器               | 45.02  | 89.95  | 108.84 | 136.05 | 171.42  |
| 可再生能源              | 22.72  | 84.46  | 119.93 | 131.93 | 163.59  |
| 太阳能背膜              | 0.00   | 0.00   | 10.00  | 115.20 | 322.00  |
| 其他                 | 48.47  | 98.00  | 97.05  | 119.76 | 137.39  |
| 总计                 | 238.60 | 410.59 | 515.46 | 725.68 | 1063.93 |
| <b>YoY growth</b>  |        |        |        |        |         |
| 汽车工业 (工程机械包含在内)    | 27%    | 13%    | 30%    | 24%    | 21%     |
| 电子电器               | -26%   | 100%   | 21%    | 25%    | 26%     |
| 可再生能源              | 121%   | 272%   | 42%    | 10%    | 24%     |
| 太阳能背膜              |        |        | n.a    | 1052%  | 180%    |
| 其他                 | -8%    | 102%   | -1%    | 23%    | 15%     |
| 总计                 | 9%     | 72%    | 26%    | 41%    | 47%     |
| <b>占比</b>          |        |        |        |        |         |
| 汽车工业 (工程机械包含在内)    | 51%    | 34%    | 35%    | 31%    | 25%     |
| 电子电器               | 19%    | 22%    | 21%    | 19%    | 16%     |
| 可再生能源              | 10%    | 21%    | 23%    | 18%    | 15%     |
| 太阳能背膜              | 0%     | 0%     | 2%     | 16%    | 30%     |
| 其他                 | 20%    | 24%    | 19%    | 17%    | 13%     |
| 总计                 | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%    |

注: 我们在汽车行业销售收入中剔除了非胶粘剂类产品。

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

### 汽车制造及维修——增长稳定的下游需求

胶粘剂是汽车生产中重要工艺材料之一, 在汽车结构增强、密封防锈、减振降噪、隔热消音、紧固防松、内外装饰以及简化制造工艺、减轻车身质量等方面起着重要作用。我国胶粘剂企业产品主要用于汽车维修, 及商用车生产, 高附加值的轿车, 特别是合资车市场主要被汉高等企业占据。未来合资车市场将是我国胶粘剂企业重点发展的市场。

我们结合汽车产量、保有量数据, 以及单车耗胶量, 对公司主要产品在汽车领域应用情况进行测算, 如下:

**图表 15: 汽车胶粘剂应用**

| 制造工艺      | 细分工艺            | 胶粘剂                              | 用量/kg |
|-----------|-----------------|----------------------------------|-------|
| 焊接工艺用胶    | 点焊胶             | 聚氯乙炔胶、丙烯酸酯胶                      | 0.34  |
|           | 折边胶             | 环氧树脂胶                            | 0.23  |
|           | 膨胀胶             | 合成橡胶或树脂添加发泡剂                     | 0.76  |
| 涂装工艺用胶    | 焊缝密封胶           | 基材成分为PVC塑溶胶                      | 0.69  |
|           | 抗石击涂料           | 基材成分为PVC塑溶胶                      | 7.57  |
|           | 隔热阻尼胶板          | 基材成分为PVC塑溶胶                      | 4.73  |
|           | 指压胶             | 基材成分为PVC塑溶胶                      | 0.00  |
| 装饰工艺用胶    | 内饰件胶            | 氯丁橡胶胶粘剂、丙烯酸酯压敏胶、聚氨酯胶粘剂、丁基密封胶和胶带等 | 0.70  |
|           | 挡风玻璃胶           | 单组分聚氨酯胶                          | 1.14  |
|           | 车身体棚胶           | 氯丁胶                              | 0.17  |
| 装配工艺用胶    | 发动机和底盘装配用胶      | 厌氧胶、硅酮密封胶                        | 0.17  |
|           | 滤芯胶             | 增粘树脂补强的PVC塑溶胶                    | 1.43  |
|           | 刹车片胶            | 改性酚醛树脂                           | 0.21  |
|           | 灯具胶             | 湿固化聚氨酯热熔胶                        | 0.64  |
| 其他工艺及其他用胶 | 模具、协助准配、隔音隔热用胶等 | 聚氨酯、酚醛树脂、呋喃树脂等                   | 1.22  |
| 合计        |                 |                                  | 20.00 |

注: 《粘接》2007年第28期上发表的文章“我国汽车胶粘剂/密封胶的现状与发展”; 2004年第25期上发表的文章“汽车胶粘剂的应用即期发展需求”。

资料来源: 《粘接》、高华证券研究

图表 16: 回天主要产品在汽车领域的单车消耗量 (2010)

| 每辆车用胶 (千克) | 汽车制造  | 汽车维修  | 整体用量  |
|------------|-------|-------|-------|
| 厌氧胶        |       |       | 0.066 |
| 丙烯酸酯胶      |       |       | 0.120 |
| 高性能有机硅胶    | 0.250 | 0.060 | 0.310 |
| 聚氨酯胶       | 0.780 | 0.035 | 0.815 |

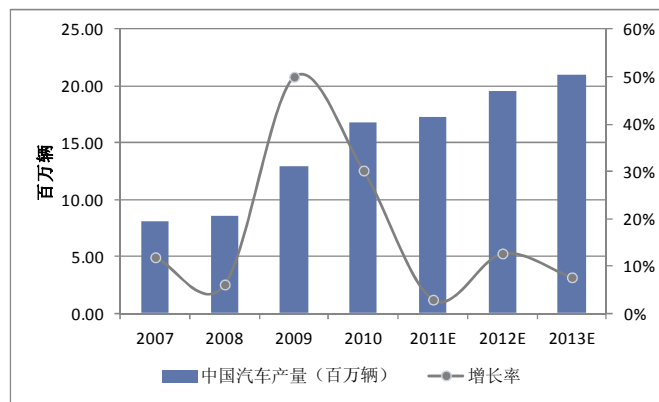
资料来源: 公司数据、高华证券研究

2010年我国汽车产量为1680万辆, 2011年三季度我国汽车保有量达到10086万辆。根据高盛/高华汽车行业组的测算, 2011-2013年中国汽车产业将保持3%/13%/8%的整体产量增速(请参见2011年9月27日发表的报告“Dawn of China’s mass motorization: Nissan/Hyundai foreign leaders”。)

根据测算, 汽车行业工程胶粘剂整体市场未来3年将保持CAGR 8.3%(销量)/11.2%(收入)的增速。公司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, 2009年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%。在汽车聚氨酯胶粘剂市场占有约4%市场份额。公司在维修行业市场占比已较高, 继续提升的难度大; 但在整车制造市场占比还很低, 2009年和2010年市场份额分别仅为4.3%和5.4%, 还有较大增长潜力。

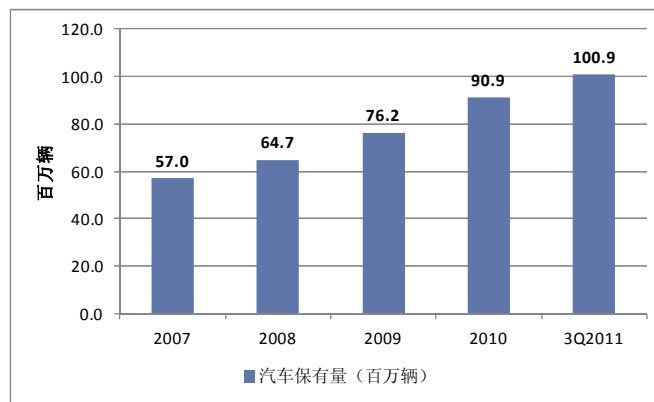
目前, 公司70%汽车胶粘剂销售于维修市场, 汽车保有量持续增长, 新车销量增长放缓不会对维修市场用胶产生明显影响。我们认为公司凭借20-30%的价格优势(相对汉高、西卡), 未来三年在汽车制造领域的市场份额会进一步上升。2011年下半年, 公司车窗玻璃粘接剂和折边胶已被宇通和依维柯等客车制造商采用。此外, 2010年公司产品还销售给神龙汽车, 成为首家打入高端合资汽车制造商的本土工程胶粘剂供应商, 目前公司正努力争取更多合资车企客户。我们预计, 2011/2012/2013年回天在汽车制造市场上的份额将进一步提高至6.6%/8.1%/9.5%, 来自汽车行业的销售额将增长30%/24%/21%, 达到人民币1.80亿元/2.23亿元/2.70亿元。

图表 17: 中国汽车产量预测



资料来源: 万得、高盛研究预测、高华证券研究预测

图表 18: 中国汽车保有量



资料来源: 万得、高盛研究、高华证券研究

**图表 19: 汽车领域胶粘剂市场规模预测**

我们预计在产量上市场将以 8.3%的 3 年复合增长率增长。收入上以 11.2%的 3 年复合增长率增长

| 吨/年                  |      | 2008          | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         | 2010-13E CAGR |
|----------------------|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 高性能有机硅胶              | 汽车制造 | 2,767         | 3,225         | 4,200         | 4,325         | 4,875         | 5,250         | 7.7%          |
|                      | 汽车维修 | 3,900         | 4,595         | 5,479         | 6,211         | 6,875         | 7,237         | 9.7%          |
|                      | 总量   | 6,667         | 7,820         | 9,679         | 10,536        | 11,750        | 12,487        | 8.9%          |
| 聚氨酯胶                 | 汽车制造 | 7,650         | 10,062        | 13,104        | 13,494        | 15,210        | 16,380        | 7.7%          |
|                      | 汽车维修 | 2,900         | 2,667         | 3,180         | 3,605         | 3,990         | 4,200         | 9.7%          |
|                      | 总量   | 10,550        | 12,729        | 16,284        | 17,099        | 19,200        | 20,580        | 8.1%          |
| 厌氧胶                  |      | 567           | 850           | 1,107         | 1,140         | 1,285         | 1,384         | 7.7%          |
| 丙烯酸酯胶                |      | 1,100         | 1,548         | 2,016         | 2,076         | 2,340         | 2,520         | 7.7%          |
| <b>汽车行业工程胶粘剂用量合计</b> |      | <b>18,883</b> | <b>22,947</b> | <b>29,086</b> | <b>30,851</b> | <b>34,575</b> | <b>36,970</b> | <b>8.3%</b>   |

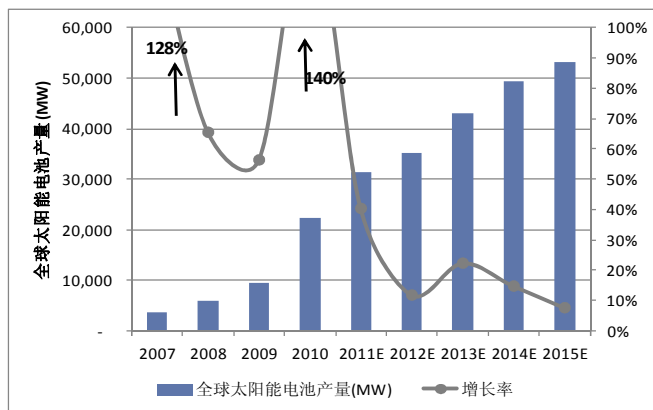
|                              |            | 2008       | 2009       | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 2010-13E CAGR |
|------------------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 高性能有机硅胶                      | 单价元/吨      | 43,900     | 46,200     | 43,800       | 43,720       | 44,158       | 45,041       |               |
|                              | 行业规模 (百万元) | 293        | 361        | 424          | 461          | 519          | 562          | 9.9%          |
| 聚氨酯胶                         | 单价元/吨      | 30,400     | 31,000     | 31,000       | 32,240       | 33,480       | 34,819       |               |
|                              | 行业规模 (百万元) | 321        | 395        | 505          | 551          | 643          | 717          | 12.4%         |
| 厌氧胶                          | 单价元/吨      | 177,300    | 194,500    | 201,500      | 211,575      | 225,680      | 226,131      |               |
|                              | 行业规模 (百万元) | 100        | 165        | 223          | 241          | 290          | 313          | 11.9%         |
| 丙烯酸酯胶                        | 单价元/吨      | 53,000     | 48,000     | 54,530       | 57,257       | 57,829       | 58,986       |               |
|                              | 行业规模 (百万元) | 58         | 74         | 110          | 119          | 135          | 149          | 10.6%         |
| <b>汽车行业工程胶粘剂市场规模合计 (百万元)</b> |            | <b>772</b> | <b>995</b> | <b>1,262</b> | <b>1,372</b> | <b>1,587</b> | <b>1,741</b> | <b>11.3%</b>  |

资料来源：高华证券研究预测

**太阳能——公司市场份额上升，行业增速放缓**

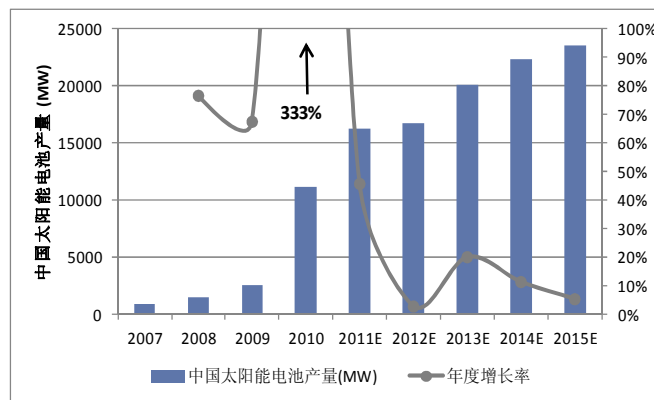
工程胶粘剂以其优异的防腐性、防水性、耐久性和抗老化特点广泛应用于太阳能电池板中电子元件的密封和设备部件的粘接。根据高盛清洁能源研究团队的分析，太阳能电池行业经历了 2010 年的爆发式增长（国内/全球增长率为 333%/140%），其中我国光伏电池产量达到 11.2GW。鉴于较高基数以及太阳能行业的产能过剩，我们预计 2011/2012/2013 年中国太阳能组件产量（不包括 OEM）将同比增长 46%/3%/20%，达到 16.3GW/16.7GW/20.1GW（请参见 2011 年 9 月 19 日发表的报告“中国：清洁能源：太阳能：曙光中的优胜者；买入保利协鑫/天合光能、卖出浙江昱辉、调整天威英利/晶科能源评级至中性”）。

**图表 20: 全球太阳能电池市场预测**



资料来源：高盛研究预测、高华证券研究预测

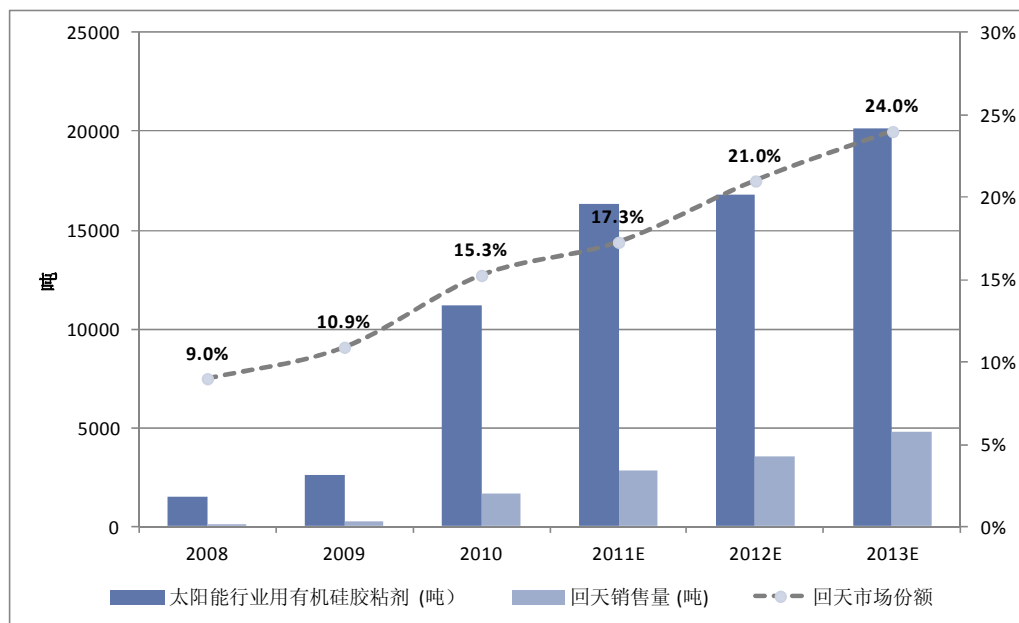
**图表 21: 中国太阳能电池市场预测**



资料来源：高盛研究预测、高华证券研究预测

每生产一兆瓦光伏组件需使用约 1 吨有机硅密封胶。基于我们的太阳能组件产量预测，预计 2011/2012/2013 年我国组件用有机硅密封胶市场规模将达到 16,323 吨/16,765 吨/20,120 吨。2009/2010 年公司在太阳能有机硅胶市场上占有 10.9%/15.3%的份额。虽然未来三年太阳能行业增速放缓，但公司凭借高性价比能够实现市场份额增长。例如，公司开发出的三小时速干胶，可以有效提高用户组装效率。另外，公司在 2011 年二季度采用降价策略（降价 10%左右）以进一步提高份额。我们预计 2011/2012/2013 年公司在太阳能封装胶市场份额将上升至 17.3%/21%/24%，其可再生能源行业（太阳能和风能总计）胶粘剂销售额将增长 42%/10%/24%，达到人民币 1.2 亿元/1.32 亿元/1.64 亿元。

图表 22: 中国太阳能用硅胶市场容量及回天市场规模预测



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

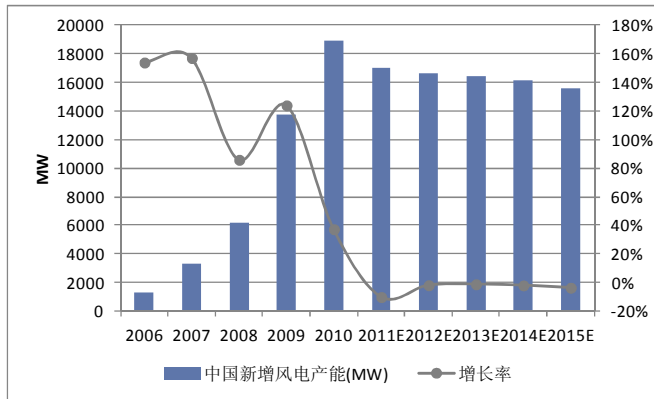
### 风能——电机胶用量有限，叶片胶或是未来看点

2010年我国风电设备新增容量近19GW，根据高盛能源团队的最新预测，2011-2013年行业增速将出现一定程度下滑，设备新增容量增速-10%/ -2%/ -1%（参见2011年10月6日发表的报告“*中国：清洁能源：风能：减排量收入增加和风机扭亏蕴含投资机会；下调华能新能源至中性*”）。公司2009年电机用有机硅胶粘剂销售量达330吨，占总市场规模的33%（2007年总市场规模为1,005吨）。鉴于公司市场份额已处较高水平且新增风电容量有限，我们预计未来公司在该领域的销量将与行业增速保持一致，销量提升空间有限。

公司目前正致力于风机叶片胶的开发。以1.5MW风机为例，单叶片用胶0.6吨，以每台设备3片叶片计算，一台设备用胶1.8吨。根据高盛团队的风机设备新增容量测算，叶片胶市场容量为2万吨左右/年，按每吨5-6万元计算，整个风机叶片胶市场价值高达每年人民币10-12亿元。无论从市场容量还是从附加值看，与电机用胶相比，叶片胶蕴含庞大的市场增长空间。如果公司产品（主要为环氧树脂胶）可以成功通过测试切入叶片胶市场，考虑到庞大的潜在市场规模，这一业务领域有望在未来成为公司业绩增长的新亮点。

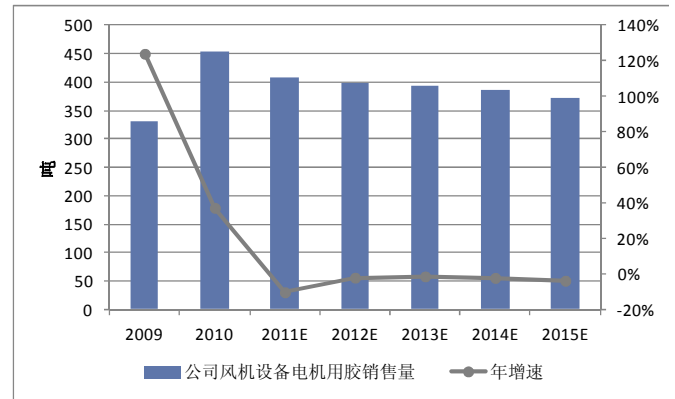
但需注意的是，国内叶片胶市场基本全被外资企业占据，虽然目前已有2家国内企业上海康达和烟台德邦科技的风电叶片胶通过认证，但只有上海康达1家企业实现了销售。由于风电设备厂商是否敢于使用、在何时使用国产叶片胶仍不确定，因此我们仅在2013年收入预测中计入了180吨叶片用环氧树脂胶收入。考虑到该领域的潜在市场规模和公司领先的研发能力，该业务可能成为公司中长期收入增长的推动因素。

图表 23: 中国风能新增产能预测, 2006-2015E



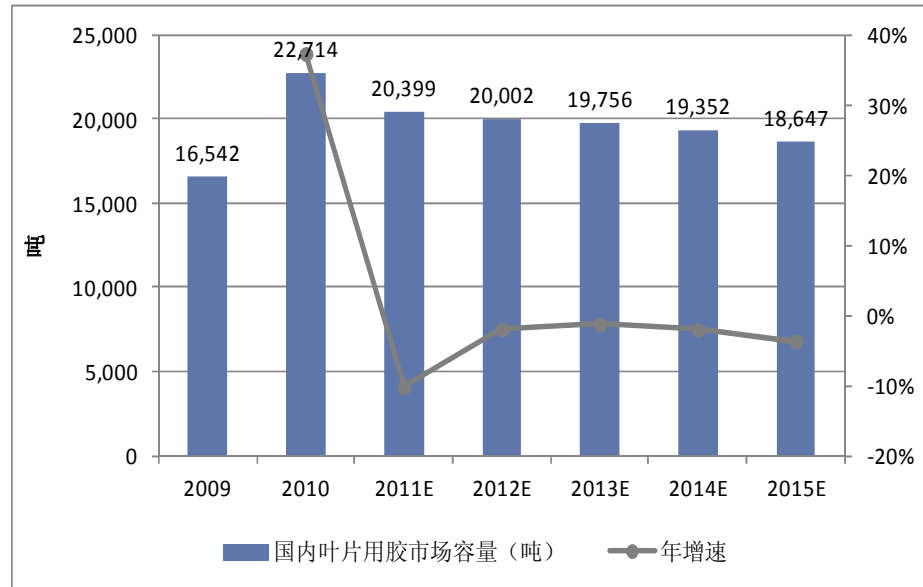
资料来源: 中国电力企业联合会、CEIC、中国风能协会、国家统计局、高盛研究预测

图表 24: 回天风机电机用胶销量预测, 2009-2015E



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 25: 中国风机叶片用胶市场规模预测, 2009-2015E



资料来源: 公司数据、高盛研究预测、高华证券研究预测

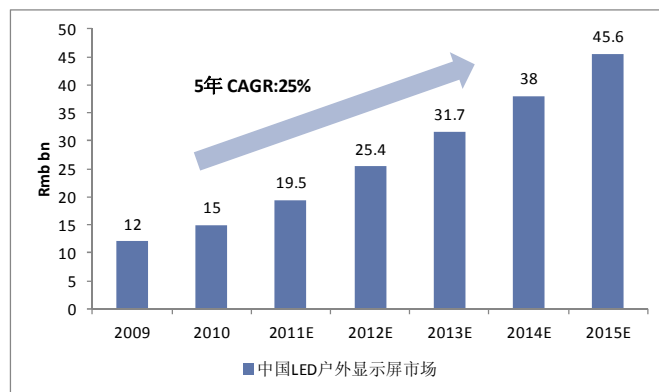
### LED——工程胶粘剂市场新亮点

电子电器行业范围较广, 涉及半导体、LCD 面板、LED 等众多子行业。公司产品在 LED 领域的应用集中在显示屏及照明两个子行业的封装环节。

2010 年国内企业生产的主要用于户外和普通照明的 LED 总值近人民币 340 亿元。高盛/高华清洁能源团队预测 (2011 年 6 月 7 日题为“中国: 新能源: 照明(LED)行业首次评级: 前景光明; 买入雷士和阳光照明”的报告), 2010-2015 年 LED 户外显示屏/普通照明市场的年均复合增长率为 25%/33%, 预计市场规模将在 2015 年达到人民币 460 亿元/790 亿元, 推算 LED 行业 5 年复合增速在 30%。公司 2008 年 LED 用有机硅胶销量为 370 吨, 占整体市场的 32%。我们采用 30% 的 LED 行业 5 年预期年均复合增速代表 LED 用胶市场增速, 预计 2015 年市场销量将达到 6,170 吨。公司在此市场一直占有近 33% 的市场份额, 未来三年将继续保持此地位, 预计 2015 年公司销量将从 2010 年的 548 吨左右扩大至 1,851 吨。



图表 26: 中国 LED 户外显示屏市场规模预测



资料来源: 高盛研究预测、高华证券研究预测

图表 27: 中国 LED 市场及 LED 胶用市场预测

|                   | 户外显示屏 | 通用照明 | 整体  |
|-------------------|-------|------|-----|
| 2010 产值 (Rmb bn)  | 15    | 19   | 34  |
| 2010-2015E 复合增长率  | 25%   | 33%  | 30% |
| 2015E 产值 (Rmb bn) | 46    | 79   | 125 |

| 年度                 | 2008 | 2009 | 2010 | 2015E | 10-15E 5-yr CAGR |
|--------------------|------|------|------|-------|------------------|
| 公司销量 (吨)           | 370  | 402  | 548  | 1851  | 28%              |
| LED 有机硅胶粘剂市场总量 (吨) | 1154 | 1385 | 1662 | 6170  | 30%              |
| 市场占有率              | 32%  | 29%  | 33%  | 30%   |                  |

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

### 太阳能电池背膜——国产化前程似锦，公司从零突破

太阳能电池组件的结构一般是由玻璃、硅片和背膜组成，通过 EVA 胶膜封装在一起。太阳能电池背膜是用在太阳能电池组件上的一种保护性材料，作用是保护硅片在野外恶劣环境下在二十五年乃至更长时间都能正常工作。太阳能电池背膜的结构分为两种：一种是在 PET 基材表面涂覆含氟树脂，从目前市场反应来看，这种产品还未得到市场认可。另一种是在 PET 基材单面或双面复合含氟材料薄膜的结构，目前该类背膜被绝大多数厂家采用。无论是单面氟膜产品还是双面氟膜产品均能满足需要，目前所占市场份额相近。

根据目前太阳能电池光电转换率，每平方米组件功率为 130 瓦，1 兆瓦组件大约需要背板 0.769 万平方米。根据高盛能源研究团队对全球及中国太阳能电池市场的预测，我们测算了全球及中国太阳能背膜市场最近 5 年的市场容量。2010 年我国太阳能背膜消费量 8,600 万平米，2011 年预计为 1.25 亿平米。至 2015 年，全球市场对太阳能背膜的需求量将达到 408.68 百万平方米，中国市场占据 44% 的市场份额，需求容量达 181.25 百万平方米。

目前，国内太阳能背膜主要依赖进口，国外品牌占 90% 以上，背膜几乎是光伏晶硅组件上唯一还没有大规模国产化的材料。近几年，受市场刺激，国内企业也在努力开发背膜产品。目前已有台虹、苏州赛伍、保定乐凯、江苏汇通，以及苏州中来等公司开始供货，但国内供需缺口仍很大。

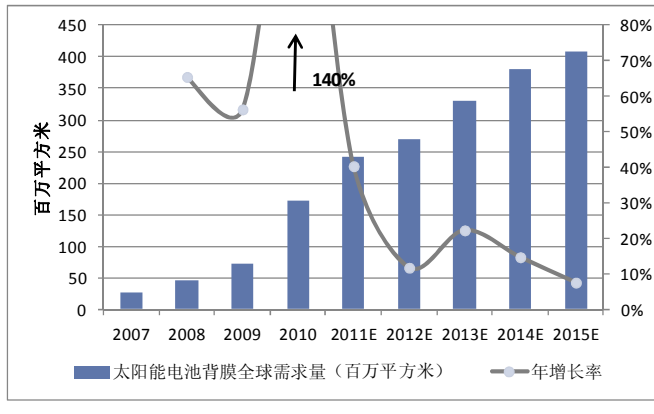
由于氟膜、专用聚氨酯胶粘剂还未实现国产化，国内背膜企业目前基本以进口氟膜、胶粘剂，国内采购或进口 PET 厚膜的方式进行生产，但即便如此，国产膜的质量水平也不及进口。

由于太阳能市场的低迷，今年太阳能背膜价格已从 2010 年的约 70 元/平米下降至目前的约 50 元/平米，毛利率从 35% 下降至 25%，年内仍有可能继续下降至 20%。虽然盈利能力大幅下滑，但考虑到巨大的空间和国内企业如此小的份额，背膜市场仍是座亟待开发的金矿。

公司目前在常州租用工厂建成 1 条 300 万平米生产线，另 2 条合计 600 万平米生产线也在计划中，根据工程进度预计 2012 年 3 季度建成，到 2012 年底公司将拥有 900 万平米背膜产能。同时公司在常州已获批 150 亩土地用于建设自己的工厂，预计 2013 年可将生产线搬至自有工厂。

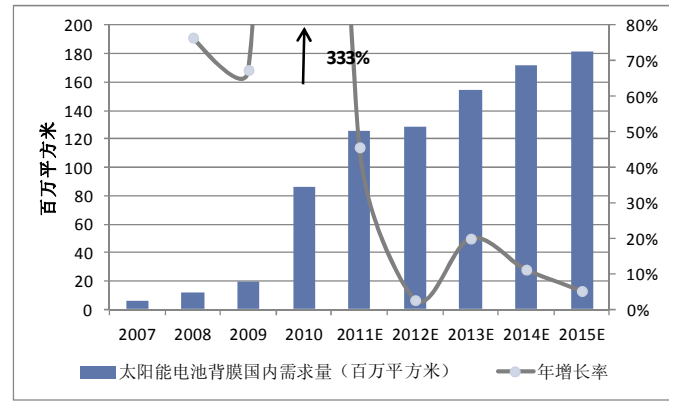
能够率先生产出质量媲美进口膜产品的国内太阳能背膜企业将获得先发优势，在这一细分市场上实现份额增长。我们认为回天胶业将成为这样的企业，国内前 15 大太阳能组件企业中三分之二是公司的太阳能封装胶客户，有利于公司背膜产品迅速切入市场，提升负荷，实现销售。我们预计公司 2011-2013 年太阳能背膜产量分别为 0.2、2.4、7 百万平米，2012-2013 年国内市场占有率分别达到 1.9%、4.5%，并贡献 2012/2013 年总收入的 16%/30%。

图表 28: 全球太阳能电池背膜市场规模预测



资料来源: 高盛研究预测、高华证券研究预测

图表 29: 中国太阳能电池背膜市场预测

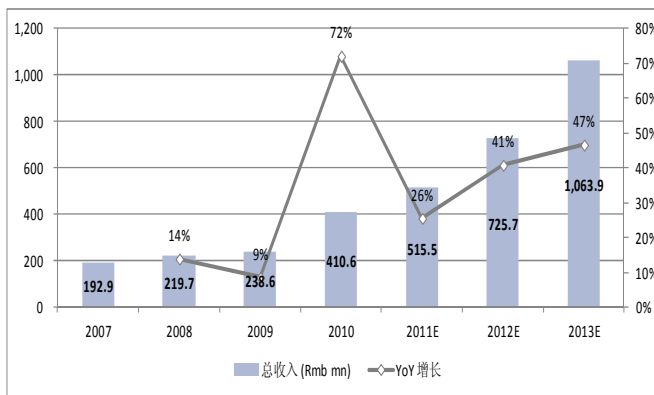


资料来源: 高盛研究预测、高华证券研究预测

## 财务分析: 收入、盈利、利润率和回报率分析

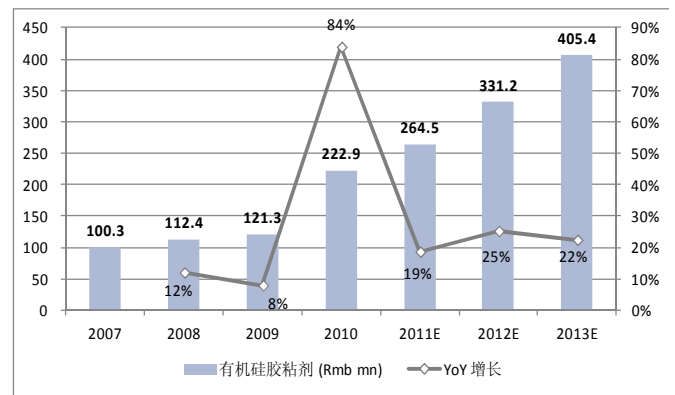
营业收入: 自 2010 年 1 月份登陆创业板以来, 公司 2010 年收入强劲增了 72%。我们预计回天 2011-2013 年收入年平均增长 44%, 主要产品 - 有机硅胶、聚氨酯胶、环氧树脂胶以及太阳能背膜 (2011 年新投产项目) 的年均复合增速分别为 24%、45%、43%和 467%。

图表 30: 公司收入增长, 2011-13 年预期年均复合增速为 44%



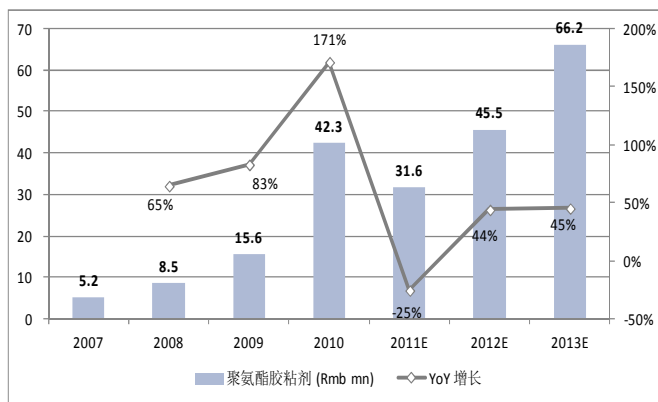
资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 31: 有机硅胶收入, 2011-13 年预期年均复合增速为 24%



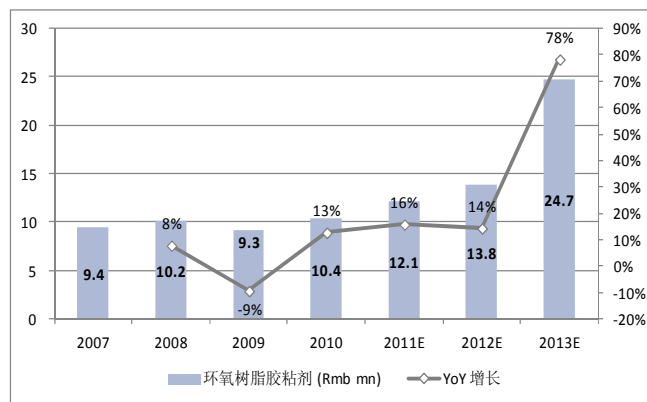
资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 32: 聚氨酯胶收入, 2011-13 年预期年均复合增速为 45%



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 33: 环氧树脂胶收入, 2011-13 年预期年均复合增速为 43%



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

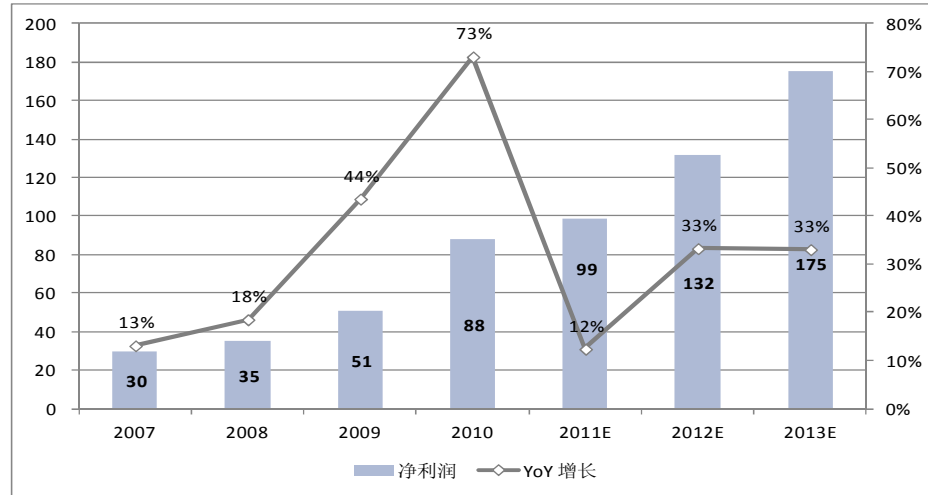
图表 34: 回天收入按产品分解

|                | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总收入 (Rmb mn)   | 193   | 220   | 239   | 411   | 515   | 726   | 1,064 |
| YoY 增速         |       | 14%   | 9%    | 72%   | 26%   | 41%   | 47%   |
| 有机硅胶 (Rmb mn)  | 100.3 | 112.4 | 121.3 | 222.9 | 264.5 | 331.2 | 405.4 |
| YoY 增速         |       | 12%   | 8%    | 84%   | 19%   | 25%   | 22%   |
| 占比             | 52.0% | 51.2% | 50.8% | 54.3% | 51.3% | 45.6% | 38.1% |
| 聚氨酯胶 (Rmb mn)  | 5.2   | 8.5   | 15.6  | 42.3  | 31.6  | 45.5  | 66.2  |
| YoY 增速         |       | 65%   | 83%   | 171%  | -25%  | 44%   | 45%   |
| 占比             | 2.7%  | 3.9%  | 6.5%  | 10.3% | 6.1%  | 6.3%  | 6.2%  |
| 丙烯酸酯胶 (Rmb mn) | 15.8  | 15.6  | 13.6  | 16.5  | 18.6  | 20.2  | 23.0  |
| YoY 增速         |       | -1%   | -13%  | 21%   | 13%   | 9%    | 14%   |
| 占比             | 8.2%  | 7.1%  | 5.7%  | 4.0%  | 3.6%  | 2.8%  | 2.2%  |
| 厌氧胶 (Rmb mn)   | 13.9  | 15.3  | 17.4  | 23.6  | 28.6  | 35.2  | 41.8  |
| YoY 增速         |       | 10%   | 14%   | 36%   | 21%   | 23%   | 19%   |
| 占比             | 7.2%  | 7.0%  | 7.3%  | 5.7%  | 5.5%  | 4.9%  | 3.9%  |
| 环氧树脂胶 (Rmb mn) | 9.4   | 10.2  | 9.3   | 10.4  | 12.1  | 13.8  | 24.7  |
| YoY 增速         |       | 8%    | -9%   | 13%   | 16%   | 14%   | 78%   |
| 占比             | 4.9%  | 4.6%  | 3.9%  | 2.5%  | 2.3%  | 1.9%  | 2.3%  |
| 太阳能背膜 (Rmb mn) | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 10.0  | 115.2 | 322.0 |
| YoY 增速         |       |       |       |       |       | 1052% | 180%  |
| 占比             | n.a   | n.a   | n.a   | n.a   | 1.9%  | 15.9% | 30.3% |
| 其他 (Rmb mn)    | 48.2  | 57.7  | 61.5  | 94.8  | 150.1 | 164.5 | 180.9 |
| YoY 增速         |       | 20%   | 7%    | 54%   | 58%   | 10%   | 10%   |
| 占比             | 25.0% | 26.3% | 25.8% | 23.1% | 29.1% | 22.7% | 17.0% |

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

盈利: 我们预计公司 2011-2013 年净利润年均复合增速为 33% (图表 35)。

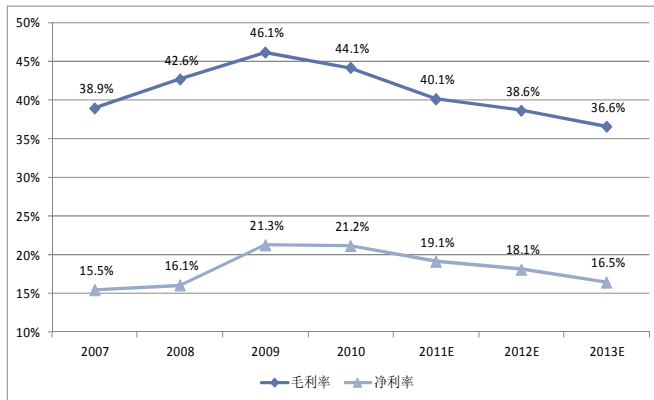
**图表 35: 我们预计回天 2011-2013 年预期净利润的年均复合增速为 33%**  
回天净利润增速, 2011E-2013E



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

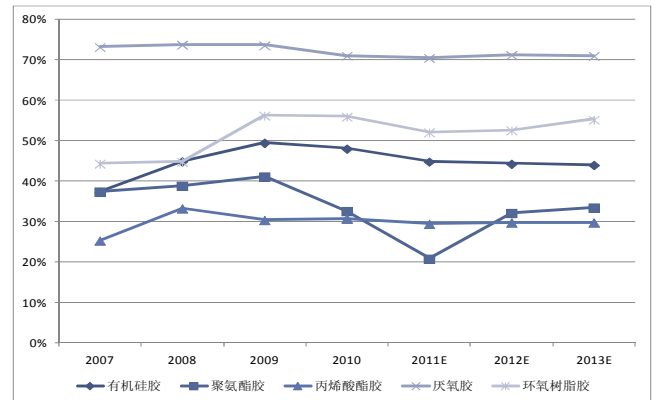
**利润率:** 2008 年至 2010 年公司产品毛利率较为稳定, 综合毛利率在 45% 左右。2011 年以来, 公司毛利率出现一定下滑, 主要由于原油价格走高、人工成本增加及下游行业产品如太阳能光伏组件、LED 组件价格回落。公司原材料占产品成本 90% 以上 (图表 39)。中长期看, 原材料成本未来将呈现稳中有升的基本趋势, 但考虑到公司相对高端的市场定位及终端客户较低的价格敏感度, 预计未来仍可保持 40% 左右的毛利率水平。

**图表 36: 我们预测在 2011-2013 年回天的毛利率及净利率有小幅下滑, 但仍维持高位**  
毛利率和净利率, 2007-2013E



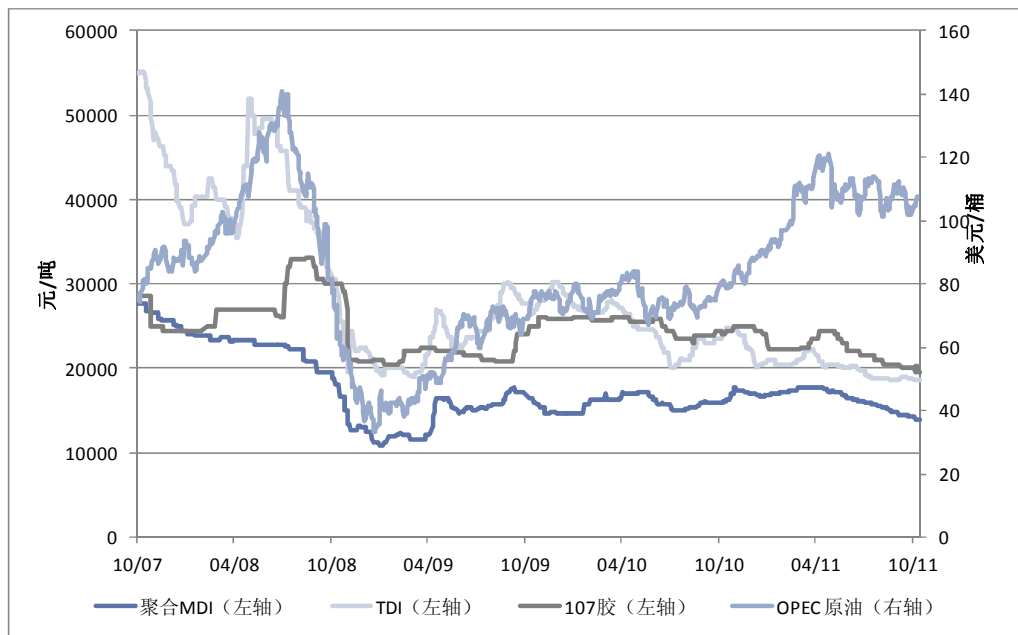
资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

**图表 37: 毛利率预测, 按产品划分**  
毛利率按产品分解, 2007-2013E



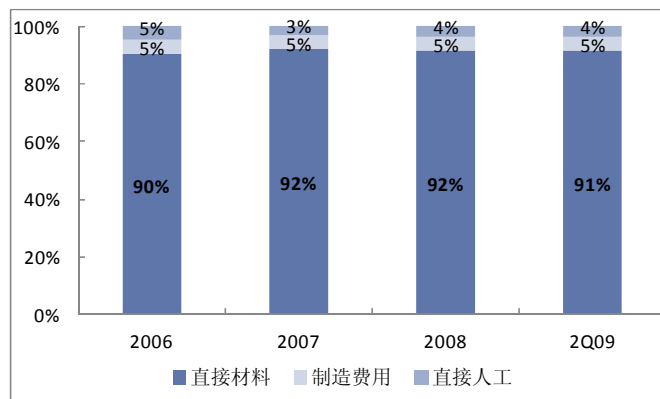
资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 38: 回天所需的主要原材料价格走势



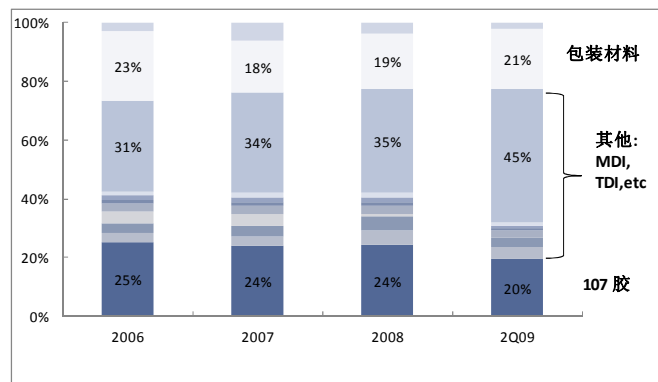
资料来源: 中华商务网、高华证券研究

图表 39: 产品成本结构分解, 2006-2009



资料来源: 公司数据、高华证券研究

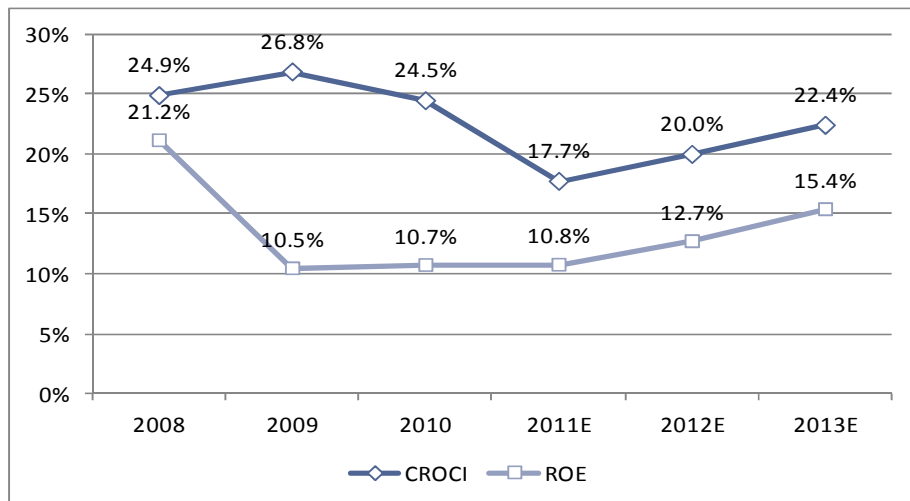
图表 40: 直接材料组成分解, 2006-2009



资料来源: 公司数据、高华证券研究

**回报率:** 我们预计, 在强劲的收入和利润增长的带动下, 公司回报率将改善, 2013年预期CROCI将升至22.4% (见图表41)。

**图表 41: 净资产回报率和 CROCI 趋势**  
 净资产回报率和 CROCI 趋势, 2008-2013E



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测; 注: CROCI 指“现金投入的现金回报”

## 盈利展望：强劲的利润率和市场份额上升将推动盈利增长

**盈利预测：**预计公司 2011 年净利润为人民币 9870 万元、2011-2013 年净利润的年均复合增速为 33%。对于国内胶粘剂企业而言，中高端市场的巨大空间和高附加值提供了足够的发展空间，关键在于技术的突破。回天胶业的研发能力、销售渠道在本土胶粘剂企业中首屈一指，有望在越来越多的领域逐步替代进口。我们预测公司 2011-2013 年预期每股盈利分别为人民币 0.93 元、1.25 元、1.66 元，净利润分别为人民币 9900 万元/1.32 亿元/1.75 亿元。

### 关键假设：

1. 汽车、太阳能等行业增长率参考高盛/高华行业预测数据。
2. 由于高铁建设目前处于停顿状态，且凸型台胶市场存在恶性竞争，2012 年/2013 年聚氨酯胶销量未考虑高铁市场。
3. 公司太阳能背膜 2011 年底形成 300 万平米产能；2012 年 3 季度建成 2 条合计 600 万平米生产线，2012 年底形成 900 万平米产能。
4. 作为高新技术企业，公司本部、上海、广州分公司 2011—2013 年享受 15% 的所得税率；但常州背膜公司所得税率为 25%。

图表 42: 回天主要财务数据假设

|           | 2007      | 2008    | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E     |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 高性能有机硅胶粘剂 | 销量/吨      | 2,301   | 2,560   | 2,625   | 5,090   | 6,050   | 7,500     |
|           | 单价(元/吨)   | 43,600  | 43,900  | 46,200  | 43,800  | 43,720  | 44,158    |
|           | 销售收入(百万元) | 100     | 112     | 121     | 223     | 265     | 331       |
|           | 毛利率       | 37.40%  | 44.94%  | 49.52%  | 48.08%  | 44.86%  | 44.32%    |
| 聚氨酯胶粘剂    | 销量/吨      | 167     | 280     | 503     | 1,750   | 980     | 1,360     |
|           | 单价(元/吨)   | 31,000  | 30,400  | 31,000  | 24,183  | 32,240  | 33,480    |
|           | 销售收入(百万元) | 5       | 9       | 16      | 42      | 32      | 46        |
|           | 毛利率       | 37.46%  | 38.93%  | 41.17%  | 32.68%  | 20.91%  | 32.21%    |
| 丙烯酸酯胶粘剂   | 销量/吨      | 273     | 295     | 283     | 302     | 325     | 350       |
|           | 单价(元/吨)   | 58,000  | 53,000  | 48,000  | 54,530  | 57,257  | 57,829    |
|           | 销售收入(百万元) | 16      | 16      | 14      | 16      | 19      | 20        |
|           | 毛利率       | 25.40%  | 33.33%  | 30.46%  | 30.82%  | 29.50%  | 29.85%    |
| 厌氧胶粘剂     | 销量/吨      | 71      | 86      | 89      | 117     | 135     | 185       |
|           | 单价(元/吨)   | 196,100 | 177,300 | 194,500 | 201,500 | 211,575 | 225,680   |
|           | 销售收入(百万元) | 14      | 15      | 17      | 24      | 29      | 35        |
|           | 毛利率       | 73.17%  | 73.74%  | 73.58%  | 71.02%  | 70.47%  | 71.21%    |
| 环氧树脂胶粘剂   | 销量/吨      | 262     | 283     | 218     | 240     | 270     | 300       |
|           | 单价(元/吨)   | 36,100  | 36,000  | 42,500  | 43,500  | 44,805  | 46,149    |
|           | 销售收入(百万元) | 9       | 10      | 9       | 10      | 12      | 14        |
|           | 毛利率       | 44.38%  | 44.86%  | 56.23%  | 55.96%  | 52.11%  | 52.58%    |
| 其他胶类产品    | 销量/吨      | 471     | 415     | 439     | 605     | 635     | 670       |
|           | 单价(元/吨)   | 45,500  | 54,700  | 47,200  | 52,300  | 54,392  | 57,530    |
|           | 销售收入(百万元) | 21      | 23      | 21      | 32      | 35      | 39        |
|           | 毛利率       | 41.55%  | 44.39%  | 52.28%  | 48.63%  | 45.67%  | 45.55%    |
| 太阳能电池背膜   | 销量/平方米    |         |         |         |         | 200,000 | 2,400,000 |
|           | 单价(元/平方米) |         |         |         |         | 50      | 48        |
|           | 销售收入(百万元) |         |         |         |         | 10.0    | 115.2     |
|           | 毛利率       |         |         |         |         | 10.00%  | 23.00%    |
| 其他非胶粘剂类产品 | 销量/吨      | 1,382   | 2,303   | 2,675   | 4,176   | 7,030   | 7,500     |
|           | 单价(元/吨)   | 18,867  | 14,966  | 14,000  | 14,800  | 16,200  | 16,524    |
|           | 销售收入(百万元) | 26      | 34      | 37      | 62      | 114     | 124       |
|           | 毛利率       | 30.68%  | 25.20%  | 28.10%  | 30.43%  | 28.18%  | 28.88%    |

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

## 估值：风险回报有吸引力，首次评级为买入

我们使用 PEG 方法估值，得出公司 12 个月目标价格为人民币 33.3 元。由于回天胶业是典型的高增长创业板公司，上市时间较短（2010 年 1 月登陆创业板），因此我们使用 PEG 方法对其进行估值。



我们的估值理据包括：(1) 我们预计回天胶业 2012 年至 2013 年净利润增速 33%；(2) 我们使用的可比公司目标 PEG 为 0.74 倍（对于高盛/高华尚未覆盖的公司，我们使用万得市场预测作为预测数据来源）；(3) 由于回天胶业所处的工程胶粘剂属行业中高端市场，市场附加值高，成长空间大，公司作为行业龙头，凭借强大的研发能力及销售网络，可以取得高于行业平均的增长，进一步享受行业升级优势。

我们基于此给予公司 10% 的溢价，并得出对于公司适用的 PEG 倍数为 0.81 倍。基于回天胶业的净利润增速及目标 PEG 倍数，我们得出公司 12 个月目标价格为人民币 33.3 元，隐含 19% 的潜在上升空间，对应 35.6 倍/26.7 倍的 2011/2012 年预期市盈率（见图表 43）。公司当前股价对应 29.9 倍/22.5 倍的 2011/2012 年预期市盈率。我们首次覆盖回天胶业并给予买入评级。

图表 43: 基于 PEG 的 12 个月目标价格计算

|                 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|
| 基本每股收益(Rmb)     | 0.93  | 1.25  | 1.66  |
| 2012-2013每股收益增速 |       | 33%   |       |
| 可比公司目标PEG       |       | 0.74X |       |
| 可比公司目标溢价        |       | 10%   |       |
| 目标PEG           |       | 0.81X |       |
| 目标PE            |       | 26.7X |       |
| 12个月目标价(Rmb)    |       | 33.3  |       |
| 当前价             |       | 27.99 |       |
| 潜在上行空间          |       | 19%   |       |
| 目标价对应2011PE     |       | 35.6X |       |
| 目标价对应2012PE     |       | 26.7X |       |

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

**交叉检验：**尽管 PEG 是我们主要的估值方法，但我们同时应用了市净率 vs. 净资产回报率以及市盈率等估值倍数对回天胶业的历史估值进行了交叉检验（图表 44）。图表 45-48 显示了公司 EV/GCI、市盈率、市净率和 EV/EBITDA 的历史估值。我们认为其他历史估值亦显示回天胶业目前的估值水平具有吸引力。

图表 44: 用多种估值方法对可比公司的历史表现进行测算：阿尔法绝对值表现

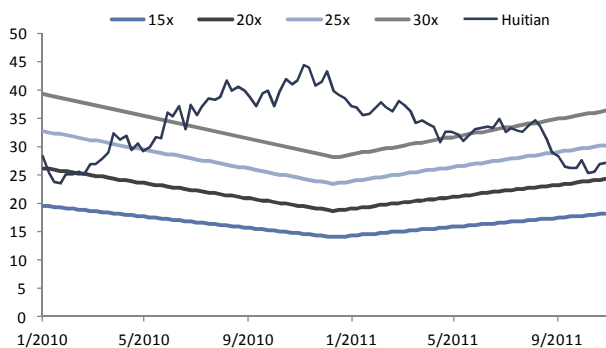
PEG 可以产生最高的阿尔法

|                                | PEG | P/B vs ROE | P/E |
|--------------------------------|-----|------------|-----|
| 做多可比公司股票年度平均阿尔法值 (2010-2011)   | 29% | 31%        | 40% |
| 做空可比公司股票年度平均阿尔法值 (2010-2011)   | 22% | 13%        | 11% |
| 做多做空可比公司股票年度平均阿尔法值 (2010-2011) | 55% | 46%        | 50% |
| R方                             | 30% | 23%        | 25% |

注：股票组合包括图表 1 中的可比公司。

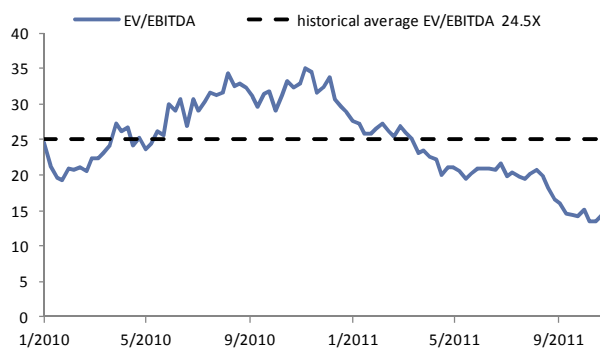
资料来源：Datastream、高华证券研究

图表 45: 回天当前股价对应 29.9 倍的 2011 年预期市盈率



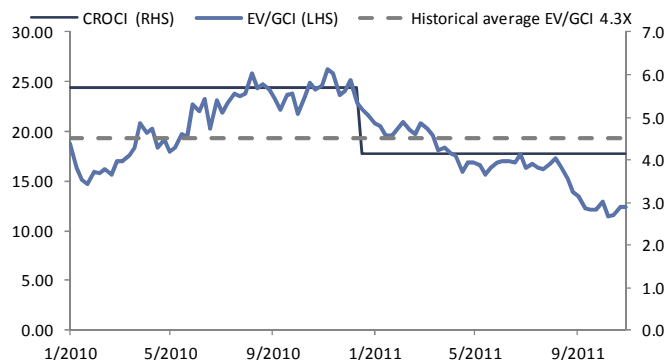
资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 46: 回天当前股价对应 20.2 倍的 2011 年预期 EV/EBITDA, 低于 24.5 倍的历史均值



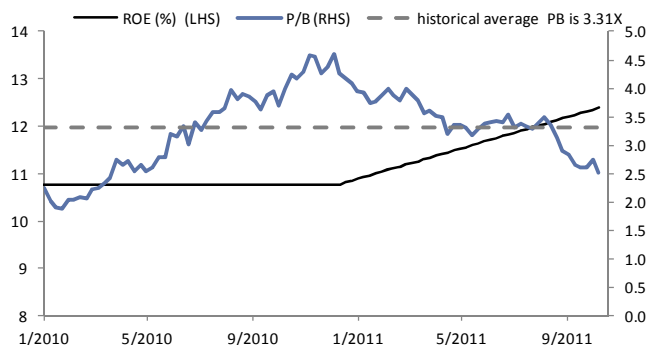
资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 47: 回天当前股价对应 3.5 倍的 2011 年预期 EV/GCI, 低于 4.3 倍的历史均值



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表 48: 回天当前股价对应 3.0 倍的 2011 年预期市净率, 低于 3.31 倍的历史均值



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

## 主要风险

1. 若国际油价大幅上涨，会造成公司原材料价格上涨，对毛利率造成负面影响；同时也可能影响到汽车销量，进而影响公司的有机硅胶（主要用于汽车业）需求。
2. 太阳能、风能发展对各国政府的支持、鼓励政策依赖较大，若各国政策发生变化，对公司相关产品销售将产生一定影响。
3. 目前太阳能行业低迷，太阳能电池背膜生产线销售、盈利状况短期存在不确定性。
4. 竞争：在公司所在的竞争领域，外国公司可能通过推出新产品或降价等方式从而阻碍公司产品进口替代的过程。

## 附录：公司概况

回天胶业主要从事各类工程胶粘剂研究、生产和销售，产品包括高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶等五大类（见图表 49）。公司胶粘剂产品目前主要应用于汽车制造及维修、电子电器、太阳能及风电、工程机械、高铁建设等领域；未来将向高铁车厢制造、风电叶片制造及船舶制造等领域延伸，分别占据 2010 年公司总收入的 41.7%、22.0%、20.7%、7.3%和 5.6%。

图表 49: 主要产品收入明细

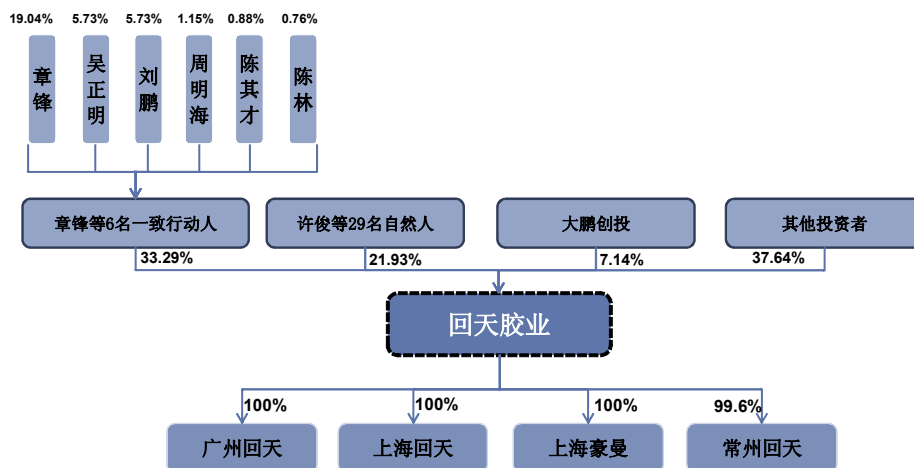
|                | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E   |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 总收入 (Rmb mn)   | 192.9 | 219.7 | 238.6 | 410.6 | 515.5 | 725.7 | 1,063.9 |
| 有机硅胶 (Rmb mn)  | 100.3 | 112.4 | 121.3 | 222.9 | 264.5 | 331.2 | 405.4   |
| 占比             | 52.0% | 51.2% | 50.8% | 54.3% | 51.3% | 45.6% | 38.1%   |
| 聚氨酯胶 (Rmb mn)  | 5.2   | 8.5   | 15.6  | 42.3  | 31.6  | 45.5  | 66.2    |
| 占比             | 2.7%  | 3.9%  | 6.5%  | 10.3% | 6.1%  | 6.3%  | 6.2%    |
| 丙烯酸酯胶 (Rmb mn) | 15.8  | 15.6  | 13.6  | 16.5  | 18.6  | 20.2  | 23.0    |
| 占比             | 8.2%  | 7.1%  | 5.7%  | 4.0%  | 3.6%  | 2.8%  | 2.2%    |
| 厌氧胶 (Rmb mn)   | 5.2   | 8.5   | 15.6  | 42.3  | 31.6  | 45.5  | 66.2    |
| 占比             | 7.2%  | 7.0%  | 7.3%  | 5.7%  | 5.5%  | 4.9%  | 3.9%    |
| 环氧树脂胶 (Rmb mn) | 9.4   | 10.2  | 9.3   | 10.4  | 12.1  | 13.8  | 24.7    |
| 占比             | 4.9%  | 4.6%  | 3.9%  | 2.5%  | 2.3%  | 1.9%  | 2.3%    |
| 太阳能背膜 (Rmb mn) | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 10.0  | 115.2 | 322.0   |
| 占比             | n.a   | n.a   | n.a   | n.a   | 1.9%  | 15.9% | 30.3%   |
| 其他 (Rmb mn)    | 48.2  | 57.7  | 61.5  | 94.8  | 150.1 | 164.5 | 180.9   |
| 占比             | 25.0% | 26.3% | 25.8% | 23.1% | 29.1% | 22.7% | 17.0%   |

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

公司是中国最大的工程胶粘剂生产商，在技术、产品质量及规模方面都具备领先优势。在未来的两到两年内，回天计划进入高铁车厢装配、风电叶片胶及船舶制造等市场。2011年10月公司建设的太阳能背膜项目顺利投产，进一步拓展了业务范围，使公司拥有工程胶粘剂和太阳能背膜两大产业。

2010年公司分红政策为10股送6股派6元，完成后总股本由6600万股增加为1.056亿股，其中可流通4964.4万股。公司实际控制人为章锋、吴正明、刘鹏、周明海、陈其才及陈林等六名“一致行动人”，合计持有3515万股，占总股本33.29%。公司实际控制人及核心技术人员和董事、监事、高管等绝大部分自然人股东上市时都进行了36个月的股份锁定承诺，股份解禁日期为2013年1月8日。值得注意的是公司第二大股东——大鹏创投今年初解禁以来多次减持公司股份，其持有股份从1255.16万股（除权前）减少为754.4万股，但继续保持第二大股东的地位。

图表 50: 2011 年三季度公司股权结构图



资料来源: 公司数据、高华证券研究

## 分析师申明

本人，魏涛，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

## Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

## GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

## 信息披露附录

### 主要分析师负责的股票研究范围

魏涛：亚洲化工行业

亚洲化工行业：中海化学、敦煌种业、丰乐种业、华鲁恒升、回天胶业、湖北宜化、扬农化工、金发科技、联化科技、利尔化学、隆平高科、盐湖股份、登海种业、诺普信、中化化肥、烟台万华、云天化、新安股份

### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：回天胶业 (Rmb28.38)

### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报**：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级**：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR)**：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

## 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或多头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

**北京高华证券有限责任公司版权所有 2011 年**

**未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。**