

建筑和汽车用胶增长强劲,但毛利率下滑

谨慎推荐 (下调)

硅宝科技 (300019) 2013 年中报点评

风险评级: 一般风险

2013 年 8 月 19 日

投资要点:

- ◆ **二季度利润增速放缓,低于预期。**2013年上半年公司实现营收1.86亿,同比增长20.75%,营业利润3376万,同比增长18.37%,归属净利润2924万,同比增长22.22%,每股收益0.179元。其中,二季度营收1.15亿,营业利润2325万,归属净利润1978万,环比分别增长63.04%,121.17%和109.17%,同比分别增长23.68%,12.6%和15.9%,每股收益0.121元。二季度营收增长加快,但利润增速显著放缓,归属净利润增速接近业绩预告增长区间18%-33%的下限,低于预期。
- ◆ **建筑用胶增长超五成,汽车用胶增长近三成,核心市场表现强劲。**报告期内,有机室温硅胶营收同比增长37.26%,占比从74.46%上升到85.09%,主要受建筑用胶强势增长驱动。本期公司在与知名幕墙、装饰、中空玻璃等公司保持稳固合作关系的基础上,加大推广力度和二三线城市渠道拓展,取得显著效果,建筑用胶实现销售收入1.36亿,同比增长50.47%,占总营收的73.44%,同时公司产品成功应用于多地地标性建筑,在实现量的突破的同时,质也有提高,表现极为突出;另外,本期汽车用胶发展势头也非常良好,销售同比增长近30%,在车灯胶的基础上,拓展了汽车免垫片胶新市场,但受电力环保用胶和新能源用胶销售下降影响,公司工业用胶营收下降13.41%。此外,报告期内受产能过剩,需求减少影响,公司偶联剂销售同比下降22.67%,占比从18.43%下降到11.86%;受市场竞争加剧,公司主动收缩影响,制胶专用设备销售同比下降48.82%,占比从7.02%下降到2.99%,这两项业务的下滑一定程度拉低的公司整体营收增速。总体看,公司主业发展态势良好,抓住了建筑用胶和汽车用胶两大核心市场。
- ◆ **建筑用胶毛利率下滑略超预期,估计与产品结构调整有关。**上半年毛利率34.06%,同比下降1.82个百分点,其中二季度毛利率34.91%,同比下降4.23个百分点,是二季度利润增速放缓的主要原因;分产品来看,有机室温硅胶毛利率下滑5.29个百分点至36.71%,其中建筑用胶下降4.88个百分点至33.55%,工业用胶上升2.08个百分点至2.08%;另外,偶联剂毛利率上升2.83个百分点,制胶设备毛利率上升0.83个百分点。建筑用胶毛利率下滑是导致公司整体毛利率表现低于预期的主要原因,我们预计这与建筑用胶渠道下沉后中低档品类销售占比上升有关,偶联剂和设备毛利率上升表明公司调整措施初见成效。报告期期间费用率14.22%,同比下降1.42个百分点,主要是因闲置资金投资收益率上升导致财务费用率下降1.18个百分点。总体看,建筑用胶毛利率下滑超预期。

杨柳波

SAC 执业证书编号:

S0340513080001

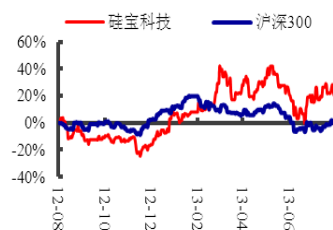
电话: 0769-22110619

邮箱: ylb1@dgzq.com.cn

主要数据 2013 年 8 月 16 日

收盘价(元)	9.25
总市值(亿元)	15.10
总股本(百万股)	163.20
流通股本(百万股)	118.55
ROE(TTM)	13.4%
12月最高价(元)	11.42
12月最低价(元)	5.70

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

公司仍处于高速成长期，但毛利率存在一定下滑压力。总体看，公司仍处于高速增长阶段。产能方面，2012 年公司募投项目全部投产，综合产能增至 2.8 万吨，目前正处于释放期，全资子公司硅宝新材料正建设年产 5 万吨有机硅密封材料及其配套项目，增长的产能瓶颈几乎不存在；市场方面，建筑用胶和汽车胶正处于高速成长期，随着品类和渠道（电商、超市、二三线城市）的拓展，在“硅宝”驰名商标和客户美誉度的支撑下，有望持续保持高增长；电力环保用胶已经着手新产品研发以应对同质化竞争，新能源用胶受益光伏市场回暖，这两块业务下半年有望改善；控股 60% 的硅宝翔飞上半年通过内部管理提升在大环境不利的情况下实现净利润 25.76 万，报告期内其二期项目 KH-550 顺利试产，偶联剂业务盈利有望提升。不过，短期看，由于主要原材料 DMC 价格 7 月以来反弹，从 17100 元/吨上涨到目前的 17600 元/吨左右，下半年公司面临一定成本上升压力，毛利率承压；另外，横向对比来看，公司毛利率水平明显高于同业，如不能持续推出新品，保持领先优势，毛利率在长期恐将呈下滑趋势。

下调评级至谨慎推荐。我们调整公司 2013-2015 年的 EPS 预测至：0.46 元，0.58 元和 0.72 元，对应 20 倍，16 倍和 13 倍的 PE，相对公司成长性，估值仍处于较低水平，但考虑毛利率超预期下滑的可能性，暂下调评级至谨慎推荐。

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	372.04	476.21	619.07	773.84
营业总成本	302.93	388.35	508.00	636.41
营业成本	238.26	314.30	411.68	518.47
营业税金及附加	2.39	3.06	3.97	4.96
销售费用	29.59	33.33	42.10	51.07
管理费用	36.03	44.76	57.57	71.19
财务费用	-4.85	-7.10	-7.32	-9.29
资产减值损失	1.52	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	69.11	87.85	111.07	137.43
加 营业外收入	3.72	1.00	1.00	1.00
减 营业外支出	0.32	0.20	0.20	0.20
利润总额	72.51	88.65	111.87	138.23
减 所得税	10.43	13.30	16.78	20.73
净利润	62.08	75.36	95.09	117.49
减 少数股东损益	0.61	0.18	0.22	0.28
归属于母公司净利润	61.47	75.18	94.86	117.22
最新总股本(万股)	163.20	163.20	163.20	163.20
基本每股收益(元)	0.38	0.46	0.58	0.72
市盈率(倍)	24.56	20.08	15.91	12.88

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn