

新品陆续投放，增长动力十足

买入 维持

目标价格：14.80元

投资要点：

- 公司7万吨硅氧烷项目明年四月份投产，届时上游材料基本自给；
- 今年硅酮密封胶、织物整理剂、液态硅橡胶等新产品开始投放市场；
- 甲基苯基二氯硅烷项目盈利空间巨大，将带来业绩爆发增长。

报告摘要：

- **三季度满负荷生产，全年硅橡胶产量可达8万吨。**公司是国内最大高温硅橡胶生产商，目前拥有高温硅橡胶产能8万吨。影响到公司经营的因素主要有：房地产业、家电下乡、全球消费、电网建设等。上半年硅橡胶价格比较稳定，三季度公司处于满负荷生产，预计今年硅橡胶产量可达8万吨。
- **单体、硅氧烷产能仍有提升空间，下游多种产品陆续投放市场**
 - 公司原有有机硅单体设备总产能7.5万吨，经过改造后目前已经达到总产能每年10万吨。去年11月份投建的7万吨硅氧烷定增项目，正处于安装阶段，预计明年四月份完工。未来公司仍可能通过技改等手段提高原有设备的利用效率，产能仍有提升空间。
 - 目前公司在建项目有：3万吨高温硅橡胶改扩建项目、5000吨液态胶项目、5000吨甲基苯基二氯硅烷项目、3000吨有机硅酮密封胶项目。预计今年11月份3万吨高温硅橡胶项目、3000吨有机硅酮密封胶项目完工；织物整理剂、液态硅橡胶预计10月份完工；今年即可开始贡献部分利润。
- **副产物综合利用项目开始产生收益。**公司自行开发的催化歧化、裂解歧化等工艺，将一甲、高沸副产物回收利用，用以生产二甲产品。目前公司已有两套歧化装置，运行平稳；公司正在扩建4套歧化装置，除了可以把公司自身有机硅副产物完全回收外，还可以外购部分价格低廉的有机硅生产废物，用以提取更多的二甲产物。
- **业绩预测。**预计11-13年EPS分别为0.22、0.74元、1.66元，给予“买入”评级。鉴于公司进入高速发展时期，给予12年20倍PE，第一目标价格14.80元。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	948.99	1848.00	3056.49	4449.99
增长率(%)	51.79%	94.73%	65.40%	45.59%
归属母公司股东净利润	85.24	93.38	319.19	717.66
增长率(%)	131.74%	9.54%	241.83%	124.84%
每股收益(EPS)	0.197	0.216	0.738	1.659
PE(9/27)	50.58	46.18	13.1	6.01

分析师

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



数据来源：港澳资讯

相关研究

1《宏源证券 * 公司中报简评 * 宏达新材 (002211)：中期业绩下滑，长期仍然看好 * 002211 * 化工行业 * 祖广平.pdf》，2011.8

2《宏源证券 * 公司调研报告 * 宏达新材 (002211)：宏达新材 (002211)：扩张远超预期，业绩快速释放 * 002211 * 化工行业 * 祖广平.doc》，2011.4

➤ **甲基苯基氯硅烷项目将成为未来几年最大亮点。**

- 公司有机硅深加工业务正在快速展开，其中最值得注意的是甲基苯基二氯硅烷等产品。该产品主要用于军工、大飞机、核工业等领域，其耐高温等性能优异。由于技术壁垒超高，国内仅有公司有工业化生产，国外仅道康宁等一两家企业可以生产。目前公司的甲基苯基二氯硅烷纯度 98.5%，公司将继续进行提纯工艺改造，力争达到 99% 的纯度。在生产出纯度合格的产品后，公司有望得到军工订单。
 - 目前公司已经拥有一条 1000 吨甲基苯基二氯硅烷装置，该装置运行平稳。公司在此基础上进行扩建的 5000 吨甲基苯基二氯硅烷项目预计明年底完工。
 - 该产品的价格情况。目前国内、国际市场均无相关报价。公司销售了一部分甲苯基二氯硅烷产品，价格为 3000 元/公斤；由于还未进行正式生产，该产品毛利率现在还难以确定，但应该是高毛利水平。
 - 未来公司将继续做好甲基苯基硅烷的深加工产品。例如用做甲基苯基硅橡胶（添加比例千分之五 - 百分之三十），有市场报价 200 多元/公斤；还可用于 LED 密封胶方面、硅树脂等。
- **战略思路清晰，上下游全面推进。**未来公司的战略发展重点有如下几块。四种有机硅单体、上海研发中心、下游产品推进（参股一批相关下游企业）、上游硅块资源（计划明年上半年控制一些硅矿资源）。传统产品方面，公司要做到高温硅橡胶规模、品质、盈利能力国内第一；“十二五”期间液态胶要做到 2 万吨规模，织物整理剂要做到 5 万吨规模。
- **总结：业绩增长动力十足。**短期内，公司一系列新产品陆续投放，为公司业绩主要增长来源；长期看，公司有机硅单体装置高效平稳运行，其二甲选择性等各项招标均已接近国际领先水平，副产物利用也将大幅降低公司生产成本，提升盈利能力；更有甲基苯基等爆发性极强的产品。另外，有机硅“十二五”规划的颁布，所扶持的重点产品与公司高度符合，也为公司创造了良好的发展环境。

表 1、公司产能统计

(万吨)	2009	2010	2011	2012	备注
有机硅单体	4.5	7.5	10	22.5	中间产品（包括硅氧烷）
硅氧烷			4.5	11	中间产品
高温硅橡胶	2.4	5.0	8.0	11.0	最终产品
硅酮密封胶			0.3	0.3	最终产品
液态硅橡胶			0.5	0.5	最终产品
甲基苯基二氯硅烷			0.1	0.5	最终产品

资料来源：公司公告，宏源证券

表 1：预测财务报表（百万元）

利润表	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2011E	2012E	2013E
营业收入	1848.00	3056.49	4449.99	货币资金	692.93	804.27	1167.37
减：营业成本	1492.50	2247.91	2966.45	应收和预付款项	418.68	846.04	944.16
营业税金及附加	2.34	3.86	5.62	存货	511.84	562.85	855.36
营业费用	53.59	88.64	129.05	其他流动资产	0.00	0.00	0.00
管理费用	147.84	244.52	356.00	长期股权投资	26.12	26.12	26.12
财务费用	35.53	72.07	93.48	投资性房地产	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.76	2.76	2.76	固定资产和在建工程	1042.19	953.32	859.45
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	53.53	47.03	40.52
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	资产总计	2745.30	3239.63	3892.99
营业利润	113.44	396.73	896.63	短期借款	367.50	367.50	0.00
加：其他非经营损益	3.71	3.71	3.71	应付和预收款项	550.21	807.26	994.61
利润总额	117.14	400.44	900.33	长期借款	0.00	0.00	300.00
减：所得税	17.57	60.07	135.05	其他负债	27.91	27.91	27.91
净利润	99.57	340.37	765.28	负债合计	945.61	1202.66	1322.52
减：少数股东损益	6.20	21.18	47.62	股本	288.32	288.32	288.32
归属母公司股东净利润	93.38	319.19	717.66	资本公积	1175.91	1175.91	1175.91
现金流量表	2011E	2012E	2013E	留存收益	299.00	515.10	1000.98
经营性现金净流量	99.74	272.22	713.72	归属母公司股东权益	1763.22	1979.33	2465.21
投资性现金净流量	-46.85	-46.85	-46.85	少数股东权益	36.46	57.64	105.26
筹资性现金净流量	-28.73	-114.03	-303.77	股东权益合计	1799.68	2036.97	2570.47
现金流量净额	24.16	111.34	363.10	负债和股东权益合计	2745.30	3239.63	3892.99

资料来源：宏源证券，公司公告

分析师简介:

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3年化工行业工作经验，4年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员，四年证券行业从业经验。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhang jun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wang junwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内公司的股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。