

证券研究报告

业务布局完善，下游多点开花，2014 值得期待

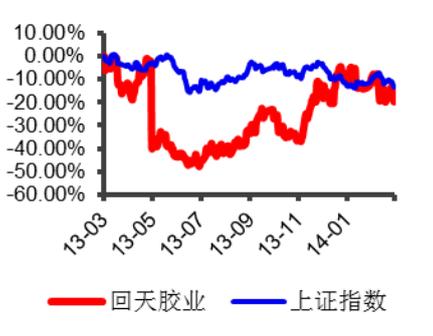
化工新材料

2014 年 3 月 11 日

——回天胶业（300041.SZ）深度报告

评级：维持“推荐”评级

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《回天胶业临时公告点评：业绩符合预期，背膜是最大驱动力》2014/1/22

《回天胶业业绩快报点评：2013 年业绩符合预期，2014Q1 延续高增长》

2014/2/25

报告作者：

杨春柳

执业证书编号：S0590512080001

联系人：

石亮

电话：0510-82832380

Email: shil@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

投资要点：

- 国内工程胶黏剂龙头。公司是国内工程胶黏剂龙头企业，产品主要包括有机硅胶和聚氨酯胶等，所生产各类工程胶黏剂以中高端产品为主，是行业中为数不多的拥有国际、国内先进技术和自主知识产权的国内工程胶黏剂企业。
- 胶黏剂行业空间大，发展快，集中度低。2015 年我国胶黏剂和工程胶黏剂的需求量将分别达到 717 万吨和 73 万吨，产值分别达到 1038 亿元和 230 亿元；2004~2011 年我国胶黏剂产量复合增速为 12%，2006~2012 年工程胶黏剂产量的复合增速达到 16.2%。目前我国胶黏剂市场还是以中小企业为主，据不完全统计我国胶黏剂生产企业达 3500 多家，年销售收入达 5000 万元以上的企业不足百家；国内专业生产工程胶黏剂的企业有 280 多家，但年销售收入在 5000 万元以上只有 30 家左右。无论从行业的发展空间、发展速度和集中度来看，回天胶业都面临较好的发展机遇。
- 以汽车行业为支撑，电子电器、高铁和建筑等领域用胶齐头并进，看好公司 2014 年工程胶黏剂的销售增长。公司有机硅胶在汽车维修领域稳定保持市场占有率第一，目前公司已进入神龙汽车原厂胶供应体系，示范作用突出，未来有望加速推进汽车原厂胶业务。2014 年，LED 和高铁建成里程都将快速增长，公司 LED 灌封胶和无砷轨道聚氨酯胶销量有望快速增长；2013 年公司开始涉足建筑领域用胶，并取得 2000 万左右的销售收入，2014 年公司建筑用胶有望取得更大突破。
- 光伏回暖，公司太阳能背膜业务高速增长。近 3 年太阳能背膜进口替代快速进行，2013 年我国背膜进口占比从 2011 年的 90% 下滑至 30%。我们判断 2014 年全球背膜行业较为景气，我国背膜供需偏紧，公司 2014 年的背膜销量有望达到 900 万平方米。
- 估值与评级。预计公司 13-15 年 EPS 为 0.51、0.64 和 0.73 元，对应当前的股价 14.0，PE 分别为 27.7X、22.0X、19.1X。参考公司的历史估值和可比上市公司的估值水平，我们认为给予公司 28~32 的市盈率较为合理，目标价格区间 17.9~20.5，维持“推荐”评级。

目 录

目 录.....	2
1、公司简介---国内工程胶黏剂龙头.....	3
1.1、历史沿革及股权结构.....	3
1.2、有机硅胶是公司的支柱产品，聚氨酯胶和背膜营收占比将上升.....	3
1.3、公司营收稳定增长，净利润经历两年下滑后重拾增长.....	4
1.4、布局中、东、南，打造市场零距离.....	5
1.5、原材料价格波动影响公司短期毛利率，但长期影响较小.....	5
2、胶黏剂行业：空间大、发展快、集中度低.....	6
2.1、2015年我国胶黏剂市场规模将超千亿.....	7
2.2、行业集中度低，看好龙头企业的发展.....	8
2.3、工程胶黏剂市场呈现三段式金子塔结构.....	9
3、以汽车行业为支撑，多领域齐头并进.....	9
3.1、汽车制造及维修领域用胶将稳定增长.....	10
3.2、电子电器行业用胶种类较多，看好LED封装胶的发展.....	12
3.3、新能源领域，看好光伏用胶需求量的增长.....	13
3.4、未来两年高铁建设将提速，公司聚氨酯胶产能利用率将上升.....	14
3.5、公司开始涉足建筑用胶，未来值得期待.....	15
4、光伏回暖，公司太阳能背膜业务高速增长.....	16
4.1、国内背膜企业迅速成长，进口替代快速进行.....	17
4.2、光伏行业明显复苏带动背膜需求强劲增长.....	17
4.3、2014年全球背膜较为景气，我国背膜供需偏紧.....	17
4.4、2014年公司背膜销量有望达到900万平米.....	19
5、强大的技术实力和销售网络保障未来发展.....	20
5.1、研发投入大，实力强，机制活.....	20
5.2、平面型销售网络有利于公司把握核心客户.....	21
6、盈利预测及估值.....	21
7、风险提示.....	22

1、 公司简介---国内工程胶黏剂龙头

公司前身为襄樊胶粘技术研究所，公司自成立以来一直专注于工程胶黏剂行业，主要生产高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶，目前有机硅胶的产能为 0.8 万吨左右，聚氨酯胶的产能也为 0.8 万吨左右，其他胶黏剂的产能为 0.2 万吨左右，共计胶黏剂产能 1.8 万吨，是我国工程胶黏剂领域的龙头企业。公司的产品主要应用于汽车制造及维修、电子电器、机械制造、脱硫环保、风力发电设备制造、太阳能电池板制造、高铁无砟轨道、动车组高速车箱组装等。

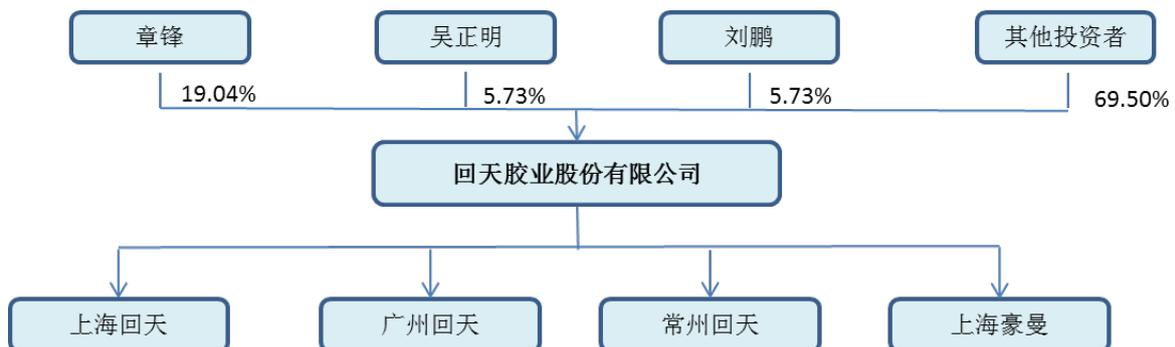
2011 年公司成立常州回天子公司，开始涉足太阳能电池背膜行业，2011 年 10 月建成 300 万平方米的产能，2012 年第二条产线建成，目前拥有 600 万平方米的产能，第三条 300 万平米的产线正在建设，预计 2014 年下半年投产，届时将形成 900 万平米的产能。

同时公司借助在汽车维修用胶领域的高市占率及 600 多家合作经销商的渠道优势，销售一些汽车养护产品，目前该产品占公司营收的比例在 15% 左右。

1.1、历史沿革及股权结构

公司的前身是湖北襄樊胶黏剂技术研究所，2004 年通过整体改制成立为股份有限公司，于 2010 年 1 月 8 日登陆深交所创业板。目前章峰先生持有公司 19.04% 的股权，为公司的实际控制人。截止到 2013 年第三季度，公司的股权结构如下。

图表 1: 回天胶业股权结构



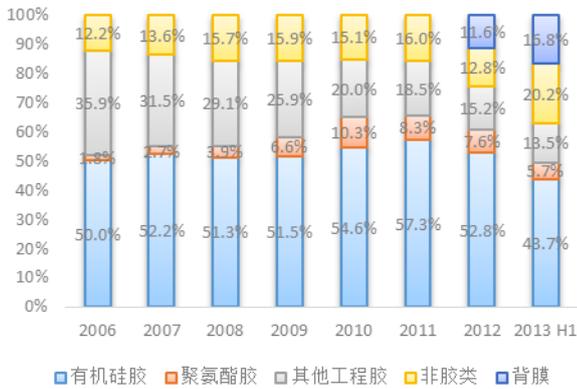
数据来源：公司公告 国联证券研究所

1.2、有机硅胶是公司的支柱产品，聚氨酯胶和背膜营收占比将上升

有机硅胶是公司的支柱产品，历年来占公司营业收入的 50% 左右，同时毛利率非常高，近几年都在 42% 以上。聚氨酯胶是公司大力发展的另一胶种，由于下游高铁需求放缓，目前占公司营业收入的比重并不高，只有 6~10%，未来随着我

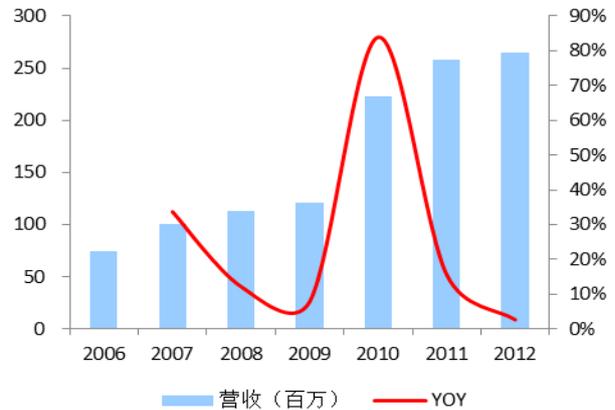
国高铁建设的恢复，其占比会逐步上升；背膜业务是公司新开发的业务，其下游光伏行业目前处于浴火重生的恢复期，2013年，特别是下半年，背膜的下游需求非常旺盛，公司背膜业务的营收占比有望持续提升。

图表 2: 公司最近几年主营业务收入构成



数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 3: 有机硅胶销售收入及增速

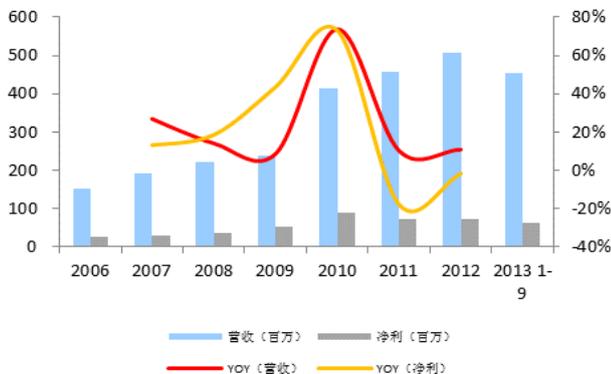


数据来源: Wind 国联证券研究所

1.3、公司营收稳定增长，净利润经历两年下滑后重拾增长

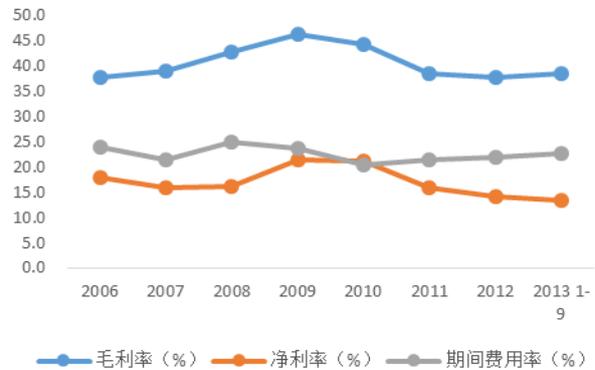
公司 2006~2012 年的营业收入维持稳定增长，期间复合增长率达到 22%，2013 1-9 其营收同比增长同样超过 20%；公司净利润在 2006~2012 年的复合增速为 18%。近两年公司受募投项目投产后，产能利用率下降，折旧费用增加的影响，毛利率出现较大下滑，同时公司管理费用上升较快，导致公司 2011 年和 2012 年的净利润出现小幅下滑，2013 1-9 月在下游持续向好的情况下，净利润开始恢复增长，2013 1-9 月净利润同比增长 4.27%，我们预计未来随着公司背膜业务的放量以及聚氨酯胶产能利用率的上升，公司的净利润有望重回较快增长通道。

图表 4: 公司营收、净利及增速



数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 5: 公司净利率、毛利率和期间费用率的情况



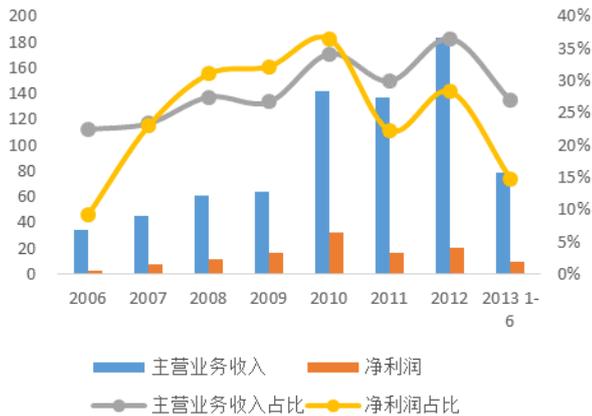
数据来源: Wind 国联证券研究所

1.4、布局中、东、南，打造市场零距离

目前公司有三个胶黏剂生产基地，分布在襄阳、广州和上海，覆盖中部、华东、华南三大市场。襄阳基地产品主要应用在陆、海、空交通领域；上海基地的产品主要应用于可再生能源（主要是太阳能）和电子电器领域；广州基地的产品主要应用于电子电器领域。广州、上海基地贴近下游客户，能够降低物流成本，同时与客户保持良好的沟通，更好的服务客户。

华东地区是我国太阳能产业的集中区，江浙沪三地的太阳能企业产能占全国的 60% 以上。2012 年上海回天营业收入占公司营业收入的比重达到 36.5%，贡献净利润占比 28.3%。广东是我国电子电器、LED 产业发展的中心，2012 年广州回天营业收入占公司营业收入的 14.5%，贡献净利润占比 13.1%。

图表 6: 上海回天营收、净利 (百万) 及占比



图表 7: 广州回天营收、净利 (百万) 及占比



数据来源: Wind 国联证券研究所

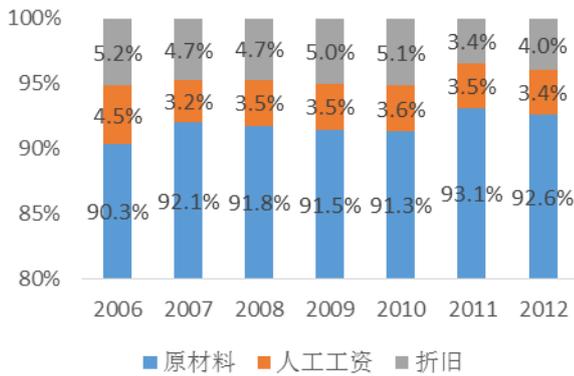
数据来源: Wind 国联证券研究所

1.5、原材料价格波动影响公司短期毛利率，但长期影响较小

公司的上游主要是化工原材料制造业，用到的原材料主要包括有机硅、丙烯酸及酯、环氧树脂、MDI、TDI 等，这些原材成本占公司总营业成本的 90% 以上。

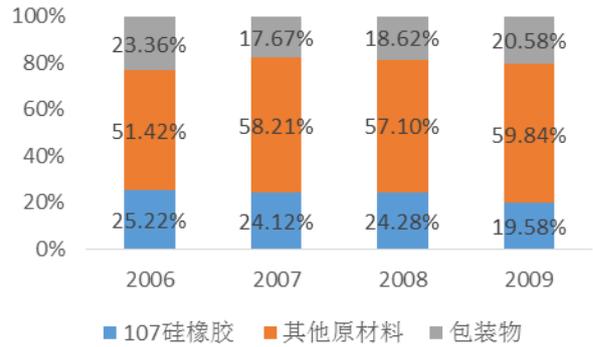
工程胶黏剂行业总体来看是一个产品差异化竞争的行业，一般的定价机制是在制造成本的基础上加入一定的利润空间，但由于菜单成本，胶黏剂价格的变动滞后于原材料价格的变动，因此公司短期毛利率易受原材料价格波动的影响，但长期毛利率受原材料价格波动的影响较小。

图表 8: 公司营业成本构成



数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 9: 公司直接材料成本构成

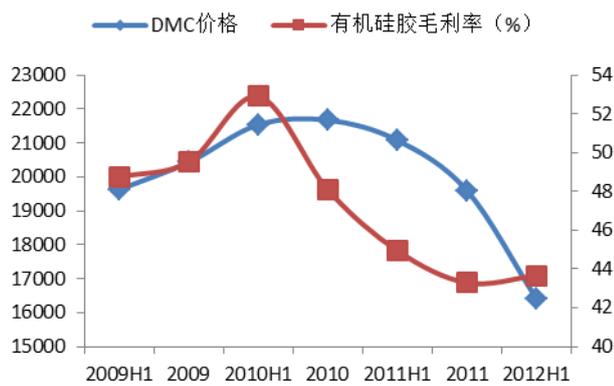


数据来源: Wind 国联证券研究所

107 硅橡胶占公司原料成本的 20% 左右, 因此 107 硅橡胶价格的波动对公司的毛利率影响比较明显。107 硅橡胶主要原料是 DMC, 价格与 DMC 的价格同步。从 DMC 的价格与公司有机硅胶的毛利率走势可以看出, 基本成负相关关系, 且有一定的滞后性。

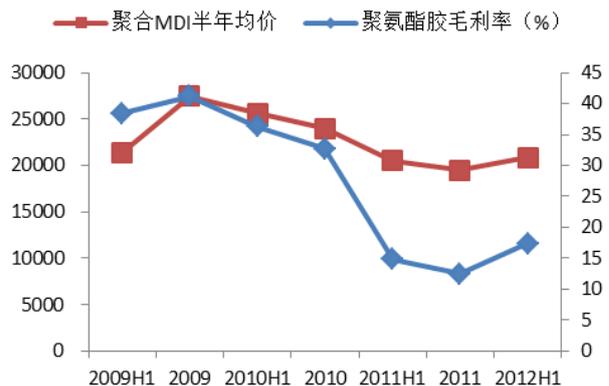
MDI 是公司聚氨酯胶的主要原材料, MDI 的价格与公司聚氨酯胶的毛利率理论上应该比较显著的负相关关系, 但由于公司聚氨酯胶的下游高铁领域需求疲软, 产能利用率较低, 影响毛利率的因素较多, MDI 价格不是最主要的影响因素, 因此 MDI 的价格与聚氨酯胶的毛利率之间没有体现出负相关关系。

图表 10: 公司有机硅胶毛利率与 DMC 价格的关系



数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 11: 公司聚氨酯胶毛利率与聚合 MDI 的价格



数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

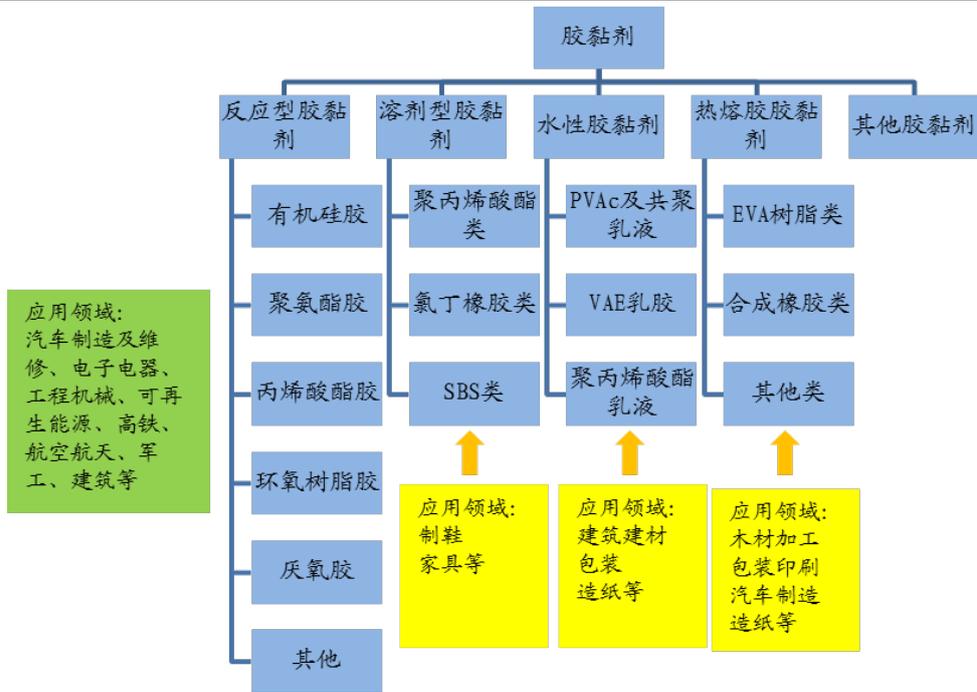
2、 胶黏剂行业: 空间大、发展快、集中度低

胶粘剂又称粘合剂, 俗称胶, 是指通过物理或化学作用, 能使被粘物结合在一起的材料。胶黏剂按照化学成分及固化方式的不同, 可以分为溶剂型、水基型、热熔型、反应型和其他等。随着环保节能越来越受重视, 未来水基型

和反应型胶黏剂是未来胶黏剂的发展方向。

我国胶黏剂行业已形成较大规模，多数通用型产品处于供大于求的局面，而对于高性能、高品质胶黏剂，其需求量仍不断增加，并应用于新能源、电子电器、机械、汽车、航天航空等新兴行业。

图表 12: 胶黏剂分类及应用领域

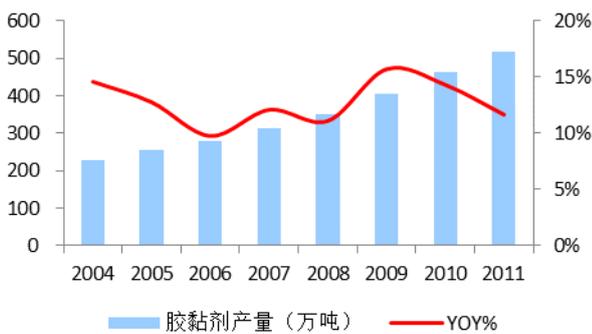


数据来源：公司公告 国联证券研究所

2.1 、 2015 年我国胶黏剂市场规模将超千亿

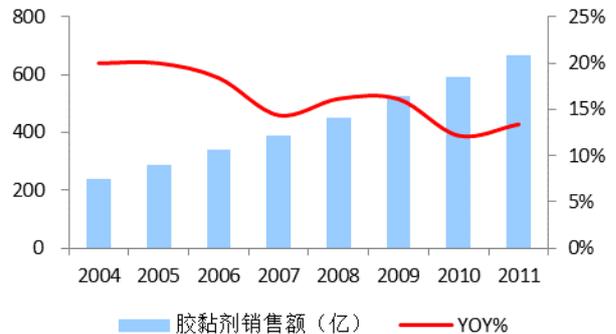
2011 年我国胶黏剂产量达到 517 万吨，销售额达到 669 亿元，2004~2011 年复合增长率分别为 12%和 17%。根据《我国胶黏剂市场及“十二五”规划》预测， 2015 年我国胶黏剂产量将达到 717 万吨，销售额将达到 1038 亿元。

图表 13: 我国胶黏剂产量与增速



数据来源：中国胶黏剂工业协会 国联证券研究所

图表 14: 我国胶黏剂销售额与增速



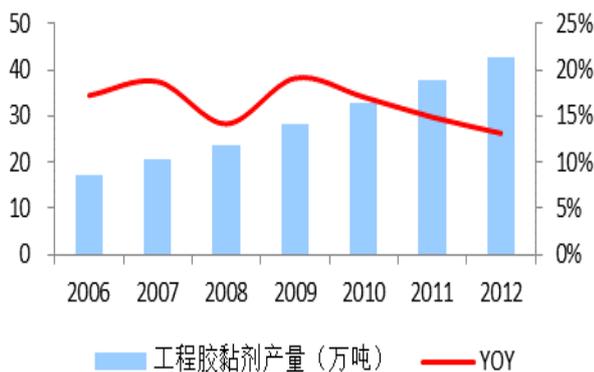
数据来源：中国胶黏剂工业协会 国联证券研究所

在细分市场上，公司主要专注于工程胶粘剂领域（反应型胶黏剂）。工程胶黏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。工程胶黏剂按照组分可分为：有机硅胶、聚氨酯胶、环氧树脂胶、厌氧胶、丙烯酸酯胶和其他工程胶，其中有机硅胶、环氧树脂胶和聚氨酯胶是最大的三个品种，占比超过 90%。

工程胶黏剂由于技术含量高，具有高附加值，2010 年工程胶黏剂的产量只占胶黏剂产量的 7.1%，销售额却占 16.5%；目前工程胶黏剂的平均毛利率在 35%~50%之间，部分产品的毛利率可达 70%，而普通胶黏剂的平均毛利率只有 10%~25%。

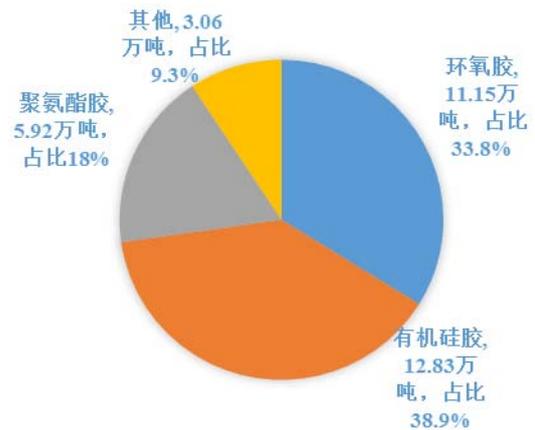
2012 年我国工程胶黏剂销量达到 42.8 万吨，2006~2012 年的复合增速为 16.2%，据我国胶黏剂工业协会预测，2015 年我国工程胶黏剂销量将达到 73 万吨，销售额将达到 230 亿元。

图表 15: 我国工程胶黏剂产量与增速



数据来源：中国胶黏剂工业协会 国联证券研究所

图表 16: 2010 年我国工程胶黏剂结构



数据来源：中国胶黏剂工业协会 国联证券研究所

2.2、行业集中度低，看好龙头企业的发展

目前我国胶黏剂市场还是以中小企业为主，市场集中度不高，据不完全统计我国胶黏剂生产企业达 3500 多家，大多数为中小型企业，其中有 1800 多家为作坊式企业，年销售收入达 5000 万元以上的企业不足百家。截止 2010 年底，国内专业生产工程胶黏剂的企业有 280 多家，但年销售收入在 5000 万元以上且以自主技术为主的厂家只有 30 家左右。

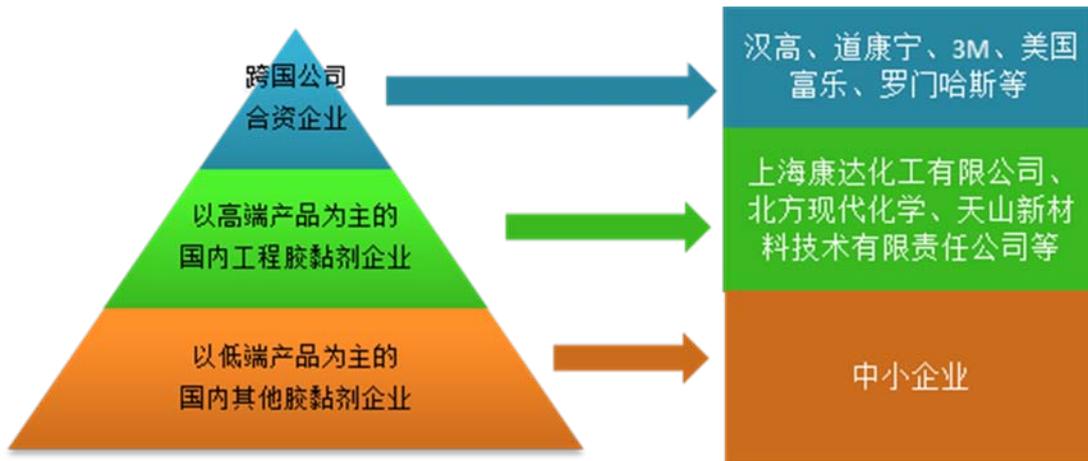
目前 A 股有 4 家上市胶黏剂企业，分别为回天胶业、硅宝科技、高盟新材和康达新材。按 2011 年我国胶黏剂产值 669 亿元测算，2011 年 4 家上市公司中营收占比最高的回天胶业还不到 0.7%，占比最小的康达新材只有 0.45%，4 家企业总营收的占比也只有 2.22%，可以说市场集中度非常低。参照全球胶黏

剂市场格局，2012 年全球胶黏剂龙头汉高全球份额占比高达 28%，前 10 大胶黏剂企业的销售额占比超过 40%。未来在我国胶黏剂行业集中度提升的过程中，作为胶黏剂龙头的回天胶业必将受益。

2.3、工程胶黏剂市场呈现三段式金子塔结构

目前我国工程胶黏剂市场外资和内资企业基本平分秋色，其中内资企业的市场占有率从 2008 年的 43% 上涨到 2010 年的 52% 左右。目前我国胶黏剂行业已形成金字塔型的竞争格局。外资企业凭借其强大的研发能力和品牌优势，通过在国内建立合资企业或生产基地，占据高端市场，如汽车原厂胶、风电叶片胶等，处于金字塔的顶部；以回天胶业为代表的拥有自主知识产权的国内企业主要生产技术含量和利润率较高的产品，处于金字塔的中部；众多的中小企业主要生产技术水平低和利润率低的低端产品，处于金字塔的底部。

图表 17: 我国胶黏剂行业金字塔型竞争格局



数据来源：公司公告 国联证券研究所

3、以汽车行业为支撑，多领域齐头并进

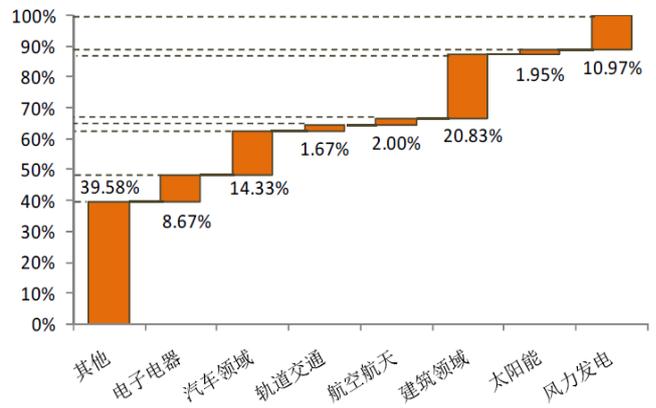
公司胶黏剂产品的下游行业主要包括汽车制造与维修、电子电器、高铁、风能、太阳能和建筑等，其中汽车制造与维修行业是公司营收的最主要来源，占公司营业收入和净利润的 50% 左右；电子电器行业需求稳定，是公司第二大收入来源，广州回天的建立使得公司在研发上更加贴近市场和客户，公司目前正积极介入微电子领域用胶；高铁、太阳能和 LED 行业持续复苏，公司在这些领域的营收有望快速增长；建筑用胶是我国第一大胶黏剂领域，公司 2012 年开始涉足建筑幕墙、中空玻璃等建筑用胶市场，目前已经初见成效，我们看好公司在这一领域的发展。

图表 18: 回天胶业各下游销售额 (百万)



数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 19: 2010 年我国工程胶黏剂下游需求结构



数据来源: 中国胶黏剂工业协会 国联证券研究所

3.1 、汽车制造及维修领域用胶将稳定增长

胶黏剂和密封胶是汽车制造及维修过程中重要的工艺材料,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。

我国胶黏剂厂商的产品主要应用于商用车、货车和客车的原厂胶以及车辆维修用胶领域;小汽车原厂胶,特别是合资和外资小汽车厂原厂胶,基本被汉高、3M 等国外胶黏剂巨头垄断。作为我国工程胶黏剂的龙头企业,回天胶业在不断提升自身技术实力的基础上,开始进军合资汽车原厂胶市场,目前公司已向神龙汽车批量供应原厂折边胶、顶棚胶和厌氧胶,北汽集团和长城汽车也在试样开发阶段。公司原厂胶相对于外资厂商具有明显的价格优势(低 20~30%),借助神龙汽车的示范效应,随着公司技术水平的提升,我们相信公司未来在汽车原厂胶的市场份额将逐步提升。在客车市场,公司已经是我国八大客车厂商原厂胶的供应商,不过目前供应的品种还不够多,占比还不高,未来还有非常大的提升空间。

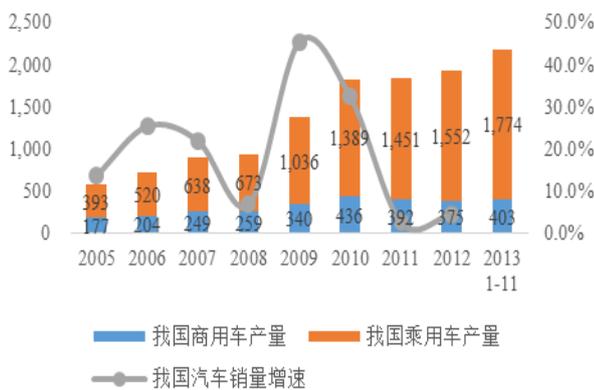
图表 20: 汽车制造及维修用到胶黏剂之处及要求

主要用途	性能要求
风挡玻璃、天窗及侧窗的粘接密封	高性能聚氨酯胶粘剂、粘接强度高、耐老化性能优异。
点焊及其焊缝的密封粘接	环氧树脂胶、PVC 树脂胶粘剂、固化速度快、密封性能优。
发动机油底壳、变速箱和车桥的平面密封	高性能有机硅密封胶、即时密封性优、耐润滑油性优。
发动机缸体碗型塞密封	厌氧胶、粘接强度高、密封性优
汽车点火线圈的灌封粘接	环氧树脂胶粘剂、耐高低温冲击性优。
HID 车灯电路模块的密封	高性能有机硅密封胶、电性能优。
车灯玻璃的粘接密封	高性能有机硅胶粘剂、粘接强度高、低分子物含量低。
各部件的螺纹锁固	厌氧胶、粘接强度高密封性能优异。

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

我国汽车市场经历了 10 多年的高速增长后,受金融危机、限购政策的影响,2011、2012 年增速放缓,但从 2013 1-11 月我国汽车的销量看,2013 年我国汽车销量增速有望超过 12%。2012 年我国汽车保有量超过 1 亿辆,但与发达国家相比,我国人均汽车保有量还较低,目前我国每年新增汽车保有量在 2000 万辆左右,增速在 15%以上,未来几年我国汽车保有量还将保持较快的增速。据《汽车行业“十二五”规划》预计,2015 年我国汽车产量将达到 2500 万辆,2013~2015 年我国的汽车产量的复合增速将在 6.5%左右。

图表 21: 我国汽车产量及增速 (万辆)



数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 22: 我国汽车保有量及增速预测 (万辆)



数据来源: Wind 国联证券研究所

公司在汽车领域销售的胶种非常多,包括有机硅胶、聚氨酯胶、厌氧胶、丙烯酸酯胶等,其中有机硅胶是最大的品种。在汽车制造领域,聚氨酯胶的平均用量为 0.9Kg/辆,有机硅胶为 0.3Kg/辆,丙烯酸酯胶为 66g/辆,厌氧胶为 120g/辆;在汽车维修领域,聚氨酯胶的平均用量为 40g/辆,有机硅胶为 60g/辆。

图表 23: 汽车制造及维修用有机硅胶和聚氨酯胶的用量预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
汽车销量 (万辆)	938	1,364	1,806	1,851	1,931	2,170	2,350	2,500
汽车保有量 (万辆)	5,100	6,281	7,802	9,356	10,933	12,622	14,417	16,282
有机硅胶需求量 (吨)								
汽车制造领域	2,814	4,093	5,419	5,552	5,792	6,510	7,050	7,500
汽车维修领域	3,060	3,768	4,681	5,614	6,560	7,573	8,650	9,769
聚氨酯胶需求量 (吨)								
汽车制造领域	8,442	12,280	16,256	16,655	17,376	19,530	21,150	22,500
汽车维修领域	2,040	2,512	3,121	3,743	4,373	5,049	5,767	6,513
丙烯酸酯胶需求量(吨)	619	901	1,192	1,221	1,274	1,432	1,551	1,650
厌氧胶需求量 (吨)	1,126	1,637	2,167	2,221	2,317	2,604	2,820	3,000

数据来源: Wind 公司公告 国联证券研究所

公司有机硅胶黏剂在汽车制造市场的占有率为 12%左右,在汽车维修市场的占有率为 30%左右;丙烯酸酯胶在汽车市场的占有率约为 23%,厌氧胶为约

12%，聚氨酯胶在制造和维修领域综合约为 2%。

目前公司除了有机硅胶在汽车维修市场占有率比较高外，其他产品的市场空间还较大。我们预计凭借公司强大的技术实力及完善的销售网络，未来几年公司在汽车行业的市场占有率还会上升。

3.2、电子电器行业用胶种类较多，看好 LED 封装胶的发展

电子电器行业范围较广，涉及家用电器、半导体、LCD 面板、LED 等众多子行业，近年来随着国民经济的快速增长，工程胶粘剂在这些领域都有广泛的应用，目前公司 LED 封装胶占电子电器领域胶黏剂销量的 60% 左右。

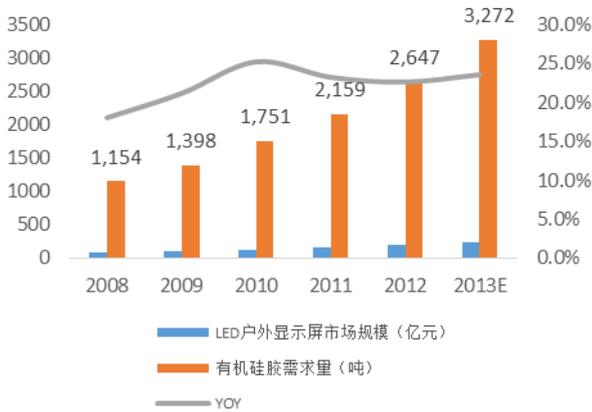
图表 24：回天各产品电子电器行业的应用

主要用途	性能要求
LED 封装	有机硅灌封胶，可常温固化，对 PC(Poly-carbonate)、铜线等附着力良好，不会产生腐蚀，防潮性能和电性能优异，导热性好。
电子线路板的 SMT 贴片粘接；CPU 处理器的固定粘接；集成电路 IC 的封装	高性能环氧树脂胶粘剂、固化速度快、施胶工艺满足快速生产线的要求。
各类显示器偏转线圈、磁块的固定粘接及灌封	厌氧结构胶、固化速度快、粘接强度高。
干式变压器的灌封粘接；塑封继电器的密封	环氧树脂胶粘剂、固化放热量小、固化物抗开裂性能优异。
数据带接头的密封粘接	UV 胶粘剂对金属、塑料的粘接性能优异。
光电显示转换光学部件的粘接	UV 胶粘剂、透光率高、粘接强度高、胶层韧性好。

数据来源：公司公告 国联证券研究所

在 LED 领域，公司的有机硅胶主要用于 LED 户外显示屏灌封和 LED 照明的封装领域。LED 显示屏是一种新型的电子显示和传播媒体，随着 LED 显示技术的提升，尤其是全彩显示的快速发展，使得 LED 显示屏应用市场大幅增加，由于全彩 LED 显示屏适用于户外环境，逐渐由曾经以室内体育馆为主的室内显示应用，转化为商业传播为主的户外应用。据汉鼎咨询统计，2013 年我国 LED 显示屏的市场规模将达到 241 亿元，同比增长 23.3%；2007~2013 年的复合增速达到 22.3%，预计未来几年我国 LED 显示屏市场还将保持较快的增速，公司在 LED 显示屏领域有机硅胶的市场占有率保持在 30% 左右。

图表 25: 我国 LED 户外显示屏有机硅胶需求量及增速



数据来源: 汉鼎咨询 公司公告 国联证券研究所

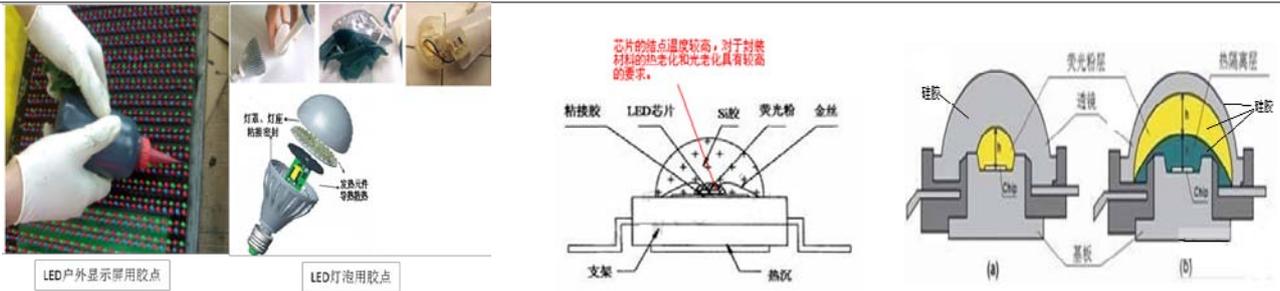
图表 26: 我国 LED 封装市场规模 (亿元)



数据来源: 赛迪顾问 国联证券研究所

除了在 LED 户外显示屏的灌封领域外, 公司有机硅胶在 LED 芯片封装、驱动电源封装和 LED 照明产品胶粘等领域也被广泛应用。

图表 27: LED 领域用胶点

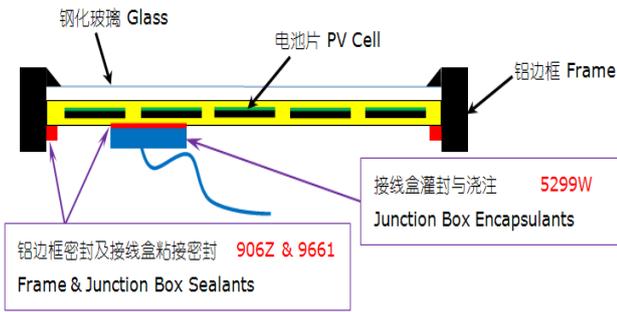


数据来源: 国联证券研究所

3.3、 新能源领域, 看好光伏用胶需求量的增长

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、风电电机定子灌封和表面涂覆。一般 1MW 风力装机容量需要有机硅胶 0.08 吨, 2012 年我国新增风电装机容量为 12.9GW, 经测算该领域有机硅胶的需求量在 1000 吨左右; 一般 1MW 光伏组件需要有机硅胶 1 吨左右, 2012 年全球新增装机容量 31GW, 经测算全球太阳能电池领域对有机硅胶的需求量在 3.1 万吨左右, 按我国生产全球 50% 左右的光伏组件测算, 2012 年我国对光伏领域对有机硅胶的需求量为 1.55 万吨左右。

图表 28: 光伏领域有机硅胶的用途



数据来源: 国联证券研究所

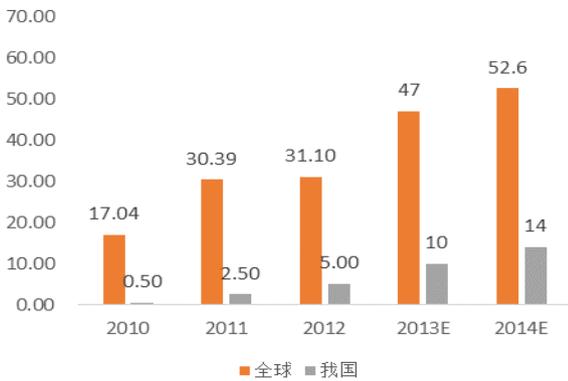
图表 29: 风电领域有机硅胶的用途



数据来源: 国联证券研究所

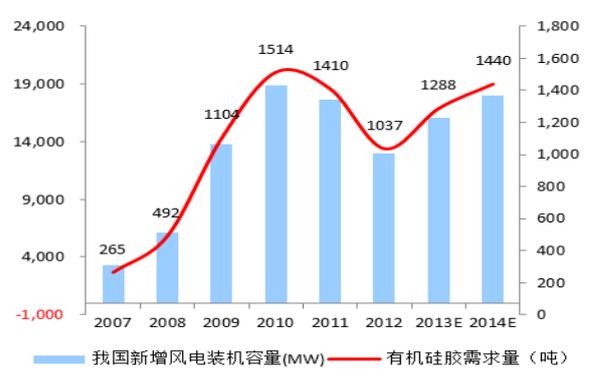
随着欧美双反的尘埃落定, 在国家对光伏行业支持下, 2013 年我国光伏行业出现回暖的迹象, 2013 年我国的新增装机容量有望超过 10GW, 根据国家能源局的规划, 2014 年我国的新增装机容量为 14GW, 基于此, 我们认为 2014 年光伏行业还将持续回暖, 我们看好公司在该领域产品销量的增长。

图表 30: 全球及我国太阳能装机容量



数据来源: CPIA 国联证券研究所

图表 31: 我国风电装机容量及有机硅胶需求量



数据来源: 国联证券研究所

3.4、未来两年高铁建设将提速, 公司聚氨酯胶产能利用率将上升

根据国际成熟经验, 高速铁路铺设采取无砟轨道技术, 为解决轨道材料的热胀冷缩、高速冲击产生的振动位移等问题, 高速铁路轨道板之间用凸型挡台定位, 并采用粘接性好、弹性优、抗压缩变型恢复快、耐震动疲劳性优异的聚氨酯胶粘剂作为高速铁路轨道板与凸型挡台缝隙之间的填充材料。

我国高铁建设受“7.23 甬温特大事故”及其他方面的影响, 2011 年下半年很多高铁项目都处于停工状态, 而且国务院也暂停对新项目的审批, 对公司聚氨酯胶的销售影响非常大, 公司在高铁领域的销售额从 2010 年的 2300 万到 2012 年上半年的 141 万。

2013 年下半年我国高铁建设开始恢复，公司高铁用聚氨酯胶的订单饱满。根据调整后的《中长期铁路网规划》，到 2015 年我国高速铁路运营旅程将达到 1.9 万公里，截止到 2012 年我国高铁运营旅程为 9356 公里，预计 2013 年将建成 2689 公里，也就是说 2014 和 2015 年我国至少建成高铁 7000 多公里，广发证券统计了我国目前在建的高铁情况，预计 2014 和 2015 年我国将建成 5243 和 4621 公里。按每公里高铁建设需要 7 吨聚氨酯胶计算，2013~2015 年我国高铁对聚氨酯胶的需求量分别为 1.2、1.7 和 2.2 万吨

图表 32: 聚氨酯胶黏剂在高铁中的应用



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图表 33: 我国高铁建成旅程



数据来源：广发证券 国联证券研究所

我国无砟轨道聚氨酯胶将全部从国内厂商采购，目前有能力供货的只有五家企业，分别为：回天胶业、上海高桥石油化工公司、江苏常熟佳发化学有限责任公司、南车时代新材股份有限公司、辽宁蓝光建设集团有限公司。这 5 家公司的技术都是从铁道部科学研究院金化所引进的，因此技术上没有差异，公司此前已中标过哈大高铁和沪宁城际高铁项目，具有一定的项目经验和市场影响力，我们预计这 5 家企业将共享高铁盛宴。

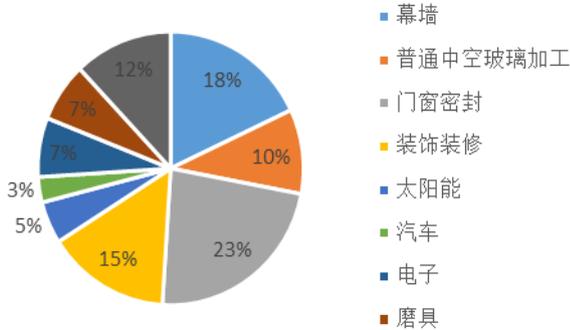
3.5、公司开始涉足建筑用胶，未来值得期待

无论是在国内还是国外，建筑行业一直是有有机硅胶的最大消费领域，主要用于建筑幕墙、门窗及装饰接缝和中空玻璃加工等领域，2012 年我国有机硅室温胶的消费量在 48 万吨左右，其中建筑领域的用量为 31.68 万吨，占比在 66%。

公司以前专注于汽车领域用胶，较少涉及建筑领域用胶，但随着我国汽车销量的增长趋缓，公司在战略上有所转变，正积极扩大下游的布局。从技术上看，建筑用胶大多采用的是有机硅胶，与公司目前的专长非常吻合，同时建筑用胶对性能的要求比汽车用胶低，因此公司在技术上游刃有余，未来主要在市场拓展上。公司从 2012 年底开始涉足建筑用胶领域，2013 年公司的建筑用胶

销量额已突破 2000 万，我们看好公司在建筑领域的横向拓展。

图表 34: 我国有机硅室温胶的下游消费结构 (2012年)



数据来源: 国联证券研究所

图表 35: 硅宝科技有机硅室温胶的销售额及毛利率



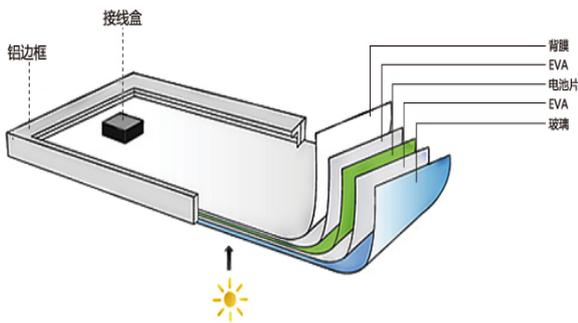
数据来源: Wind 国联证券研究所

4、 光伏回暖，公司太阳能背膜业务高速增长

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保持二十五年乃至更长时间都能正常工作。

太阳能电池背膜目前有两种制造工艺：复胶型和涂覆型。复胶型又分为双面复胶型和单面复胶型，即在基板 PET 的两面分别粘附 PVF 或 PVDF 膜和在外侧粘附 PVF 或 PVDF 膜，双面复胶型性能更好，但单面复胶型成本更低。涂覆型是最近发展起来的一种新工艺，就是在 PET 膜的两面涂覆 PTFE 和 CTFE 涂料，这样可以节省成本，同时不受制于氟膜的国外进口供货不能保障。目前复胶型是市场主流，涂覆型在性能方面还存在差距。目前两种工艺在我国都有企业采用，回天胶业、台虹、赛伍、乐凯和汇通都采用复胶型工艺，江苏中来、哈弗龙和福斯特都采用涂覆型工艺。

图表 36: 太阳能电池模组示意图



数据来源: 国联证券研究所

图表 37: 太阳能背膜的示意图 (双层氟膜)



数据来源: 国联证券研究所

4.1、国内背膜企业迅速成长，进口替代快速进行

2011 年我国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需要大量进口的材料，主要的原因有三点：我国没有氟膜的生产能力、国产的背膜用胶黏剂性能不达标和国内 PET 膜的供应商较少。

随着我国企业在背膜用胶和 PET 膜上的技术突破，我国背膜生产企业如雨后春笋般快速成长，目前能够生产太阳能背膜的企业多达 18 家，规划设计的产能有 2.24 亿平米；其中有接近一半的产能采用的是涂覆型工艺，解决了氟膜依赖进口的不利局面。

2013 年我国太阳能背膜的进口占比在 30% 左右，如果排除台湾台虹科技将近 2000 万平米的进口量，从其他国外企业的进口量在 3000 万平米左右。我们预计未来进口的占比还会进一步下降，主要原因有：1) 国内的背膜售价比进口的低 20% 以上，价格优势明显；2) 我国企业更加贴近客户，订单采购周期短，同时技术服务更加便捷；3) 国内背膜企业的产品质量将进一步提升，达到或接近国外企业的水平。

4.2、光伏行业明显复苏带动背膜需求强劲增长

全球光伏行业经历了 2012 年的增速下滑后，2013 年在中国、印度等新兴国家的需求带动下呈现强劲复苏，据 EPIA 预测，2013 年全球新增装机容量将达到 47GW，同比增长 51%，2014 年将达到 52.6GW。

根据 1 兆瓦组件大约需要背板 0.77 万平方米测算，2013 年全球背膜的需求量在 3.6 亿平米左右，全球大约 50% 的太阳能电池组件在我国生产，因此我国光伏企业对背膜的需求量在 1.8 亿平米左右。2014 年全球背膜的需求量将突破 4 亿平米，达到 4.05 亿平米；我国背膜需求量也将超越 2 亿平米，达到 2.03 亿平米。

图表 38: 全球和我国背膜需求量预测 (按我国生产全球 50% 的光伏组件测算)

		2010	2011	2012	2013E	2014E
全球	光伏装机容量 (MW)	17,064	30,391	31,095	46,960	52,640
	背膜需求量 (万平方米)	13,139	23,401	23,943	36,159	40,533
我国	背膜需求量 (万平方米)	6,570	11,701	11,972	18,080	20,266

数据来源: EPIA 国联证券研究所

4.3、2014 年全球背膜较为景气，我国背膜供需偏紧

受 2012 年光伏贸易摩擦及全球新增装机容量增速下滑的影响，太阳能背膜的价格从 2010 年的约 70 元/平米下降至目前的约 30 元/平米，2013 年背膜的价格已经基本企稳，保持在 30 元/平米左右。

不完全统计，目前国内能够生产太阳能背膜的企业有 18 家，总的设计产能在 2.2 亿平方米左右；但很多产能是在 2012 年之前规划的，2012 年之前光伏行业快速发展，对背膜的需求量快速增长，进口产品的价格高企，促使很多企业纷纷投入太阳能背膜的生产，经历了 2012 年光伏行业的寒冬，背膜价格急剧下降，毛利率下滑到不到 30% 的水平，因此很多企业的实际产能可能与当初的规划产能有一些差异。

图表 39: 国内背膜生产企业的产能情况

生产工艺	主要生产企业	产能 (万平方米)	备注
复胶型	江苏赛伍	4200	6GW (2013 年数据), 双面 PVDF (阿克玛提供)
	乐凯集团	1000	500 万在建, 以 PPE、FPE 为主
	中南汇通	200	使用阿克玛的 PVDF
	台虹科技 (台湾、苏州)	3000	采购杜邦的 PVF 膜, 2013 年销售额 47.6 亿新台币
	海优威	600	自产 PVDF
	帆度 (杭州)	500	TPT、TPE、EPE、PE 都有
	明冠新能源	1000	未来可能扩产至 3000 万平米
	金瑞晨新材料 (江苏)	500	2015 年扩充至 4000 万
	东莞朗首光伏材料	500	TPT、TPE 都有
	回天胶业	600	TPT、TPE
	合计	12100	
涂覆型	苏州中来	3000	FEVE+PET+FEVE 的结构, FEVE 来自旭硝子
	哈氟龙	700	2010 年开始销售
	福斯特	400	
	杭州兆丰	200	
	高盟新材	500	
	上海创辉	500	2011 年开始建设
	联合新材	5000	自主研发的高氟合晶型背膜
	冠日新材料		
	合计	10300	

数据来源: 各公司网站 国联证券研究所

目前国外太阳能背膜的主要供应商有 Isovoltaic、日本 Toppan、美国康维明、Madico、东洋铝业、德国肯博、美国盾膜等，由于统计困难，我们只统计部分企业的产能情况，合计 2.37 亿平米。根据 Frost&Sullivan 的统计，2009 年伊索在背膜领域的市占率为 35%；2010 年伊索的市占率为 30%，2008 年之后伊索没有扩张背膜的产能，目前伊索的产能为 7000 万平米/年，因此推算 2010 年国外背膜产能为 2 亿平米左右，经过 2011、2012 和 2013 年的发展，我们预计目前国外背膜产能在 3~4 亿平米。

从工艺看，国外太阳能背膜基本采用复胶型工艺，但在膜材料的选用上，存在多样化，其中使用最多的杜邦公司生产的 PVF 氟膜；同时也有使用 PET、ECTFE、THV 和 PP 膜的。

图表 40: 国外背膜生产企业的产能情况

公司名称	产能 (万平米)	备注
Isovoltaic 伊索	7000	能供 10GW 的组件用背膜量, 采用杜邦 Tedler PVF 氟膜
日本 Toppan (凸版印刷)	3500	杜邦 Tedler PVF 氟膜, (2011 年)
康维明	4800	PPE, 自产 PET, 中国张家港有厂
Madico	8400	能产 12GW 的组件用背膜量 (2011)
东阳铝业		PVDF 氟膜, 和 PPE
美国盾膜		杜邦 Tedler PVF 氟膜
韩国 SFC		杜邦 Tedler PVF 氟膜
德国 Krempel (肯博)		杜邦 Tedler PVF 氟膜、PVDF 氟膜
3M		THV, dyneon THV+PET (自产)
日本东丽		PP+PET+EVA
Honeywell		ECTFE (杜邦提供)
合计	23700	

数据来源: 各公司网站 国联证券研究所

2014 年全球太阳能背膜的需求量约 4.05 亿平米, 我国太阳能背膜的产能统计为 2.24 亿平米, 国外的产能统计比较困难, 我们预计在 3~4 亿平米, 根据以上, 我们做了全球太阳能背膜企业 2014 年的开工率的情景分析, 预计全球太阳能背膜企业的开工率在 70%~85% 之间。2014 年我国太阳能背膜的需求量 2.03 亿平米, 而我国的总设计产能只有 2.24 亿平米, 如果按 80% 的有效产能计算, 有效产能只有 1.79 亿平米, 还有 2000 多万平米的产能缺口。

经历了 2012 年的持续低迷, 2013 年下半年背膜行业才开始复苏, 盈利刚刚好转, 因此目前没有观察到大规模的产能扩张计划, 即使现在开始扩张产能, 也需要到 2015 才能够释放, 同时产能建成后还需要经过光伏组件厂商的严格试用, 因此我们判断 2014 年的新增产能较少, 全球背膜行业较为景气, 我国背膜行业供需偏紧, 背膜的价格有望保持稳定。

图表 41: 全球太阳能背膜的开工率分析

		国内背膜的有效产能 (亿平米)		
		2.24	2.24*90%=2.016	2.24*80%=1.792
国外背膜的有效产能 (亿平米)	3	77.29%	80.74%	84.52%
	3.5	70.56%	73.42%	76.53%
	4	64.90%	67.32%	69.92%

数据来源: 国联证券研究所

4.4、2014 公司背膜销量有望达到 900 万平米

目前公司具有背膜生产线 2 条, 设计产能 600 万平米, 三季度公司背膜每月的出货量在 50~60 万平米, 预计全年的销量将达到 600 万平方米左右, 2014 年

下半年公司第三条 300 万平米的生产线将投产，公司背膜产能将达到 900 万平米。虽然公司的名义产能只有 900 万平米，但生产线具有较大弹性，利用延长设备工作时间和调节工艺，公司的实际产能可以大幅提高。

目前公司的客户已经覆盖光伏组件领域的前八大客户，2013 年公司的背膜销售逐月增加，按照 2013 年公司背膜销量的发展趋势，我们预计 2014 年公司背膜的销量有望达到 900 万平米

5、强大的技术实力和销售网络保障未来发展

5.1、研发投入大，实力强，机制活

产品技术是工程胶粘剂企业的立足之本，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，上海研发技术中心的建成有利于公司引进高端人才，研发队伍建设必将更上一层楼。公司的研发投入保持在营收的 5% 左右，达到国际一流企业研发投入的水平。

图表 42: 公司的研发投入及专利情况

	2009	2010	2011	2012
研发费用 (万)	1,295	2,034	2,085	2,505
YOY	14.5%	57.1%	2.5%	20.2%
占营收比率	5.4%	4.9%	4.6%	5.0%
拥有专利数	1	3	4	11
在申请专利数	18	21	28	39

数据来源：公司公告 国联证券研究所

图表 43: 公司技术上的成果

1	1 项“国家重点新产品”
2	4 个“国家级火炬计划项目”
3	完成 2 个省级科技攻关计划项目
4	7 项科研成果通过省级技术鉴定
5	参与制定 4 项行业标准
6	湖北省博士后产业基地
7	国家高新技术企业认定
8	与中科院合作成立工程中心

数据来源：公司公告 国联证券研究所

目前公司在研发项目上实行竞聘制，有能力的研发人员将得到更多的发展空间，也将得到更多的项目奖励，这样的制度安排有利于激发公司研发活力，缩短研发周期。同时公司通过深化“以市场和科研深度捆绑、利益共享”的项目管理机制，整合科研与营销资源，建立以销售规模、利润率、大客户开发等为核心指标的考核机制，加快重大产品及项目的市场化速度。

公司每年以当年净利润较上年增长超出 20% 以上部分的 40% 作为激励基金提取标准的上限提取激励基金，相对于上市公司通常采取的股权激励制度，我们认为公司的激励基金制度更具有优势：1) 激励基金制度覆盖面更广，通常股权激励只会授予公司的管理人员以及研发、销售的核心人员，而公司的激励基金覆盖公司的全体员工，更能充分调动每一名员工的积极性；2) 公司的激励基金是以一定比例提取，不同于股权激励达到一定标准即可，激励基金将促使

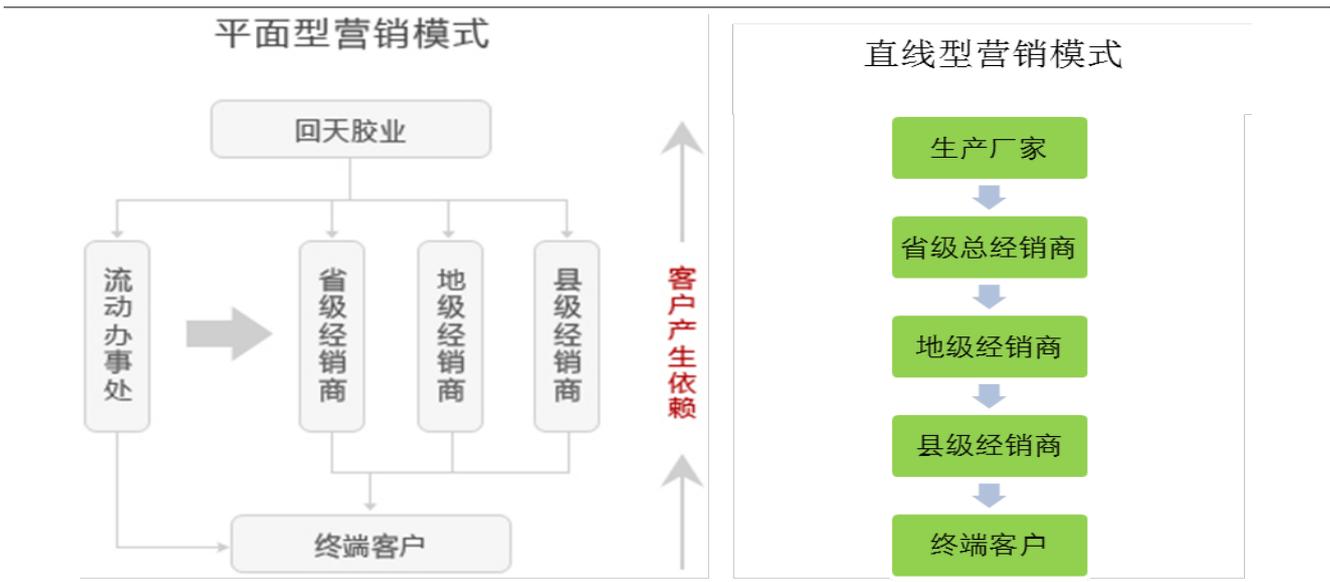
公司员工追求更高的业绩。

5.2、平面型销售网络有利于公司把握核心客户

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），同时在全国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 44: 平面型和直线型销售模式对比图



数据来源：公司公告 国联证券研究所

6、 盈利预测及估值

基于前面的分析，我们盈利预测的假设如下：

在汽车原厂胶取得突破和进军建筑用胶的带动下，预计 2013~2015 年公司有机硅胶的销量分别增长 10.5%、20%和 15%，均价保持稳定。

在高铁建设恢复的带动下，预计 2013~2015 年公司聚氨酯胶的销量增速分别为 15%、40%和 20%，均价保持稳定。

预计公司太阳能背膜 2013~2015 年的销量分别为：500、900 和 1200 万平

米，售价维持在 30 元左右。

其他工程胶粘剂的销量增速保持在 4% 左右，非胶类产品销售保持在 20% 的增速。

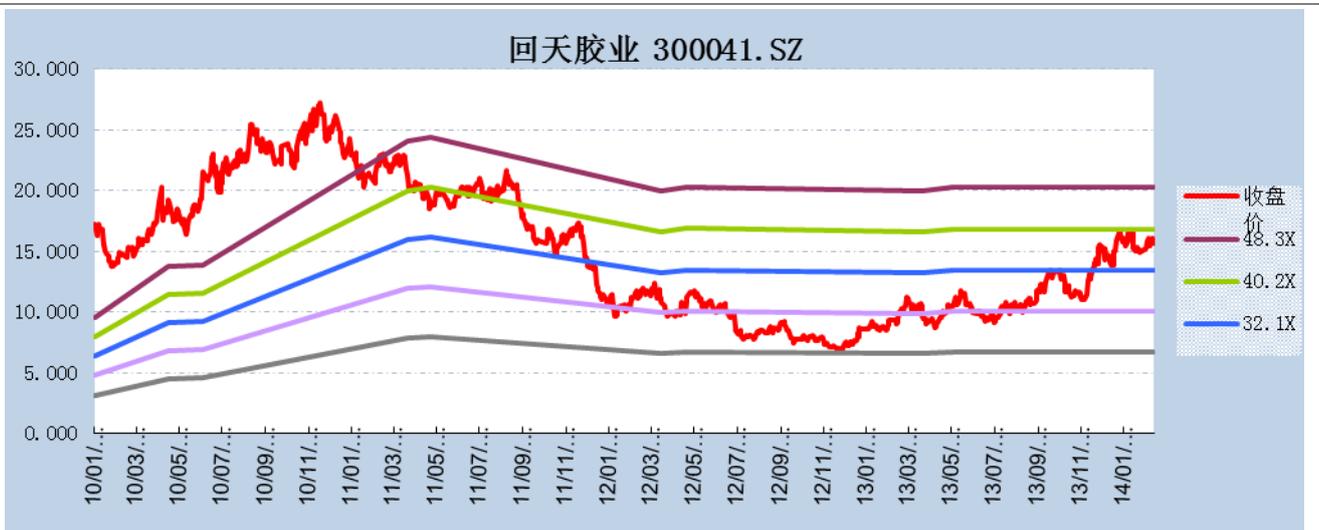
预计公司 13-15 年 EPS 为 0.51、0.64 和 0.73 元，对应当前的股价 14.0，PE 分别为 27.7X、22.0X、19.1X。参考公司的历史估值和可比上市公司的估值水平，我们认为给予公司 28~32 的市盈率较为合理，目标价格区间 17.9~20.5，维持“推荐”评级。

图表 45: 回天胶业与同行业上市公司的估值比较

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE		
			2013	2014	2015	2013	2014	2015
002669.SZ	康达新材	17.99	0.39	0.47	0.52	45.7	38.1	34.5
300019.SZ	硅宝科技	12.10	0.47	0.60	0.79	26.0	20.3	15.3
300200.SZ	高盟新材	9.25	0.29	0.39	0.48	31.9	23.8	19.4
						34.5	27.4	23.1
300041.SZ	回天胶业	14.00	0.51	0.64	0.73	27.5	21.9	19.2

数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 46: 回天胶业的历史 PE



数据来源: Wind 国联证券研究所

7、 风险提示

光伏行业回暖低于预期，公司太阳能背膜销量不大预期。

我国高铁建设完工里程低于预期，公司聚氨酯胶的销量低于预期。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 14/03/11

利润表						资产负债表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	456.5	505.7	638.3	852.2	1,018.4	现金	362.1	255.4	290.2	133.0	226.9
YOY(%)	10.1%	10.8%	26.2%	33.5%	19.5%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	280.6	315.3	398.9	537.7	645.6	应收款项净额	167.7	210.2	148.5	332.3	243.4
营业税金及附加	3.0	3.6	4.0	5.4	6.5	存货	88.2	109.5	140.6	196.6	208.3
销售费用	46.4	48.3	54.9	73.3	87.6	其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	10.2%	9.6%	8.6%	8.6%	8.6%	流动资产总额	617.9	575.2	579.4	661.9	678.6
管理费用	63.1	71.8	95.7	122.7	144.6	固定资产净值	201.0	265.9	308.9	330.7	349.7
占营业收入比(%)	13.8%	14.2%	15.0%	14.4%	14.2%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	71.8	70.6	92.8	120.8	141.8	固定资产净额	201.0	265.9	308.9	330.7	349.7
财务费用	-12.0	-9.9	-6.0	-4.7	-4.0	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	-2.6%	-1.9%	-0.9%	-0.5%	-0.4%	在建工程	81.1	71.1	50.0	50.0	50.0
资产减值损失	2.2	4.2	5.0	2.2	2.2	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	282.1	337.0	358.9	380.7	399.7
营业利润	73.1	72.5	85.7	115.5	135.8	无形资产	35.8	89.8	97.8	105.7	113.4
营业外净收入	10.7	8.1	13.2	10.0	10.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	83.9	80.6	98.9	125.5	145.8	其他长期资产	1.0	0.8	0.4	0.0	0.0
所得税	11.9	9.8	13.6	17.9	21.9	资产总额	936.9	1,032.6	1,063.3	1,172.1	1,212.5
所得税率(%)	14.2%	12.2%	13.7%	14.3%	15.0%	循环贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	72.0	70.7	85.4	107.6	124.0	应付款项	48.9	76.8	64.8	119.8	98.2
占营业收入比(%)	15.8%	14.0%	13.4%	12.6%	12.2%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	72.0	70.7	85.4	107.6	124.0	流动负债	48.9	76.8	64.8	119.8	98.2
YOY(%)	-18.0%	-1.8%	20.7%	26.0%	15.2%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (元)	0.43	0.42	0.51	0.64	0.73	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						负债总额	59.4	116.1	104.1	159.2	137.6
						少数股东权益	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
						股东权益	877.4	916.5	959.2	1,013.0	1,074.9
						负债和股东权益	936.9	1,032.6	1,063.3	1,172.1	1,212.5
主要财务比率						现金流量表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力						税后利润	72.0	70.7	85.4	107.6	124.0
营业收入	10.1%	10.8%	26.2%	33.5%	19.5%	加: 少数股东损益	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	-22.7%	-0.9%	18.3%	34.8%	17.6%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	-18.0%	-1.8%	20.7%	26.0%	15.2%	折旧和摊销	16.4	20.4	28.5	31.5	34.1
获利能力						营运资金的变动	(79.8)	(74.3)	6.0	(195.8)	45.2
毛利率(%)	38.5%	37.7%	37.5%	36.9%	36.6%	经营活动现金流	8.6	16.8	119.9	(56.7)	203.3
净利率(%)	15.8%	14.0%	13.4%	12.6%	12.2%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	8.2%	7.7%	8.9%	10.6%	11.5%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	7.7%	6.8%	8.7%	10.3%	11.7%	固定资产投资	(108.0)	(125.6)	(48.6)	(51.4)	(51.5)
偿债能力						投资活动现金流	(108.0)	(125.6)	(48.6)	(51.4)	(51.5)
流动比率	1263.1%	749.3%	894.7%	552.5%	691.0%	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
速动比率	1082.8%	606.7%	677.5%	388.4%	478.9%	长期贷款的增加/(减少)	(74.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	6.3%	11.2%	9.8%	13.6%	11.3%	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						股利分配	39.6	31.7	42.7	53.8	62.0
总资产周转率	48.7%	49.0%	60.0%	72.7%	84.0%	计入循环贷款前融资活动	(27.5)	(21.7)	(36.5)	(49.0)	(57.9)
应收账款周转天数	82.1	104.6	28.0	89.9	35.7	循环贷款的增加/(减少)	(1.1)	24.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
存货周转天数	114.7	126.8	128.7	133.4	117.8	融资活动现金流	(28.6)	2.3	(36.5)	(49.0)	(57.9)
每股指标 (元)						现金净变动额	(128.0)	(106.5)	34.7	(157.2)	93.9
每股收益	0.43	0.42	0.51	0.64	0.73						
每股净资产	5.19	5.42	5.67	5.99	6.36						
估值比率											
P/E	32.8	33.4	27.7	22.0	19.1						
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2						

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。