

**事件:**

回天胶业2月25日午间发布了经营状况快报，公司2010年度实现营业总收入4.14亿元，同比增73.71%；归属于上市公司股东的净利润8727.28万元，同比增72%；基本每股收益1.32元，同比增27.71%。

投资要点:

对比之前2月20号的业绩预增65%-90%的公告，回天胶业业绩快报接近之前预期下线，净利增长为72%，股价对应的2010年市盈率为44.58倍，相比公司业绩的高成长性，2011年保守估计每股收益1.6元，对应的动态市盈率才36.78倍，投资价值高。

公司每股净资产高达12.48元，每股未分配利润、每股公积金合计达10.6元，而公司2010年1月8日上市一年，只在2010年6月11日分红一次每十股红利5元，今年高送转概率很高，即便10送10，总股本也才1.3亿。

业绩增长原因: 在公司产品所属汽车、太阳能、风电、LED、高铁领域大力发展的情况下，由于公司竞争优势与市场开发能力、品牌影响力进一步提升。还有超募资金除了项目投入之外还有近两亿，此笔存款带来的利息收入。

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，专业从事各类高端工程胶粘剂的研发、生产和销售。

我们对公司的高送转预期一方面是由于业绩好、股本小，更重要的是因其有较高成长性:

1. 国内高端工程用胶龙头，在下游多个行业市场占有率居前
2. 新增产能将在未来两年释放，进一步抢占高毛利市场
3. 高管股权激励效果好，管理创新促产品销售

风险提示: 新三板降低投资门槛拉低中小盘整体估值、分配方案低

主要财务数据:

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	239	372	476	642
增长率(%)	9%	55.65%	27.96%	34.87%
归属母公司股东净利润	50.7	87.1	106.2	140.2
增长率(%)	33%	712%	22%	32%
每股收益(EPS)	1.04	1.32	1.62	2.12
净资产收益率(ROE)	6.43%	26.92%	22.73%	30.86%
市盈率(P/E)	56.59	44.58	36.33	27.76
市净率(P/B)	4.89	4.72	4.72	4.72

回天胶业 300041

2011-3-1

评级**强烈推荐**

目标价格(元)

72

当前价格(元)

58.85

基础数据

总市值(百万)

3925

总股本/流通股本(百万)

65.99/17

流通市值(百万)

1011

每股净资产(元)

12.48

每股未分配利润

1.996

每股公积金

8.64

交易数据

52 周内股价区间

38.61/73.5

10 年市盈率

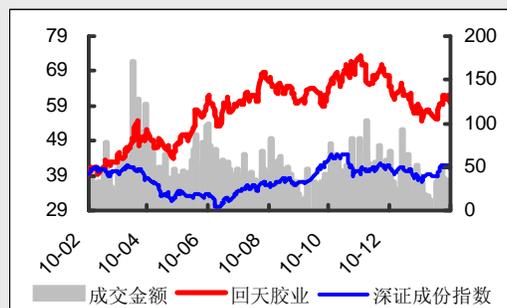
44.58

市净率

4.72

年报预约披露时间

2011-03-31

一年期走势图

研究员:左红英(执业证书 S0820209120023)

联系人:谢非非

电话 021-32229888-3501

E-mail xiefeifei@ajzq.com

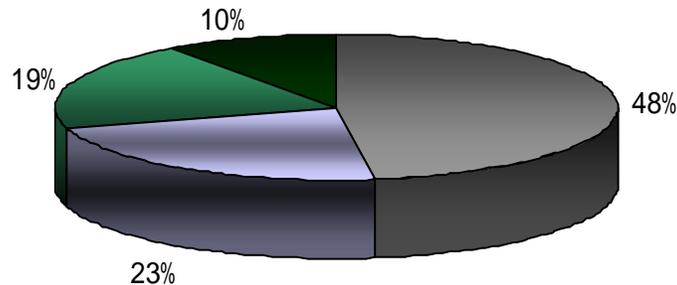
相关报告

1、国内高端工程胶黏剂龙头企业，在下游多个行业市场占有率居前

回天胶业的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。公司在汽车制造用胶领域市场占有率12%，汽车维修市场 30%、LED 封装 32%、太阳能行业 6%、电力脱硫 10%。

图 1：2010 年中期各项主营业务按产品分

■ 高性能有机硅胶 ■ 其他胶类产品 ■ 非胶类产品 ■ 聚氨酯胶



资料来源：wind 爱建证券

图 2：工程胶黏剂主要使用领域



汽车制造与维修



太阳能电池



风力发电设备



高速铁路建设与机车车辆



LED 封装

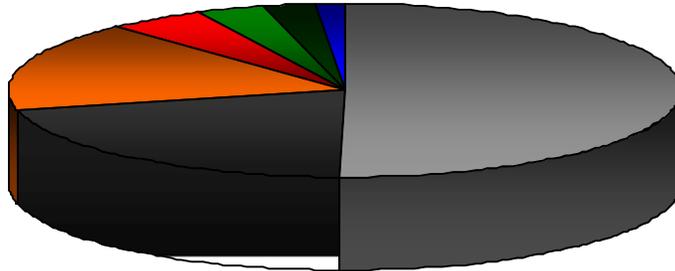


电脑芯片及 LCD 屏幕

请务必阅读正文之后的重要声明

图 3：2010 年中期主营业务行业占比

■ 汽车工业 ■ 电子电器 ■ 可再生能源 ■ 高速铁路 ■ 工程机械 ■ 电力系统脱硫防腐 ■ 其他



资料来源：wind 爱建证券

根据中国胶粘剂工业协会预测：在未来几年内，我国各类粘接剂及密封剂的需求量预计每年将以高于12%的速度增长，2011年总产量有望达到495万吨。胶粘剂中高端产品生产厂家具有寡头性质，主要竞争对手为国外的汉高、道康宁，竞争相对温和。回天胶业定位高端市场，正在逐步进口替代。

2. 新增产能将在未来两年释放，进一步抢占高毛利市场

随着下游高铁、太阳能等领域的迅速发展，公司的产能出现了瓶颈。公司运用募集资金投向有机硅胶黏剂5000吨，聚氨酯胶黏剂5000吨，运用超募资金投向聚氨酯胶黏剂3000吨，这些项目预计2012年全部达产，有机硅胶黏剂产能将从2900吨左右增长到7900吨左右，年复合增长率近29%，聚氨酯胶黏剂产能将从400吨左右增长到8400吨，产能扩张20倍。

表 1：回天胶业现有产能、产能扩张分布

生产基地	产品	现有产能 (吨)	未来新增 (吨)	重点下游领域
湖北	有机硅胶	2600	2000	汽车、高铁
	聚氨酯胶	400	5000+3000	
上海	有机硅胶	—	2000	新能源
广州	有机硅胶	300左右	1000	电子电器

资料来源：爱建证券

公司有机硅胶黏剂产能扩张布局更为合理，由原来的湖北生产基地，扩展到上海、广州两个生产基地，锁定以上海、江苏、浙江为主体的长三角地区太阳能电池板及太阳能薄膜电池的产业集群；广州回天的生产线，是针对该区域家用电器电子材料用胶需求。这样不仅能

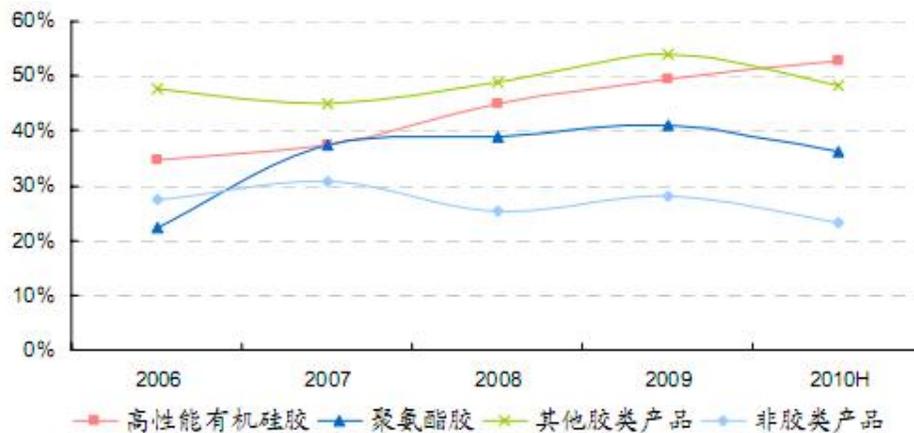
请务必阅读正文之后的重要声明

更加贴近客户需求，更能缩短市场反应时间、节约运输成本，为公司发展赢得先机。

聚氨酯胶的产能扩张最大，其中高铁聚氨酯胶订单1500吨，占整个高铁市场10%。此次扩建项目I型（日本）、II型（德国）和III型（自主消化创新）技术所需用聚氨酯胶粘剂，分别生产三种技术所需的聚氨酯胶，最大的看点是III型板灌封用胶。因为我国铺设无砟轨道将采用自主开发的III板技术，较I、II型每公里7吨的用量大，目前国内只有包括回天等三家企业生产，III型技术的成熟推广将提高公司在高铁用胶中的市场占有率，而且有望随我国自主高铁技术一起走向海外高铁市场。而高铁用胶10年的寿命期，将保证未来更换带来的持续产品需求。

公司2010年前三季度综合毛利率为44.45%，其中有机硅胶和聚氨酯胶的毛利率分别为52.90%、36.25%，虽然产品价格较为平稳而原料(有机硅原料DMC、聚氨酯原料MDI)价格同比有所上涨，但是公司通过加大技术研发投入力度，聚焦高毛利产品策略，保持了总体毛利率的稳中有升。

图 4：回天胶业各项业务历年毛利率变化



资料来源：爱建证券

3. 高管股权激励效果明显，管理创新促进公司产品销售

目前公司高管和核心技术人员合计占总股本的比例为49.03%，公司管理和研发团队保持了很好的稳定性和很强的团队凝聚力，高管股权激励效果明显。

公司除了加大研发投入进行技术创新外，还积极进行管理创新。一是针对产品的不同应用领域采取行业分组管理模式，二是改传统分层直线型营销模式为平面型营销模式。

回天胶业率先在国内工程胶粘剂行业推出了行业分组管理模式。因为工程胶粘剂产品种类繁多，终端用户区域分布广，业内大多采用区域式管理模式，即以省市等区域划分管理团队，负责各区域销售等工作，该模式存在专业化水平低等问题。而回天胶业通过对汽车、电

请务必阅读正文之后的重要声明

子电器、太阳能电池、风力发电、高铁等细分行业进行分组管理，配备相关专业人员，集中优势力量对各行业终端客户进行更专业服务。这种垂直一体化的管理扩大了公司在各细分行业的专业影响力，为公司拓展出了更多更对路的产品，也为公司提高毛利率做出了贡献。

回天胶业采用了新型的平面型营销模式，不同于同行其他企业设立省市县层层分级代理的直线型营销模式，即在省、市、县设立同级别经销商，同时在全国各地建立流动办事处，启用当地业务员协助经销商开发、维护市场，形成平面型营销模式。与直线型营销模式相比，回天胶业的平面型营销模式明显减少了销售环节，有效提高经销商的积极性，加强对终端用户的控制力。这种营销模式由于销售费用规模较大、要求产品有较高品牌知名度，竞争对手不易模仿。

这两种管理创新，使公司产能释放后的产品销售无忧，并有效促进期间费用降低。

图 5：回天胶业历年期间费用率变化



资料来源：爱建证券

4. 首次“强烈推荐”评级、盈利预测

我们预计2010-2012年公司的未摊薄每股收益为1.32元、1.6元、2.1元，对应的PE分别为44.58、36.78、28倍。而公司由于适销对路的产品产能扩张幅度大、管理创新等因素，未来两年将保持高成长，还存在高送转可能，我们认为给与2011年45倍市盈率是合适的，12个月目标价为72元，上涨空间22%，首次给与“强烈推荐”评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述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, 爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 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“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明