

# 回天胶业（300041）调研纪要：

## 内修外为，稳步增长

当前价格：16.20  
 目标价格：20.5  
 目标期限：6个月  
 评级：买入

研究员：何筱微  
 执业证书编号：S0910510120001  
 电话：021-62448067  
 Email：hexiaowei@casstock.com

研究支持：高高  
 电话：021-62448089  
 Email：gaogao@casstock.com

### 事件：

近日，我们与高管就公司的经营状况和未来规划进行了沟通，并实地考察了公司在湖北的生产基地。

### 分析和评论：

#### 1、回天胶业的下游需求领域

回天胶业是国内胶粘剂生产和研发领先企业，在湖北、上海、广州建有胶粘剂生产基地，在常州建有光伏背膜生产基地。其中中部切合大物流（汽车）、长三角切合新能源（风能、太阳能）、珠三角切合电子（LED等）区域发展优势。

2011年，公司在汽车工业、电子电器、新能源、工程机械领域的销售额同比分别增长了27.74%、4.19%、7.50%、3.80%。

图表1：回天胶业2011年经营结构

业务名称		营业收入 (万元)	收入比例	营业成本 (万元)	成本比例	利润比例	毛利率
按行业	汽车工业(制造和维修)	21750	48.35%	13330	48.70%	47.81%	38.71%
	新能源	10052	22.35%	5905	21.58%	23.54%	41.25%
	电子电器	9371	20.83%	5916	21.61%	19.62%	36.87%
	工程机械	3086	6.86%	1548	5.66%	8.73%	49.83%
	其他	723	1.61%	671	2.45%	0.30%	7.30%
按产品	有机硅胶	25774	57.30%	14615	53.40%	63.36%	43.29%
	其他胶类产品	8314	18.48%	4348	15.88%	22.52%	47.71%
	非胶类产品	7179	15.96%	5155	18.84%	11.49%	28.19%
	聚氨酯胶	3715	8.26%	3251	11.88%	2.63%	12.49%
按地区	华东	18954	42.14%	-	-	-	-
	华北	5636	12.53%	-	-	-	-
	华南	5464	12.15%	-	-	-	-
	华中	4807	10.69%	-	-	-	-

	西南	4062	9.03%	-	-	-	-
	西北	3063	6.81%	-	-	-	-
	东北	2937	6.53%	-	-	-	-
	境外	60	0.13%	-	-	-	-

资料来源：公司年报，航天证券研发部

汽车工业仍是公司最主要的下游领域。中国汽车工业协会统计，2011年汽车产销量分别为1841.89万辆和1850万辆，并预测2012年汽车销量约为2000万辆，增长率在8%左右。公安部数据，2011年我国汽车保有量市场达到10579万辆，同比增长16.43%。公司在维修市场占有的份额较高，继续提升的空间有限，**但汽车保有量的增长会带来维修用胶市场容量的扩大**，汽车保有市场的维修用胶对应的需求为0.6吨/万辆。**过去公司在整车领域的市场尚处在载重货车领域，目前正在逐渐进入到客车生产领域，已成功获得神龙小汽车用胶的订单。**汽车用胶对价格不敏感，但对质量要求较高，各品牌汽车厂商对供胶商有非常严格的资质认证体系，公司将加大研发和销售的投入，以期加大在整车领域用胶的进口替代，尤其是合资品牌。

电子电器行业增长前景乐观。随着国家加大对节能家电的投入加大，LED等产业发展前景看好，公司是LED封装领域的领先企业。

**新能源领域仍在放量。在风能领域**，2010年我国风电总装机容量为44733MW，仅占总电力装机容量的2%，潜力巨大。根据风力发电科技十二五专项规划，“十二五”期间，国家将建设6个陆上和2个海上及沿海风电基地，风电新增装机70000MW以上，风力发电用胶需求0.08吨/MW装机容量。**在太阳能领域**，预计2012年我国太阳能电池产能将超过40GW，产量将超过24GW，依然占到全球的半壁江山，光伏组件的用胶需求为1吨/GW。2010年国内太阳能装机容量为1.5GW，十二五规划太阳能装机容量达到15GW，将拉动国内市场的发展。尽管欧洲减少了对光伏产业的补贴，而美国又提高了关税，市场上对新能源领域的需求较为悲观。但我们可以从另一方面考虑，产业的发展不可能一直依附在政府的扶持上，欧美多年鼓励和扶持已引导众多资本投入其中，产业发展具有良好的支撑。美国提高关税，并非禁止对其出口，只是在成本上会有所推高，目前光伏产业整体过剩，提高关税会进一步倒逼国内企业优胜劣汰。行业格局长期向着健康的方向发展，有助于竞争力强的公司抢占市场份额。回天在新能源领域的用胶市场仍在不断开拓中。

**工程机械行业最大的变量在于高铁领域。**2011年公司聚氨酯生产高铁凸形用台产量有所下滑，一方面是政府在高铁生产的投入突然喊停，另一方面由于这一块存在恶性竞争、毛利较低、账款回收慢，公司也没有全力争取。2011年聚氨酯胶的产能达到3750吨，但产量仅1000多吨，低于2010年水平。高铁轨道水泥枕、铁轨和地基之间的连接均以聚氨酯弹性体填隙、密封，一则使连接稳固，不因受气候变化而位移，二则可以起到防震和消除噪音的作用，每公里双轨无砟轨道约消耗聚氨酯封灌胶黏剂7吨。高速列车的生产对聚氨酯胶黏剂也有较大的需求，聚氨酯在车辆上承担着玻璃粘结、地板粘结、嵌缝填充、密封防水等各种不可少的作用。按照动车组CRH3为例，单节车厢用聚氨酯约84.07L折算约合109.3千克。国家在高铁领域的投资再次启动，2012年1、2季度，回天胶业在高铁领域的订单已有所恢复，未来高铁投入增加可能带来的订单增长还有待于招标竞标情况。即使不考虑2012年聚氨酯胶的新增产能，我们假设2011年末3750万吨聚氨酯胶产能利用率能达到2010年的水平即60%，产量相比于2011年也能实现翻番。公司聚氨酯胶在2010年的毛利为32.7%，2011年由于产量下降未能有效分摊固定成本毛利率仅为12.5%，2012年随着产量增长毛利

率大概率回升，按 15% 测算，今年的聚氨酯用胶保守估计能增厚 EPS0.07 元，相对于 2011 年 EPS 即有 10% 的增量。

图表 2: 回天胶业产能增长情况

产能统计 (吨)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>有机硅胶</b>	<b>2,805</b>	<b>6350</b>	<b>6350</b>	<b>7600</b>	<b>8850</b>
襄阳	2,805	2600	2600	2600	3850
上海(3 条线)		2500	2500	3750	3750
广州(1 条线)		1250	1250	1250	1250
<b>聚氨酯胶</b>	<b>1,650</b>	<b>2900</b>	<b>3750</b>	<b>8400</b>	<b>8400</b>
襄阳	1,650	2900	3750	8400	8400
<b>太阳能背膜 (万平米)</b>			<b>300</b>	<b>900</b>	<b>900</b>
常州			300	900	900

资料来源: 公司公告, 航天证券研发部

图表 3: 回天胶业细分市场情况

			销售占比	细分市场 占有率	乐观	中性	悲观
高性能有机硅胶	汽车行业	制造	13.0%	12%	8%	5%	3%
		维修	45.2%	30%	12%	10%	8%
	可再生能源	风能	8.2%	32%	8%	5%	3%
		太阳能	5.4%	6%	5%	3%	1%
	LED 封装		14.5%	32%	8%	5%	3%
	其他		16.9%	-	8%	6%	4%
	整体		100.0%	-	10%	7%	5%
聚氨酯胶	汽车行业		75.4%	2%	11.10%	8.88%	6.88%
	其他行业		24.6%	-	8%	6%	4%
	整体		100.0%	-	10.3%	8.2%	6.2%
丙烯酸酯胶	汽车行业		86.1%	23%	11.10%	8.88%	6.88%
	其他行业		13.9%	-	8%	6%	4%
	整体		100.0%	-	10.7%	8.5%	6.5%
厌氧胶	汽车行业		79.1%	12%	11.10%	8.88%	6.88%
	其他行业		20.9%	-	8%	6%	4%
	整体		100.0%	-	10.5%	8.3%	6.3%
环氧树脂胶	汽车行业		71.0%	8%	11.10%	8.88%	6.88%
	其他行业		29.0%	-	8%	6%	4%
	整体		100.0%	-	10.2%	8.0%	6.0%

注: 随着新市场的开拓, 各胶种的下游结构会发生变化, 在聚氨酯领域尤其明显。行业增速预测仅作参考, 下游增速快公司产品开拓市场容易程度提升, 但重点还受到公司投入力度的影响。

资料来源: 航天证券研发部

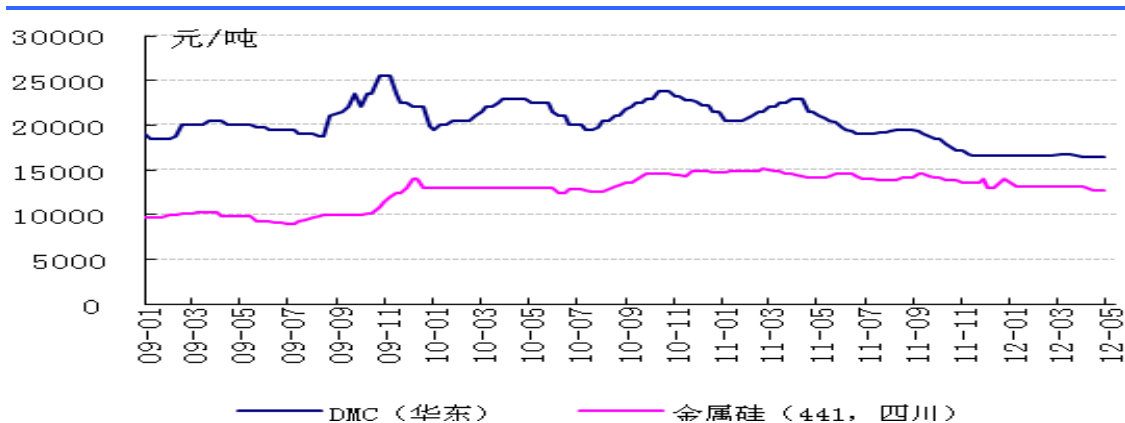
## 2、光伏背膜项目

目前公司光伏背膜的产能为 300 万平米，另有两条线拟扩建中，建成后总产能将达到 900 万平米。公司投资光伏背膜的出发点主要有两点：（1）光伏背膜下游客户与胶粘剂部分客户资源重合；（2）光伏背膜的生产中氟膜和 PET 膜在技术上都相对较为成熟，公司对胶黏剂有着更深刻的理解，生产具有相对优势。常州回天第一套 300 万平米生产线的建设于 2011 年 10 月底进行试生产，基本达到预定可使用状态，目前该生产线能够实现正常生产和销售。另外在建两套生产线的进展，从公司 3 月 22 日的公告内容来看，对常州回天出资扩建太阳能电池背膜生产线项目尚在可行性研究中。

### 3、胶粘剂原料成本有所下降

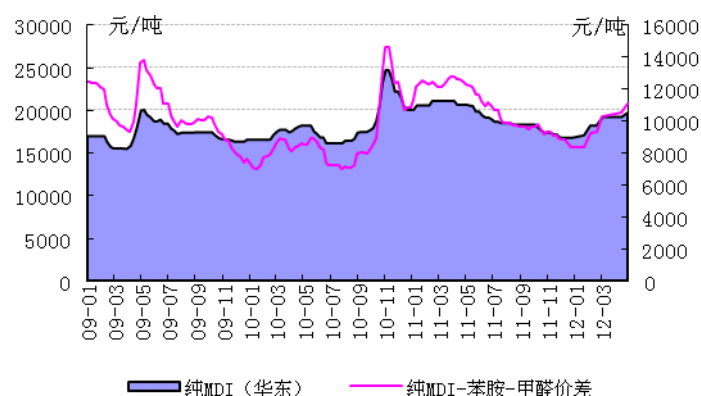
有机硅胶的生产原料主要是 107 胶，从有机硅的价格变化趋势来看，有机硅胶的生产成本同比有所下降。聚氨酯的主要原料是 MDI 和乙二醇，MDI 的价格相对稳定，乙二醇价格同比处于低位，聚氨酯胶的成本相应也有所下降。

图表 3：有机硅胶原料成本下降



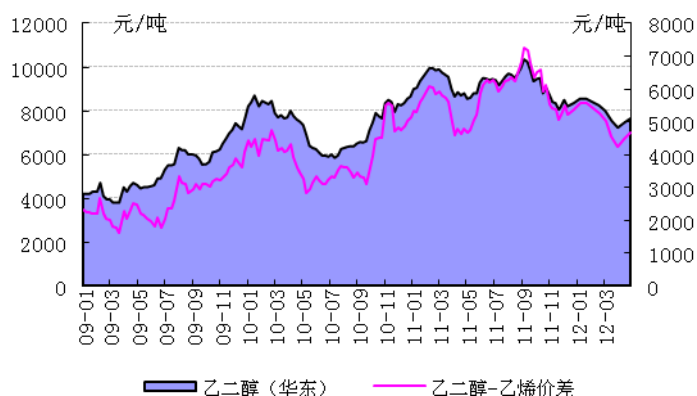
资料来源：隆众石化，航天证券研发部

图表 4：MDI 价格相对稳定



资料来源：国家统计局，航天证券研发部

图表 5：乙二醇价格下降



资料来源：中国化工信息中心，航天证券研发部

### 4、公司强化对销售和研发的投入，费用控制方面得以加强

公司的发展战略在于注重研发和销售的投入，巩固公司在研发、营销和管理团队方面的核心竞争力。公司通过制度设计，建立了研发、营销、管理等分专业、分层次的年轻团队，公司制订了《激励基金管理制度》等制度，建立了健全的动态激励与约束相结合的中长期激励机制。2011年，公司对人力资源进行了整合，对不符合岗位要求的员工进行了培训、转岗或淘汰，并引进了新鲜血液，在销售费用和管理费用方面有了较大增长，今年预计在费用控制方面会有较大改善。公司一直注重在研发方面的投入，这也是公司保持技术领先和不断进步的主要原因。2011年研发投入2084万元，占营业收入的4.57%。

## 5、投资建议

预计2012年-2013年的业绩分别为0.82和0.95元，2012年业绩增长空间为25%，目前对应的PE水平为19.7倍。按照25倍的估值中枢，给予20.05的目标价，给予买入评级。

## 附注：财务预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	689	621	740	833	936	<b>营业收入</b>	414	456	644	815	1005
现金	494	365	400	400	400	营业成本	231	281	414	531	658
交易性投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加	2	3	2	2	3
应收票据	14	40	56	71	87	营业费用	39	46	58	73	90
应收款项	40	63	61	77	95	管理费用	51	63	77	98	121
其它应收款	4	5	5	6	7	财务费用	-6	-12	2	4	6
存货	71	88	130	167	207	资产减值损失	2	2	0	0	0
其他	67	60	88	113	140	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	224	320	387	454	520	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	95	73	92	107	127
固定资产	174	201	288	374	459	营业外收入	9	11	11	11	11
无形资产	18	36	32	29	26	营业外支出	1	0	1	1	1
其他	32	83	67	51	35	<b>利润总额</b>	103	84	102	118	138
<b>资产总计</b>	914	941	1127	1287	1456	所得税	15	12	15	18	21
<b>流动负债</b>	64	53	152	213	265	净利润	88	72	87	100	117
短期借款	0	0	89	135	171	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	20	24	36	46	57	归属于母公司净利润	88	72	87	100	117
预收账款	15	18	17	21	27	<b>EPS (元)</b>	1.33	0.68	0.82	0.95	1.11
其他	29	10	10	10	10	<b>主要财务比率</b>					
<b>长期负债</b>	5	11	11	11	11		2010	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	0	0	0	0	0	<b>年成长率</b>					
其他	5	11	11	11	11	营业收入	74%	10%	41%	27%	23%
<b>负债合计</b>	69	63	163	223	275	营业利润	82%	-23%	25%	17%	19%
股本	66	106	106	106	106	净利润	73%	-18%	20%	15%	17%
资本公积金	570	530	530	530	530	<b>获利能力</b>					
留存收益	208	241	327	427	544	毛利率	44%	39%	36%	35%	35%
少数股东权益	0	1	1	1	1	净利率	21%	16%	13%	12%	12%
母公司所有者权益	844	882	963	1063	1180	ROE	10%	8%	9%	9%	10%
<b>负债及权益合计</b>	914	946	1127	1287	1456	ROIC	9%	6%	8%	8%	8%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	8%	7%	14%	17%	19%
<b>经营活动现金流</b>	51	9	21	32	44	净负债比率	0%	0%	8%	10%	12%
净利润	0	0	87	100	117	流动比率	1077%	1173%	486%	392%	354%
折旧摊销	0	0	7	7	8	速动比率	966%	1006%	400%	313%	276%
财务费用	0	0	2	4	6	<b>营运能力</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
营运资金变动	0	0	-73	-86	-95	存货周转率	3.7	3.5	3.8	3.6	3.5
其它	0	0	-1	7	8	应收帐款周转率	13.5	8.9	10.4	11.9	11.7
<b>投资活动现金流</b>	-105	-108	-74	-74	-74	应付帐款周转率	11.0	12.6	13.8	13.0	12.8
资本支出	0	0	-74	-74	-74	<b>每股资料 (元)</b>					
其他投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.33	0.68	0.82	0.95	1.11
<b>筹资活动现金流</b>	-83	-29	88	42	30	每股经营现金	0.77	0.08	0.20	0.31	0.42
借款变动	0	0	89	46	36	每股净资产	12.8	8.4	9.1	10.1	11.2
普通股增加	0	0	0	0	0	每股股利	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股利分配	0	0	0	0	0	PE	12.2	23.8	19.7	17.1	14.6
其他	0	0	-2	-4	-6	PB	1.3	1.9	1.8	1.6	1.4
<b>现金净增加额</b>	-137	-128	35	0	0	EV/EBITDA	3.0	4.3	2.7	2.3	1.9



### 具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

### 投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

### 免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

### 风险提示:

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: [www.casstock.com](http://www.casstock.com)