

2014年6月9日

高观朋

C0061@capital.com.tw

目标价(元)

20.0

公司基本资讯

| | |
|----------------|---------------|
| 产业别 | 化工 |
| A 股价(2014/6/8) | 14.12 |
| 深证成指(2014/6/8) | 7235.39 |
| 股价 12 个月高/低 | 16.65/9.12 |
| 总发行股数(百万) | 168.95 |
| A 股数(百万) | 125.56 |
| A 市值(亿元) | 23.86 |
| 主要股东 | 章锋(19.04%) |
| 每股净值(元) | 5.80 |
| 股价/账面净值 | 2.43 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | 3.6 -2.3 38.7 |

近期评等

| | | |
|------|------|----|
| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|

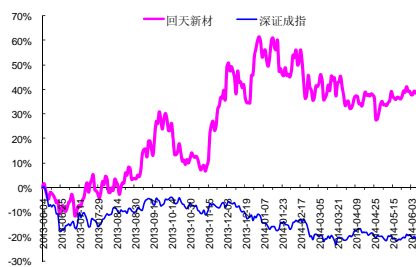
产品组合

| | |
|---------|-------|
| 有机硅胶 | 47.5% |
| 太阳能电池背膜 | 18.0% |
| 非胶类产品 | 13.9% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 10.5% |
| 一般法人 | 8.9% |
| 阳光私募 | 0.0% |

股价相对大盘走势



回天新材(300041.SZ)

Buy 买入

下游行业稳定增长，新产品逐步放量，业绩有望加速增长

- 公司主营工程胶粘剂：**公司主营工程胶粘剂产品，包括有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶和环氧树脂胶等。公司目前拥有有机硅胶产能约 8000 吨、聚氨酯胶产能 8000 吨，其他胶产能 2000 吨，工程胶粘剂合计年产能 1.8 万吨。
- 公司是工程胶粘剂行业龙头：**我国胶粘剂行业集中度较低，中小型企业数量多、分散广，工程胶粘剂行业市场份额大多被国际巨头和跨国公司所占据。在此背景下，公司凭借技术和研发优势，成为汽修、太阳能、风能等行业国内最大的工程胶粘剂供应商。
- 汽车工业是公司胶粘剂销售最大市场：**公司营收主要来自汽车制造和维修业，且占比一直在 40% 以上，而其中大部分又主要是维修业所贡献。汽车保有量的不断增长给公司该业务提供了稳定的发展空间，是公司主营收入增长的基石。而汽车制造方面由于公司不断加大市场开拓力度，风挡玻璃胶等已进入北汽、神龙等供应链，未来将驶入增长快车道。这两项业务并驾齐驱，有望推动公司该业务保持年均 17% 的增速。
- 可再生能源行业景气回暖有望持续：**可再生能源行业是公司工程胶粘剂应用的第二大行业，主要包括太阳能和风电。2011、2012 年太阳能光伏发电和风电发电行业陷入低谷导致相关产品售价下跌，2013 年以来，这两个行业逐步回暖，并且景气度持续提升。太阳能电池背膜方面，随着下游行业回暖和产能利用率提高，将逐渐贡献业绩增量。因此，下游行业景气回暖下胶粘剂销量提升和背膜放量将推动该业务继续快速增长。
- 电子电器行业营收或将结束下滑态势：**电子电器是公司胶粘剂应用的第三大领域。2013 年受 LED 行业增速下滑影响，公司该业务营收出现负增长。未来在 LED 照明需求快速增长的带动下，整个 LED 行业景气度将提升，从而带动公司胶粘剂销量增长。因此，公司在电子电器行业的营收增速结束下滑的概率较大。
- 新胶种将逐渐放量：**2013 年公司切入建筑胶和包装胶领域，实现技术突破并量产。2014 年 3 月董事会通过投建一万吨建筑胶及一万吨包装胶产能，预计 2014 年三季度投产。建筑胶和包装胶行业集中度低，市场需求量大并且增长较快，因此，未来随着新产能释放，建筑胶和包装胶将成为公司新的业绩增长点。
- 盈利预测：**公司 Q1 实现净利 0.29 亿元，yoy+32%，预计公司 14/15 年分别实现净利 1.27/1.70 亿元，yoy+43%/+34%，折合 EPS 为 0.75/1.01 元，目前股价对应的 PE 分别为 19/14 倍。鉴于下游行业景气稳步向好和新胶种产能即将释放，公司业绩将保持快速增长，给予买入的投资建议。

..... 接续下页

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 72.02 | 70.73 | 88.91 | 127.00 | 170.00 |
| 同比增减 | % | -17.98% | -1.79% | 25.70% | 42.84% | 33.86% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.43 | 0.42 | 0.53 | 0.75 | 1.01 |
| 同比增减 | % | -17.98% | -1.79% | 25.70% | 42.84% | 33.86% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 33.12 | 33.73 | 26.83 | 18.78 | 14.03 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股息率 (Yield) | % | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

公司概况

公司系 1998 年襄樊回天胶粘有限责任公司整体改制后，由原有限公司股东章锋等 15 名自然人共同发起设立，2010 年在深圳证券交易所创业板上市。

截至目前，公司董事长章锋持有公司 3216.59 万股股份，占公司总股本的 19.04%，为公司的第一大股东。

公司主营业务

公司主营工程胶粘剂产品，包括有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶和环氧树脂胶等。

从公司产能情况来看，2006 年，公司仅拥有有机硅胶产能 2000 吨、聚氨酯胶产能 100 吨和其他胶产能 1100 多吨，合计产能 3200 多吨。随着公司发展和产能的扩张，公司目前拥有有机硅胶产能 8000 吨、聚氨酯胶产能 8300 吨，其他胶产能 1730 吨，工程胶粘剂合计年产能 1.8 万吨。其中聚氨酯胶产能扩张最快，为原来的 80 多倍，有机硅胶产能为原来的 4 倍，其他胶产能并未大幅扩张。

表 1：公司历年产能变化情况

| 产能 (吨) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 有机硅胶 | 2013 | 2507 | 2805 | 2975 | 7975 | 7975 | 7975 | 7975 |
| 聚氨酯胶 | 96 | 190 | 293 | 293 | 5300 | 5300 | 5300 | 8300 |
| 其他胶 | 1111 | 1195 | 1195 | 1230 | 1730 | 1730 | 1730 | 1730 |
| 合计 | 3221 | 3893 | 4293 | 4497 | 15005 | 15005 | 15005 | 18005 |

资料来源：公司公告，群益证券整理

2006-2009 年，由于公司尚未上市，资金实力有限，产能每年仅增加几百吨，导致这几年营收仅增长 57%，但是由于毛利率逐年提升，净利润增长 92%。2010 年上市后，募投 5000 吨有机硅胶粘剂和 5000 吨聚氨酯胶粘剂项目投产，带动公司营收和净利润出现 80%左右的大幅增长。

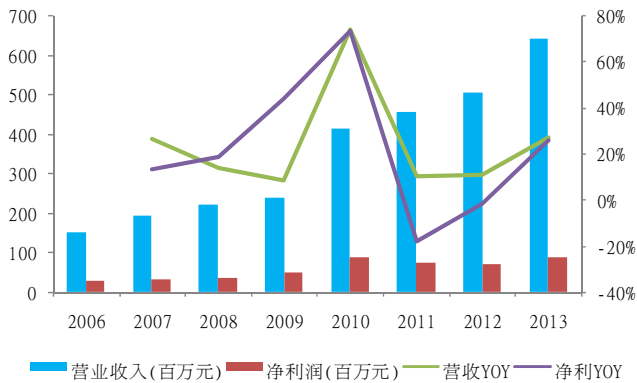
但是，2011 和 2012 年由于下游太阳能、LED 等行业需求增速放缓，部分产品销售价格下降，导致营收增速降至 10%左右，综合毛利率从 2010 年的 44.15%下滑至 2012 年的 37.66%，下滑 6.5 个百分点。此外，加上三项费用率在研发费用、职工薪酬和折旧及摊销增加导致管理费用上升较快的情况下逐年提升，导致公司净利率从 2010 年的

21.14%下滑至 2012 年的 13.99%。以上综合导致公司增收不增利的局面。

2013 年以来，受下游行业景气度回升带动，公司产品销量增加、毛利率略有回升，因此营收和净利实现同步快速增长，但是受研发支出、职工薪酬和折旧大幅增加影响三项费用率继续攀升。

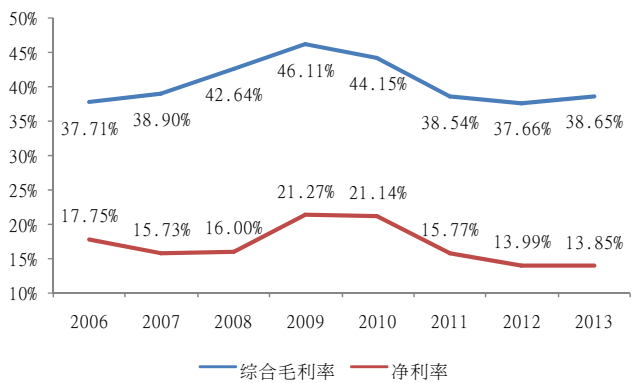
展望未来，由于公司大部分在建工程已经转固，折旧费用将不再会大幅增加，同时，鉴于新产品陆续开发成功并量产，研发费用继续大幅增加的较小，因此，在各项费用率趋于平稳的条件下，未来营收快速增长将直接带动净利快速增长。

图 1：公司营收与净利变化



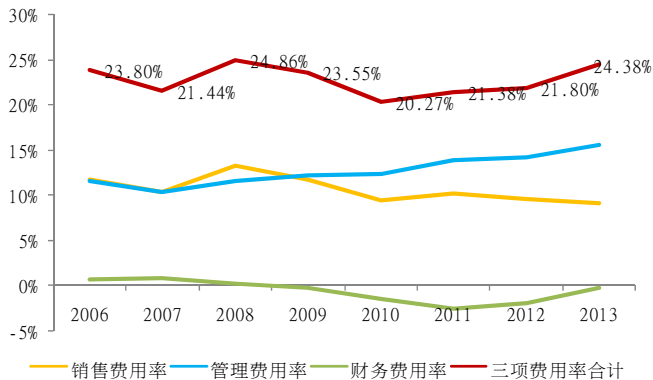
资料来源: wind, 群益证券整理

图 2：公司综合毛利率及净利率变化



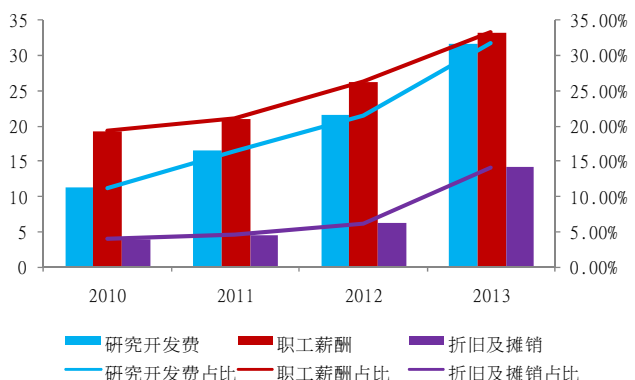
资料来源: wind, 群益证券整理

图 3：公司三项费用率变化情况



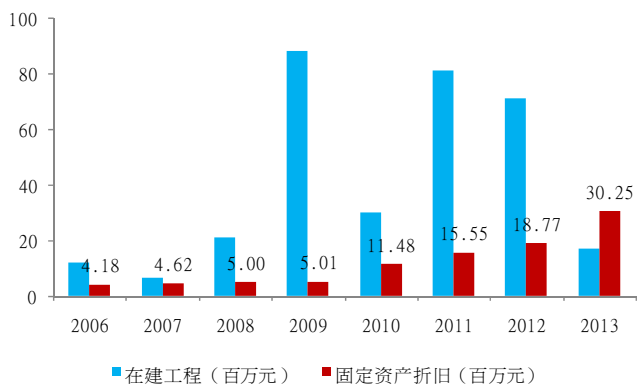
资料来源: wind, 群益证券整理

图 4：公司管理费用构成变化



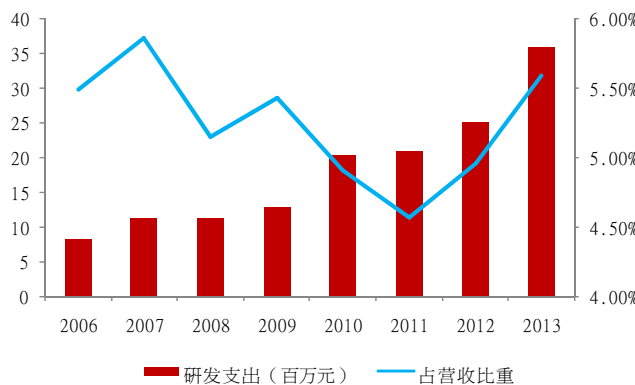
资料来源: wind, 群益证券整理

图 5：公司在建工程及固定资产折旧变化



资料来源: wind, 群益证券整理

图 6：公司研发支出及占营收比重



资料来源：公司公告，群益证券整理

资料来源：公司公告，群益证券整理

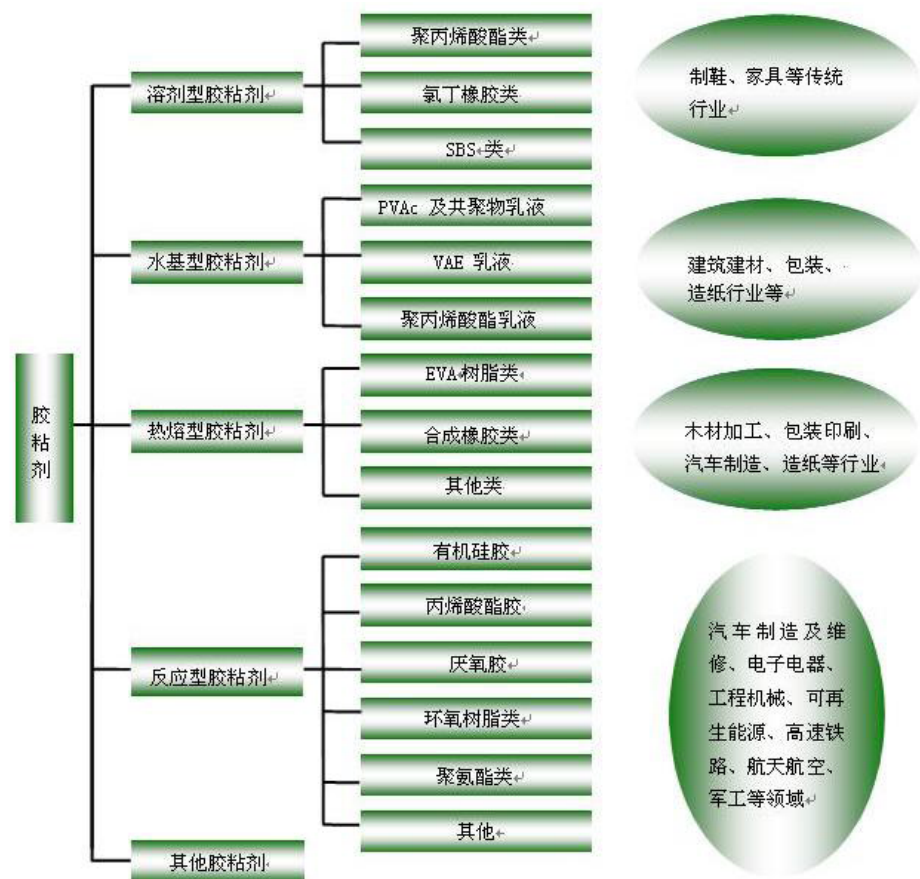
胶粘剂种类众多，应用广泛

胶粘剂指通过粘合作用，能使被粘物结合在一起的物质。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、反应型胶粘剂及其他等几大类，小类十多种。其应用领域涵盖制鞋、家具、建筑、包装、汽车、造纸等等十几个行业。

由于胶粘剂应用领域极广，产品种类众多，即便是同种类型胶粘剂也会因其应用领域不同、技术指标要求不同而导致生产工艺和化学分子式的差异，因此胶粘剂根据其性能及应用领域的不同可分为普通胶粘剂和工程胶粘剂。

工程胶粘剂是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，通常称结构胶或半结构胶，主要包括丙烯酸酯胶、厌氧胶、聚氨酯胶、环氧树脂胶和有机硅胶等。工程胶粘剂主要应用于汽车制造及维修、电子电器、工程机械、可再生能源、高铁、航天航空、军工等领域。

图 7：胶粘剂分类及应用领域



资料来源：公司招股书

公司是国内工程胶粘剂龙头

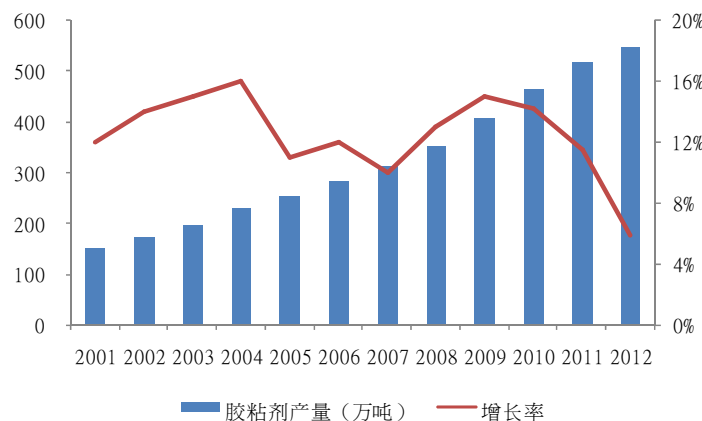
我国胶粘剂行业集中度较低，中小型企业数量多、分散广，工程胶粘剂行业曾长期

被国际巨头和跨国公司所垄断。随着近年来国内企业的发展，国内工程胶粘剂形成了跨国公司产品结构全面、技术领先；内资企业专注细分领域、增长较快，紧跟国外竞争对手的竞争格局，整体行业分散度较高。

面临外企的激烈竞争，公司凭借强大的技术和研发优势，积极拓展市场，目前已成为汽修、太阳能、风能等行业最大的国内工程胶粘剂供应商。例如公司高性能有机硅胶粘剂在汽车维修行业的市占率 2008 年就已达 30%，中国前十太阳能电池厂商中一半都是公司的客户，国内前十大风力电气设备制造厂商中半数以上是公司的客户。

近十年我国胶粘剂产量年均增速在 10%以上，2012 年，我国胶粘剂产量达 547 万吨，比 2001 年增长 260%以上。2010 年以来，随着我国 GDP 增速下降，胶粘剂产量增速出现下滑，2012 年增速更是下滑到 5.9%。尽管胶粘剂行业整体增速出现下降，但是作为细分领域，2007-2012 年我国工程胶粘剂产量增速却始终保持在 15%以上，远高于 GDP 增速。

图 8：我国胶粘剂产量及增速



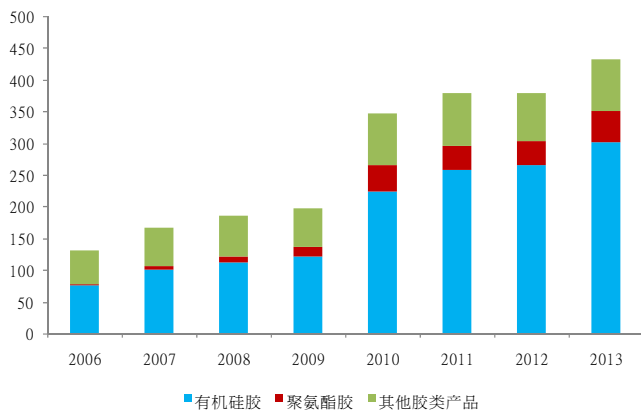
资料来源：中国胶粘剂工业协会，群益证券整理

汽车工业是公司产品销售主要市场，且稳定快速增长

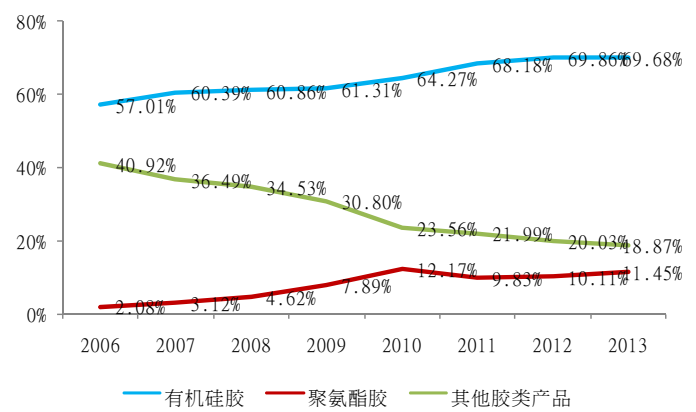
从公司历年产品营收情况来看，胶粘剂产品中有机硅胶营收占比稳中有升。2013 年，公司胶粘剂产品共实现营收 4.31 亿元，其中有机硅胶贡献接近七成，比 2006 年占比提升一成。

图 9：公司胶粘剂产品收入（单位：百万元）

图 10：公司胶粘剂产品收入占比



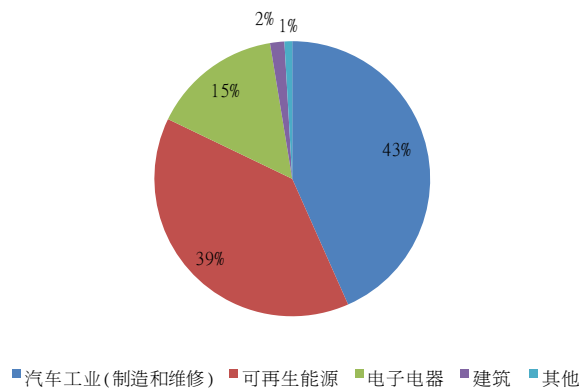
数据来源：公司公告，群益证券整理



数据来源：公司公告，群益证券整理

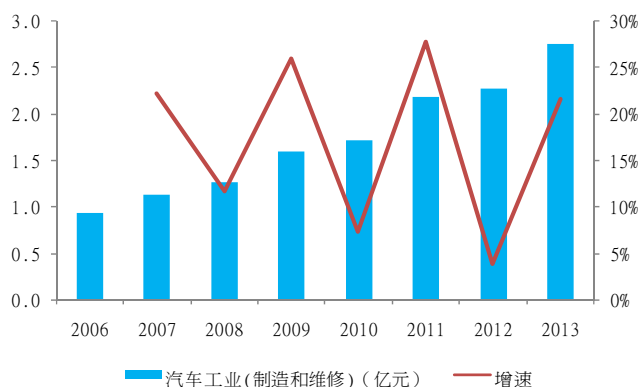
从应用领域来看，公司产品主要应用于汽车工业、可再生能源和电子电器行业等，2013年，其主营收入占比分别为43%，39%和15%。从公司历年主营收入分行业占比来看，汽车制造和维修业贡献最大，占比一直在40%以上，并且，在汽车工业的主营收入不断增长，年均增速在17%以上。

图 11：2013 年公司主营收入占比分行业



资料来源：公司公告，群益证券整理

图 12：公司在汽车制造和维修行业主营收入情况



资料来源：公司公告，群益证券整理

图 13：公司在汽车制造和维修行业主营收入占比



资料来源：公司公告，群益证券整理

工程胶粘剂在汽车业主要用于部件的粘结密封和螺纹缩固等，具有粘结强度高、耐

老化、密封性能优等特点。有机硅胶、聚氨酯胶、环氧树脂胶、厌氧胶等均在汽车业有独特的应用。

由于国内汽车制造业胶粘剂市场大多被汉高、道康宁等外企主导，公司胶粘剂产品主要用于汽车维修行业。之所以出现这种格局，主要是因为汽车制造领域市场大多被外资企业或者跨国公司主导。由于国内自主品牌整车制造主要为中低档产品，国外高档汽车品牌多采取与国内合作生产的方式进入中国市场，这些高档汽车大多由国外设计，与国内企业合作生产时往往对许多零配件的采购有限制性规定或直接指定从国外配套，加上胶粘剂在汽车制造中成本占比极小，价格敏感性低，企业往往采购外资品牌，因此，公司在汽车制造市场拓展难度较大。但是在汽车维修领域，由于进入门槛较低，价格敏感性高，公司凭借本土优势加上独特的平面营销模式，市场占有率较高。

表 2: 工程胶粘剂在汽车业的应用及技术特点

| 主要用途 | 技术特点 |
|--------------------|------------------------------|
| 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。 |

资料来源: 公司招股书, 群益证券整理

表 3: 公司有机硅胶粘剂在汽车业的市场占有率 (2008 年数据)

| 胶粘剂种类 | 应用行业 | 销售数量 (吨) | 市场容量 (吨) | 细分市场占有率 |
|--------|------|----------|----------|---------|
| 有机硅胶粘剂 | 汽车制造 | 332 | 2800 | 12% |
| | 汽车维修 | 1151 | 3900 | 30% |
| 丙烯酸酯胶 | 汽车行业 | 253 | 100 | 23% |
| 厌氧胶 | 汽车行业 | 68 | 550 | 12% |
| 聚氨酯胶 | 汽车行业 | 211 | 11311 | 2% |

资料来源: 公司招股书, 群益证券整理

2013 年以来, 公司在汽车制造行业标杆客户开发取得进展, 公司风挡玻璃胶开始批量对北汽供货, 在轿车生产线上开始产生示范效应。风挡玻璃胶属于高性能聚氨酯胶粘剂, 在整车中的平均用量约为 1.2 kg, 主要用于前风挡玻璃与车身框架接触部位处。根据中国汽车工业协会数据, 2013 年北汽乘用车产量为 139 万辆, 据此推算, 北汽乘用车风挡玻璃胶用量约 1600 多吨。根据北汽汽车产能建设和战略规划, 未来两年汽车产量有望达到 168 万辆和 180 万辆, 风挡玻璃胶需求将超 2100 吨。公司进入北汽供应链以后, 随着供应占比的提高和北汽产量的提升, 公司风挡玻璃胶销量将稳步提升。

表 4: 北汽乘用车产量及风挡玻璃胶用量预估

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 乘用车产量 (万辆) | 75.7 | 84.6 | 102.5 | 138.9 | 168 | 180 |
| YOY | | 11.76% | 21.16% | 35.51% | 20.95% | 7.14% |
| 单车用胶量 (kg) | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 总用胶量 (吨) | 908.4 | 1015.2 | 1230 | 1666.8 | 2016 | 2160 |

资料来源：中国汽车工业协会，群益证券预测

各种胶粘剂、密封剂在汽车中的应用非常广泛，其品种已达到数十种，单车用量为 20~40kg。目前我国汽车年产量已超 2200 万辆，按此推算，每年我国汽车制造用胶量在 44-88 万吨。由于我国居民收入不断提高，购买力增强，汽车需求不断增加。2000 年至 2013 年，我国汽车产量增长接近 10 倍，年均增速达 20%。同时，随着汽车产销量的增加，我国汽车保有量也不断上升。据统计，目前我国汽车保有量接近 1.3 亿辆，并且随着居民收入的提高，还在不断提升。由于汽车产量和保有量快速增长，汽车维修的市场也在不断扩大，需要的工程胶粘剂也随之快速增加。

图 14：我国汽车产量

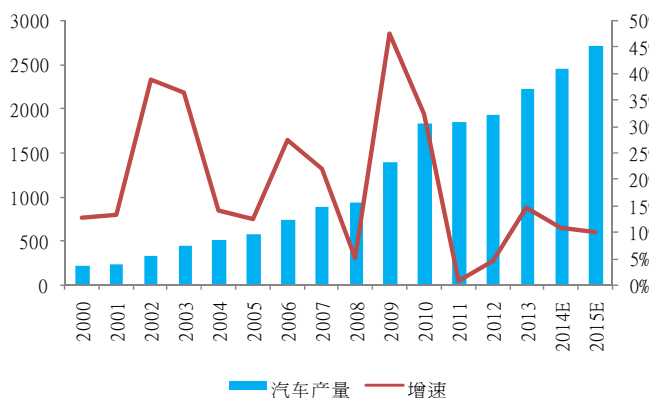
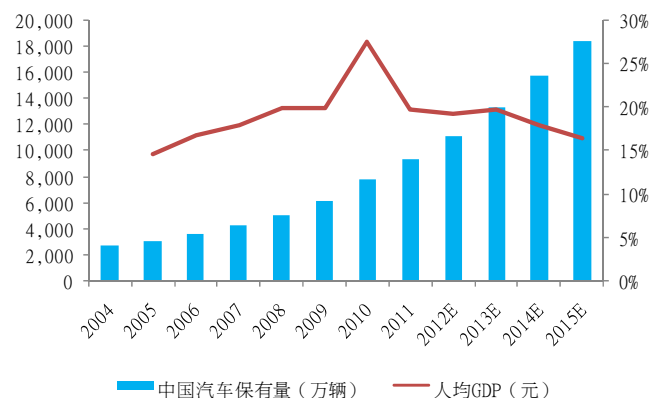


图 15：我国汽车保有量和人均 GDP



资料来源：wind，群益证券预测

资料来源：wind，群益证券整理

我们认为，汽车保有量稳定增长，汽修市场将维持在 15% 以上的增速。此外，随着汽车制造行业客户拓展，公司风挡玻璃胶等销量将稳步提升。因此，公司胶粘剂在汽车工业中的营收仍有望保持年均 17% 左右的增速。

表 5：汽车工业营收及毛利预测

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 汽车工业（亿元） | 2.26 | 2.74 | 3.21 | 3.76 |
| YOY | 3.80% | 21.53% | 17.00% | 17.00% |
| 毛利率 | 39.05% | 38.48% | 38.50% | 38.50% |
| 毛利（亿元） | 0.88 | 1.06 | 1.24 | 1.45 |

资料来源：公司公告，群益证券预测

可再生能源行业 14、15 年将稳定增长

可再生能源行业是公司工程胶粘剂应用的第二大行业，主要指太阳能和风能。在这两个行业中应用较多的是高性能有机硅胶粘剂、聚氨酯胶粘剂和厌氧胶等。太阳能行业中胶粘剂主要用于太阳能光伏电池板的密封粘接、边框的密封；风能行业中胶粘剂主要用于风能发电机螺纹锁固及定子槽口密封粘接；风机变速箱的平面密封和风机叶片粘接、防雷等。

表 6：工程胶粘剂在可再生能源行业的应用及技术特点

| 主要用途 | 技术特点 |
|---------------------|--------------------|
| 太阳能光伏电池板的密封粘接、边框的密封 | 高性能有机硅胶粘剂、电性能优、耐大气 |

| | |
|--------------------------------|-------------------------------|
| 封; | 老化性能优、阻燃。 |
| 风能发电机螺纹锁固及定子槽口密封粘接; 风机变速箱的平面密封 | 厌氧胶、高性能有机硅胶粘剂、要求密封性能优、防水、防污闪。 |
| 风机叶片粘接、防雷 | 聚氨酯胶粘剂、韧性优异、粘接强度高。 |

资料来源: 公司招股书, 群益证券整理

2008年, 公司在新能源行业的销售收入仅0.1亿元, 2013年已达2.45亿元, 5年时间增长了20多倍。公司在可再生能源行业的销售收入占主营收入的比例也稳步提升, 从2008年的不足5%上升到2013年的接近四成, 比肩汽车行业。

图 16: 可再生能源行业主营收入变化

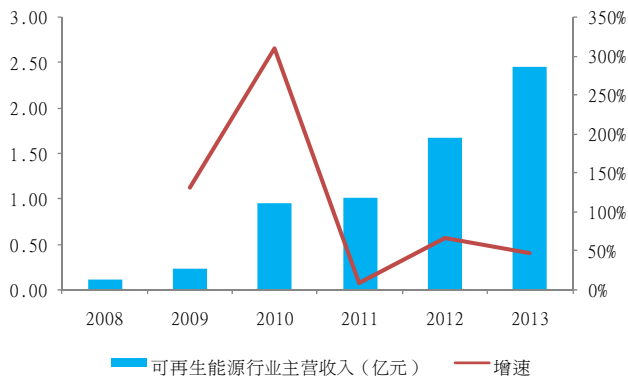


图 17: 可再生能源行业主营收入占比



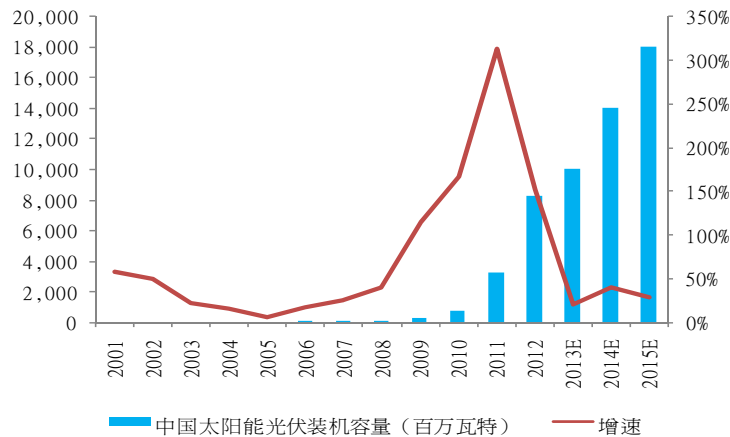
资料来源: 公司公告, 群益证券整理

资料来源: 公司公告, 群益证券整理

高性能有机硅胶粘剂在太阳能光伏电池板的密封粘接、边框的密封方面具有耐大气老化性能优、阻燃等特点。公司产品性能与国际先进水平相当, 但价格比国际水平便宜很多, 市场需求不断增大, 中国前十太阳能电池厂商中一半都是公司的客户。

2010年公司募投项目5000吨高性能有机硅胶粘剂投产后, 恰逢太阳能行业在2011-2012年遭遇产能过剩危机, 行业景气度急剧下滑, 导致公司募投项目开工率和毛利率下滑。2012年年底太阳能产业到达景气最低点, 当时大部分的企业由于美国双反的利空及欧盟双反的立案已经逐渐退出产业, 而由于欧洲市场的抢装消化掉了最后的存量库存, 在库存低位的情况下, 2013年日本市场的爆发带动产业走出了低谷。2014年, 中国的需求爆发将成为行业景气稳定回升的重要推动力量。国家能源局确定2014年光伏发电装机容量目标为14GW, 而2013年为10GW, 此外, 中国在政策上也积极推动分布式光伏发电。因此, 太阳能光伏用胶随着行业景气度持续回暖销量有望恢复增长。

图 18: 中国太阳能光伏装机容量

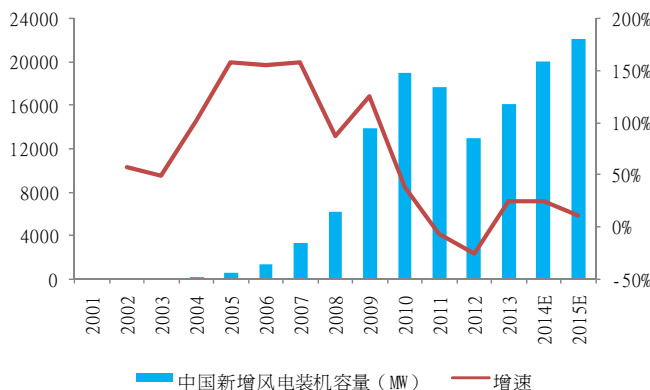


资料来源: wind, 群益证券整理

风能行业中主要用到聚氨酯胶粘剂、厌氧胶、高性能有机硅胶粘剂等。在风能发电行业,仅一组叶片的粘接就需要约 600kg 高端工程胶粘剂,因此,聚氨酯胶粘剂需求量十分可观。公司产品已成功应用于金风科技等风力发电上市公司,国内前十大风力电气设备制造厂商中半数以上是公司的客户。

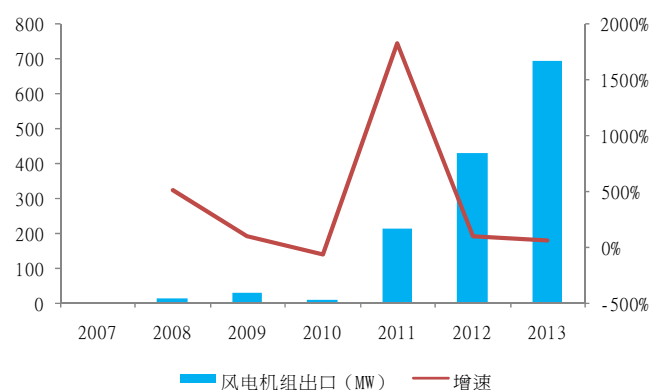
2005-2009 年,风电行业每年新增装机量超过 100% 的增长,后来随着政策的变动,行业产能过剩问题突然爆发,行业景气度骤然间跌入低谷。不过伴随着国家对环保问题关注的日益加深,作为清洁能源的风电产业迎来了第二春。2013 年,中国(不包括台湾地区)新增装机容量 16088.7MW,同比增长 24.1%;累计装机容量 91412.89MW,同比增长 21.4%。新增装机和累计装机两项数据均居世界第一。同时,风电机组出口量也快速增长,2013 年达到 692MW,同比增长 61%。2014 年,随着并网政策、补贴政策的落实以及特高压建设带来的弃风问题缓解,风电行业的复苏已经基本上板上钉钉,未来几年风电新增装机量每年有望达到 20GW,维持在高位水平。

图 19: 中国新增风电装机容量



资料来源: 中国风能协会, 群益证券整理

图 20: 中国风电机组出口



资料来源: 中国风能协会, 群益证券整理

除了胶粘剂以外,公司在可再生能源行业的产品还有太阳能电池背膜。公司于 2011 年使用超募资金建设了一条年产 300 万平方米太阳能电池背膜生产线,2011 年 10 月投产。2012 年,公司又扩建了 2 条生产线,并于 2013 年陆续投产。目前共拥有 3 条太阳

能电池背膜生产线，合计名义产能 900 万 m²，实际产能可达 1200 万 m²。2013 年公司太阳能电池背膜业务实现营收 1.14 亿元，同比增长 96.9%，实现营业利润 0.37 亿元，同比增长 146%，是公司 13 年营收和净利增长的重要贡献点。

太阳能电池背膜是太阳能电池组件当中很重要的一部分，而全球很大一部分的市场份额却被国外品牌占领。太阳能电池背膜暴露了我国在光伏产业链上薄弱的一环。在组成光伏组件的各种主要材料中，玻璃、电池片、胶膜等均已实现国产化，唯一需要依赖进口的只有背膜材料，尽管国内已有厂家开始研发和销售，但质量和数量均远远不能满足国内外市场需求，国外品牌的背膜占有国内 90% 以上的市场份额。

由于公司拥有胶粘剂方面成熟的技术和生产经验，开发生产了专门用于太阳能电池用氟膜粘接剂，同时经过实践完全掌握了生产高质量太阳能电池背膜产品的核心技术，而且采用的主要原材料均为国产原辅料，大大降低了成本。同时，公司在太阳能光伏组件制造行业有多年销售机硅密封胶的经验，在业内有很高的行业知名度和完善的销售渠道，有利于太阳能电池背膜的市场销售。鉴于公司具备技术和销售双重优势，加上太阳能光伏行业景气回升，公司未来进口替代空间较大。

表 7：太阳能电池薄膜营收及毛利预测

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|------------------------|--------|---------|--------|--------|
| 产能 (万 m ²) | 300 | 900 | 900 | 900 |
| 产量 (万 m ²) | 202 | 464 | 600 | 800 |
| 销量 (万 m ²) | 175 | 416 | 550 | 750 |
| yoy | | 137.71% | 32.21% | 36.36% |
| 单价 (元/m ²) | 33.14 | 27.40 | 27.40 | 27.40 |
| 营收 (亿元) | 0.58 | 1.14 | 1.51 | 2.06 |
| 毛利 (亿元) | 0.15 | 0.37 | 0.49 | 0.67 |
| 毛利率 | 25.86% | 32.46% | 32.50% | 32.50% |

资料来源：公司公告，群益证券预测

鉴于太阳能、风能行业景气度逐渐提升，公司胶粘剂及太阳能电池背膜在可再生能源行业的营收有望稳定增长。但是由于 2012、2013 年增速较快，且奠定了较高的基数，2014、2015 年营收增速可能出现小幅下降。

表 8：可再生能源行业营收及毛利预测

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 可再生能源行业 (亿元) | 1.67 | 2.45 | 3.31 | 4.30 |
| YOY | 78.26% | 47.17% | 35.00% | 30.00% |
| 毛利率 | 33.59% | 33.36% | 33.36% | 33.36% |
| 毛利 (亿元) | 0.56 | 0.82 | 1.10 | 1.43 |

资料来源：公司公告，群益证券预测

电子电器行业增速有望走出低谷

工程胶粘剂在电子电器领域主要用于 LED 封装、电子线路板的粘接、集成电路的封装等等，应用到的胶种主要有有机硅胶、环氧树脂胶、厌氧胶、UV 胶等。在 LED 封装领域，公司生产的高性能有机硅胶占国内 30% 以上的市场份额，市场占有率排名第一。

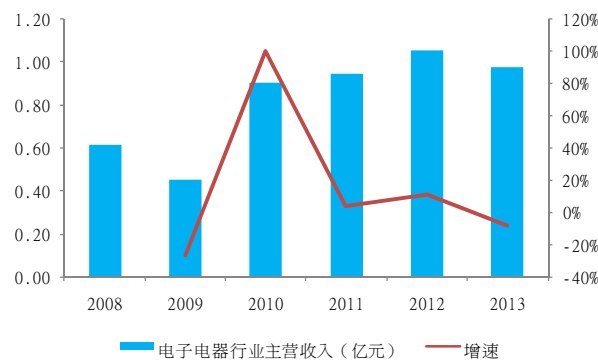
表 9: 工程胶粘剂在 LED 行业的应用及技术特点

| 主要用途 | 技术特点 |
|--|---|
| 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。 |

资料来源：公司招股书，群益证券整理

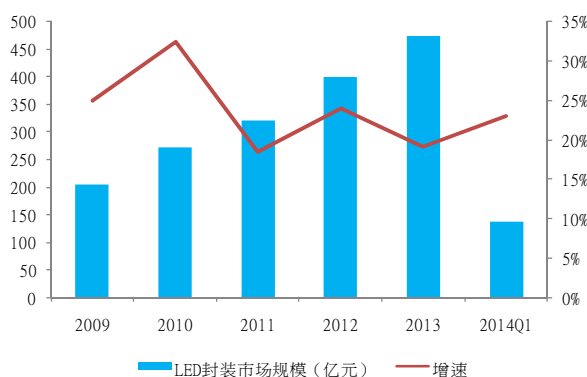
我国 LED 行业近几年增长速度较快，2008-2013 年，LED 封装市场规模年均增速 17%，LED 芯片业实现产值年均增速达到 42%。受国内宏观经济增速低迷影响，2011-2012 年我国 LED 产业受到一定的冲击，LED 封装市场规模和 LED 芯片业产值增速均出现下降。受此影响，公司胶粘剂在电子电器行业的营收增速 2011、2012 年相比 2010 年明显下降，2013 年甚至出现负增长。

图 21: 电子电器行业主营收入变化



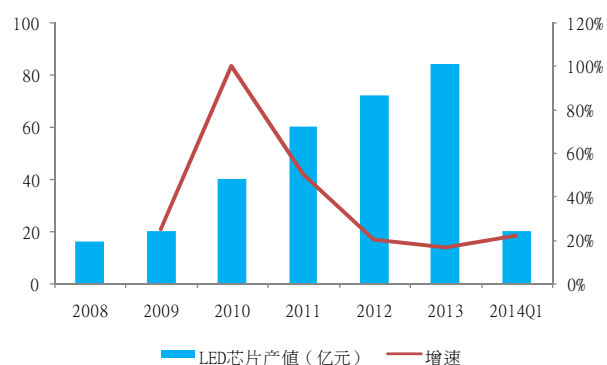
资料来源：wind，群益证券整理

图 22: 我国 LED 封装市场规模



资料来源：GLII，群益证券整理

图 23: 我国 LED 芯片业产值



资料来源：GLII，群益证券整理

LED 主要应用于背光、照明、显示屏等。背光需求主要在于手机和电视机，随着大屏幕智能手机和电视机渗透率的提高，背光需求将进入成熟阶段。LED 照明由于目前渗透率仅为 20%左右，随着 LED 灯泡价格的下降，LED 照明经济性逐渐提高，未来渗透率有望快速提高。在 LED 照明需求快速增长的带动下，整个 LED 封装和芯片业增速有望回升。因此，公司在电子电器行业的营收增速结束下滑的概率较大。

表 10：电子电器行业营收及毛利预测

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 电子电器行业（亿元） | 1.05 | 0.97 | 0.97 | 1.02 |
| YOY | 11.65% | -7.48% | 0.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 41.78% | 51.53% | 51.53% | 51.53% |
| 毛利（亿元） | 0.44 | 0.50 | 0.50 | 0.52 |

资料来源：公司公告，群益证券预测

14、15 年新胶种将逐渐放量，贡献业绩

2013 年，公司建筑用高性能有机硅幕墙玻璃结构胶、无溶剂耐蒸煮包装复合用双组份聚氨酯胶和水处理过滤器用双组分聚氨酯胶粘剂实现技术突破并开始批量生产。随着建筑胶的经销商网络及工程项目应用全面铺开，实现销售收入 1073 万元；在包装胶、水处理胶等领域新产品均实现了批量销售。

由于建筑用胶、包装用胶市场需求量大，公司于 2014 年 3 月决定以自有资金 5000 万元投资建设年产一万吨有机硅建筑胶粘剂生产线及年产一万吨聚氨酯包装胶粘剂生产线，预计 2014 年三季度末投产。

随着城市化进程推进，大城市规模加大和数量增多，区域性地标建筑和商务办公楼宇对玻璃幕墙的需求快速增长。根据建筑装饰业“十二五”规划，建筑幕墙行业总产值将由 2010 年的 1500 亿元提高到 2015 年的 4000 亿元，平均年增速达 21.3%，受益于建筑幕墙行业的蓬勃发展，建筑幕墙胶未来应用空间巨大。

建筑胶领域竞争格局较为分散，中小企业众多。据了解，我国建筑胶领域获得结构胶认定的企业有 51 家左右，而硅酮密封胶生产企业在 200 家以上。产能超过 5000 吨/年的密封胶企业有 30 多家，超过 1 万吨的企业约 15 家，主要集中于江浙、广东沿海一带，产能在 60 万吨左右。2012 年，我国有机硅胶在建筑领域的消费量约 48 万吨左右，按照 20%的增速推算，到 2015 年，需求量将达到 80 万吨以上。

鉴于建筑胶行业竞争分散、市场需求量较大，公司依托自己的技术优势切入该领域，有望充分受益于幕墙胶行业的高增速发展。未来随着新增产能投放，建筑胶销售将逐步放量。

包装用胶粘剂大致可分为两种类型，一种用于生产包装材料如纸板、瓦楞纸板、复合纸；另一种适用于标签和封口。随着包装行业的发展，胶粘剂的消费量保持着较高的水平，全球包装工业年用胶量约占胶粘剂总用量的 35%，是胶粘剂最大的消费市场。包装胶行业与建筑胶行业类似，行业集中度低，企业数量多，胶粘剂需求量大。但是由于竞争激烈，建筑胶与包装胶的价格和毛利率相对工程胶粘剂要低。

鉴于公司建筑胶与包装胶合计 2 万吨产能将于今年三季度投产，我们预计 2014、2015 年将为公司贡献销售收入分别为 1.2 亿元、3.8 亿元，销售毛利 0.27 亿元、0.86 亿元。

表 11：建筑领域营收及毛利预测

| | 2013 | 2014E | 2015E |
|----------|--------|---------|---------|
| 销量预估(万吨) | 0.06 | 0.30 | 0.95 |
| 单价(万元/吨) | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 建筑领域(亿元) | 0.11 | 0.60 | 1.90 |
| YOY | | 445.45% | 216.67% |
| 毛利率 | 25.41% | 25.41% | 25.41% |
| 毛利(亿元) | 0.03 | 0.15 | 0.48 |

资料来源：公司公告，群益证券预测

表 12：包装胶领域营收及毛利预测

| | 2014E | 2015E |
|----------|--------|---------|
| 销量预估(万吨) | 0.30 | 0.95 |
| 单价(万元/吨) | 2.00 | 2.00 |
| 包装领域(亿元) | 0.60 | 1.90 |
| YOY | | 216.67% |
| 毛利率 | 20.00% | 20.00% |
| 毛利(亿元) | 0.12 | 0.38 |

资料来源：群益证券预测

盈利预测

我们预计公司 2014/2015 年分别实现净利 1.27, 1.70 亿元, yoy 分别为+43%, +34%, 折合 EPS 分别为 0.75/1.01 元, 目前股价对应的 PE 分别为 19 和 14 倍。鉴于下游行业景气稳步向好, 加上新胶种产能逐步释放, 公司业绩将保持快速增长, 给予买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表（合并后）

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|------------|------|------|------|-------|-------|
| 营业收入 | 456 | 506 | 642 | 989 | 1438 |
| 经营成本 | 281 | 315 | 394 | 636 | 935 |
| 营业税金及附加 | 3 | 4 | 3 | 6 | 7 |
| 销售费用 | 46 | 48 | 59 | 69 | 108 |
| 管理费用 | 63 | 72 | 99 | 133 | 194 |
| 财务费用 | -12 | -10 | -2 | -2 | -3 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 73 | 72 | 86 | 129 | 177 |
| 利润总额 | 84 | 81 | 103 | 141 | 189 |
| 所得税 | 12 | 10 | 14 | 14 | 19 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司股东权益 | 72 | 71 | 89 | 127 | 170 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|
| 货币资金 | 365 | 258 | 175 | 140 | 182 |
| 应收账款 | 63 | 120 | 160 | 224 | 269 |
| 存货 | 88 | 110 | 146 | 219 | 285 |
| 流动资产合计 | 621 | 578 | 577 | 694 | 864 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 201 | 275 | 413 | 496 | 595 |
| 在建工程 | 81 | 71 | 17 | 20 | 20 |
| 非流动资产合计 | 320 | 460 | 543 | 628 | 728 |
| 资产总计 | 941 | 1038 | 1120 | 1322 | 1592 |
| 流动负债合计 | 53 | 82 | 105 | 121 | 135 |
| 非流动负债合计 | 11 | 39 | 37 | 37 | 38 |
| 负债合计 | 63 | 121 | 141 | 158 | 173 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 股东权益合计 | 877 | 916 | 979 | 1165 | 1419 |
| 负债及股东权益合计 | 941 | 1038 | 1120 | 1322 | 1592 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 9 | 17 | 7 | 8 | 10 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -108 | -126 | -73 | -50 | -20 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -29 | 2 | -17 | 7 | 52 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -128 | -107 | -83 | -35 | 42 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。