

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001

021-68591581

daipj@ghzq.com.cn

## 腾飞的工程胶粘剂龙头

## ——回天新材(300041)深度报告

## 投资要点：

- 工程胶需求领域稳定增长，同时新的应用领域不断拓宽，推动工程胶粘剂市场快速增长，预计“十三五”期间年均增速达到15%。公司作为国内工程胶龙头，增速将显著高于行业增速。
- ◇ 汽车用胶：工程胶在汽车上的应用多达几十个部位，2013年我国汽车产量为2212万辆，车用胶需求量达到4.4万吨左右，2014年将达到5万吨左右，未来几年车用胶市场将保持年均15%的增速。公司车用胶在客车、货车整车和维修市场保持优势，同时在乘用车领域开始扩大比例。
- ◇ 高铁用胶：国务院重点关注高铁建设，2014-2015年，我国铁路将完成固定资产投资1.2万亿元，高铁建设集中爆发迎来下游行业发展契机。由于高铁胶技术壁垒和准入门槛高，公司作为为数不多的优质供应商将直接受益，产品订单大幅增加。
- ◇ 新能源胶：伴随政府对清洁能源的扶持，并网政策和补贴政策的落实，太阳能、风电迎来恢复性发展契机。2013年我国风电新增装机容量为16.1GW，同比增长24%，预计2014年风电新增装机容量将达到20GW，按照1MW的风电组件需要工程胶0.2t左右计算，2014年我国风电领域对工程胶的需求量4000t左右。2013年我国光伏新增装机容量为11.3GW，据国家能源局的规划，2014年我国新增装机容量为14GW，按1MW的光伏组件需要光伏胶1.5t左右测算，2014年我国太阳能领域对工程胶的需求量为2.1万吨左右。
- ◇ 包装胶：软包装以其环保等特点逐步代替传统包装，2013年，全球软包装材料消费量为2430万吨左右，中国软包装消费量约占全球消费量20%，未来五年亚太地区将是全球软包装消费量增长速度最快的市场，带动软包装用胶行业发展。按照软包装每平方米需要用胶5g估算，2014年我国软包装领域对工程胶的需求量为2500t左右。公司已进入康师傅包装用胶体系，未来随公司产能释放，包装胶将逐步放量。
- ◇ 水处理胶：我国膜法水处理规模发展迅速，1999-2009年全球膜产业总产值增长2倍多，而中国膜产业总产值增长近10倍，膜制品市场销售额复合增速25%。随着我国水污染治理投入的不断加大，将带动上游水处理材料行业的蓬勃发展。据估算，2014年我国水处理胶需求量约为5000吨。
- ◇ 电子胶：有机硅材料是LED的理想封装材料，2008-2013年LED行业复合增速达到17.6%，未来几年我国LED显示市场还将保持较快的增速，LED有机硅封装材料未来将保持20%的增速。公司通过自身研发和引进人才，在最高端的微电子胶领域获得突破。
- ◇ 建筑胶：我国建筑幕墙胶2000年以来保持年复合增长率20.1%，新型城镇化建设推动下，建筑胶领域仍将保持高速增长态势，公司进入建筑胶高端领域，替代进口。

■ 太阳能背膜市场份额不断扩大，氟膜量产、打破垄断替代进口。

- ◇ 太阳能背膜：公司有 3 条背膜生产线，产能 900 万平米，已经覆盖光伏组件领域的前八大客户。随着太阳能行业持续回升，预计公司背膜的产销量将显著提升。
- ◇ 氟膜：目前我国复胶型太阳能背膜中的氟膜完全依赖进口，公司通过自身研发，掌握了氟膜量产技术，2013 年开始建设年产 300 万平米的氟膜生产线，2014 年底投产。氟膜占背膜成本的 25% 左右，投产后实现氟膜自给，将大幅降低成本，提升公司背膜的毛利率。

■ 成立子公司做大汽车售后市场。

- ◇ 2013 年我国汽车保有量达到 1.3 亿辆，新增汽车销量 2170 万辆，但与发达国家相比，我国人均汽车保有量还很低。随着未来我国汽车保有量继续高速增长，一个巨大的汽车售后化学品市场正在形成。预计 2015 年中国汽车售后市场产值有望增至 7000 亿元，成为全球第一大汽车后市场。以润滑油为例，按一辆车一次平均换 5 升机油、每年平均需换 3 次（每辆车每年实际换机油 3-8 次）计算，需要润滑油量约 165 万吨。按 1 吨润滑油 3500 元估算，润滑油市场空间在 60 亿元左右。
- ◇ 汽车维修胶是公司传统优势领域，在汽车维修硅胶市场，市占率超过 30%，拥有 600 多家遍布全国的经销商网络。借助强大的经销商网络，公司推出了养护品、润滑油等非胶产品，增长迅猛。今年专门成立子公司来独立运营汽车售后市场，成长空间将迅速打开。

■ 公司具备行业引领者的综合竞争优势。

- ◇ 行业领先的研发平台。公司始终把自主创新和技术研发放在首位，在上海建成了国内一流研发中心，成立有“全国博士后科研工作站”，并与中科院合作建立工程中心。2013 年加大从国际国内引入行业尖端人才，打造国内工程胶黏剂行业的研发高地。
- ◇ 营销网络和服务优势。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市，是行业内销售网络最大、经销商最多的企业。同时公司在各地建立流动办事处，委派销售人员协助经销商提供技术支持。
- ◇ 品牌优势。工程胶粘剂行业“中国驰名商标”，在汽车行业整车市场进入神龙、日产等合资品牌，在包装用胶领域进入康师傅供应体系，在高铁动车组用胶上实现突破替代进口，以及光伏、风电领域等国家重点工程中均使用了公司产品，示范效应明显。

■ 盈利预测及投资建议。公司以研发驱动多个下游领域深度拓展，内涵式增长和外延式增长并举，增长潜力显著。预计公司 2014-2016 年 EPS0.71、0.92、1.10 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：原材料价格波动风险；募投项目达产不及预期的风险。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	642	845	1175	1467
增长率(%)	27%	32%	39%	25%
净利润（百万元）	89	121	156	186
增长率(%)	26%	36%	29%	20%
摊薄每股收益（元）	0.53	0.71	0.92	1.10
ROE(%)	9.1%	11.0%	12.4%	12.9%

## 目 录

<b>1、国内技术领先的工程胶生产企业</b>	<b>6</b>
<b>2、有机硅及有机硅产业链</b>	<b>7</b>
2.1、有机硅材料优势突出	7
2.2、有机硅产业链	8
2.3、有机硅室温胶	11
<b>3、我国工程胶粘剂下游迎来高速发展机会</b>	<b>11</b>
3.1、胶粘剂行业将保持稳定增长	11
3.2、行业逐渐趋于集中，公司核心优势明显	13
<b>4、下游应用领域持续增长</b>	<b>15</b>
4.1、汽车密封用胶继续保持龙头优势	15
4.2、高铁用胶需求稳定增长	17
4.3、新能源用胶将迎来高增长	19
4.4、包装用胶市场规模庞大	21
4.5、水处理规模不断扩大带动上游材料需求	22
4.6、电子及 LED 密封用胶平稳增长	23
4.7、新型城镇化建设催化建筑用胶发展契机	25
<b>5、背膜市场份额不断扩大，氟膜逐步实现替代</b>	<b>27</b>
5.1、太阳能电池背膜现国产化	27
5.2、国内外太阳能光伏材料技术水平趋近	29
5.3、公司逐步量产氟膜，把握市场契机	30
<b>6、公司发挥独具优势，紧抓行业契机</b>	<b>32</b>
6.1、公司技术人才储备扎实	32
6.2、对下游市场的积累和把握	33
<b>7、盈利预测</b>	<b>34</b>
<b>8、风险提示</b>	<b>34</b>

## 图目录

图 1、公司股权结构	6
图 2、公司 2014 年上半年分产品主营业务收入构成	6
图 3、公司 2014 年上半年分产品利润构成	6
图 4、公司营业收入逐年增加	7
图 5、公司净利润快速增长	7
图 6、有机硅产业链	8
图 7、有机硅产品形式和应用领域	9
图 8、世界有机硅下游深加工制品应用分散	10
图 9、我国有机硅下游深加工制品应用分散	10
图 10、建筑领域是有机硅室温胶的最大应用领域	11
图 11、胶粘剂分类和应用领域	12
图 12、我国胶粘剂产量及增速	12
图 13、我国工程胶粘剂产量及增速	13
图 14、2012 年我国工程胶粘剂结构	13
图 15、胶粘剂分类和应用领域	14
图 16、密封材料广泛应用于汽车领域	15
图 17、我国汽车年销量及增速	16
图 18、我国汽车保有量及增速	16
图 19、高铁无砟轨道	17
图 20、我国高铁营业里程	17
图 21、密封胶在光伏领域的应用	19
图 22、密封胶在风能领域的应用	19
图 23、我国太阳能光伏装机容量及增速	19
图 24、我国新增风电装机容量及增速	19
图 25、近年来太阳能光伏电池产量	20
图 26、全球软包装消费量及预测	21
图 27、软包装占比高达 76%	21
图 28、我国废水排放量及增速	22
图 29、我国工业废水排放量及增速	22
图 30、我国生活污水排放量及增速	22
图 31、我国废水治理投入	22
图 32、密封用胶在 LED 领域的应用	23
图 33、近年我国电力电缆产量及增速	24
图 34、近年我国集成电路产量及增速	24
图 35、我国 LED 显示器市场规模及其用胶量	24
图 36、我国 LED 封装市场规模	24
图 37、建筑幕墙产业快速发展	25
图 38、近年我国办公楼投资额及增速	26
图 39、近年我国办公楼新开工面积	26
图 40、近年我国商业营业用房投资额及增速	26
图 41、近年我国商业营业用房新开工面积	26
图 42、主要城市在建和规划摩天大楼数量（单位：座）	26
图 43、近年我国中空玻璃产量	27

图 44、世界新能源使用增长比例 .....	27
图 45、世界太阳能光伏装机容量增速 .....	27
图 46、太阳能光伏组件结构 .....	28
图 47、太阳能电池背膜类型 .....	28
图 48、复胶型背膜工艺流程 .....	29
图 49、涂布型背膜工艺流程 .....	29

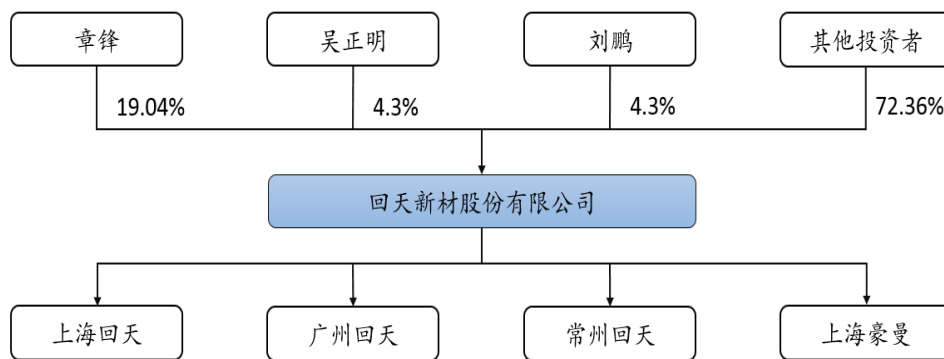
## 表目录

表 1、有机硅的优异性能 .....	7
表 2、六类有机硅材料列入新材料产业“十二五”重点产品目录 .....	8
表 3、有机硅产品主要应用领域 .....	9
表 4、世界主要有机硅单体生产企业产能 .....	10
表 5、汽车领域胶粘剂的性能及要求 .....	15
表 6、汽车领域各种胶粘剂用量 .....	16
表 7、公司在汽车领域胶粘剂应用及特点 .....	17
表 8、我国未来高铁营业里程 .....	18
表 9、公司在太阳能领域胶粘剂应用及特点 .....	19
表 10、我国推进光伏产业的相关政策 .....	20
表 11、包装行业主要类型 .....	21
表 12、公司在 LED 领域胶粘剂应用及特点 .....	25
表 13、国内外光伏材料比较 .....	30
表 14、国内外背膜需求量 .....	31
表 15、国内外企业生产背膜的品种及产能 .....	31
表 16、公司已获得发明专利情况 .....	32
表 17、回天新材盈利预测 .....	35

## 1、国内技术领先的工程胶龙头

- 公司是中国胶粘剂行业的知名企业，中国汽车制造业、工程、建筑、电子用胶粘剂最大供应商之一。公司前身为襄樊胶粘技术研究所，专业从事各类高端工程胶粘剂的研发、生产和销售。产品涵盖了高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶、聚氨酯胶等五大类、四十个系列、三百多种工程胶粘剂产品，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、太阳能电池板制造和高铁建设、动车组高速车箱组装等。与中国一汽、东风公司、TCL、美的、格兰仕、比亚迪股份等国内外知名企业建立了长期合作伙伴关系。

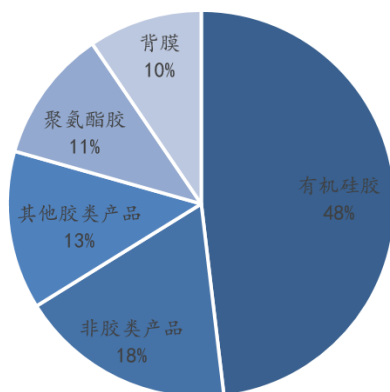
图 1、公司股权结构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

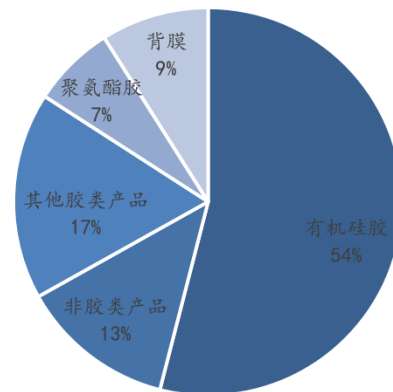
- 有机硅胶是公司主要收入和利润来源。2014 年上半年，公司实现营业收入 4.1 亿元，同比增长 36.8%，营业利润 5689.4 万元，同比增长 26.3%，归属母公司净利润 5545.89 万元，同比增长 33.2%。收入增长主要系公司各类产品销售增加，公司各类胶粘剂产品销售收入较上年同期增长 59.4%，非胶类产品销售收入较上年同期增长 23.2%，为防范应收账款风险，公司主动控制背膜产品的出货量，太阳能背膜产品销售收入同比减少 21.8%。

图 2、公司 2014 年上半年分产品主营业务收入构成



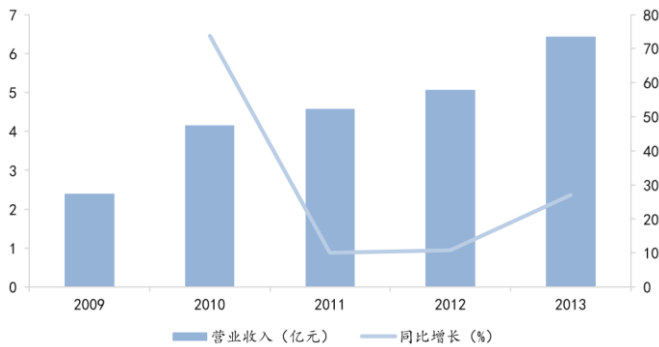
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 3、公司 2014 年上半年分产品利润构成



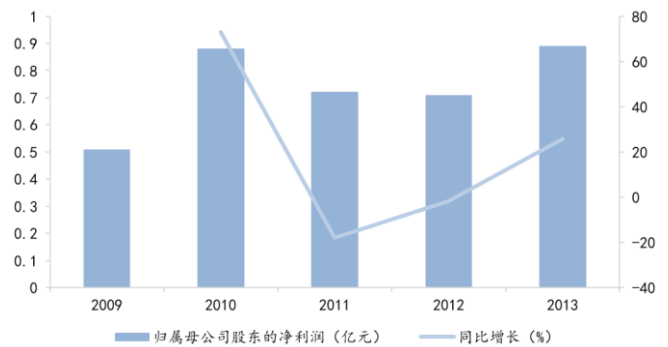
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 4、公司营业收入逐年增加



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 5、公司净利润快速增长



资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 2、有机硅及有机硅产业链

### 2.1、有机硅材料优势突出

- **兼具无机材料与有机材料的优异性能。**有机硅，是指含有 Si-O 键、且至少有一个有机基团是直接和硅原子相连的化合物。凭借这样的独特结构，有机硅兼具了无机材料与有机材料的性能，具有表面张力低、粘温系数小、压缩性高、气体渗透性高等基本性质。

表 1、有机硅的优异性能

性质	内容
耐温性	硅油-60~250℃、硅橡胶-70~375℃、硅树脂 650℃以上
耐候性	无双键，热稳定性和耐候性
电绝缘性	电绝缘可靠性高
生理惰性	耐生物老化性强
表面性质	表面活性高，表面张力低，憎水性和脱模性好

资料来源：国海证券研究所

- **有机硅被列入新材料“十二五”规划。**国家新材料“十二五”规划指出要巩固有机硅单体生产优势，大力发展硅橡胶、硅树脂等有机硅聚合物产品。目前共有六类有机硅材料被列入了新材料产业“十二五”重点产品目录。

表 2、六类有机硅材料列入新材料产业“十二五”重点产品目录

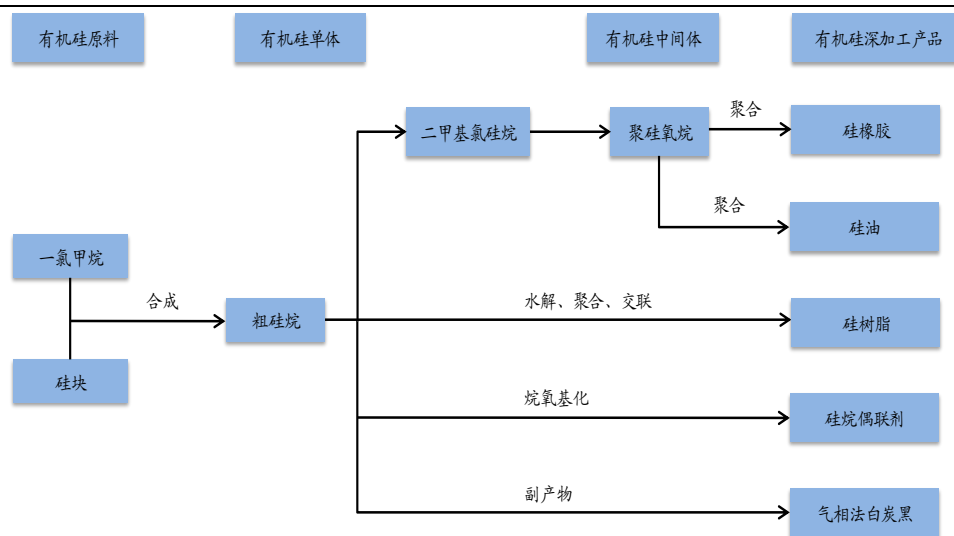
产品名称	主要性能指标	关键技术装备
烷氧基硅烷	TEOS、KH550, KH560, KH570, KH792, DL602, DL171	反应釜、凝聚釜、溶剂脱除装置
液体硅橡胶	流动性好, 硫化快, 软弹性无毒无味	缩合反应、加成反应
空间级硅橡胶	拉伸强度 $\geq 2\text{MPa}$ , 断裂伸长率 $\geq 200\%$ , 剪切强度 $\geq 1\text{MPa}$ , TML $\leq 1\%$ , CVCM $\leq 0.1\%$	分子真空泵
硅油	温粘系数小、耐高低温、抗氧化、闪点高、挥发性小、绝缘性好、表面张力小、无毒、对金属无腐蚀, 较高的耐热性、耐水性、电绝缘性和较小的表面张力	反应釜
彩色喷墨打印涂料	光泽高, 吸墨速度快	粉体吸墨材料制备、阳离子表面改性、硅溶胶阳离子表面改性, 反应釜、高速分散机、离子交换柱
氟硅粘结剂	拉伸强度 $\geq 2\text{MPa}$ , 扯断伸长率 $\geq 200\%$ , 剪切强度 $\geq 1\text{MPa}$ , 机油溶胀率 $\leq 5\%$	含氟单体的开环聚合反应

资料来源: 新材料产业“十二五”重点产品目录, 国海证券研究所

## 2.2、有机硅产业链

- **有机硅产业链主要有四个环节。**有机硅产业链主要分为有机硅原料、有机硅单体、有机硅中间体、有机硅深加工产品四个环节。生产有机硅的基础原料主要有金属硅、甲醇、氯化氢及其他配合剂。最重要的有机硅单体是甲基单体, 占单体总量的 90%以上, 其次是苯基单体和乙烯基单体。有机硅中间体主要有各种硅氧烷环体及基础硅油、硅橡胶基础胶料等。由有机硅单体及其中间体出发, 经各种反应, 或添加各类填料及助剂, 进一步加工成硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂等各种终端产品。

图 6、有机硅产业链



资料来源: 国海证券研究所

- **有机硅产品形态多样, 应用广泛, 在国民生计中占有重要地位。**有机硅产品因具有优良的耐高低温性、电绝缘性、耐辐射性、阻燃性、耐腐蚀性及生



物相容性等，在建筑、汽车、轨道交通、电子、电力环保、纺织、造纸、医疗卫生、食品、日用化学品等领域广泛应用，在国民生计中占有重要。

图 7、有机硅产品形式和应用领域



资料来源：道康宁，国海证券研究所

表 3、有机硅产品主要应用领域

应用领域	应用实例	产品形式
建筑建材	幕墙接缝密封、窗户玻璃密封、双层玻璃接缝密封、建筑物防水涂层等	防水硅油、乳液、弹性体、粘合剂、密封胶、建筑涂料等
汽车	油封、衬垫、O 型环、点火线、消声器衬里、火花塞保护罩等缓冲油、润滑油、刹车油、仪表减震油、汽车添加剂、耐油耐候涂料、憎水剂等	硅油、弹性体、橡胶、凝胶、树脂、润滑脂、分散体、有机硅/热塑性塑料混合物等
美容与个人护理	到乳液、沐浴液、香波、护理摩丝、定型发胶、防晒霜、彩妆、止汗剂等	硅油、硅胶、乳液、树脂、蜡、凝胶、弹性体粉末等
电子	电子元件保护用灌封料及涂料、半导体元件节点涂料、电器粘节密封、导电橡胶、绝缘材料、疏水和防潮处理等	硅橡胶、光学透明树脂、粘合剂、涂料、弹性体、流体等
纺织	十字头涂料、涂色加工滚筒、柔软整理剂、疏水剂、纤维滑爽剂、织机润滑、织物涂料等	硅橡胶、硅油、硅树脂、粘合剂、结合剂、流体、乳液等
太阳能	太阳能电池封装材料、边框及接线盒灌封、电池和组件保护涂层等	高透明硅树脂、弹性体、凝胶体、密封剂、粘合剂
医疗保健	局部药物治疗、透皮贴片、伤口护理，伤口敷料、医疗设备制造等	硅油、乳液、分散剂、凝胶、弹性体、硅橡胶、粘合剂、蜡等
电力	电线与电缆、高压绝缘子、电站维护、变压器等	混合物、弹性体、硅油、硅树脂、密封硅橡胶、润滑剂、粘合剂等

资料来源：道康宁，国海证券研究所

- **上游单体及中游中间体：规模化，资金及技术密集型。**有机硅单体和中间体生产属于典型的“技术密集型+资金密集型”产业，长期以来属于相对垄断性行业。目前全球有机硅单体生产能力主要集中美国道康宁、美国迈图、德国瓦克、日本信越、中国蓝星五家公司，这 5 大公司的产能之和约占全球产能的 78%。

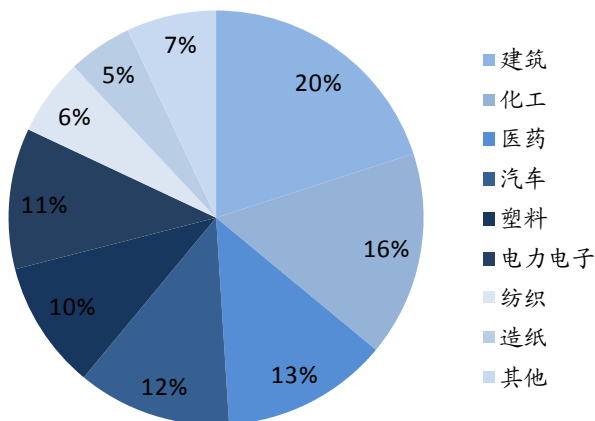
表 4、世界主要有机硅单体生产企业产能

企业名称	地点	硅氧烷产能/kt·a <sup>-1</sup>
道康宁公司	美国 Carrollton	200~210
	英国 Barry	200
	日本 Ichihara	15~20(与东丽合资)
	中国张家港	200 (与瓦克合资, 75%股权)
迈图公司	美国 Waterford	100~110
	德国 Leverkusen	75
	日本 Ota	40
	泰国 Map Ta Phut	70 (与信越公司合资, 50%股权)
	中国建德	50 (与新安合资, 49%股权)
瓦克公司	德国 Burghausen	100
	德国 Nucnchritz	120
	中国张家港	200 (与道康宁合资, 25%股权)
信越公司	日本 Isobe, Matsuida	115
	泰国 Map Ta Phut	70 (与迈图公司合资, 50%股权)
蓝星集团	法国 Roussillon	100
	中国九江	100
合计		1485~1500

资料来源:《有机硅行业现状及发展趋势》, 国海证券研究所

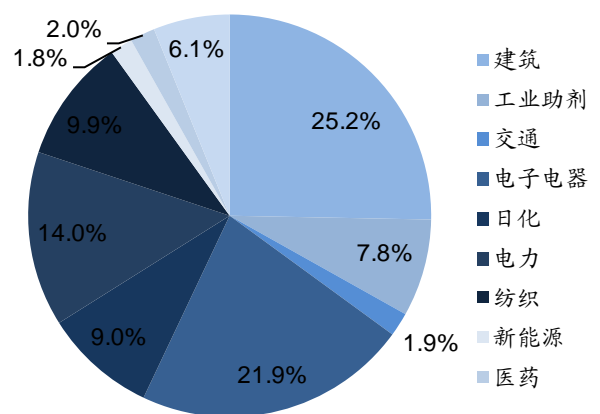
■ 下游深加工制品应用需求分散, 专业化、应用技术密集型是趋势。有机硅深加工产品种类繁多, 用户分散的特点决定其对有机硅产品的性能要求各异, 目前全球共有 1 万多种产品, 但单个品种生产量少。普通专用型有机硅材料技术难度较低; 特种专用有机硅材料定制化程度较高, 技术壁垒较高, 整个有机硅下游深加工产品呈现专业化和应用技术密集型趋势。

图 8、世界有机硅下游深加工制品应用分散



资料来源: 中国硅材料信息研究中心, 国海证券研究所

图 9、我国有机硅下游深加工制品应用分散

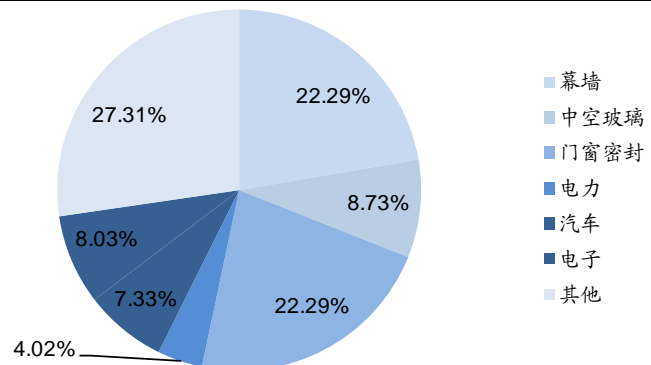


资料来源:《国内外有机硅市场发展现状及趋势》, 国海证券研究所

## 2.3、有机硅室温胶

- **室温硫化胶特点显著，使用方便。**室温硫化硅橡胶（RTV）是二十世纪六十年代问世的一种新型的有机硅弹性体，这种橡胶的最显著特点是在室温下无须加热、如压即可就地固化，使用极其方便。因此，一问世就迅成为整个有机硅产品的一个重要组成部分。现在室温硫化硅橡胶已广泛用作粘合剂、密封剂、防护涂料、灌封和制模材料，在各行各业中都有广泛用途。
- **建筑、电力、电子、汽车是有机硅室温胶主要下游应用领域。**建筑相关领域，包括玻璃幕墙、中空玻璃、室内装修和门窗密封是室温胶最主要的应用领域，合计占比 53%左右。其次是汽车和电力电子领域，在机场道桥、航空航天、太阳能、医药卫生等领域也有着广泛的应用。

图 10、建筑领域是有机硅室温胶的最大应用领域



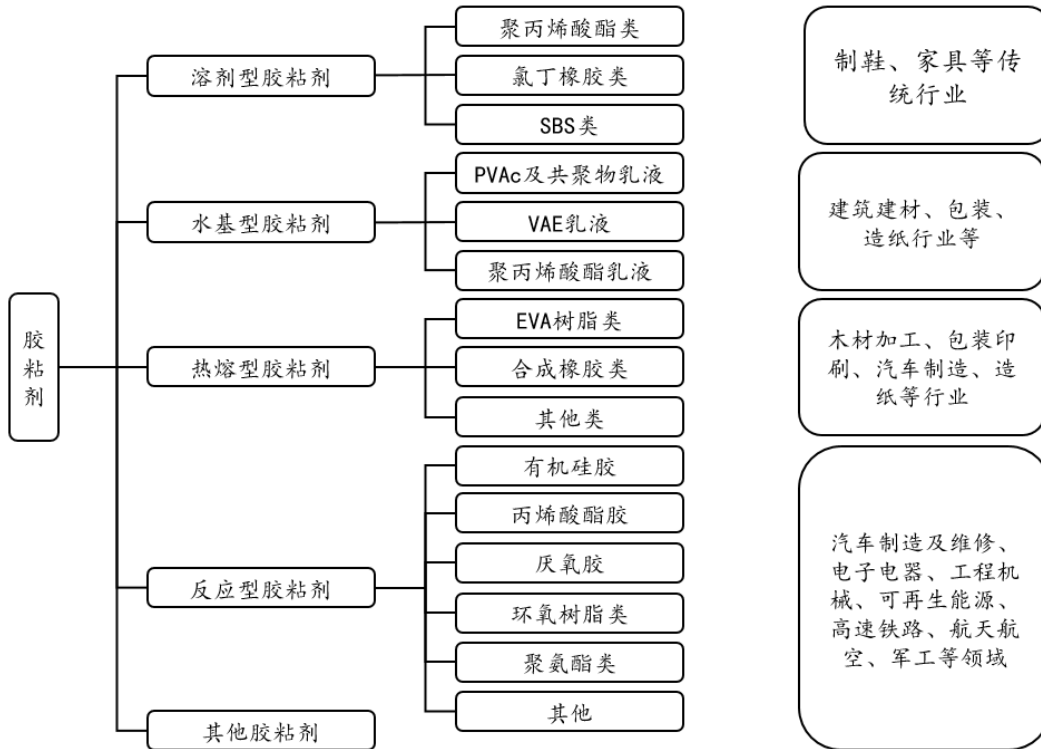
资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 3、我国工程胶粘剂下游迎来高速发展机会

### 3.1、胶粘剂行业将保持稳定增长

- 胶粘剂是一种能够把同类或不同类的材料紧密结合在一起的物质，胶粘剂已被广泛应用于木材加工、建筑工程、纺织印染、制鞋、皮革、电子、汽车、航天航空、生物医药等各行业及高科技领域。

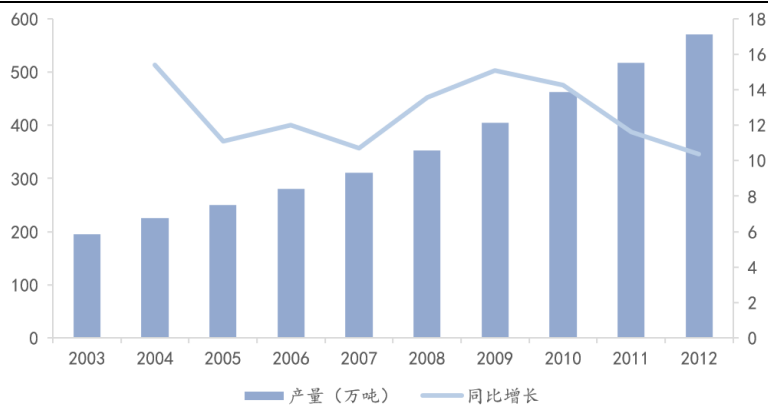
图 11、胶粘剂分类和应用领域



资料来源：公司公告，国海证券研究所

- 根据中国胶粘剂工业协会统计，预测在“十二五”期间仍会保持较快的增长速度，胶粘剂产量和销售额的年平均增长率分别达到 10%和 12%，到 2015 年末我国胶粘剂与密封剂的产量可达到 717 万吨，销售额 1038 亿元。

图 12、我国胶粘剂产量及增速



资料来源：中国胶粘剂工业协会，国海证券研究所

- 工程胶粘剂是反应型胶粘剂中的高强度、高性能类产品，通常称结构胶或半结构胶，无论是在传统行业还是新兴行业中都得到了广泛应用。产品应用领域基本涵盖了国家“十二五”发展规划鼓励的节能环保、高端装备制造业、新能源、新材料、新能源汽车等新兴产业。

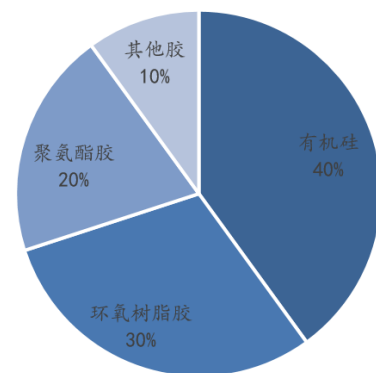
- 随着我国房地产、汽车、光伏、电子电器等行业的发展，我国工程胶粘剂市场规模增长较快。工程胶粘剂是胶粘剂中的高附加值产品，技术含量、制造及使用条件均高于普通胶。2013年，我国工程胶粘剂产量约为58.93万吨，销售收入151亿元，我国工程胶粘剂产量占胶粘剂总量的10%左右，其中，有机硅胶粘剂仍是我国工程胶粘剂市场最大的细分品种，2013年其产量占比约为44.7%。根据中国胶粘剂工业协会预测，到2015年我国工程胶粘剂产量和销售额将分别达到73万吨和230亿元，比2010年平均每年增长17.3%和18.8%。

图 13、我国工程胶粘剂产量及增速



资料来源：智道顾问，国海证券研究所

图 14、2012 年我国工程胶粘剂结构



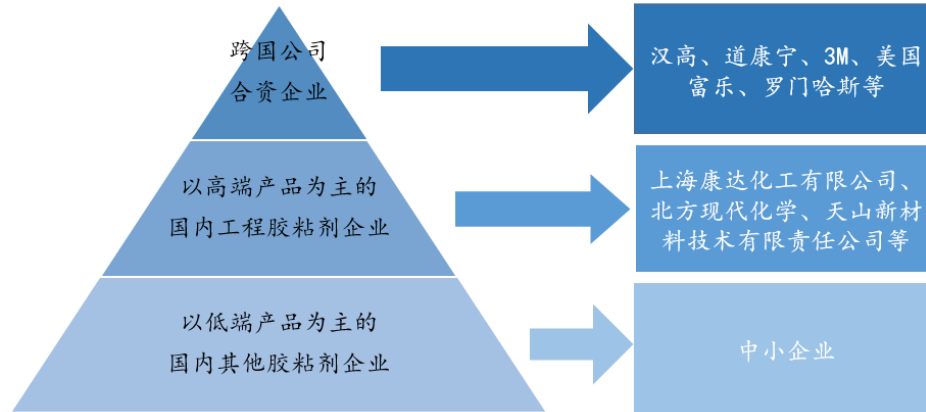
资料来源：智道顾问，国海证券研究所

### 3.2、行业将趋于集中

- 我国工程胶粘剂发展初期主要依赖国外技术引进。H.B.Fuller、Henkel、3M、Sika、Cytec Industries 等全球知名胶粘剂生产商由于其产品结构齐全、技术领先，占据着我国工程胶粘剂市场的大部分份额，并且这些跨国企业仍然在加大在华投资，以扩大其市场占有率。2013 年 Henkel 在上海建成了产能为 42.8 万吨/年的全球最大工业胶粘剂工厂（市场定位于包括中国在内的亚太地区的汽车和各种消费品领域胶粘剂需求）。
- 我国胶粘剂生产企业多，规模小，分布区域广，产业集中度低。据中国胶粘剂工业协会不完全统计，目前全行业生产企业有 3500 多家，分布在全国近 30 个省份，大多数为中小型企业，产品单一，经营分散，处于低端市场，多数通用型产品供大于求，技术含量不高，市场竞争激烈。而国内工程胶粘剂行业中有自主研发能力和一定生产规模，拥有自主品牌，并以工程胶粘剂产品为主业的企业约有 30 多家。
- 国内企业大多在生产技术和产品应用领域上有所区别，相互之间在产品应用市场上存在一定竞争关系，而跨国公司和合资企业目前在产品结构较国内企业更为全面，其产品主要集中在市场份额较大的中档胶粘剂和技术含量较高的高档工程胶粘剂，单体生产能力和多数产品的市场占有率高出国内竞争对手。因此目前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。

- 我国工程胶粘剂企业大多成立于 20 世纪 80-90 年代，尽管发展较晚，但发展较快，已经在某些细分市场形成了同外资相抗衡的优势企业：回天新材、康达新材、硅宝科技、高盟新材、杭州之江、广州新展等。

图 15、胶粘剂分类和应用领域



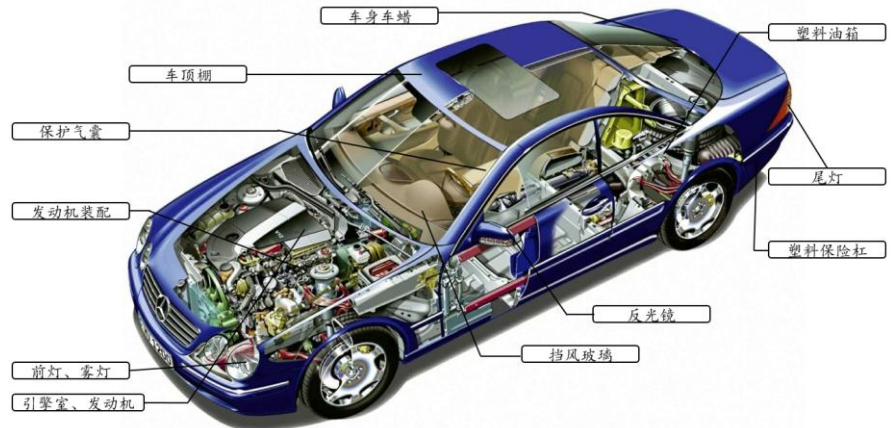
资料来源：公司公告，国海证券研究所

- 公司主营工程胶粘剂，生产和研发的主要产品为高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶、聚氨酯胶等，是国内同行中所涵盖的产品种类最多、应用领域范围最广的企业之一。经过多年的技术积累，公司已掌握部分细分领域内国际、国内先进技术，产品应用领域和技术指标上均达到了国际竞争对手水平，各类主要产品在各自细分行业中的市场占有率名列前茅，逐步实现替代部分进口产品。
- “回天”牌商标被认定为“中国驰名商标”，公司产品还获得了“中国胶粘剂市场产品质量用户满意第一品牌”。公司是我国工程胶粘剂行业中规模最大的内资企业之一，生产能力和研发能力位居国内工程胶粘剂企业前列，公司募集资金投资项目和扩建项目的成功实施使公司具备年产工程胶粘剂 18000 吨的生产能力，按照 2013 年我国工程胶粘剂产量 58.93 万吨计算，公司工程胶粘剂市场份额占比可以达到 3% 左右。
- 太阳能电池背膜与胶粘剂一体化生产。在现有主业的基础上，公司投资建设“太阳能电池背膜生产线建设项目”，利用成熟的技术积累和完善的销售渠道，扩大胶粘剂产品的应用领域，延伸公司产业链的战略布局，未来公司可向两方面延伸：（1）太阳能电池专用胶粘剂和背膜一体化及分离销售；（2）太阳能电池专用胶领域粘接技术服务领域。公司实施相关多元化战略，将进一步优化产品结构，提高企业可持续发展能力，增强市场竞争力。

## 4、下游应用领域持续增长

### 4.1、汽车用胶继续保持龙头优势

图 16、密封材料广泛应用于汽车领域



资料来源：国海证券研究所

- 胶粘剂和密封胶作为汽车生产所必需的一类重要辅助材料，应用越来越广泛。粘接技术在汽车制造上的应用，不仅可以起到增强汽车结构、紧固防锈、隔热减振和内外装饰的作用，还能够代替某些部件的焊接、铆接等传统工艺，实现相同或不同材料之间的连接，简化生产工序，优化产品结构。在汽车向轻量化、高速节能、延长寿命和提高性能方向发展的道路上，胶粘剂和密封胶发挥着越来越重要的作用。

表 5、汽车领域胶粘剂的性能及要求

应用实例	生产使用中工艺要求
充分满足汽车材料要求，在保养在修里程或预期使用寿命里始终保持所承担的使命。	具有良好的施工工艺性能，涂布工简单易行。（刷涂、滚涂、挤涂、喷涂、浸涂等）。
具有良好的耐寒性，耐热性，以满足汽车在不同气候条件下行驶所经受的考验和使用部位上的要求。	适应不断前进的生产装配线的步调具有上定的初始强度或瞬时粘接能力。
具有优异的耐湿、耐盐雾腐蚀的能力，在潮湿、多盐的气候和高速公路行驶时不丧失机能。	若需要加热固化，一般要求其固化温度在汽车涂装烘干设备的加热温度及时间范围内，而且在此温度下不能分解，烘干前不流淌。
具有良好耐油性，包括各种润滑油，汽油，柴油等，不被油所溶解，抽取耐致使粘接失效，出现漏水漏气现象。	硅橡胶、光学透明树脂、粘合剂、涂料、弹性体、流体等通过油漆前处理工序的粘接剂，密封胶，要经受住清洗、磷化液的冲击，不溃散不污染电泳液，尤其不含有有机硅树脂成分，以免影响涂装质量。

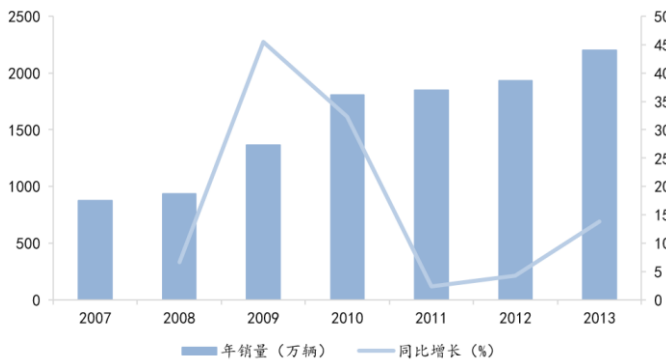
资料来源：国海证券研究所

- 我国汽车市场回暖，汽车保有量持续增长。在 2005-2010 年我国汽车行业高速增长后，受金融危机、限购政策的影响，2011、2012 年增速放缓，2013 年我国汽车销量增速回升。2013 年我国汽车保有量达到 1.3 亿辆，每年新增汽车保有量在 2000 万辆左右，但与发达国家相比，我国人均汽车保有量还很低。据《2013 年汽车市场运行情况概述及 2014 年汽车市场形势》预

测，2014 年我国汽车全年销量为 2374-2418 万辆，增长率为 8%-10%。

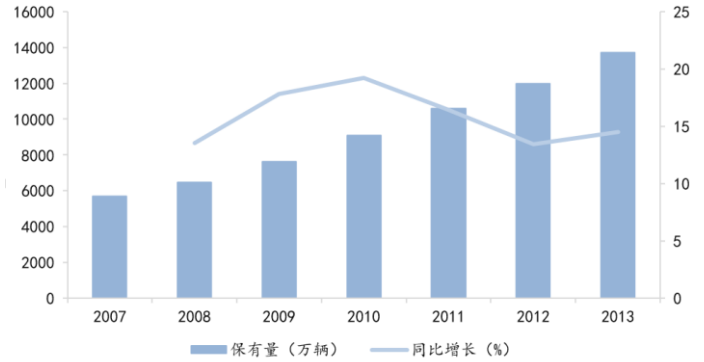
- **2014 年上半年，我国汽车产销保持稳定增长，新能源汽车产销已超过去年全年数量。**2014 年上半年，我国乘用车产销增幅明显，商用车小幅下降，汽车产销分别为 1178.34 万辆和 1168.35 万辆，同比增长 9.6% 和 8.4%；新能源汽车产销同比增长 2.3 倍和 2.2 倍，已超过去年全年数量。

图 17、我国汽车年销量及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 18、我国汽车保有量及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

- **汽车用胶领域空间广阔。**在汽车制造用胶方面，有机硅胶的平均用量为 300g/辆，聚氨酯胶的平均用量为 900g/辆，丙烯酸酯为 66g/辆，厌氧胶为 120g/辆；在汽车维修用胶方面，有机硅胶的平均用量为 60g/辆，聚氨酯胶的平均用量为 40g/辆。

表 6、汽车领域各种胶粘剂用量

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
有机硅胶需求量 (吨)								
汽车制造需求	2637	2814	4093	5419	5552	5792	6595	7200
汽车维修需求	3418	3880	4572	5452	6347	7200	8245	9360
聚氨酯胶需求量 (吨)								
汽车制造需求	7912	8442	12280	16256	16655	17376	19786	21600
汽车维修需求	2279	2587	3048	3634	4232	4800	5496	6240
丙烯酸酯胶需求量 (吨)	580	619	901	1192	1221	1274	1451	1584
厌氧胶需求量 (吨)	1055	1126	1637	2167	2221	2317	2638	2880
合计 (吨)	17881	19468	26531	34120	36228	38759	44211	48864

来源：国海证券研究所

- **公司为国内车用胶的龙头企业。**在汽车领域，胶粘剂被广泛的应用于商用车、货车和客车的制造及维修。目前，在轿车制造领域，尤其是合资和外资汽车厂商，基本被汉高、道康宁、3M 等国外胶粘剂巨头垄断。公司作为国内车用胶的龙头企业，聚焦重点产品和核心客户，打造有机硅胶和聚氨酯胶、MS 胶、汽车化学品类的明星产品，在神龙汽车、海马等汽车整车客户的销售实现突破，核心客户对新增销售收入的贡献度扩大，如风挡玻璃胶、焊装胶分别大批量对北汽、奇瑞等自主品牌、神龙汽车供货，在轿车生产线上开



始产生示范效应，同时工程胶粘剂产品在汽车零部件领域的份额持续提升。2013年，中国汽车产量为2212万辆，同比增长14.7%。随着汽车行业的发展，预计未来几年公司车用胶产品保持年均20%以上增长。

表 7、公司在汽车领域胶粘剂应用及特点

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	高性能有机硅密封胶、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、密封性优。

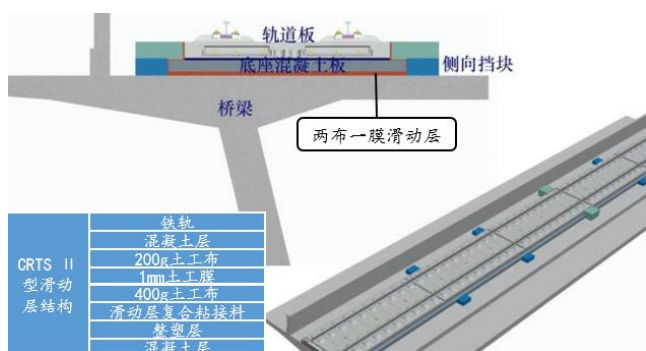
来源：公司公告，国海证券研究所

- **汽车维修胶领域是公司的传统优势市场。**遍布全国的经营商网络是公司的核心竞争力，围绕渠道增加新产品如小油品、养护品、润滑油项目在售后市场取得成功上市。2013年汽车保有量为13741万辆，按一辆车一次平均换下5升机油、每年平均需换3次（每辆车每年实际需换机油3-8次）计算，需要润滑油量约165万吨。按1吨润滑油3500元估算，润滑油市场空间在58亿元左右。我们认为，公司经过不断的努力，汽车售后领域新产品逐渐突破，成长空间将逐步打开。

## 4.2、高铁用胶需求快速回升

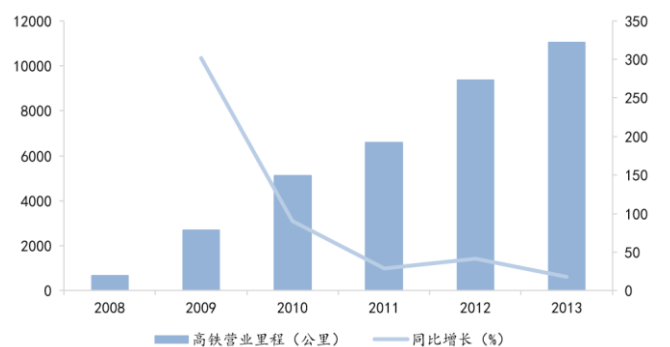
- **专门用于铺设高速铁路无砟轨道的聚氨酯胶粘剂，是高铁建设不可或缺的核心材料。**聚氨酯胶粘剂以其优良的粘接性，突出的耐油性、耐冲击性、耐磨性、耐低温等特性在高铁建设中得到了广泛的使用。用于高速铁路无砟轨道铺设胶粘剂，主要包括日本高铁技术的CRTS I型凸型聚氨酯胶粘剂、德国高铁技术的CRTS II型滑动层粘接料及我国自主设计的CRTS III型聚氨酯胶粘剂。

图 19、高铁无砟轨道



资料来源：国海证券研究所

图 20、我国高铁营业里程



资料来源：Wind，国海证券研究所

- **高铁建设将推动聚氨酯胶粘剂需求稳定增长。**高铁建设在历经波折后，于2013年迎来了建设的恢复期，据国家铁路局资料显示，2014年，国家铁路安排固定资产投资6300亿元，投资新线6600公里以上，相比2013年增加了1014公里，并要求确保年内开工建设44个新项目；按照国务院决策部署，为保障铁路建设和经济发展需要等条件，调增投资总额至8000亿元以上，由44个新项目增至64个。
- 根据《铁路“十二五”发展规划》，到2015年，全国铁路营业里程将达到12万公里。2014-2015年，我国铁路将完成固定资产投资1.2万亿元，“十二五”期间铁路投资仍将高位运行。

表 8、我国未来高铁营业里程

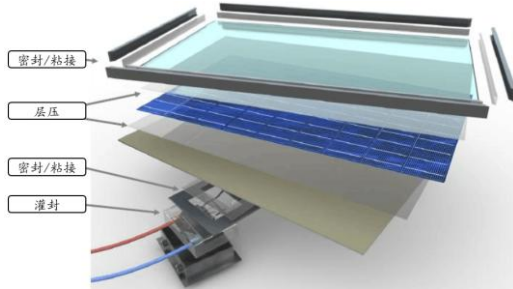
项目名称		营业里程 (公里)	项目名称		营业里程 (公里)
2014年建成	成堰铁路彭州支线	21	2015年建成	大西铁路原平至太原段	93
	杭长客专	933		宁安铁路	264
	兰新第二双线	1776		合福铁路	810
	贵广铁路	857		成渝客专	308
	成绵乐客专	313		郑徐客专	362
	哈齐客专	282		长昆客专贵阳以东段	693
	武汉至黄石城际铁路	96		沈丹客专	206
	武汉至黄冈城际铁路	37		吉图珥铁路	360
	青荣城际	336		津保铁路霸州至天津段	181
	郑州至焦作铁路	78		武汉至孝感城际铁路	61
	郑州至开封城际铁路	50		东莞至惠州城际铁路	100
	大西铁路太原至西安段	575		长株潭城际铁路	96
	合计	5354			

来源：《中长期铁路网规划》，国海证券研究所

- **产品技术壁垒和准入门槛极高，市场供给稳定。**目前国内授予“高铁铁路凸型台聚氨酯胶粘剂技术”的上市公司有：回天新材、高盟新材以及时代新材，在高铁建设领域市场份额差距不大，占据该领域的顶端。无渣轨道铺设用胶以国产聚氨酯胶粘剂产品为主，单轨每5米嵌入一个凸型挡台，每个挡台两边各需灌注聚氨酯胶粘剂约17.8kg，每公里需胶粘剂7吨左右，预计2014、2015年我国高铁对聚氨酯胶粘剂的需求量分别为1.7吨和2.1吨。
- 根据国务院审议通过的《中长期铁路网规划》显示，到2020年，将铺设无砟轨道的高速铁路1.6万公里以上，且高铁用胶产品设计使用寿命一般为10年，未来维修和更换用量更大。我们预计随着高铁建设的加快，其用胶产品订单将迅速增加，作为毛利率较高的产品，既有利于公司目前的产品结构，也有助于提升公司的盈利能力。

### 4.3、新能源用胶将迎来高增长

图 21、密封胶在光伏领域的应用



资料来源：国海证券研究所

图 22、密封胶在风能领域的应用



资料来源：国海证券研究所

- 公司的工程胶主要应用于新能源中的太阳能领域和风能领域。具体为太阳能光伏电池板的密封粘接、边框的密封；太阳能光伏中铝材、玻璃、TPT/TPE 背材、接线盒塑料 PPO/PA 的粘接；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叶片粘接等。

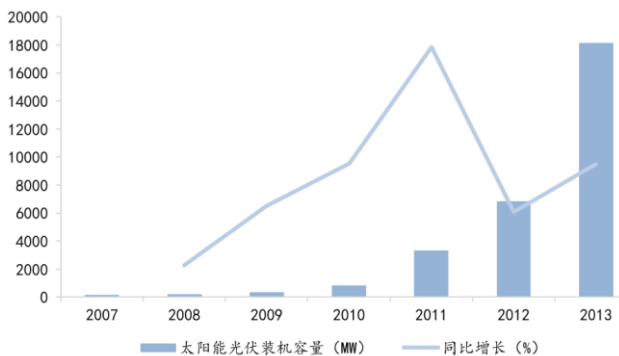
表 9、公司在太阳能领域胶粘剂应用及特点

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。

来源：公司公告，国海证券研究所

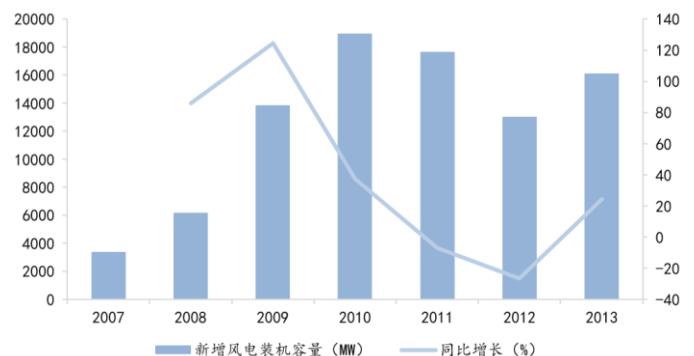
- 2014 年光伏行业稳步回升，促进光伏用胶销量稳定增长。历时近一年，欧盟对中国光伏产品“双反”案最终得以解决，2013 年 7 月，中欧双方已就中国输欧光伏产品贸易争端达成价格承诺，受政策引导和市场驱动等因素共同作用，国内光伏市场稳步扩大。新增光伏发电并网装机 1130 万千瓦，光伏发电并网总装机达到 1479 万千瓦，发电量超过 80 亿千瓦时，增长 143%。

图 23、我国太阳能光伏装机容量及增速



资料来源：EPIA，国海证券研究所

图 24、我国新增风电装机容量及增速



资料来源：中国风能协会，国海证券研究所

- 国家重点关注光伏行业。2013 年我国光伏新增装机容量为 11.3GW，据国家能源局的规划，2014 年我国新增装机容量为 14GW，按 1MW 的光伏组

件需要光伏胶 1.5t 左右（含接线盒和背板补胶）测算，2014 年我国太阳能领域对工程胶的需求量为 2.1 万吨左右，我国在政策上积极推动分布式光伏发电，2014 年太阳能光伏用胶行业景气持续回暖，我们认为，公司将在光伏用胶领域产品销量的增长。

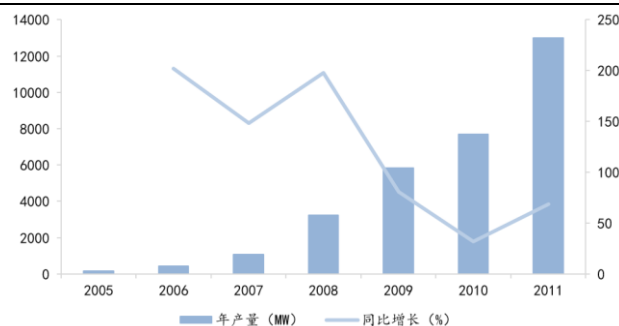
表 10、我国推进光伏产业的相关政策

时间	部门	文件	内容
2012 年 7 月	国务院	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	明确提出了到了 2015 年，我国太阳能发电装机容量将达到 2100 万千瓦以上，光伏发电系统在用户侧实现平价上网。
2013 年 7 月	国务院	《关于促进光伏产业健康发展的若干意见》	出台光伏产业“国八条”，2013-2015 年，年均新增光伏发电装机容量 10GW 左右，到 2015 年总装机容量达到 35GW 以上，提出光伏产业是全球能源科技和产业的重要发展方向。
2013 年 8 月	发改委	《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》	明确了分布式光伏发电项目的电价补贴标准被定为每千瓦时 0.42 元。
2013 年 10 月	国家能源局	《关于征求 2013、2014 年光伏发电建设规模意见的函》	在不出现弃光限电的情况下，2014 年光伏发电建设规模将从原计划的 10GW 上升至 12GW，其中分布式光伏项目将达到 8GW。
2014 年 1 月	国家能源局	《关于下达 2014 年光伏发电年度新增建设规模的通知》	2014 年国内光伏电站新增装机 14GW，分配比例：分布式光伏占比 60%，为 8GW 左右，地面光伏电站 6GW 左右。

来源：国海证券研究所

- **伴随光伏行业的稳定回升，风电行业作为新能源又一重要清洁能源迎来发展契机。**2013 年我国风电新增装机容量为 16.1GW，同比增长 24%，2013 年新增并网风电装机 1406 万千瓦，并网风电总装机达到 7548 万千瓦，发电量 1400 亿千瓦时，增长 36.4%。2014 年随着并网政策和补贴政策的落实，我们认为，未来我国风电新增装机容量将达到 20GW，按照 1MW 的风电组件需要工程胶 0.2t 左右计算，2014 年我国风电领域对工程胶的需求量为 4000t 左右，光伏领域用胶将保持较高的增长水平。
- **新能源领域长期前景乐观，有望迎来大发展。**太阳能电池胶对耐高温、耐紫外线辐照性能有极高要求，公司技术基本成熟，已实现批量生产。受太阳能光伏行业影响，短期内需求有所放缓。但太阳能行业长期向上发展的趋势不会改变，随着海外及国内市场复苏，太阳能电池用胶有望迎来大发展。

图 25、近年来太阳能光伏电池产量



资料来源：Wind，国海证券研究所

#### 4.4、包装用胶市场规模巨大

- 由于储藏条件、运输半径、成本控制等多项限制，金属罐、玻璃等传统包装形式逐渐被软包装替代。软包装主要指用纸、铝箔、纤维、塑料薄膜以及其复合物所制成的各种袋、盒、套、包封等包装形式。软包装有着轻质化、多功能化，同时可以附着在其它材质上进行复合加工等多重优势，因此在食品、饮料、医药、消费电子等多个领域被广泛应用。

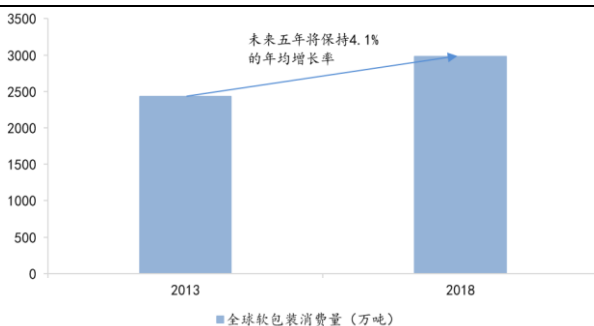
表 11、包装行业主要类型

	多功能性	耐久性	热塑性	轻质性	成本优势	种类	适用范围
塑料包装	极高	中	中	极高	极高	热塑性塑料、热固性塑料	电子、食品、医药、卷烟、保健品、日化小家电、服装等。
玻璃包装	中	高	中	低	低	模制瓶、管制瓶	食品、日化、医药、化工。
纸质包装	低	低	低	高	高	纸箱、纸盒、纸袋等纸质容器	食品、日化、化工、大型家具、家电等。
金属包装	高	极高	低	低	中	印铁制品、易拉罐、气雾罐、食品罐等	食品、罐头、饮料、油脂、化工、药品及化妆品。

来源：国海证券研究所

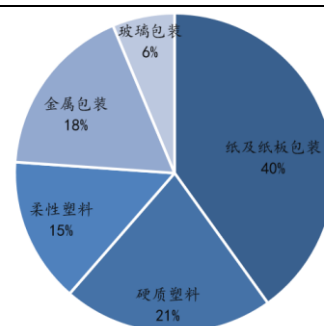
- 聚氨酯胶粘剂的优良综合性能使其成为复合袋用胶粘剂的首选。食品复合包装袋是将不同特性的薄膜以专用胶黏剂复合在一起热封制成的，以克服单一薄膜固有的缺陷。为保证薄膜免受食品等内容物的侵蚀和确保屏蔽保险作用，专用胶粘剂发挥了重要作用，聚氨酯胶粘剂具有对多种材料粘接性高，抗食品中不同调料、脂肪酸、油脂和蛋白质等介质侵蚀，透明度高，耐食品加工过程中加热、加压、高温蒸煮杀菌以及制袋封口时的瞬间高温，固化速度快且无害等性能。
- 未来五年亚太地区将是全球软包装消费量增长速度最快的市场。据派恩公司最近发布的《全球软包装市场展望》报告显示，2013-2018年，全球软包装产值将会以年均3.5%的幅度保持连续增加。2013年，全球软包装消费量达到2430万吨左右，2018年将会增加到2980万吨，年均增长率高达4.1%。2012-2013年，亚太地区在产量和产值上已经位居全球软包装业市场份额排名第一，产量约占全球总量的38%。

图 26、全球软包装消费量及预测



资料来源：《全球软包装市场展望》，国海证券研究所

图 27、软包装占比高达 76%



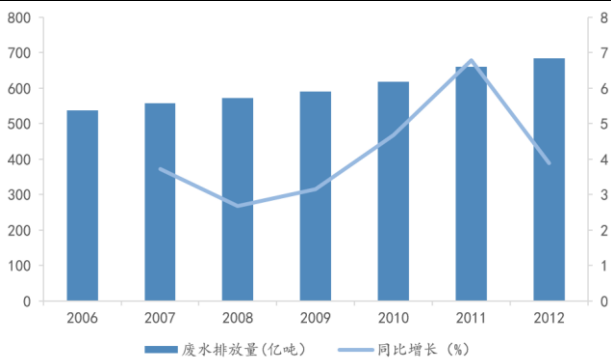
资料来源：《全球软包装市场展望》，国海证券研究所

- 目前，塑料包装材料聚乙烯（PE）是世界上产量最大的合成树脂，也是消耗量最大的塑料包装材料。2013年，全球软包装材料消耗量为2430万吨左右，据了解，中国软包装消费量占全球消费量约为20%，按照软包装密度 $0.93\text{g}/\text{cm}^3$ 及每平方米需要用胶5g估算，2014年我国软包装领域对工程胶的需求量为2500t左右，公司已进入康师傅包装用胶体系，未来随公司产能扩张，订单将逐步放量，公司在软包装行业将会持续增长。

#### 4.5、水处理规模不断扩大带动上游材料需求

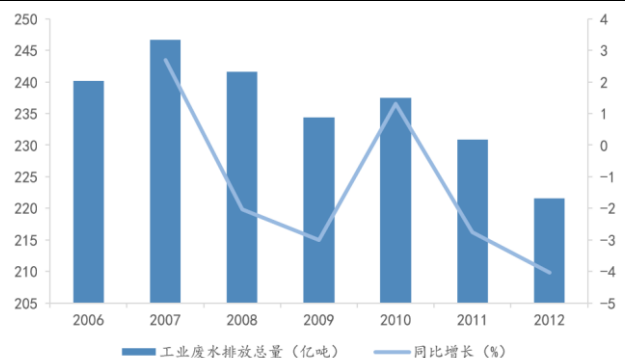
- 废水排放主要分为生活污水排放和工业废水排放。近十年来城镇生活污水排放量持续增长，而工业废水排放量则呈现较稳定的趋势。2012年，城镇生活污水排放量462.7亿吨，占废水排放总量的67.6%，工业废水排放量221.6亿吨，占废水排放总量的32.3%。城镇生活污水排放量是工业废水排放量的2.09倍。

图 28、我国废水排放量及增速



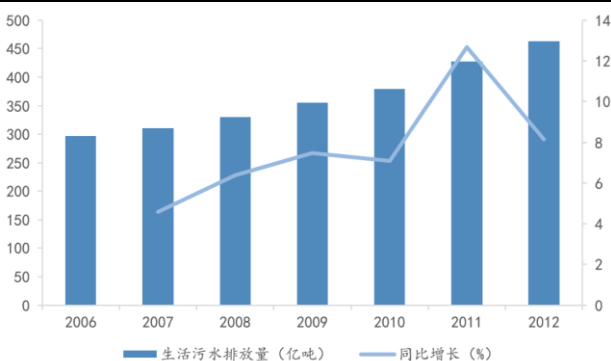
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 29、我国工业废水排放量及增速



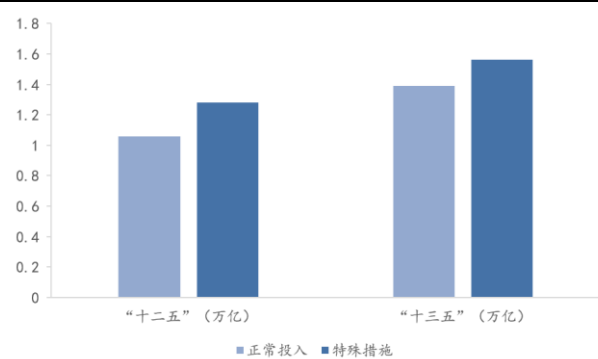
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 30、我国生活污水排放量及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 31、我国废水治理投入



资料来源：国海证券研究所

- 短期内污水处理板块存在政策预期。继去年下半年《大气污染防治行动计划》出台之后，又一项重大污染防治计划——《水污染防治行动计划》即将全面实施。据悉，2014年6月份，环保部拟定的《水污染防治行动计划》（计划草案）已经报请国务院审议，预计将于年内出台。短期内污水处理板块存在

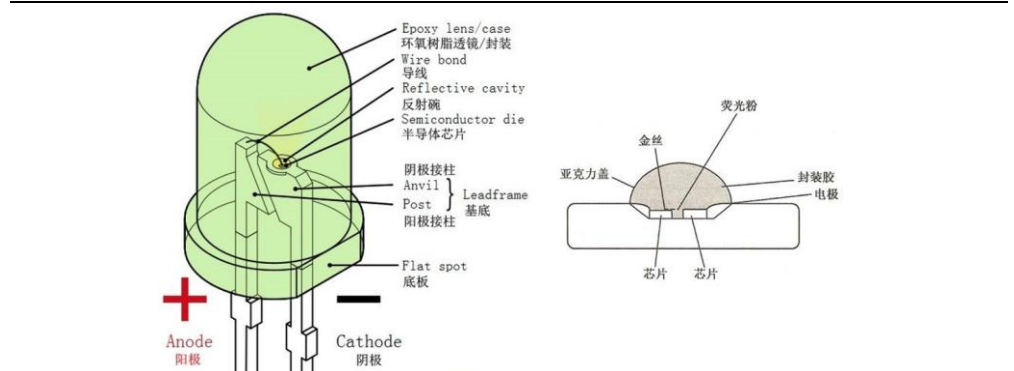
政策预期的刺激。

- **水处理领域投资扩容幅度大。**国家环保部环境规划院、国家信息中心《2008-2020年中国环境经济形势分析与预测》指出，在处理水平正常提高的情况下，我国“十二五”和“十三五”时期的废水治理投入将分别达到1.06万亿元和1.39万亿元；在采取更有力措施情况下，“十二五”和“十三五”时期我国废水治理投入将分别达到1.28万亿元和1.56万亿元。《水污染防治行动计划》即将出台，未来五年国家在水污染防治领域的投入有可能达到2万亿元，将是扩容幅度最大的环保子行业。
- **国内膜法水处理规模发展迅速。**与世界膜产业相比，我国膜产业基数小、发展迅速。根据碧水源公司报道，1999年全球膜产业总产值在200亿美元左右，中国膜产业的总产值约为28亿元人民币，仅占全球总产值的1.7%。到2009年，全球膜产业总产值达到450亿美元左右，中国膜产业的总产值约为250亿元。十年间，全球膜产业总产值增长2倍多，而中国膜产业总产值增长近10倍。
  - 膜技术是膜分离技术的简称，按照分离精度的不同，压力驱动膜分为微滤膜、超滤膜、纳滤膜和反渗透膜等，在水处理领域的应用越发受到各国重视，膜技术是水处理技术领域的重要变革。
  - 我国膜制品市场销售额复合增速20%~30%，2012年膜制品销售额为120亿元，占全球总产值的比例从不到1%增长为15%，在世界膜市场上地位凸显。按照水处理膜每吨10万元以及水处理膜装备中膜胶比例为35:1估算，2014年我国水处理胶需求量约为5000吨，未来随着我国环境治理投入的不断加大，将带动上游水处理行业的蓬勃发展。

#### 4.6、电子及LED密封用胶平稳增长

- 在电子工业中，胶粘剂和密封剂是微电子技术的基础，广泛用于多种工艺。在集成电路分立器件、LED器件、LED显示器、微波元件以及各种家用电器设备等电子元器件、零部件和整机生产与组装，都要使用胶粘剂和密封剂。电子电器行业的发展对于胶粘剂的发展起到推动的作用。

图 32、密封用胶在LED领域的应用

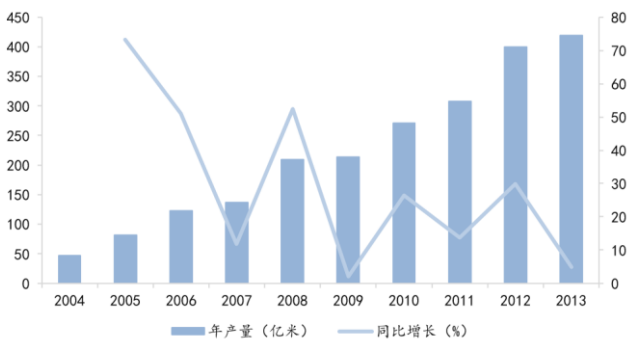


资料来源：国海证券研究所

■ **电子电器领域用胶需求平稳增长。**近年来电子电器领域实现较快发展，2013年我国电力电缆产量已达419亿米，同比增长5%；集成电路产量达到878亿块，同比增长4.5%。据高工LED产业研究所统计数据显示，2013年我国LED行业总产值达2638亿元，同比增长28%，主要是室内照明需求的明显提升及国产化进程的加快；《半导体照明节能产业规划》明确，促进LED照明节能产业产值平均增长30%左右，2015年达到4500亿元（其中LED照明应用产品1800亿元）。预计电子电器领域用胶未来可保持年均20%以上增长。

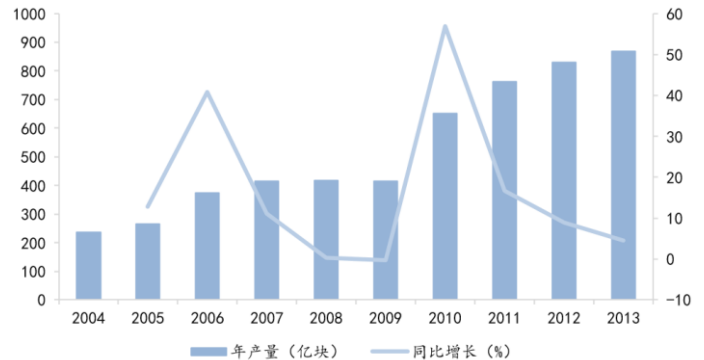
■ **2013年家电行业规模消费刺激政策陆续收尾，家电业消费升级态势明显，产业升级逐步迈进，2014年1-5月家电业营业收入5507.5亿元，同比增长7.9%，利润总额297.9亿元，同比增长23.4%。**

图 33、近年我国电力电缆产量及增速



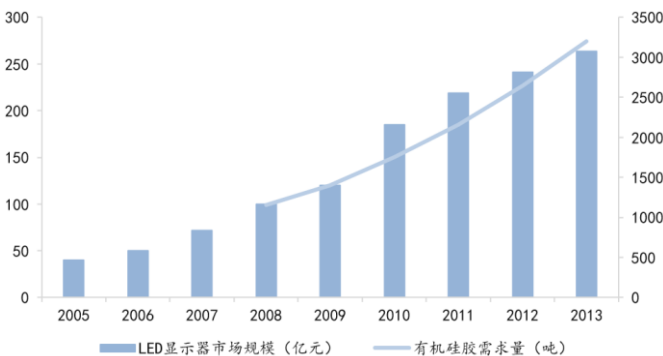
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 34、近年我国集成电路产量及增速



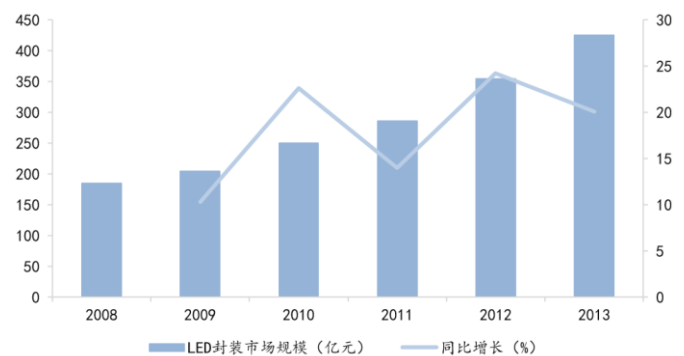
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 35、我国 LED 显示器市场规模及其用胶量



资料来源：汉鼎咨询，国海证券研究所

图 36、我国 LED 封装市场规模



资料来源：《2014年中国封装产业市场报告》，国海证券研究所

■ **LED 需求稳中有升，LED 有机硅封装材料市场前景良好。**随着 LED 研发的飞速发展，传统的封装材料已不能满足 LED 的封装要求，有机硅材料具有耐冷热冲击、耐紫外线辐射、无色透明等优点，是白光功率型 LED 的理想封装材料。近几年，公司已有产品如 LED 显示屏灌封胶都保持了稳定增长。目前公司正积极开发 LED 有机硅封装材料，未来将给公司带来新的利润增长点。



表 12、公司在 LED 领域胶粘剂应用及特点

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需求。
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。

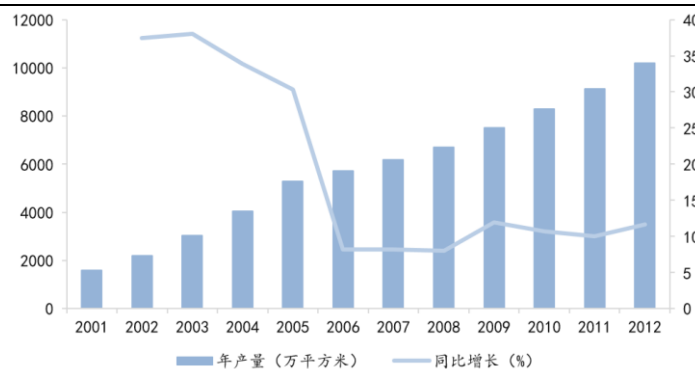
来源：公司公告，国海证券研究所

- 公司的有机硅胶主要用于大电子领域如家用电器、LED 显示器、LED 照明、微波炉等的封装领域，公司通过引进技术和人才，在微电子、LED 芯片封装领域不断突破。公司充分参与竞争并迅速实现多个顶级客户中的销售份额提升，照明电源和车灯等重点行业客户成交量实现突破上升。2013 年我国 LED 显示屏的市场规模达到 264 亿元，同比增长 9.5%；2008-2013 年的复合增速达到 17.6%，预计未来几年我国 LED 显示屏市场还将保持较快的增速。

#### 4.7、新型城镇化建设催化建筑用胶发展契机

- 中国建筑幕墙产业快速发展，自 2000 年以来保持年复合增长率 20.07%，未来也有望继续高速增长。建筑装饰业“十二五”规划指出 2015 年建筑幕墙产值要达到 4000 亿元，比 2010 年增长 2500 亿元，增长幅度在 167%左右，年平均增长率为 21.3%左右。目前公司凭借自身的技术优势切入建筑领域，未来市场空间巨大。

图 37、建筑幕墙产业快速发展

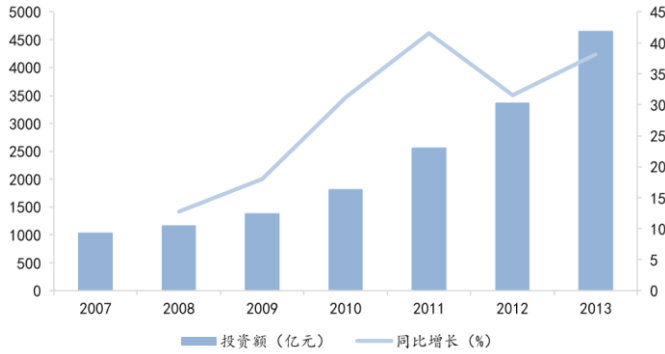


资料来源：中国建筑装饰协会，国海证券研究所

- 新型城镇化建设机遇下，商业地产快速发展。公司建筑幕墙胶主要应用于商业地产，如高档写字楼、大型购物中心、高档酒店、市政工程、体育场馆等领域。2013 年我国办公楼投资额达到 4652 亿元，同比增长 38.2%；商业营业用房投资额达到 11945 亿元，同比增长 28.3%。在新型城镇化建设机

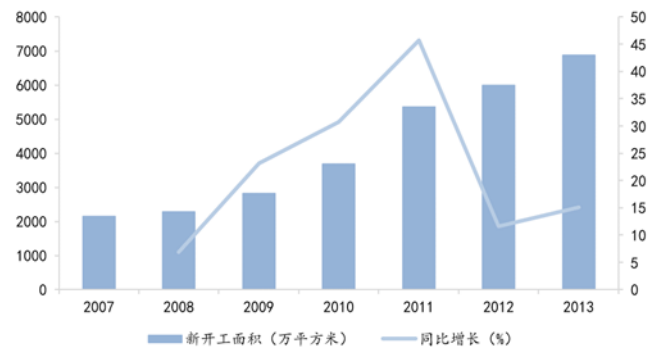
遇下，我国商业地产的快速发展，必将给公司带来持续增长。

图 38、近年我国办公楼投资额及增速



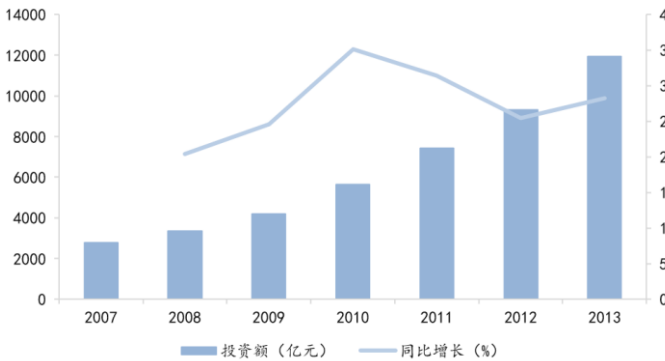
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 39、近年我国办公楼新开工面积



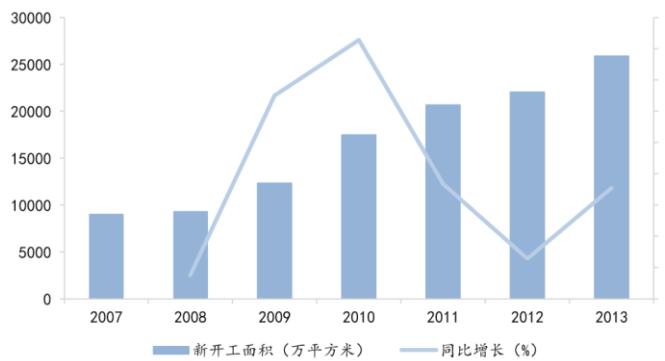
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 40、近年我国商业营业用房投资额及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

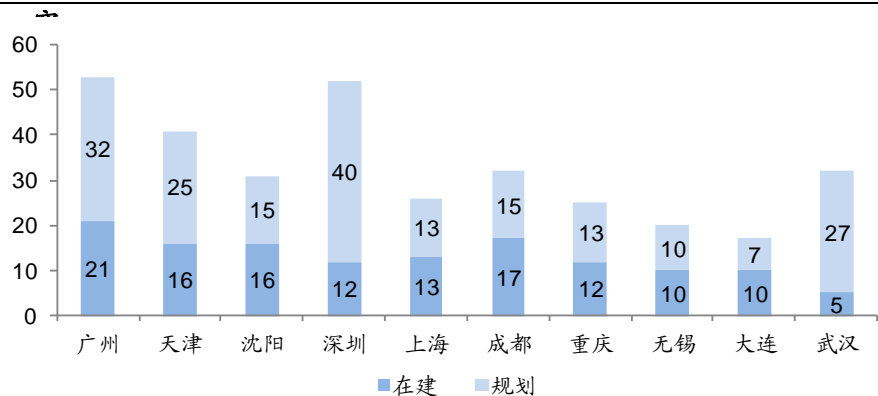
图 41、近年我国商业营业用房新开工面积



资料来源: Wind, 国海证券研究所

- **超高建筑用胶是未来主攻方向。**中国现有摩天大楼 470 座，2022 年预计将达 1318 座，数量居全球第一，总投资额将超过 1.7 万亿。公司产品高性能硅酮密封胶在高层建筑、超高层建筑及超大跨度、异形幕墙安装中具有独特的性能优势。公司将和大型的房地产公司形成战略联盟。

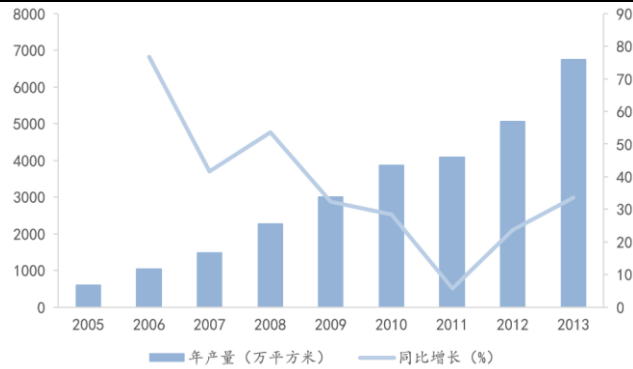
图 42 主要城市在建和规划摩天大楼数量 (单位: 座)



资料来源: 《2012 摩天城市报告》, 国海证券研究所

- **中空玻璃带动建筑用胶快速增长。**节能门窗的保温隔热和密闭技术是我国鼓励发展的重点节能技术之一，而中空玻璃则是门窗节能材料的代表。目前，越来越多的中空玻璃二道密封胶都选用了有机硅室温胶。2013年，我国中空玻璃产量为6749万平方米，较上年同期增长33.6%，中空玻璃加工将成为有机硅室温胶在建筑领域中需求增长最快的一项应用。

图 43、近年我国中空玻璃产量



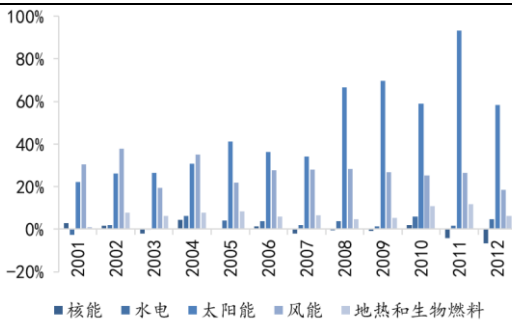
资料来源：Wind，国海证券研究所

## 5、背膜市场份额不断扩大，氟膜实现替代

### 5.1、太阳能电池背膜现国产化

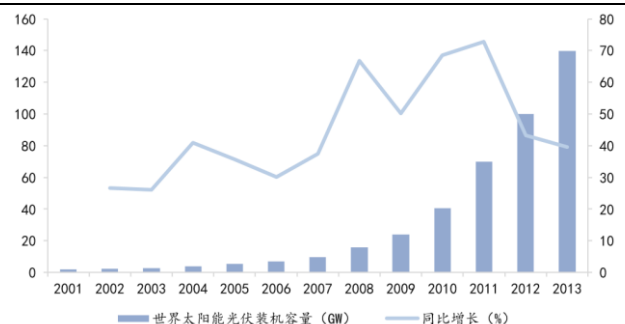
- **石油等化石能源频频告急，国际光伏市场潜力巨大。**太阳能光伏发电在不远的将来会占据世界能源消费的重要席位，将替代部分常规能源，成为世界能源供应的主体。预计到2030年，可再生能源在总能源结构中将达到30%以上，太阳能光伏发电在世界总电力供应中的占比也将达到10%以上；到2040年，可再生能源将占总能耗的50%以上，太阳能光伏发电将占总电力的20%以上；到21世纪末，可再生能源在能源结构中将达到80%以上，太阳能发电将占到60%以上。这些数字足以显示出太阳能光伏产业的发展前景及其在能源领域重要的战略地位。由此可以看出，太阳能电池市场前景广阔。

图 44、世界新能源使用增长比例



资料来源：世界能源统计年鉴，国海证券研究所

图 45、世界太阳能光伏装机容量增速

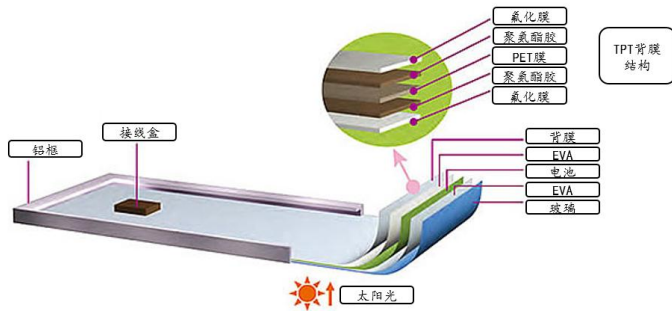


资料来源：BP，国海证券研究所

- **太阳能电池组件除背膜以外的材料均已实现国产化。**太阳能电池组件主要包

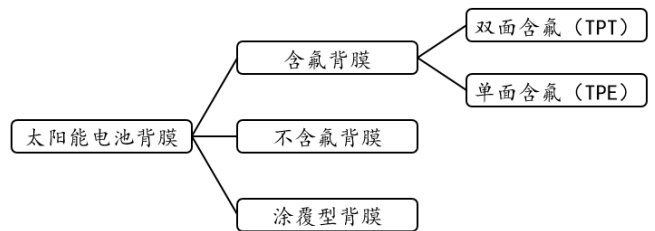
括玻璃、EVA、胶膜、边框、背膜、接线盒、硅胶等，目前除背膜以外的其他封装材料均已在中国光伏产业实现国产化，大大降低了太阳电池组件单位发电功率的制造成本。但是，背膜作为一类重要的太阳电池组件封装材料，其技术门槛要求相当高，加之相关原材料长期受到国外氟化工巨头的专利技术制约，时至今日其国产化程度极低，现在国内太阳电池组件生产商采用的背膜大多是国外进口产品，价格较高且供货周期不能保证。因此，从降低制造成本角度来讲，背膜国产化是中国光伏企业的必然选择。

图 46、太阳能光伏组件结构



资料来源：国海证券研究所

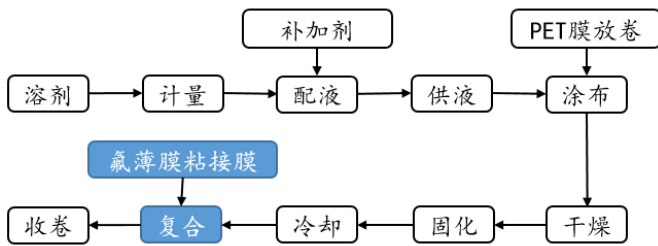
图 47、太阳能电池背膜类型



资料来源：国海证券研究所

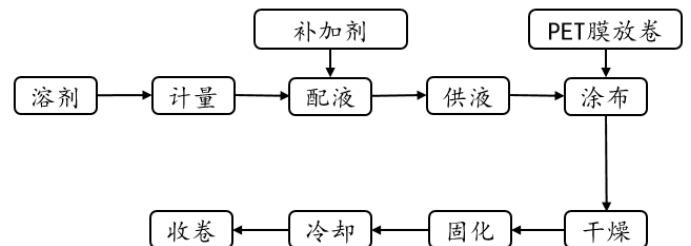
- **目前太阳能背膜主要有两种工艺：复胶型和涂覆型。**研究表明，PET 分子主链中含有大量的酯基，与水具有很好的亲和性，容易产生水增塑，即使微量的水分也会导致分子主链的降解，**PET 在湿热老化过程中老化性能的变化主要因素为：结晶度、水增塑、水解**，水和热是导致 PET 物理机械性能急剧下降的主要原因，此外，紫外辐射也会使 PET 的分子量、强伸度大幅下降，结晶度提高，从而使材料脆化。所以，为满足太阳能电池组件使用 25 年的要求，背膜作为直接与外环境大面积接触的光伏材料，必须具备优异的耐长期老化（湿热、干热、紫外线）、耐电气绝缘、水蒸气阻隔等性能。
- **涂覆型：**涂覆型是最新发展起来的一种工艺，在 PET 基材表面涂覆含氟树脂（PTFE 和 CTFE）。近几年氟碳涂料迅速发展，目前，应用比较广泛的氟树脂涂料有 PVDF、PTFE 和 CTFE，我国是继美国、日本之后第三个拥有该合成技术并实现产业化的国家，涂覆型背膜成本低，不受制于国外进口氟膜，但对 PET 基膜的耐老化性和水蒸气阻隔性要求更高，所以在性能方面与复胶型薄膜还存在差距。为了大幅提升光伏背板基膜的耐老化性，国外采用 PEN 薄膜替代 PET 基膜。
- **复胶型：**复胶型分为双面复胶型和单面复胶型，在 PET 基材单面或双面粘接 PVF 或 PVDF 膜，单面复胶型成本较低，目前单双面膜所占市场份额相近，用 PVDF 制备太阳能电池薄膜的工艺难点主要在于 PVDF 的温度范围和拉伸倍率比其他典型树脂窄得多，更难确定能使其整个加工过程更加稳定的生产条件。

图 48、复胶型背膜工艺流程



资料来源：国海证券研究所

图 49、涂布型背膜工艺流程



资料来源：国海证券研究所

- **TPT(Tedlar/PET/Tedlar)背膜:** 在 PET 基膜两面复合 Tedlar 氟膜(PVF)。TPT 背膜中的 PVF 膜赋予背膜耐热氧化、耐紫外线等性能，且对太阳光有反射作用，可提高光伏组件的使用寿命。目前国际上大多数的背膜均使用杜邦公司的 Tedlar 氟膜进行复合，但由于初期杜邦公司在 PVF 膜上的技术垄断，对于不断增长的光伏市场，Tedlar 氟膜的产能显得不足，使得越来越多的厂商采用其他技术路线生产背膜。
- **法国 Arkema 公司:** 采用熔融挤出吹塑法，在 PVDF 两面覆盖 PVDF 保护膜，三层厚度分别为 5μm、20μm、5μm，三层膜结构 PVDF 膜具有较好的耐候性、耐 UV 性、阴湿性和阻燃性、耐沾污性和高光泽等特点。
- **美国 CPP 公司:** 以 PET 为基材，加上一层 PVDF 含氟层与 EVA 三层，通过 CPP 高新技术粘合制备 CPP-GPE-1000b 背膜，不脱层，高防水渗透，抗紫外线。
- **TPE (Tedlar/PET/EVA) 背膜:** 在 PET 基膜一面复合 Tedlar 氟膜，另一面复合 EVA 胶膜或聚烯烃薄膜。TPE 背膜主要有如下优点：(1) 与 EVA 粘接强度高、空气阻隔性和抗湿性较好；(2) 增强了内反射性，可提高光伏组件对光的吸收效率和光电转换效率；(3) TPE 的成本较 TPT 有所下降。但 TPE 的耐紫外老化性、耐热氧化性相对于 TPE 较差，从而会降低光伏组件的使用寿命。

## 5.2、国内外太阳能光伏材料技术水平趋近

- **我国光伏行业的迅速发展推动了光伏薄膜材料的国产化进程，光伏材料技术水平与国外趋近。** 中国已经成为全球最大的光伏组件生产国，2013 年我国光伏组件产量占全球比重已达到 60%，太阳能背膜进口占比约 30%，国内外光伏组件差距主要原因：(1) 受氟材料（氟膜，含氟涂料）制约；(2) PET 基膜材料制约；(3) 生产工艺（复合工艺和涂覆工艺）存在差距。
- **EVA 胶膜领域:** 国内企业已占据国内 EVA 胶膜市场 60%左右的份额，并在持续扩大。

- **PET 领域:** 国外企业（日本东丽、杜邦和韩国 SKC 等）在高端光伏 PET 市场具有显著的竞争优势，国内东材科技、裕兴股份、回天新材等企业在光伏 PET 领域已取得突破。
- **氟膜方面:** PVF 薄膜（Tedlar）占据了全球背板市场 40%左右的份额，欧洲、日本已开发出 PVDF、ECTFE 和 THV 等产品替代 Tedlar，由于氟膜技术壁垒较高，国内企业短期内难以取得突破，目前国内海优威自产 PVDF，回天新材等企业氟膜研发取得突破。
- **中国已经成为全球最大的光伏组件生产国。** 2013 年我国光伏组件产量占全球比重已达到 60%，太阳能背膜进口占比约 30%。（1）国内背膜销售价格优势明显；（2）技术贴近国外水平。

表 13、国内外光伏材料比较

	性能指标	国外产品	国内产品
EVA 胶膜	透光率（固化后）/%	>92	>91
	吸水率（20℃，24h）/%	≤0.1	<0.1
	完全交联度（145℃，20min 与 15min）/%	>85	80-90
	耐紫外线老化（1000h）	黄变指数 <0.5	黄变指数 <2.0
	耐高低温及湿热老化（85℃，-45℃，85%湿度，1000h）	黄变指数 <1.0	黄变指数 <3.0
PET 基膜	水蒸气透过率/（g/m <sup>2</sup> ·d）	≤1.5	1.5-2.5
	耐湿热老化（85℃，85%相对湿度下）/h	≥2500	≤2500
	阻燃性能	UL94-VTM2	部分达到 UL94-VTM2
TPT 背膜	撕裂强度/（N/mm）	≥140	135-145
	层间剥离强度/（N/5cm）（Tedlar/PET）	≥40	≥25
	剥离强度/（N/cm）（EVA/PET）	≥30	≥20
	水蒸气透过率/（g/m <sup>2</sup> ·d）	≤1.0	≤2.0
	击穿电压/kV	≥20	≥17
	60℃/1kW 紫外灯辐照 100h	黄变指数 ≤0.5	黄变指数 ≤2.0
	使用年限	20 年以上	20 年左右

来源：国海证券研究所

### 5.3、公司量产氟膜，把握市场契机

- 经过“双反”后，全球和中国光伏市场呈平稳回升趋势，2013 年全球光伏新装机容量为 38.7GW，按照 1MW 光伏组件需要背膜约 0.75 万平方米估算，2013 年全球背膜需求量为 2.9 亿平方米，按全球 50%的太阳能光伏组件由我国生产计算，我国光伏背膜产量需在 1.45 亿平方米左右。行业咨询机构 HIS 预测，2014 年全球光伏装机容量将达到 40-45GW，同比增长 14%-29%，增速超过 2013 年，据估算，2014 年，我国光伏背膜产量需在 1.65 亿平方米左右。

表 14、国内外背膜需求量

	2010	2011	2012	2013
全球光伏装机容量 (MW)	17064	30391	31095	38700
全球背膜需求量 (万平方米)	12798	22793	23321	29025
我国背膜需求量 (万平方米)	6399	11397	11661	14513

来源: EPIA, 国海证券研究所

- 目前 Isovoltaic、Madico、ToySolar、Krempel 及台虹科技等 5 大国际顶尖厂商占据超过 70% 的市场份额, 国内厂商如苏州中来、回天胶业、高盟新材、苏州赛伍等已经能生产少量背板, 背板正处于进口替代的过程中, 未来国内厂商与国际厂商市场份额有望反转, 而公司作为国内光伏背板行业的领导者, 未来将最为受益。

表 15、国内外企业生产背膜的品种及产能

	企业名称	背膜类型	背膜产能 (万平方米)	
国外企业	Toppan	TPT、TPE (Tedler)		
	康维明	PPE (自产 PET)		
	Isovolta	TPT (Tedler)		
		TPT、PVF/PET/PVF/Primer、PVDF/PET/PVDF		
	Krempel	(Tedlar)		
	东阳铝业	PVDF/SiOx-PET/PET/PO、PVDF/PET/PVDF/PO		
	3M	THV/PET/EVA (自产 THV 和 PET)		
	Honeywell	ECTFE/PET/ECTFE (杜邦 ECTFE)		
	Madico	TPE		
	国内企业	帆度	TPE	500
苏州赛伍		PVDF/PET/PVDF (阿克玛 PVDF)	4200	
台虹科技		TPT (Tedler)	3000	
回天新材		TPT、TPE	900	
复胶型		金瑞晨	FPF、FPE、PPE	500
		明冠能源	TPT、TPE	500
		海优威	PVDF/PET/PVDF、PVDF/PET/PO(自产 PVDF)	500
		东莞朗首	TPT、TPE、PET	500
		乐凯集团	PPE、FPE	450
		江苏汇通	PVDF/PET/PVDF (阿克玛 PVDF)	200
		涂覆型	苏州中来	FEVE/PET/FEVE
哈氟龙			FEVE/PET/FEVE	700
高盟新材				500
上海创辉				500
杭州兆丰				200
杭州福斯特			200	

来源: 国海证券研究所

- 2013 年公司背膜的销量达到 415.88 万平米, 目前公司具有背膜生产线 3 条, 产能 900 万平米。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, 按照该发展趋势, 我们预计 2014 年公

司背膜的销量有望突破 600 万平米。按照 2014 年我国光伏背膜产量需在 1.65 亿平方米估算，随着公司背膜产能释放，市场份额占比有望达到 5.5%。

- 随着公司自产氟膜的量产化、进口替代以及公司实际产能具有伸缩性，2014 年公司氟膜销售有望超过 300 万平米，毛利率也将进一步提高。氟膜占背膜成本的 25%左右，实现氟膜自给将大幅降低成本从而提升公司在背膜领域的盈利能力，产能如期释放，公司背膜的毛利率将大幅提升，有望达到 50%以上。

## 6、公司独具优势，紧抓行业契机

### 6.1、公司技术人才储备扎实

- **自主创新核心技术是公司最大优势。**作为国内工程胶粘剂行业规模最大的内资企业之一，公司始终把自主创新和技术研发放在首位，公司最近三年平均研发费用为 2725 万元，占销售收入平均比例为 5.10%，在上海投资建成了工程胶粘剂国内一流研发中心。公司及上海回天、广州回天均系国家高新技术企业，常州回天已通过高新技术企业评审，湖北研发中心被评为省级技术中心，并被批准为“湖北省博士后产业基地”、“全国博士后科研工作站”，并与中科院合作成立了工程中心。

表 16、公司已获得发明专利情况

专利名称	
双组分丙烯酸酯结构胶粘剂及其制备方法	一种耐湿热、贮存稳定的脱醇型有机硅密封胶
一种高伸长率丙烯酸酯胶粘剂	一种用于点焊工艺的丙烯酸酯胶粘剂
双组分环氧树脂灌封胶及其制备方法和灌封工艺	一种高伸长率的双组分聚氨酯胶粘剂及其制备方法
无卤阻燃硅橡胶及其制备方法和用途	一种耐湿热老化性能优异的膨胀减振胶
一种耐高温高贮存稳定性平面密封厌氧胶及其制备方法	一种耐湿热汽车折边胶及其制备方法
粘接性单组分有机硅密封剂	一种油面粘接性能优异的膨胀减振胶及其制备方法
一种单组份厌氧结构胶及其制备方法	一种汽车折边胶及其制备方法
一种提高室温硫化硅橡胶机械性能的方法	一种低毒快干型厌氧胶气雾底涂剂及其制备方法
单组分高剥离强度环氧树脂胶粘剂及其制备方法	太阳能电池背板用改性 PVDF 薄膜及其制备方法
高强度缩合型双组份有机硅耐酸密封胶及其制备方法	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

- 经过近 20 多年的发展，公司已形成了成熟的以市场和技术研发为导向、以创新管理团队为支撑的经营架构，公司经营团队保持了很好的稳定性，高级管理人员和核心技术人员中的大多数长期在公司工作，且大多数核心人员持有公司的股份。同时，公司从上市前已着手进行核心人才梯队建设，通过制度设计，建立了研发、营销、管理等分专业、分层次的年轻团队及职业经理人对伍，公司建立了健全的、适合公司特点的动态激励与约束相结合的中长期激励机制，激发公司经营团队的创造力和工作激情，为公司长远发展提供持续动力。



- 一方面以国际高端品牌为标杆，从产品的性价比入手进行配方和工艺研究，在性能方面达到甚至超过国际先进水平，从而实现与客户共赢。
- 另一方面公司通过持续的工艺优化等降低成本，即保证产品的性能和质量稳定，同时又能保证比跨国公司的同类产品价格低，从而保持产品的市场竞争力。

## 6.2、对下游市场的积累和把握

- **完整的销售网络优势。**公司按行业细分销售市场，实行经销商和直销客户相结合的销售方式，经销商遍布全国各地，形成了国内市场的全覆盖。通过构筑覆盖全国的经销商体系，共同拉动市场并隔离和降低经营风险。用无缝式销售模式渗透国内有机硅市场，致力成为国内有机硅行业发展的引领者。
- 公司建立了与产品及下游行业相适应的销售模式，采取直接对工业客户和通过经销商销售相结合的方式。按照专业化分工原则，已分别打造出专注于汽车制造、汽车维修、电子电器 LED、新能源等领域的专业销售团队，相对独立但互相协助，贴近市场，通过 PK 机制，形成了多点驱动的良好态。
- 公司的销售网络基本覆盖全国所有地级城市和重要的县级城市，销售网络大、经销商多，直接或通过经销商间接与国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系，是中国汽车制造及维修、电子电器、新能源等领域工程胶粘剂、背膜系列产品知名的供应商之一。凭借特色的销售模式和健全的销售网络，公司新产品经研发到达相关技术指标后，并可迅速向市场推广并扩大规模，产品市场化效率高，为销售持续增长提供动力。
- **品牌和服务优势，“回天”牌商标被认定为“中国驰名商标”，公司产品还获得了“中国胶粘剂市场产品质量用户满意第一品牌”。**我国工程胶粘剂在低端产品呈现充分竞争格局；而中高端产品，特别是高端产品，其竞争关键取决于企业是否具有针对不同的用户和不同的应用条件提供适当的产品和服务，最大限度地满足用户的需求的能力。“回天”品牌坚持定位高端化、差异化、创新型，产品种类齐全、质量优异、结构合理，连续多年领跑中国汽车行业、LED 行业和风电行业，为行业第一品牌，在国内外客户中享有较高的品牌知名度和美誉度。
- **承接多个著名项目，示范效应明显。**公司产品已在汽车行业—北汽、奇瑞、神龙汽车等知名汽车厂商获得新应用，在包装用胶领域成功进入康师傅用料体系，在国家高铁施工用嵌缝胶、动车组用胶上实现突破，以及国家光伏、风电领域等国家重点工程中均使用了公司工程胶粘剂产品，在业内形成良好的示范效应。

## 7、盈利预测

■ 盈利预测的核心假设条件如下

1) 工程胶传统领域应用保持稳定增长，新领域持续延伸，市场潜在空间不断挖掘。

2) 光伏用胶恢复 15%以上的增速。

3) 工程胶粘剂 1.8 万吨、太阳能电池背膜氟膜 300 万平方米产能按预期陆续建成投产，支撑公司业绩增长。

## 8、风险提示

■ 原材料价格波动风险；

■ 募投项目达产不及预期的风险。

表 17、回天新材盈利预测

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9.1%	11.0%	12.4%	12.9%	EPS	0.53	0.71	0.92	1.10
毛利率	38.7%	36.1%	34.7%	34.4%					
期间费率					<b>估值</b>				
销售净利率	13.8%	14.3%	13.2%	12.7%	P/E	30.0	22.1	17.2	14.3
<b>成长能力</b>					P/B	2.7	2.4	2.1	1.9
收入增长率	27%	32%	39%	25%					
利润增长率	26%	36%	29%	20%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	营业收入	642	845	1175	1467
应收账款周转率	4.6	3.9	4.3	4.8	营业成本	394	540	767	962
存货周转率	3.1	2.5	2.7	3.0	营业税金及附加	3	4	6	7
<b>偿债能力</b>					销售费用	59	68	93	116
资产负债率	12.6%	28.9%	22.9%	26.6%	管理费用	99	104	141	176
流动比	5.5	1.8	2.3	2.2	财务费用	(2)	2	(1)	(1)
速动比	4.1	1.2	1.6	1.6	其他费用/(-收入)	4	6	8	10
					营业利润	86	123	163	199
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业外净收支	17	15	15	15
现金及现金等价物	175	120	120	251	利润总额	103	139	179	214
应收款项	208	330	359	449	所得税费用	14	18	23	28
存货净额	146	284	284	356	净利润	89	121	156	187
其他流动资产	130	377	392	426	少数股东损益	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>577</b>	<b>726</b>	<b>756</b>	<b>1025</b>	归属于母公司净利润	89	121	156	186
固定资产	413	438	453	446	EPS	0.53	0.71	0.92	1.10
在建工程					<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
无形资产及其他	89	85	81	77	经营活动现金流	17	(14)	192	117
长期股权投资	0	0	0	0	净利润		121	156	186
<b>资产总计</b>	<b>1120</b>	<b>1541</b>	<b>1600</b>	<b>1897</b>	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	51	0	0	折旧摊销		42	55	55
应付款项	51	70	100	125	公允价值变动		21	9	19
预收帐款	25	21	30	37	营运资金变动		(270)	(17)	(155)
其他流动负债	29	30	31	33	<b>投资活动现金流</b>	<b>(126)</b>	<b>(78)</b>	<b>(75)</b>	<b>(73)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>105</b>	<b>409</b>	<b>330</b>	<b>467</b>	资本支出		(78)	(75)	(73)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		(0)	0	0
其他长期负债	37	37	37	37	其他		(0)	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>272</b>	<b>(107)</b>	<b>97</b>
<b>负债合计</b>	<b>141</b>	<b>446</b>	<b>367</b>	<b>504</b>	债务融资		287	(98)	111
股本	169	169	169	169	权益融资		0	0	0
股东权益	979	1095	1233	1393	其它		(14)	(9)	(15)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1120</b>	<b>1541</b>	<b>1600</b>	<b>1897</b>	现金净增加额	(107)	(55)	0	131

资料来源：公司数据，国海证券研究所

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。