

回天胶业：“高速”前进的高端胶粘剂龙头

公司快报

报告关键点:

- 高性能有机硅胶中高端市场占有率稳居首位
- 高铁建设将推动聚氨酯胶业务的爆发式成长

报告摘要:

- 高性能有机硅胶中高端市场占有率稳居首位:**公司产品性能达到国际先进水平,定位于利润率较高的中高端市场。公司高性能有机硅胶销量在汽车行业应用中位居国内工程胶粘剂企业首位,产品性能近年来逐步提高增强了公司的议价能力,业务毛利率呈现上升态势,在汽车制造领域和汽车维修领域内的市场占有率分别达到了12%和30%。在LED封装领域,高性能有机硅胶占国内32%左右市场份额,市场占有率排名第一;在可再生能源领域,公司高性能有机硅胶市场占有率在风力发电行业达到32%,太阳能行业达到6%;在电力脱硫环保领域,公司高性能有机硅胶市场占有率达到10%,处于行业领先地位。下游需求增长迅速,预计2012年高性能有机硅胶粘剂需求量将达到33,066吨,我们判断2010、2011年公司高性能有机硅胶的销量有望分别增长60%、50%,分别达到4240吨、6360吨。
- 高铁建设将推动聚氨酯胶业务的爆发式成长:**公司为国内5家受让“高速铁路凸型台聚氨酯胶粘剂技术”的企业之一,将生产专门用于铺设高速铁路无砟轨道的聚氨酯胶。该产品配套于我国引进的日本新干线CRTS I型轨道板技术,是高铁建设不可或缺的核心材料。该产品技术壁垒和准入门槛极高,市场需求稳定。根据国务院审议通过的《中长期铁路网规划》指出:到2020年,将铺设无砟轨道的高速铁路(时速大于200Km的客运专线)1.6万公里以上。根据国家铁道部设计方案显示,预计每公里聚氨酯胶粘剂用量约7吨,且高速铁路用胶粘剂产品设计使用寿命为10年,未来维修和更换用量更大。因此未来十年我国每年用于高速铁路建设的聚氨酯胶粘剂将超过1.2万吨,到2012年动车车辆制造聚氨酯胶需求量2,588吨左右。传统应用领域,预计到2012年我国汽车制造用聚氨酯胶粘剂需求量将超过12,800吨,汽车维修市场对聚氨酯胶粘剂的年需求量将达到5,073吨左右。我们判断2010、2011年公司聚氨酯胶的销量有望分别增长300%、150%,分别达到1600吨、4000吨。
- 首次覆盖给予增持-A投资评级:**公司未来业绩将在传统汽车制造与维修领域保持稳定增长,而高速铁路及动车车辆领域,太阳能、风能等再生能源领域将迎来爆发性的增长,公司募投项目的5000吨高性能有机硅胶、5000吨聚氨酯胶的市场前景广阔。我们预计2010、2011、2012年公司的EPS分别为1.09元、1.58元、2.08元,按照2011年40倍PE估值,12个月目标价63.2元,首次覆盖给予增持-A投资评级。

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

63.2元

期限: 12个月 上次预测:

现价: 50.79元

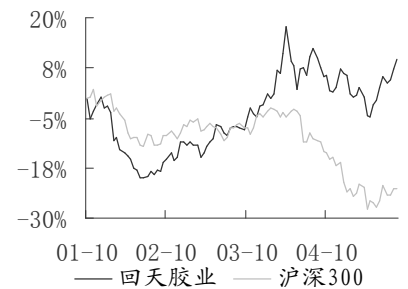
报告日期:

2010-05-29

市场数据

总市值(百万元)	3,352.04
流通市值(百万元)	863.43
总股本(百万股)	66.00
流通股本(百万股)	17.00
12个月最高/最低	36.00/55.65元
十大流通股股东(%)	13.10%
股东户数	6,848

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.43	37.38	6.20
绝对收益	7.58	24.24	9.48

研究员

刘军

首席行业分析师

021-68766167
证书编号

liujun@essence.com.cn
S1450208100171

谭志勇

助理行业分析师

021-68765172

tanzhy2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	219.8	238.6	354.8	545.4	759.6
Growth(%)	14.0%	8.6%	48.7%	53.7%	39.3%
净利润	35.3	50.7	71.7	104.0	137.0
Growth(%)	18.5%	43.5%	41.3%	45.0%	31.7%
毛利率(%)	42.6%	46.1%	45.9%	45.4%	44.5%
净利润率(%)	16.1%	21.3%	20.2%	19.1%	18.0%
每股收益(元)	0.54	0.77	1.09	1.58	2.08
每股净资产(元)	2.73	11.96	13.05	14.30	15.90
市盈率	94.8	66.1	46.8	32.2	24.5
市净率	18.6	4.2	3.9	3.6	3.2
净资产收益率(%)	19.6%	6.4%	8.3%	11.0%	13.1%
ROIC(%)	15.3%	17.2%	7.8%	26.0%	24.4%
EV/EBITDA	60.4	60.1	32.3	22.3	17.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.2%

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-28

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	219.8	238.6	354.8	545.4	759.6	成长性					
减: 营业成本	126.1	128.6	192.0	297.7	421.6	营业收入增长率	14.0%	8.6%	48.7%	53.7%	39.3%
营业税费	1.4	1.7	2.4	3.7	5.2	营业利润增长率	24.4%	39.8%	62.0%	45.0%	31.7%
销售费用	29.0	27.9	41.6	64.0	89.1	净利润增长率	18.5%	43.5%	41.3%	45.0%	31.7%
管理费用	25.3	28.9	40.2	61.8	86.0	EBITDA 增长率	17.8%	32.4%	56.4%	49.0%	34.1%
财务费用	0.3	-0.6	-5.1	-4.9	-4.4	EBIT 增长率	19.4%	37.2%	53.9%	48.1%	33.5%
资产减值损失	0.4	0.1	-0.7	0.8	0.9	NOPLAT 增长率	11.4%	41.4%	34.3%	48.1%	33.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.2%	195.5%	-55.3%	42.1%	30.8%
投资和汇兑收益	-	0.0	-	-	-	净资产增长率	16.4%	338.9%	9.1%	9.6%	11.2%
营业利润	37.2	52.1	84.3	122.3	161.1	利润率					
加: 营业外净收支	3.3	6.4	-	-	-	毛利率	42.6%	46.1%	45.9%	45.4%	44.5%
利润总额	40.6	58.4	84.3	122.3	161.1	营业利润率	16.9%	21.8%	23.8%	22.4%	21.2%
减: 所得税	5.4	7.7	12.6	18.3	24.2	净利润率	16.1%	21.3%	20.2%	19.1%	18.0%
净利润	35.3	50.7	71.7	104.0	137.0	EBITDA/营业收入	19.6%	23.9%	25.1%	24.3%	23.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	17.1%	21.6%	22.3%	21.5%	20.6%
货币资金	50.2	630.7	524.4	464.3	423.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	85	81	89	103	108
应收帐款	22.2	22.6	44.5	68.4	95.3	流动营业资本周转天数	288	680	427	116	123
应收票据	5.3	9.5	12.5	19.2	26.7	流动资产周转天数	269	698	729	464	353
预付帐款	59.2	30.8	42.6	61.0	86.9	应收帐款周转天数	37	31	27	29	31
存货	40.6	53.7	65.8	101.9	144.4	存货周转天数	61	71	61	55	58
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	410	891	940	661	535
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	429	868	631	307	298
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.2	-	0.3	0.3	0.3	ROE	19.6%	6.4%	8.3%	11.0%	13.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.9%	5.6%	7.6%	9.8%	11.4%
固定资产	53.7	54.0	120.5	191.8	263.3	ROIC	15.3%	17.2%	7.8%	26.0%	24.4%
在建工程	21.2	88.2	112.9	127.7	136.6	费用率					
无形资产	19.0	18.9	20.2	21.4	22.7	销售费用率	13.2%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
其他非流动资产	0.6	0.5	1.1	1.5	1.7	管理费用率	11.5%	12.1%	11.3%	11.3%	11.3%
资产总额	272.1	908.9	944.8	1,057.6	1,201.5	财务费用率	0.1%	-0.2%	-1.4%	-0.9%	-0.6%
短期债务	36.0	21.0	-	-	-	三费/营业收入	24.9%	23.6%	21.6%	22.1%	22.5%
应付帐款	12.8	34.2	33.6	52.1	73.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	33.9%	13.1%	8.8%	10.8%	12.7%
其他流动负债	19.3	27.0	34.5	42.7	54.1	负债权益比	51.3%	15.1%	9.7%	12.1%	14.5%
长期借款	16.0	15.0	-	-	-	流动比率	2.33	7.61	9.19	7.02	5.76
其他非流动负债	0.1	6.1	8.5	12.1	17.1	速动比率	1.80	7.06	8.31	6.02	4.69
负债总额	92.2	119.4	83.6	113.9	152.0	利息保障倍数	121.55	-90.21	-15.58	-23.74	-35.30
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	49.0	66.0	66.0	66.0	66.0	DPS(元)	-	-	0.33	0.47	0.62
留存收益	130.9	723.5	795.2	877.7	983.5	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	179.9	789.5	861.2	943.7	1,049.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.2%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	35.2	50.7	71.7	104.0	137.0	EPS(元)	0.54	0.77	1.09	1.58	2.08
加: 折旧和摊销	5.5	5.5	9.8	15.3	21.1	BVPS(元)	2.73	11.96	13.05	14.30	15.90
资产减值准备	0.4	0.1	-0.7	0.8	0.9	PE(X)	94.8	66.1	46.8	32.2	24.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	18.6	4.2	3.9	3.6	3.2
财务费用	1.7	0.5	0.2	-5.1	-4.9	P/FCF	-805.4	-6.4	6.6	-58.1	-108.2
投资收益	-	-0.0	-	-	-	P/S	15.3	14.0	9.4	6.1	4.4
少数股东损益	-0.2	-	-	-	-	EV/EBITDA	60.4	60.1	32.3	22.3	17.0
营运资金的变动	1.2	1.3	-39.1	-55.7	-65.6	CAGR(%)	43.5%	39.2%	32.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	43.0	51.8	36.5	59.5	89.0	PEG	2.2	1.7	1.5	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-54.6	-30.7	-103.5	-103.0	-103.0	ROIC/WACC	5.1	5.8	2.6	8.7	8.1
融资活动产生现金流量	10.1	558.5	-56.8	-26.2	-36.7	REP	1.8	0.7	2.9	0.6	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5年证券研究经历，8年中国石化工作经验，曾获2005年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007年4月加盟安信证券研究中心。

谭志勇，石油与化工行业助理研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008年7月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034