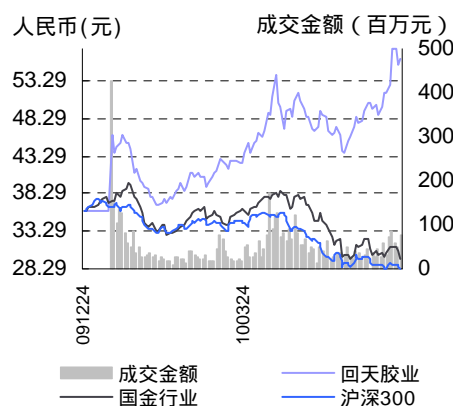


市价(人民币)：56.31元
目标(人民币)：59.36-63.30元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 17.00
总市值(百万元) 3,716.35
年内股价最高最低(元) 57.51/36.09
沪深300指数 2696.17



相关报告

- 1.《行业机会与募投项目带来增长》，2010.4.21
- 2.《把握小行业中大机会的佼佼者》，2010.4.7

股票分析组

赵乾明 分析师 SAC 执业编号：S1130210010309
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

扩建产能，拥抱高铁市场

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.721	0.769	1.426	1.808	2.137
每股净资产(元)	3.67	11.96	12.89	13.35	14.99
每股经营性现金流(元)	0.88	0.79	0.56	1.39	1.85
市盈率(倍)	N/A	47.35	34.35	27.10	22.92
行业优化市盈率(倍)	15.30	36.45	36.45	36.45	36.45
净利润增长率(%)	18.49%	43.54%	85.49%	26.78%	18.21%
净资产收益率(%)	19.65%	6.43%	11.06%	13.54%	14.26%
总股本(百万股)	49.00	66.00	66.00	66.00	66.00

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 回天胶业公告：决定使用超募资金 6500 万元投资扩建“年产 3000 吨聚氨酯胶粘剂和密封胶建设生产线项目”。
- 公司此次扩建项目瞄准我国高铁建设中引进日本的 I 型板、引进德国的 II 型板和自主消化创新的 III 型板技术所需用聚氨酯胶粘剂，分别生产三种技术所需的甲组分和乙组分聚氨酯胶；将有助公司扩大在高铁用胶领域的市场份额。
- 此次扩建项目除 I 型板凸台树脂胶外，最大的看点是 III 型板灌封用胶；我国铺设无砟轨道将采用自主开发的 III 型板技术，用量较大，开发价值较高，而且未来公司 III 型板灌封胶产品有望随我国自主高铁技术一起走向海外高铁市场。
- 市场之前对公司高铁建设用胶市场的担心是 2012 年后大规模高铁建设不会结束，在不考虑海外市场前提下，国内高铁和城市轨道交通建设将一直持续到 2020 年。

盈利调整

- 根据扩建项目，我们更新了公司 2012 年盈利预测，上调 2012 年 eps 为 2.137 元，维持 2010-2011 年 eps 为 1.426 元和 1.808 元的盈利预测。
- 维持 4 月 7 日《回天胶业投资价值分析报告》中对公司投资价值的判断：作为国内工程胶粘剂龙头企业，公司正面临着下游行业持续景气带来的行业性发展机遇；而本身竞争策略得当、产品技术含量高，使其**有望借助此次行业性机会，利用上市募集资金项目产能，趁机实现自身跨越式发展。**

事件：高铁用聚氨酯胶粘剂和密封胶扩建

- 回天胶业公告：决定使用超募资金 6500 万元投资扩建“年产 3000 吨聚氨酯胶粘剂和密封胶建设生产线项目”。
 - ◆ 项目投资总额 6500 万元，其中建设资金 5900 万元、流动资金 600 万元，建设期 1.5 年。
 - ◆ 该项目主要建设内容为：购置土地、完成厂房生产工艺工程规划及建设，购置设备 99 余台（套）；其中进口工艺设备 7 台（套）、国产设备 56 台（套）、检测设备 36 台（套）。

我们的点评与分析

扩建产能以拥抱高铁市场

- 公司此次扩建项目瞄准我国高铁建设中引进日本的 I 型板、引进德国的 II 型板和自主消化创新的 III 型板技术所需用聚氨酯胶粘剂，分别生产三种技术所需的甲组分和乙组分聚氨酯胶；将有助公司扩大在高铁用胶领域的市场份额。
- 考虑到市场逐步进入等情况，项目投产后第一年按 60% 产能利用率组织作业，第二年产能利用率 80%，第三年达产。

图表1：高铁用胶扩建项目概况

胶种	生产规格	每公里高铁用胶（吨）	设计产能（吨）	建成后第一年	建成后第二年	建成后第三年
高铁 I 型板用凸台树脂胶粘剂	甲组分 20KG/桶	7	2000	1200	1600	2000
	乙组分 1.4KG/桶					
高铁 II 型板滑动层粘接用聚氨酯胶粘剂	甲组分 20KG/桶	1	500	300	400	500
	乙组分 5KG/桶					
高铁 III 型板灌封用聚氨酯胶粘剂	甲组分 20KG/桶	7	500	300	400	500
	乙组分 2KG/桶					
有砟轨道道渣粘接用聚氨酯胶粘剂	甲组分 20KG/桶					
	乙组分 10KG/桶					

来源：国金证券研究所

- 此次扩建项目除 I 型板凸台树脂胶外，最大的看点是 III 型板灌封用胶；我国铺设无砟轨道将采用自主开发的 III 型板技术，用量较大，开发价值较高，而且未来公司 III 型板灌封胶产品有望随我国自主高铁技术一起走向海外高铁市场。
 - ◆ 两块 III 型板之间灌注总体积 0.0285m³，胶粘剂比重 1300kg/m³，两块板之间用量为 37kg；无砟轨道每 5 米一块板，复线每公里 400 个；则平均每公里用胶约 7 吨。
 - ◆ 在国家 2020 年铁路规划中，III 型板路基部分约占 30% 份额，并且 III 型板技术将作为自主开发高铁技术走向海外市场，未来十年整个无砟轨道铺设预计聚氨酯胶粘剂需求量为 13.32 万吨。
- 市场之前对公司高铁建设用胶市场的担心是 2012 年后大规模高铁建设不会结束，在不考虑海外市场前提下，国内高铁和城市轨道交通建设将一直持续到 2020 年。

图表2：高铁建设持续到2020年 单位：公里

	2008	2010E	2012E	2020E
营业里程	80,000	92,000	110,000	120,000
电气化	28,000	41,400	55,000	72,000
电气化率	34.60%	45%	50%	60%
复线	29,000	41,400	55,000	60,000
复线率	36.20%	45%	50%	50%
新建线	12,000	17,000	16,000	41,000
高铁通车里程		7,000	13,000	16,000

来源：国金证券研究所

图表3：国内已有轨道交通建设规划

城市	截至2008年运营里程(公里)	新增运营里程(公里)					截至2012年运营里程(公里)	新增运营里程(公里) 2013-2020	截至2020年运营里程(公里)
		2009	2010	2011	2012	2009-2012			
上海	262	150	104	2	88	343	605	567	1172
北京	200	28	92	69	127	316	516	273	789
广州	116	39	87		70	197	313	145	458
深圳	22		54	92		147	169	245	414
天津	72	7	23	30		59	131	134	265
重庆	19		21	36	44	101	120	229	349
南京	22		56			56	78	91	169
武汉	10	20	28		16	64	74	178	252
杭州				52		52	52	61	113
大连	49					0	49	121	170
长春	31		16			16	47	74	121
沈阳		28	19			47	47	86	133
成都			16		23	39	39	108	147
苏州				26		26	26	115	141
哈尔滨					14	14	14	31	46
宁波								230	230
合肥								181	181
郑州								138	138
厦门								97	97
西安								96	96
青岛								87	87
昆明								63	63
东莞								59	59
无锡								56	56
南昌								51	51
福州								55	55
长沙								53	53
乌鲁木齐								53	53
南宁								44	44
石家庄								18	18
总计	803	272	516	306	383	1478	2281	3738	6019

来源：国金证券研究所

更新盈利预测，继续建议买入

- 根据扩建项目，我们更新了公司2012年盈利预测，上调2012年eps为2.137元，维持2010-2011年eps为1.426元和1.808元的盈利预测。

图表4：聚氨酯胶粘剂募投项目和扩建项目预测

项 目	2006	2007	2008	2009H	2009	2010E	2011E	2012E
聚氨酯胶-募投项目								
产能（吨）	96.47	190.45	292.85	206.88	413.76	2200.00	4163.76	5413.76
产量（吨）	91.45	181.89	280.78	211.07	413.76	2200.00	4163.76	5413.76
产能利用率	94.80%	95.51%	95.88%	102.03%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销量（吨）	83.02	167.03	280.45	210.18	412.02	2178.00	4122.12	5359.62
产销率	90.78%	91.83%	99.88%	99.58%	99.58%	99.00%	99.00%	99.00%
平均售价（万元/吨）	3.28	3.10	3.04	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10
销售收入（百万元）	2.73	5.18	8.53	6.52	15.60	67.52	127.79	166.15
销售成本（百万元）	2.12	3.24	5.21	4.02	9.18	39.72	75.18	97.75
毛利率	22.07%	37.46%	38.93%	38.45%	41.17%	41.17%	41.17%	41.17%
聚氨酯胶-扩建项目								
产能（吨）								3000.00
产量（吨）								1800.00
产能利用率								60.00%
销量（吨）								1782.00
产销率								99.00%
平均售价（万元/吨）								2.00
销售收入（百万元）								35.64
销售成本（百万元）								24.95
毛利率								30.00%

来源：国金证券研究所

- 考虑公司在高端工程胶粘剂领域的地位和竞争力，看好公司在高铁用胶领域的发展前景，继续建议买入。

图表5：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	193	220	239	388	519	627
增长率		14.0%	8.6%	62.6%	33.7%	20.7%
主营业务成本	-118	-126	-129	-211	-284	-349
% 销售收入	61.1%	57.4%	53.9%	54.5%	54.7%	55.7%
毛利	75	94	110	177	235	277
% 销售收入	38.9%	42.6%	46.1%	45.5%	45.3%	44.3%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-3	-4	-4
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
营业费用	-20	-29	-28	-39	-52	-63
% 销售收入	10.3%	13.2%	11.7%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-20	-25	-29	-39	-52	-56
% 销售收入	10.3%	11.5%	12.1%	10.0%	10.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	34	38	52	96	128	154
% 销售收入	17.6%	17.3%	21.6%	24.8%	24.6%	24.6%
财务费用	-2	0	1	10	8	7
% 销售收入	0.8%	0.1%	-0.2%	-2.7%	-1.6%	-1.1%
资产减值损失	-2	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	30	37	52	106	136	161
营业利润率	15.5%	16.9%	21.8%	27.4%	26.2%	25.7%
营业外收支	5	3	6	3	3	3
税前利润	35	41	58	109	139	164
利润率	18.3%	18.5%	24.5%	28.2%	26.7%	26.2%
所得税	-5	-5	-8	-15	-19	-23
所得税率	13.9%	13.3%	13.2%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	30	35	51	94	119	141
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	30	35	51	94	119	141
净利率	15.5%	16.1%	21.3%	24.3%	23.0%	22.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	30	35	51	94	119	141
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	6	6	7	14	19
非经营收益	2	1	0	-2	-2	-2
营运资金变动	-13	1	-5	-62	-40	-36
经营活动现金净流	26	43	52	37	91	122
资本开支	-36	-55	-44	-110	-156	-27
投资	2	0	0	-1	0	0
其他	0	0	13	0	0	0
投资活动现金净流	-34	-55	-31	-111	-156	-27
股权募资	23	0	571	0	-56	0
债权募资	8	19	-8	-43	0	1
其他	-9	-9	-5	-1	-34	-34
筹资活动现金净流	23	10	559	-45	-90	-33
现金净流量	15	-2	580	-119	-154	62

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	52	50	631	512	358	420
应收款项	37	27	32	54	72	87
存货	34	41	54	70	93	115
其他流动资产	28	59	31	65	87	107
流动资产	151	177	747	701	610	729
% 总资产	66.3%	65.2%	82.2%	72.4%	59.6%	63.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	57	75	142	236	372	374
% 总资产	24.9%	27.6%	15.6%	24.4%	36.4%	32.4%
无形资产	19	19	19	29	38	48
非流动资产	77	95	162	268	413	424
% 总资产	33.7%	34.8%	17.8%	27.6%	40.4%	36.8%
资产总计	228	272	909	969	1,023	1,152
短期借款	30	44	37	0	0	0
应付款项	26	27	59	63	84	102
其他流动负债	7	5	3	40	43	45
流动负债	62	76	98	103	127	147
长期贷款	11	16	15	15	15	16
其他长期负债	0	0	6	0	0	0
负债	74	92	119	118	142	163
普通股股东权益	154	180	790	851	881	989
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	228	272	909	969	1,023	1,152

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.609	0.721	0.769	1.426	1.808	2.137
每股净资产	3.150	3.671	11.963	12.889	13.352	14.990
每股经营现金净流	0.536	0.877	0.785	0.561	1.385	1.853
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	19.33%	19.65%	6.43%	11.06%	13.54%	14.26%
总资产收益率	13.08%	12.99%	5.58%	9.72%	11.66%	12.24%
投入资本收益率	14.91%	13.72%	5.32%	9.54%	12.25%	13.16%
增长率						
主营业务收入增长率	26.78%	14.00%	8.57%	62.62%	33.73%	20.75%
EBIT增长率	61.21%	12.19%	35.89%	86.20%	32.87%	20.57%
净利润增长率	13.10%	18.49%	43.54%	85.49%	26.78%	18.21%
总资产增长率	25.14%	19.30%	234.02%	6.58%	5.61%	12.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.1	32.3	28.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	101.7	107.9	133.8	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	35.7	28.4	41.1	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	95.6	89.2	82.6	81.8	121.9	95.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.95%	5.45%	-73.30%	-58.45%	-38.92%	-40.87%
EBIT利息保障倍数	22.2	122.9	-90.4	-9.3	-15.7	-21.6
资产负债率	32.26%	33.90%	13.13%	12.19%	13.86%	14.15%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	4	5	5
买入	1	3	6	7	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.80	1.67	1.63	1.62

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-07	买入	49.09	59.36 ~ 63.30
2 2010-04-21	买入	50.66	59.36 ~ 63.30

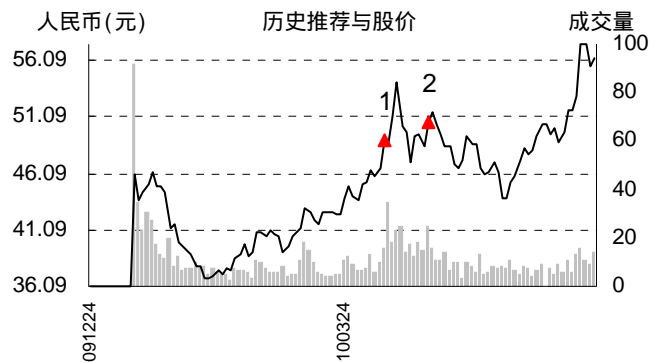
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室