

## 胶粘剂行业

报告原因：公司调研

2013年6月28日

市场数据：2013年6月27日

总股本/流通股本(亿)	1.69/1.24
收盘价(元)	9.43
流通市值(亿元)	11.72

基础数据：2013年3月31日

资产负债率	11.45%
毛利率	38.36%
净资产收益率(摊薄)	2.38%

### 相关研究

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

助理研究员：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 回天胶业 (300041)

首次

汽车维修类渠道为王，产品线拓宽成增长动力

增持

公司研究/调研简报

### 投资要点：

① **一季度销售情况良好。**公司整车制造领域上半年除二月以外，较去年回暖趋势明显，主要增长动力是来自客户的降成本需求和公司对小轿车市场的开发成效显著；汽车维修市场渠道产品线拓宽、铺货情况良好，符合预期，下半年将进一步实施渠道发展战略；太阳能电池背膜收入稳定，供货以中型企业为主，订单采取少量多次发货形式保证回款。

② **小轿车领域为空白市场，成整车制造新增长动力。**公司2012年商用车和客车领域产品销售增长速度放缓，此前从未涉及的小轿车领域有所突破。由于国内小轿车行业多以中外合资形式组建，生产技术也来自国外，包括胶粘剂在内的配件在设计方案中已有指定品牌。目前合资企业中的小轿车组建胶粘剂指定品牌基本为进口品牌，对国产品牌认知度不高也是进入壁垒之一。

③ **以国产品牌为突破口，深耕小轿车市场。**公司今年通过与湖北当地国产品牌神龙汽车的合作希望以此为标志性工程，也是进入小轿车胶粘剂领域的突破口，在维持大型商用车和客车的市场份额的基础上，深耕小轿车市场。据统计，神龙公司每年用胶量约1.5亿元，是整车市场主要收入增长动力来源之一。神龙汽车的新车型已经在2012年批量使用了公司产品。公司以战略目的第一为宗旨服务大客户，提供技术和生产供货上的全力配合，希望能够把标志性工程做好，维护大客户的基础上提高品牌认知度，为进一步开拓中外合作品牌小轿车领域提供平台和支持。

④ **汽车维修市场渠道为王。**汽车维修市场普遍存在集中度低、胶粘剂消耗量少、产品质量可识别度低等特点。所以经销商分销形式是胶粘剂进入汽车维修市场最有效的销售渠道。公司建立汽车维修市场分销渠道较早，渠道优势明显，经销网络相对较为健全，全国有各领域经销商1000家左右。目前汽车维修市场份额占公司销售收入的一半以上。

⑤ **充分利用渠道优势拓宽产品线。**在汽车维修市场上的养护用品分类种类较多：有蜡及脱蜡用品、清洗剂、油漆、涂料、膜用品、润滑油等油品、粘合剂与密封胶用品等。其中胶粘剂市场容量相对有限，而且产品质量达到整车市场水平的胶粘剂使用周期长，消耗量小，所以增长潜力也有限。所以公司利用多年经营的渠道优势，以贴牌生产和代理的形式引进加宽产品线。不仅增加收入和盈利来源，同时也完善经销渠道产品线，以此提升品牌效应和提高经销商依赖度。2013年一季度通过代工贴牌产品销售和回款情况良好，并且能在此基础上保持一定盈利能力。

- ④ **进军高端建筑类用胶。**建筑类胶粘剂相较汽车类的胶粘剂毛利率较低，由于建筑类胶粘剂市场的崛起，公司利用拳头产品有机硅胶进入建筑市场，主要从事幕墙类的高端胶类的生产销售。主要营销团队来自外资和国内上市公司的 14 个精英为主，也是导致一季度管理费用提高的原因。
- ④ **稳健扩张太阳能电池背膜销售。**公司的太阳能背膜于 2012 年二季度投产。当年销量为 170 万平方米，总规划产能达 1200 万平方米。目前产品良率已经接近 90%。公司主要针对中小厂商供货，采取少量多批次形式保证货款回收，同时也避开了大型厂商破产导致的大规模坏账风险。公司销售光伏产品。
- ④ **盈利预测和评级。**考虑公司主营的胶粘剂业务在整车市场找到国产小轿车汽车品牌这个突破口，另外在汽车维修市场利用成熟的分销渠道这个独有的优势扩充产品线，增加收入的同时提高经销商依赖性；此外，太阳能电池背膜针对中小型厂商的保守发展战略已经为公司成功避免了坏账风险，在未来公司将继续以稳健为基础扩大产销规模；因此我们认为可以给予 22 倍市盈率及“增持”的评级。
- ④ **风险提示。**整车市场中外合资品牌品牌壁垒过高，品牌认知度积累不够导致进入受阻；全球光伏市场供需、贸易状况继续恶化导致国内各组件厂商开工率进一步降低。



## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。