

产品创新、需求增长促胶粘剂行业保持高毛利水平

——胶粘剂行业点评

2013 年 5 月 13 日

看好/首次

胶粘剂

点评

梁博

基础化工行业分析师

执业证书编号: S1480512060006

010-66554046

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件:

胶粘剂行业 4 家上市公司年报、1 季报显示胶粘剂产品毛利率较高,汽车、建筑、电子和食品包装等下游领域需求稳定增长。在化工行业整体盈利下滑的背景下,胶粘剂行业盈利前景较好。

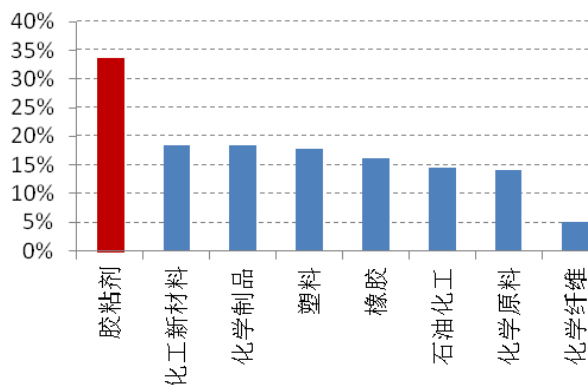
观点:

1. 基础化工行业整体低迷,附加值较高的胶粘剂类产品盈利能力突出

2012 年以来大部分基础化工品需求下降,价格走低,行业整体毛利率 14.5%、净利润率仅 2.5%,同比双双下降。在化工行业整体盈利情况不佳的情况下,A 股市场 4 家胶粘剂上市公司则保持了良好的盈利势头。统计数据显示 2012 年回天胶业、硅宝科技、高盟新材和康达新材 4 家胶粘剂公司平均毛利率 33.6%,比化工板块平均水平高出 19 个百分点;平均销售净利率 14.3%,比化工板块平均水平高出约 12 个百分点。

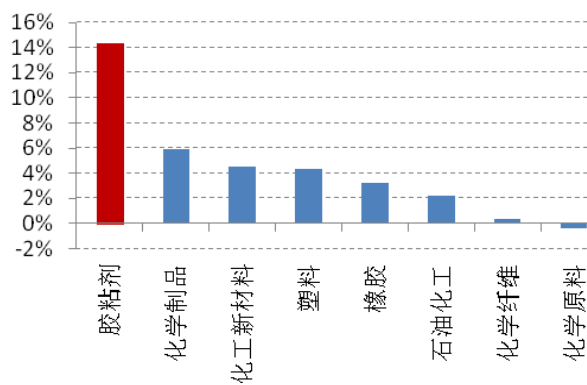
我们认为胶粘剂保持较高毛利率的原因包括:(1)成本下降。胶粘剂处于化工产业链下游,上游原料供应充足,导致胶粘剂企业成本压力较小。(2)需求增长。胶粘剂的下游应用领域广泛,虽然高铁、风电等领域投资放缓,对胶粘剂需求下降,但建筑、汽车和食品包装等领域保持了对胶粘剂产品持续的需求增长,因此胶粘剂行业整体需求还是延续了增长势头。(3)下游企业对胶粘剂价格不敏感。由于胶粘剂产品一般都用作辅助材料,用量较小,下游企业更关注产品质量而对产品价格敏感度较低,因此产品品质优良的公司有能力保持较高的毛利率水平。

图 1: 2012 年胶粘剂板块平均毛利率超 30%



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 2012 年胶粘剂板块销售净利润率 14.3%

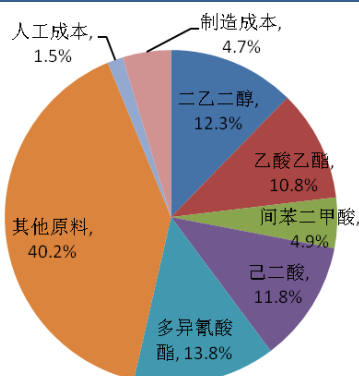


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 原料价格处于低位可能性大，新产品持续推出，胶粘剂产品将保持高毛利水平

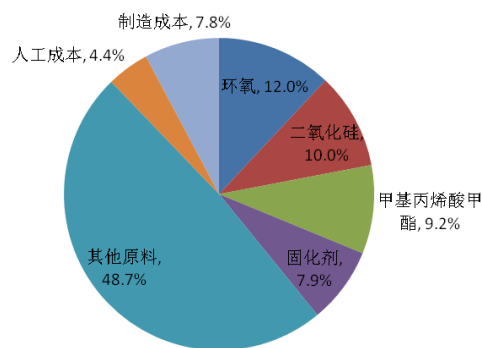
胶粘剂生产过程中原料成本占比约 85%左右，因此原料价格波动对企业产生较大影响。2012 年胶粘剂的一些主要原料己二酸、107 胶等价格回落，使生产企业的成本压力下降，在整个宏观经济低迷的情况下维持了较高的毛利率水平。目前上游多元醇供应充足、有机硅单体新增产能较多，因此我们预计 2013 年胶粘剂行业仍将面临低原料价格的局面。

图 3：高盟新材产品成本构成



资料来源：高盟新材招股书

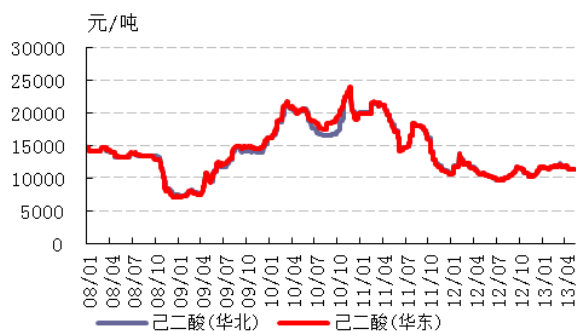
图 4：康达新材产品成本构成



资料来源：康达新材招股书

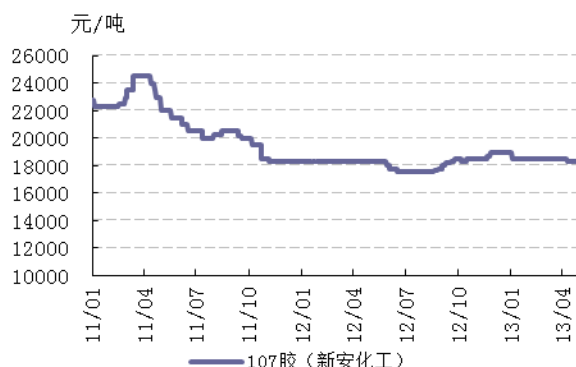
胶粘剂公司新产品开发进程不断推进，许多企业都持续更新产品配方，并且通过推出新产品来维持较高的售价。硅宝科技年报显示，公司目前有 6 个小试研发、7 个中试研发和 3 个预研项目。回天胶业则在导热硅酯、硅片切割胶、TP 触摸屏 UV 胶、LED 低折封装胶等一系列领域实现技术突破，分别完成了小试或中试，同时高性能丙烯酸酯结构胶已完成测试并已在笔记本电脑、汽车厂成功批量应用。多年的技术积累让 4 家上市公司都具备了产品创新的能力，看好它们在各自的细分领域保持领先地位。

图 5：己二酸价格从高位回落至 1 万元/吨



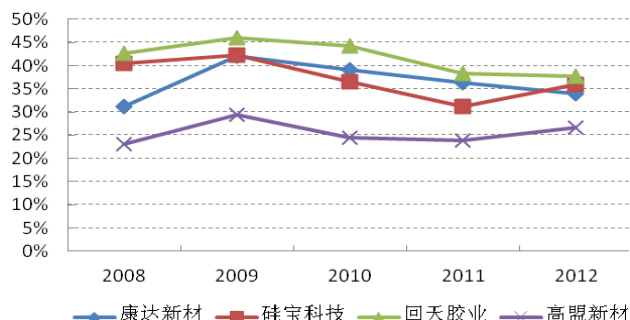
资料来源：中华商务网

图 6：107 胶价格处于 1.8 万元/吨低位



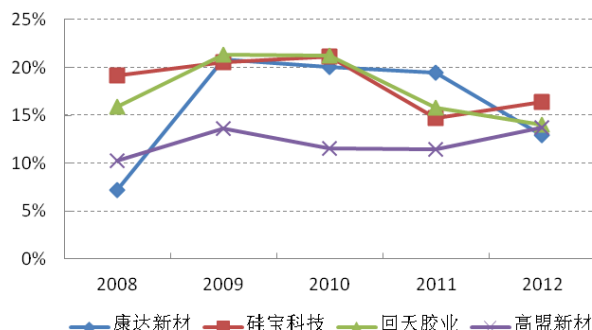
资料来源：中华商务网

图 7：上市公司毛利率走势



资料来源：

图 8：上市公司净利润率走势

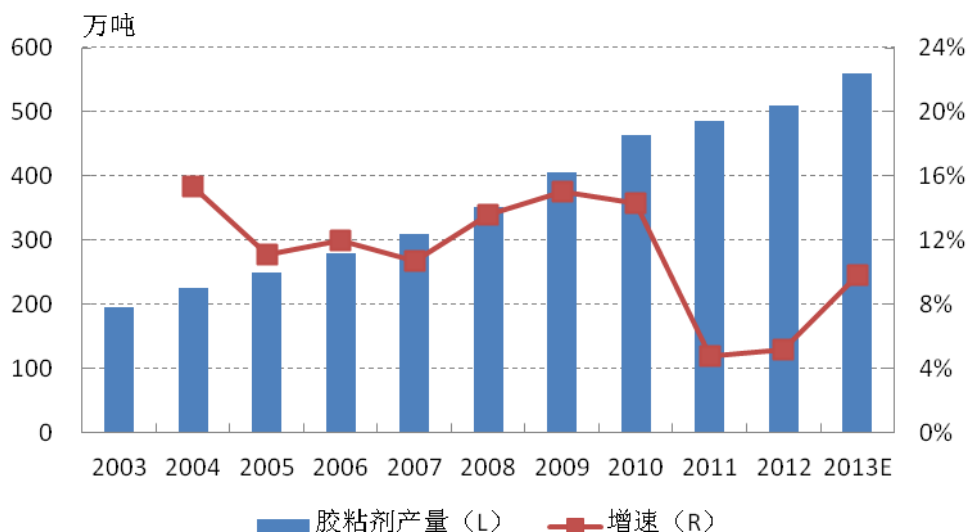


资料来源：

3. 下游需求市场出现分化，看好汽车、建筑领域需求快速增长

2012 年我国胶粘剂产量约 500 万吨，同比增速约 4% 左右。整体看，行业集中度依然较低，全行业企业数约 800 家，而年收入超过 1 亿元的企业不足 150 家。由于下游汽车、建筑和电子等行业对胶粘剂的需求看好，我们预计 2013 年全国胶粘剂产量将保持 10% 的增速。在各自细分领域处于领先地位的 4 家上市公司还具备一定行业整合的机会。

图 9：胶粘剂行业整体需求有望重回增长轨道



资料来源：中国胶粘剂工业协会

4 家上市公司当前的产销规模在 3-5 亿元左右，主要产品仍集中在 1、2 个重点领域，还没有形成汉高、道康宁等横跨众多领域的行业巨头。因此下游需求的波动将对公司的销售产生较大影响。2013 年我们看好汽车、建筑（主要是商业地产）等领域的需求增长，预计增速在 20% 左右；工业、食品包装等行业需求增速则有望

保持 10%-20%之间。风电行业投资虽然有所回暖，但对胶粘剂的需求可能仍出现负增长。因此从需求领域比较，我们相对看好硅宝科技、回天胶业。

表 1：4 家胶粘剂公司的主要产品及下游需求增速预测

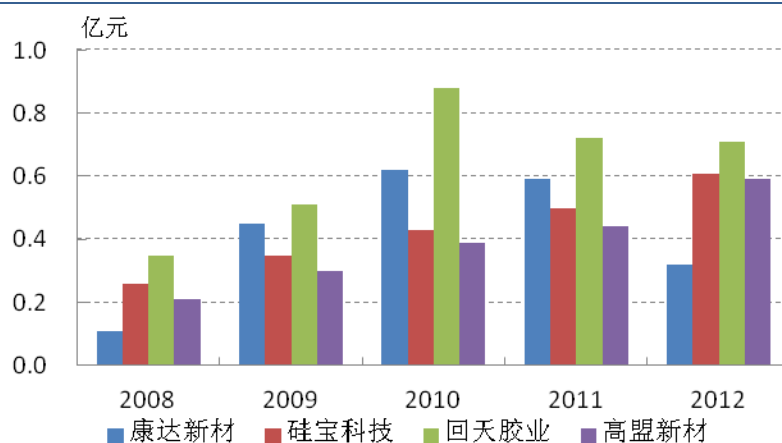
公司	主要产品	下游应用	2013 年下游需求预测
康达新材	风电叶片用环氧树脂结构胶	风电	同比下降约 5%、
	丙烯酸酯胶	扬声器	同比增长 5%-10%
硅宝科技	有机硅室温硫化硅橡胶	建筑、汽车	同比增长约 20%
	硅烷偶联剂	胶粘剂或涂料的增粘剂	/
回天胶业	有机硅胶	汽车、建筑	同比增长约 20%
	聚氨酯胶	工程、密封	同比增长约 10%
高盟新材	复合聚氨酯胶粘剂	食品包装	同比增长 15%-20%

资料来源：东兴证券研究所

结论：

从利润角度分析，回天胶业、硅宝科技和高盟新材基本处于同一水平，康达新材受风电行业景气下滑影响 2012 年业绩出现了大幅下降。过去 5 年的利润变化趋势显示，硅宝科技、高盟新材保持了稳定增长，显示这 2 家企业抵御宏观经济波动的能力较强。回天胶业下游需求主要集中在汽车、电子和新能源领域，业绩波动较大。

图 10：上市公司净利润变化趋势



资料来源：Wind

从估值角度分析，4 家上市公司对应 2013 年 PE 均值为 23 倍，PB 均值为 2.2 倍。回天和硅宝 PE 分别为 20 倍和 21 倍，略低于均值。回天和康达的 PB 分别为 1.8 倍和 1.9 倍，低于行业均值。回天胶业当前的估值水平低，具备一定的吸引力。

表 2： 公司盈利比较

个股	代码	总市值 (亿元)	P/E				P/B				EPS			
			11A	12A	13E	14E	11A	12A	13E	14E	11A	12A	13E	14E
康达新材	002669	11.0	19	34	26	19	3.2	2.0	1.9	1.8	0.59	0.32	0.42	0.58
硅宝科技	300019	16.4	33	27	21	16	3.6	3.3	3.0	2.7	0.49	0.60	0.75	1.00
回天胶业	300041	17.8	24	25	20	14	2.0	1.9	1.8	1.7	0.43	0.42	0.53	0.75
高盟新材	300200	17.5	40	30	25	21	2.4	2.4	2.2	2.1	0.41	0.55	0.65	0.78
均值		15.7	29	29	23	18	2.8	2.4	2.2	2.1	/	/	/	/

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

展望 2013 年我们相对看好回天胶业和硅宝科技。回天胶业汽车胶产品进入合资品牌车企的供应链体系，同时公司 1200 万平米太阳能电池背膜项目投产，目前来看太阳能电池背膜销售情况良好，2013 年销售量大幅增加的可能性较大。硅宝科技在有机硅胶领域竞争优势明显，汽车胶产品继续保持在车灯领域的龙头地位，同时扩展到发动机免垫胶、挡风玻璃胶等领域，5 万吨/年密封胶条项目进展顺利，有望 2014 年投产。高盟新材下游食品包装领域需求增长平稳，但考虑到公司财务费用增加以及政府补贴减少的因素，高盟新材 2013 年业绩增速可能稍低于回天和硅宝。康达新材则处于恢复期，公司将调整产品结构，降低对风电行业的依赖度。给予回天胶业、硅宝科技“强烈推荐”评级，高盟新材、康达新材“推荐”评级。

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010 年 3 月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对 PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近 3 年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。