



Research and  
Development Center

# 业绩稳步增长的硅橡胶行业领跑者

—— 硅宝科技（300019.sz）深度报告

2013年11月28日

郭荆璞	化工行业首席分析师
麦土荣	化工行业高级分析师
李皓	研究助理
常川	研究助理

## 证券研究报告

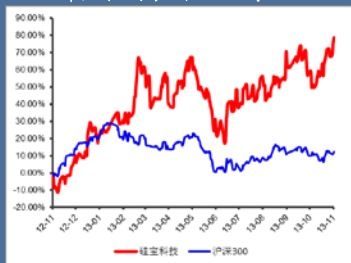
### 公司研究——首次覆盖

#### 硅宝科技（300019.sz）



首次评级

#### 硅宝科技相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据（2013.11.27）

收盘价(元)	11.66
52周内股价波动区间(元)	5.70-12.09
最近一月涨跌幅(%)	13.09
总股本(亿股)	1.63
流通A股比例(%)	72.64
总市值(亿元)	19.03

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

麦土荣 行业高级分析师

执业编号：S1500512070005

联系电话：+86 10 63081084

邮箱：maiturong@cindasc.com

李皓 研究助理

联系电话：+86 10 63081119

邮箱：lihao1@cindasc.com

常川 研究助理

联系电话：+86 10 63081087

邮箱：changchuan@cindasc.com

## 业绩稳步增长的硅橡胶行业领跑者

2013年11月28日

### 本期内容提要：

- ◆ **硅橡胶行业的领跑者。** 硅宝科技地处中国有机硅材料工业的发源地四川，是有机硅室温胶生产行业领先企业，专注于有机硅产业链下游的室温硅橡胶、偶联剂等深加工产品领域及制胶专用设备自主研发、生产和销售，生产的有机硅产品广泛应用于建筑幕墙、民用装饰、电力环保、电子电器、太阳能、公路道桥与机场跑道、汽车制造、地铁工程等行业。
- ◆ **有机硅，供求格局或有改变。** 随着中国厂商数量迅速增加，过去高度集中的全球有机硅市场正日益变得分散。有机硅产能过剩严重，但是由于硅氧烷的合成过程较为复杂，较难达到90%的开工率，尤其是中国产能在2012年开工率只有66%的情况下，我们假设有机硅全球开工率为85%，那么从2013年开始，随着需求的增长，产能过剩的矛盾将不是那么严重，也许会迎来行业的反弹。
- ◆ **有机硅室温胶优势突出。** 未来，鉴于硅橡胶相对于石油基橡胶和天然橡胶的成本优势以及其自身优异的性能，硅橡胶有望由特种橡胶向大宗橡胶转化。受益于我国城镇化进程和城乡建设的需要，以及汽车、电子、电力等新兴工业用胶领域的不断开拓，有机硅室温胶下游应用领域有望持续增长。
- ◆ **公司竞争优势明显，迎接高速发展。** 公司业绩持续增长，具备行业引领者的综合竞争优势：技术人才储备扎实，注重研发创新，拥有核心技术；建立覆盖全国的无缝式销售网络，精确把握下游市场；研发制胶设备，为多个国外有机硅巨头提供设备的同时，敏锐捕捉行业和市场信息；拥有较高的品牌知名度和美誉度，唯一一家荣获“中国驰名商标”的有机硅上市公司，承接了鸟巢、成都新世纪环球中心等多个项目，示范效应明显。
- ◆ **盈利预测、估值及投资评级：** 我们预计公司2013~2015年销售收入分别达到4.51亿元、5.84亿元和7.16亿元，归属母公司的净利润分别为7774万元、10435万元和13386万元，2013年、2014、2015年摊薄的EPS分别达到0.48元、0.64元和0.82元，对应2013年11月27日收盘价（11.66元/股）的动态PE分别为24倍、18倍和14倍，首次给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：** 原材料价格大幅度上升、新建及募投项目生产不达预期。

## 公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	339.57	372.04	450.88	584.44	716.39
增长率 YoY %	67.58%	9.56%	21.19%	29.62%	22.58%
归属母公司净利润(百万元)	50.29	61.47	77.74	104.35	133.86
增长率 YoY%	17.45%	22.23%	26.48%	34.22%	28.28%
毛利率%	31.08%	35.96%	37.64%	38.14%	38.32%
净资产收益率 ROE%	11.50%	12.93%	14.54%	16.67%	17.97%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.38	0.48	0.64	0.82
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.47	0.60	0.76
市盈率 P/E(倍)	38	31	24	18	14
市净率 P/B(倍)	2.6	2.4	3.3	2.8	2.3

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 11 月 27 日收盘价

## 目 录

一、硅橡胶行业的领跑者 .....	1
1、股权结构 .....	1
2、公司业绩稳步增长 .....	1
二、有机硅，供求格局或有改变 .....	3
1、有机硅介绍 .....	3
2、有机硅——产能过剩有望迎来缓解 .....	6
三、有机硅室温胶优势突出 .....	10
1、硅橡胶有望加速对天然橡胶和石油基橡胶的替代 .....	10
2、下游应用领域持续增长 .....	10
3、硅烷偶联剂市场快速发展 .....	15
三、公司竞争优势明显，迎接高速发展 .....	15
四、盈利预测与估值 .....	19
1、盈利假设 .....	19
2、公司估值 .....	19
3、风险提示 .....	20

## 图 表 目 录

图表 1: 公司持股 5%以上的股东 .....	1
图表 2: 公司主营业务构成 .....	2
图表 3: 2012 年主营业务分产品情况 .....	2
图表 4: 2012 年主营业务分地区情况 .....	2
图表 5: 公司 2008 年以来营业收入、归母净利润及其增速情况 (亿元) .....	3
图表 6: 公司 2008 年以来销售毛利率及净利率情况 (%) .....	3
图表 7: 有机硅产品链 .....	4
图表 8: 有机硅产品下游应用 .....	5
图表 9: 有机硅深加工产品主要应用领域 .....	5
图表 10: 2005-2015 年全球硅氧烷需求 (万吨) .....	6
图表 11: 2005-2015 年全球硅氧烷产能 (万吨) .....	7
图表 12: 世界主要有机硅单体产能分布 (万吨) .....	7
图表 13: 全球硅氧烷需求及产能 (2005-2015) .....	8
图表 14: 经过开工率修正的全球全球硅氧烷需求及产能 (2005-2015) .....	8
图表 15: 我国有机硅单体厂商产能、产量和开工率统计 (万吨) .....	8
图表 16: 2005-2013 年中国硅氧烷产量及净进口量 (万吨) .....	9
图表 17: 2005-2013 年中国硅氧烷表观消费量及产能 (万吨) .....	9
图表 18: 国内橡胶需求分布 .....	10
图表 19: 近几年几种橡胶价格行情 (元/吨) .....	10
图表 20: 国内有机硅室温胶需求分布 .....	11
图表 21: 我国办公楼投资开发完成额及同比增速情况 (亿元) .....	11
图表 22: 我国办公楼新开工面积及同比增速情况 (万平方米) .....	11
图表 23: 我国商业营业用房投资开发完成额及同比增速情况 (亿元) .....	12
图表 24: 我国商业营业用房新开工面积及同比增速情况 (万平方米) .....	12
图表 25: 我国历年中空玻璃产量及其同比增速情况 (万平方米) .....	13
图表 26: 我国历年汽车产量及其同比增速情况 (万辆) .....	13
图表 27: 国内投放火电厂脱硫机组 .....	14
图表 28: 公司发明专利情况 .....	16
图表 29: 建立覆盖全国的无缝式销售网络 .....	17
图表 30: 公司参与的主要标志性建筑 .....	19
图表 31: DCF 估值 .....	20

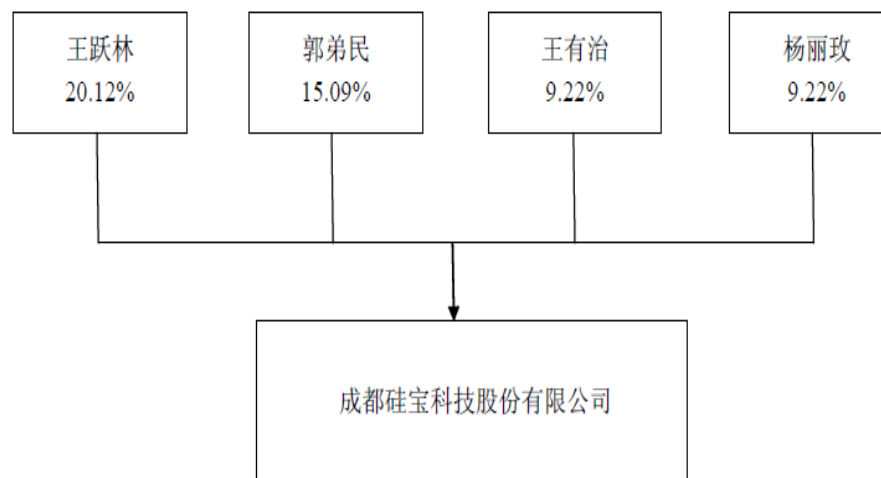
## 一、硅橡胶行业的领跑者

硅宝科技地处中国有机硅材料工业的发源地四川，是有机硅室温胶行业领先企业，专注于有机硅产业链下游的室温硅橡胶、偶联剂等深加工产品领域及制胶专用生产设备的自主研发、生产和销售，生产有机硅产品广泛应用于建筑幕墙、民用装饰、电力环保、电子电器、太阳能、公路道桥与机场跑道、汽车制造、地铁工程等行业，是唯一一家荣获“中国驰名商标”的有机硅上市公司，也是中国西部唯一一家原国家经贸委认定的硅酮结构胶生产企业。

### 1、股权结构

公司持有 5%以上股份的股东共持有公司 53.65%股份。

图表 1：公司持股 5%以上的股东

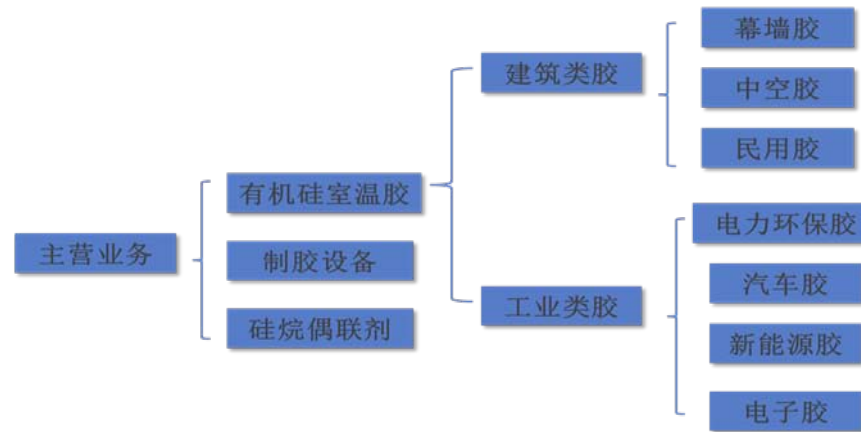


资料来源：公司年报、信达证券研发中心

### 2、公司业绩稳步增长

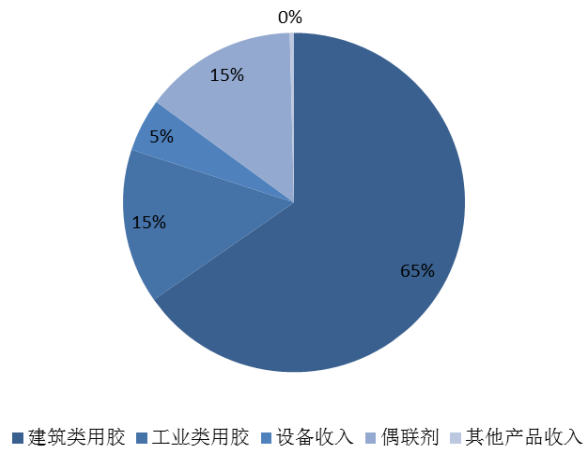
公司主要收入和利润来源是有机硅室温胶和硅烷偶联剂。2012 年建筑类用胶占营业收入的比例最大为 65%，其次是工业类用胶和偶联剂，均占到 15%左右。

图表 2: 公司主营业务构成



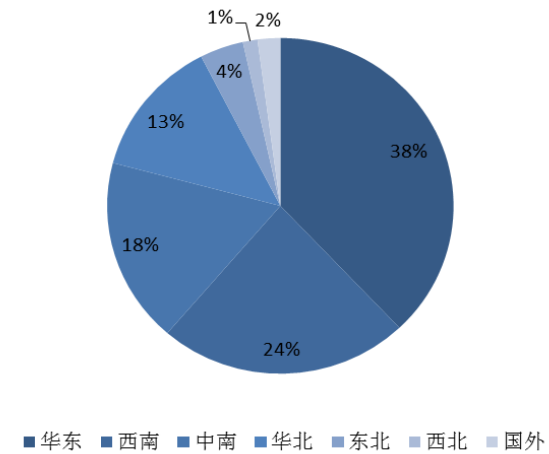
资料来源: 信达证券研发中心

图表 3: 2012 年主营业务分产品情况



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

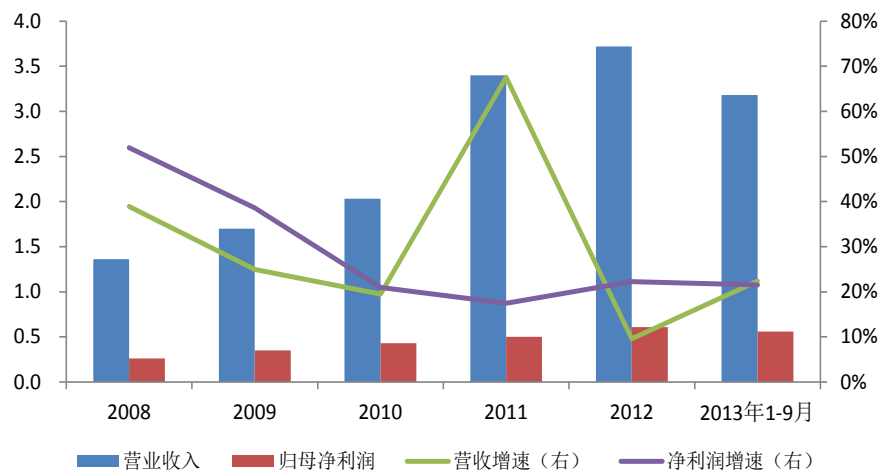
图表 4: 2012 年主营业务分地区情况



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

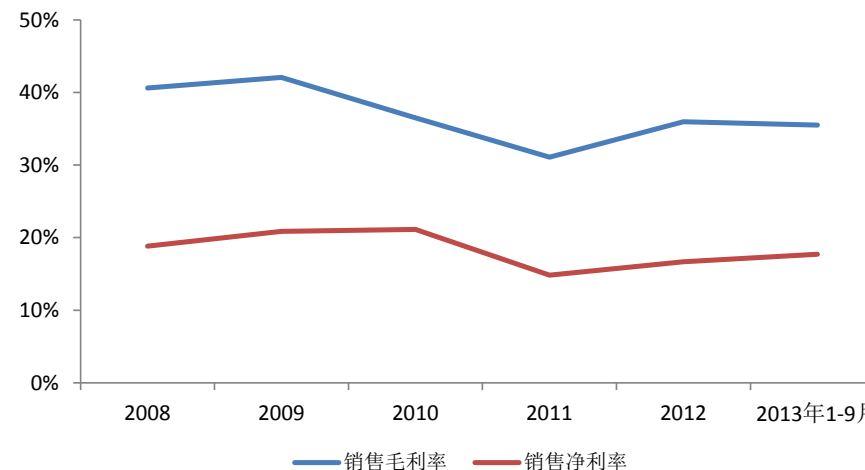
公司自 2009 年 10 月在深圳证券交易所上市以来，已连续 4 年实现了业绩的持续稳定增长。2012 年，公司在国内经济增速放缓的大背景下仍然保持了不错的增长，实现营业收入 3.72 亿元，同比增长 9.56%，实现归属于母公司的净利润 6146 万元，同比增长 22.23%。2013 年前三季度，公司实现营业收入 3.18 亿元，同比增长 22.37%，实现归属于母公司的净利润 5619 万元，同比增长 21.49%。

图表 5: 公司 2008 年以来营业收入、归母净利润及其增速情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

图表 6: 公司 2008 年以来销售毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

## 二、有机硅，供求格局或有改变

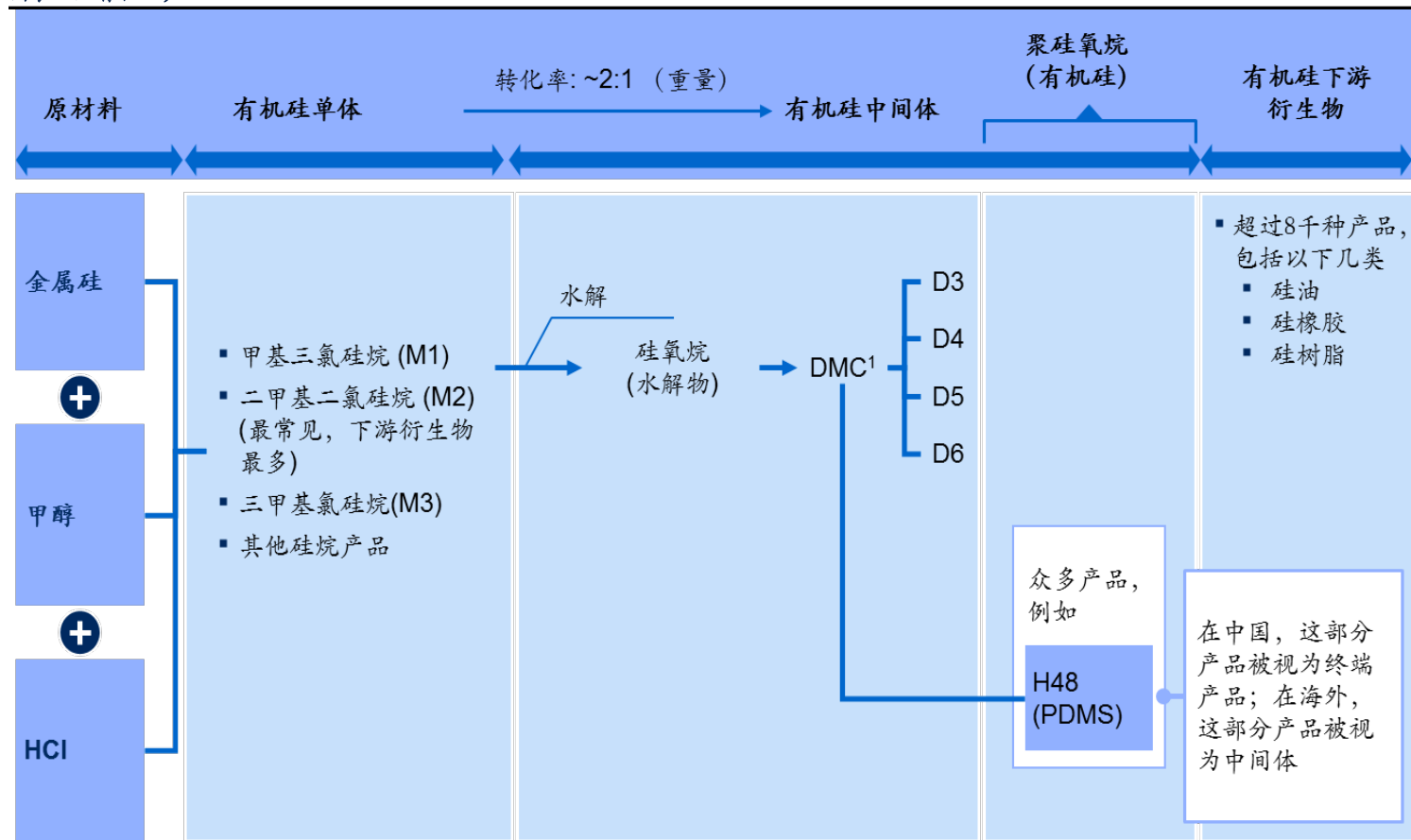
### 1、有机硅介绍

化学上把凡是含有 Si—C 键的化合物通称为有机硅化合物 (Silicones)，习惯上也常把那些通过氧、硫、氮等使有机基与硅原子相连接的化合物也当作有机硅化合物。其中，以硅氧键 (—Si—O—Si—) 为骨架组成的聚硅氧烷，是有机硅化合物中为数最多、研究最深、应用最广的一类，约占总用量的 90% 以上。

由于有机硅聚合物兼备了无机材料和有机材料的性能，因而具有耐高低温、抗氧化、耐辐射、介电性能好、难燃、憎水、脱膜、温粘系数小、无毒无味以及生理惰性等优异性能，这使得有机硅聚合产品既可以作为基础材料，又可以作为功能性材料

添加入其它材料而改善其性能，素有“工业味精”之美称。

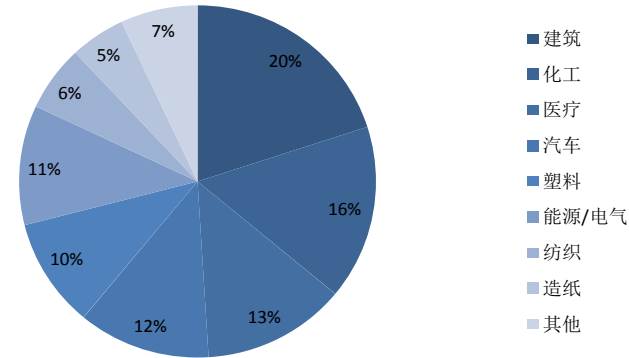
图表 7: 有机硅产品链



资料来源: 信达证券研发中心

有机硅产品按其用途或所处产品链的位置，大致可分为上游产品和下游产品两大类。上游产品包括氯硅烷单体和初级聚硅氧烷中间体；下游产品则主要是以初级聚硅氧烷中间体为原料经深加工而获得有机硅产品及制品，主要包括硅橡胶、硅油及二次加工品、硅树脂及硅烷偶联剂四大类。有机硅由于其各种可能的特性，应用非常广泛，最重要的下游是建筑行业，占约 20%，此外有机硅还广泛应用于化工品、化妆品、汽车、塑料和电气行业，分别占约 10-16%的份额。

图表 8: 有机硅产品下游应用



资料来源: Wacker Chemie AG, Steubing AG Research, 信达证券研发中心

图表 9: 有机硅深加工产品主要应用领域

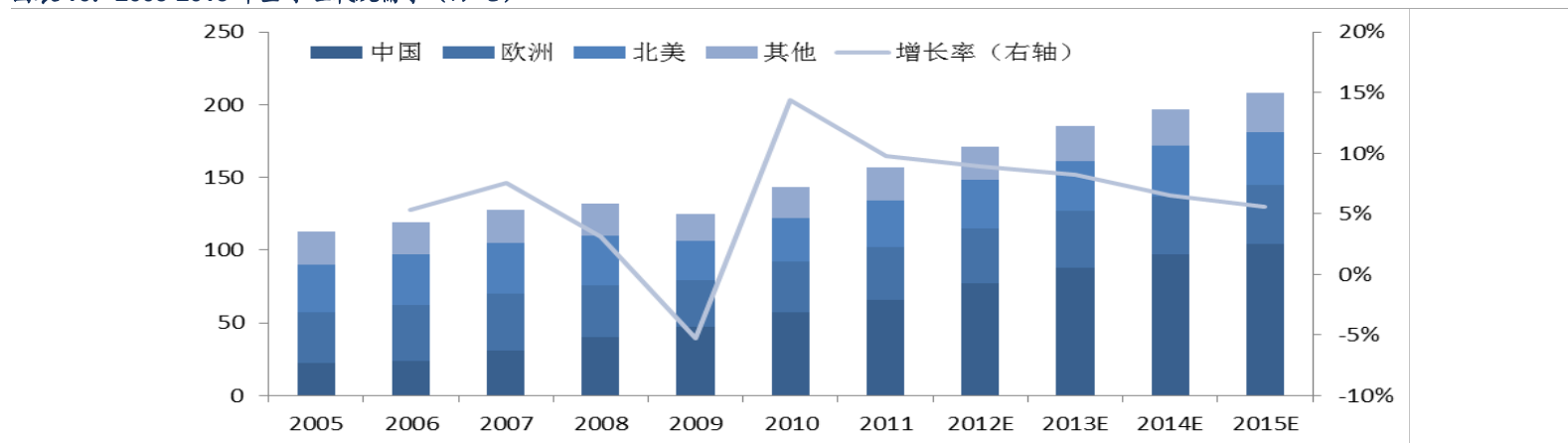
应用领域	硅油及其二次加工制品	硅橡胶	硅树脂
纺织工业	柔软整理剂、疏水剂、缝纫线润滑、纤维滑爽剂、织机 润滑、染色及乳胶配合消泡剂等	十字头涂料、涂色加工的滚筒、运动服防滑	玻璃十字头、层压件的加工材料
电子电气工业	变压器油、电容器油、泡沫材料的均泡剂、仪器防湿、 绝缘子防污、接点润滑等、电线芯线处理、配电盘防湿 及绝缘	半导体元件节点涂料、电子元件保护用灌封料及涂料、 电气粘结密封、光导纤维涂层、电绝缘、导电橡胶等	绝缘材料、疏水和防潮处理材料、玻璃及云母等的压层 加工的处理材料和胶粘剂、电阻保护涂料等
建筑建材	泡沫材料均泡剂、隔热材料疏水处理、乳胶配合消泡、 沥青消泡、瓷砖疏水剂等	幕墙接缝密封、窗户玻璃密封、双层玻璃接缝密封、建 筑物防水涂层等	耐热涂料、耐候涂料、耐化学涂料等
化工轻工	润滑油精制消泡、机器的防潮、绝缘、防爆密封、合成 树脂聚合助剂、石棉垫表面处理等	各种粘结密封、耐热耐腐蚀等垫圈垫片、制模材料等	耐热涂料、耐候涂料、耐化学品涂料等
汽车工业	缓冲油、工作油、刹车油、仪表减震油、汽车添加剂、 润滑油等	油封、衬垫、O型环、点火线、火花塞保护罩、消声器 衬里等	耐油耐候涂料、憎水剂等

资料来源: 信达证券研发中心

## 2、有机硅——产能过剩有望迎来缓解

目前，硅氧烷没有可靠的替代品，但是硅材料越来越多地替代其他一些材料，例如一部分传统有机涂料、塑料、橡胶等。从数据来看，2005年以来全球硅氧烷需求保持了平稳的增长，仅2009年下降了5%，主要是因为金融危机的影响。目前，虽然发达国家的有机硅市场已十分成熟，广大中等发达国家和发展中国家的有机硅市场却尚处于成长期，随着其经济水平的提升，对各种有机硅材料的消费能力将不断增强，将是未来推动全球有机硅市场增长的主要动力。再加上新的应用领域不断被开发，将极大拓展有机硅材料的市场空间。我们预计2013-2015年全球硅氧烷市场需求的年复合增长率为6%左右，2015年需求约为210万吨。

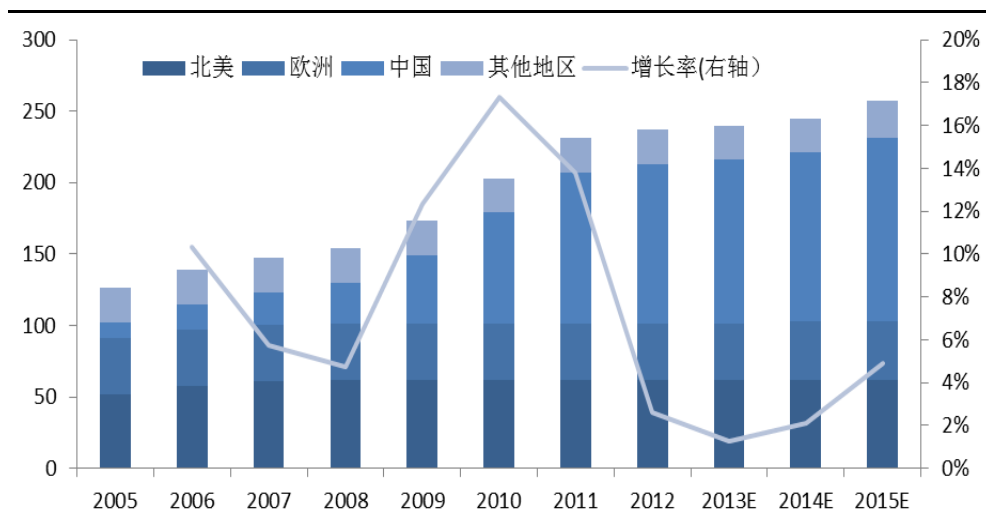
图表 10: 2005-2015 年全球硅氧烷需求 (万吨)



资料来源: 信达证券研发中心

从全球硅氧烷供应的角度来看，2009年以前，全球硅氧烷市场高度集中，2009年前5大厂商（道康宁、迈图、瓦克、信越、蓝星）占全球市场的份额约为85%。一直以来，行业操作较为规范，生产都是逐步增加产能，避免产能过剩。但随着中国厂商数量迅速增加，从2005年只有3家生产企业增加到2012年底的14家企业，过去高度集中的全球有机硅市场正日益变得分散。未来有机硅的新增产能主要集中在在中国，我们预计2015年全球硅氧烷产能将达到260万吨。

图表 11: 2005-2015 年全球硅氧烷产能 (万吨)



资料来源: 信达证券研发中心

图表 12: 世界主要有机硅单体产能分布 (万吨)

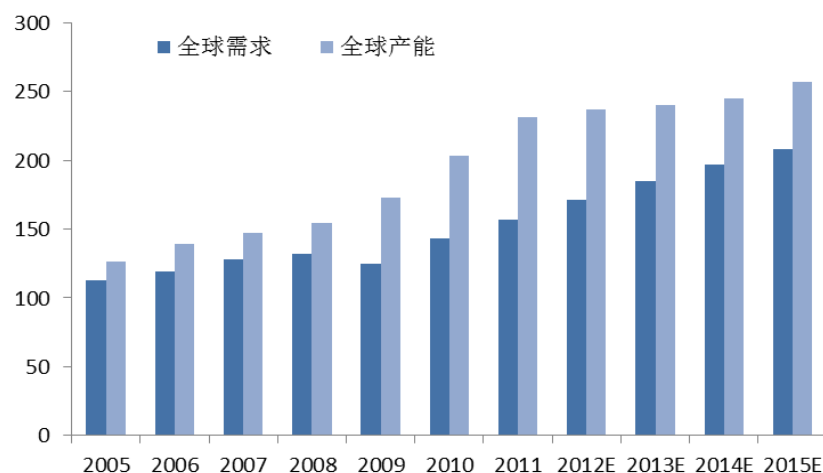
厂商	产能分布地	产能	合计
道康宁	美国 Carrolton, Kentuck	20	54.3
	美国 Barry, Wales	20	
	中国江苏张家港	14.3	
迈图	美国 Waterford, NY	11	28.4
	德国 Leverkusen	7.5	
	日本 Ota, Gumma Prefectu	4	
瓦克	泰国 Map Ta Phut, Rayong	3.5	26.7
	中国浙江建德	2.4	
	德国 Burghausen	10	
信越	德国 Nunchritz	12	15
	中国江苏张家港	4.7	
	日本群馬县 Isobe 和 Matsu	10.5	
蓝星	泰国 Map Ta Phut, Rayong	3.5	20
	美国 Freeport, Texas	1	
	中国江西永修	10	

资料来源: 信达证券研发中心, 注: 合资企业按照权益产能统计

从供给与需求的角度来看, 全球有机硅产能严重过剩, 即使在未来几年新增产能不厉害的情况下, 到 2015 年供求关系还是严重过剩。硅宝科技是有机硅产业链的下游深加工企业, 有机硅是公司生产的主要原材料, 上游原材料的产能过剩使得产品价格目前处于底部区域, 有利于公司的采购和节约原材料成本。

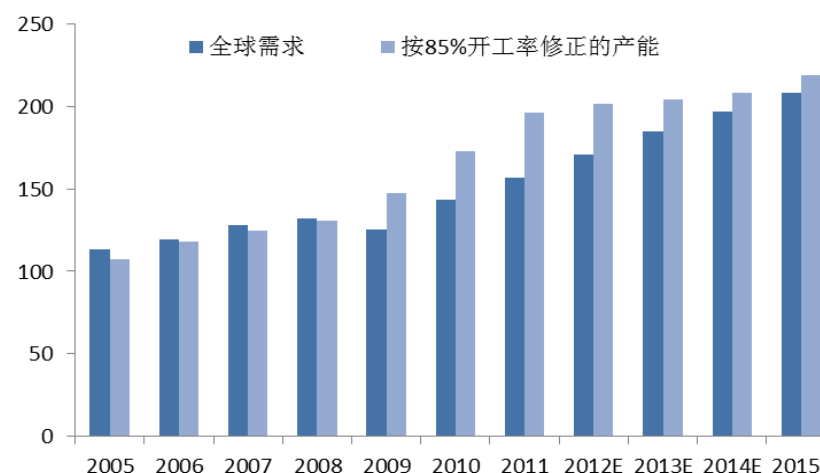
但是, 鉴于硅氧烷的合成工艺较为复杂, 较难达到 90% 的开工率, 尤其是中国产能在 2012 年开工率只有 66% 的情况下, 我们假设全球开工率维持在 85% 的水平, 那么从 2013 年开始, 随着需求的增长, 产能过剩的矛盾将不是那么严重, 也许会迎来行业的反弹。

图表 13: 全球硅氧烷需求及产能 (2005-2015)



资料来源: 信达证券研发中心

图表 14: 经过开工率修正的全球全球硅氧烷需求及产能 (2005-2015)



资料来源: 信达证券研发中心

随着全球有机硅产业链的加速转移和下游领域的需求拉动, 中国作为承接国际有机硅产业转移的主要地区, 已经成为全球有机硅最大的生产国和消费国。2002-2012年, 我国有机硅消费量的年均增长速度达 22.06%, 远高于世界其它国家和地区的增长速度, 是全球有机硅产业发展的主要推动力量。

截止目前, 我国有机硅的产能为 218 万吨, 较 2010 年的 160 万吨, 增长了 25%。而 2010 年国内有机硅单体的实际需求量为 103.8 万吨 (折合硅氧烷 55.5 万吨), 产能过剩情况严重。包括道康宁-瓦克合资公司在内, 我国共有 15 家有机硅生产企业。2012 年主要生产企业为道康宁-瓦克、浙江恒业成、星火有机硅、新安、东岳和合盛, 这六家企业的产能合计 143 万吨, 占了全部企业的 65%, 2012 年产量合计 116 万吨, 占了全部企业的 79%, 2012 年综合开工率为 81%, 远远高于行业 68% 的开工率水平。

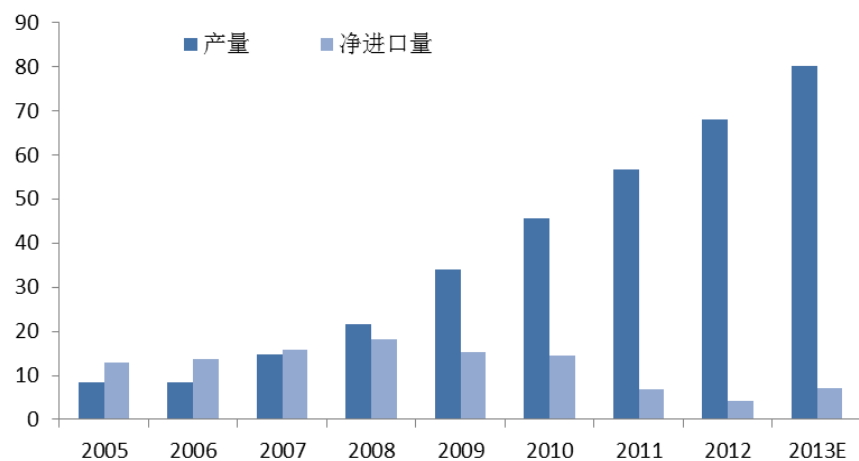
图表 15: 我国有机硅单体厂商产能、产量和开工率统计 (万吨)

厂商	产能	2012开工率	2012年产量
道康宁-瓦克	40	90%	36
浙江恒业成有机硅有限公司	25	72%	18
江西星火有机硅厂	20	64%	13
浙江新安化工集团股份有限公司	20	92%	18
山东东岳集团	20	85%	17
浙江合盛硅业有限公司	18	79%	14
山东金岭化工股份有限公司	12	0%	0
江苏宏达新材料股份有限公司	10	76%	8
唐山三友化工股份有限公司	10	62%	6
江苏弘博新材料有限公司	10	37%	4
浙江中天氟硅材料有限公司	8	40%	3
山西三佳化工新材料有限公司	8	45%	4
湖北兴瑞化工有限公司	8	71%	6
鲁西化工集团股份有限公司	6	0%	0
四川硅峰有机硅材料有限公司	3	40%	1
合计	218	68%	148

资料来源：百川资讯、信达证券研发中心

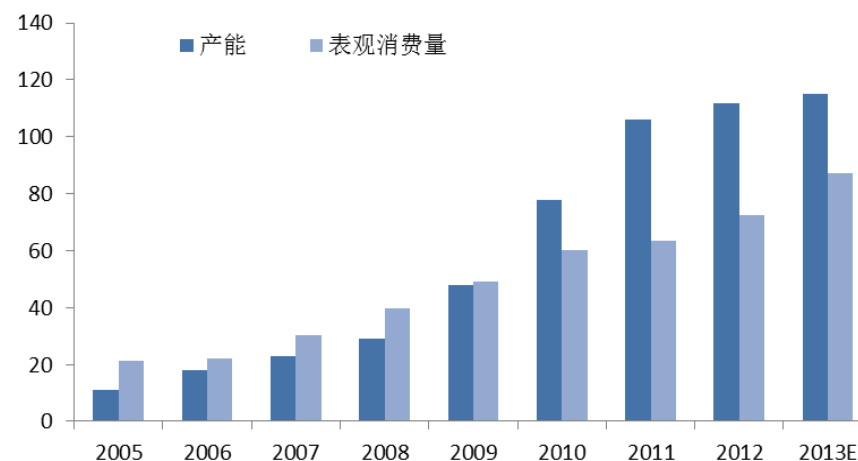
随着中国产量的提升，中国对硅氧烷的净进口量不断下降，而一直以来，产品出口至中国成为欧洲高产能利用率的主要驱动因素之一，预计未来欧洲的产能利用率将受到影响。

图表 16: 2005-2013 年中国硅氧烷产量及净进口量 (万吨)



资料来源：信达证券研发中心

图表 5: 2005-2013 年中国硅氧烷表观消费量及产能 (万吨)



资料来源：信达证券研发中心

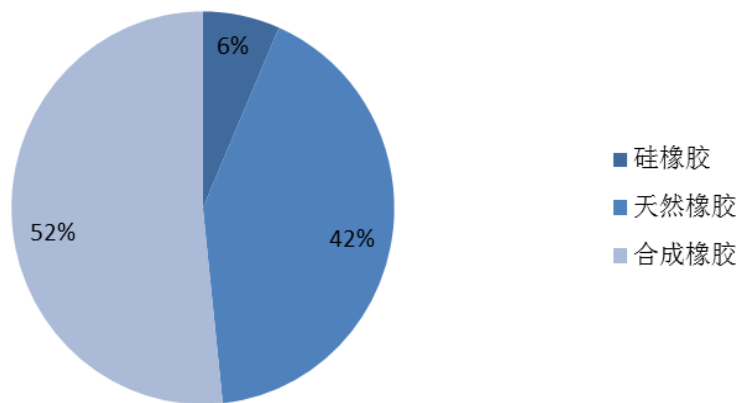
### 三、有机硅室温胶优势突出

#### 1、硅橡胶有望加速对天然橡胶和石油基橡胶的替代

2012 年我国橡胶消费量已达 1000 万吨，其中天然橡胶占 41.8%，石油基合成橡胶占 51.6%，硅橡胶仅占 6.5%。

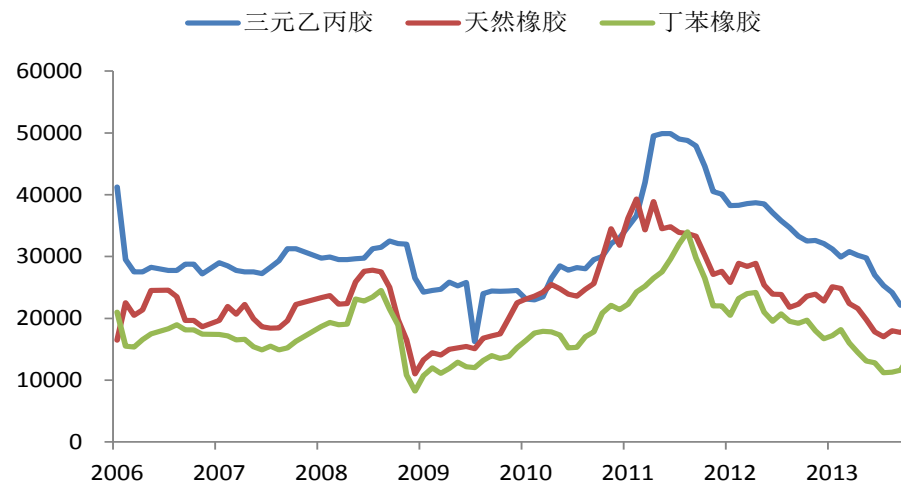
硅橡胶的原料为二氧化硅、工业盐、煤炭等，来源十分丰富，较传统的以石油为原料的石油基橡胶和天然橡胶具有原料来源丰富的优势，随着有机硅产品成本的不断下降并凭借其优良的性能，未来硅橡胶对天然橡胶及石油基合成橡胶的替代进程或将加快，未来 5 年内硅橡胶可能从相对高端的特种产品成长为需求显著的大宗原料。而硅宝科技在硅橡胶改性技术与应用技术领域处于国内领先水平，未来面临巨大的行业历史机遇。

图表 18: 国内橡胶需求分布



资料来源: 信达证券研发中心

图表 19: 近几年几种橡胶价格行情(元/吨)



资料来源: 信达证券研发中心

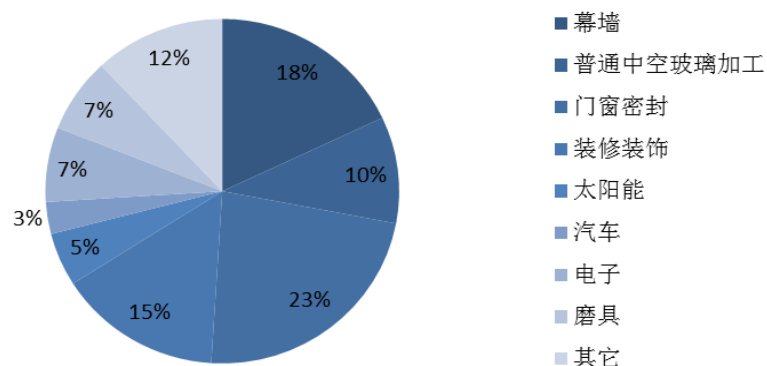
#### 2、下游应用领域持续增长

有机硅室温胶的最显著特点是在室温下无须加热、加压即可就地固化，使用极其方便，广泛用作粘合剂、密封剂、防护涂料、灌封和制模材料等。“十二五”期间，国家将加快培育和发展包括有机硅在内的七大战略性新兴产业。有机硅室温硅橡胶在节能环保、新能源及新能源汽车等其他战略性新兴产业中将发挥基础性材料的作用，发展前景广阔。硅橡胶及高效密封剂、密

密封胶和胶带已经被列入国家战略性新兴产业重点产品和服务指导目录。

室温胶的应用领域最主要是建筑相关领域，包括玻璃幕墙、中空玻璃、门窗密封和装修装饰，合计占比 66%左右。其次是汽车和电力电子领域，在机场道桥、航空航天、太阳能、医药卫生等领域也有着广泛的应用。

图表 20: 国内有机硅室温胶需求分布



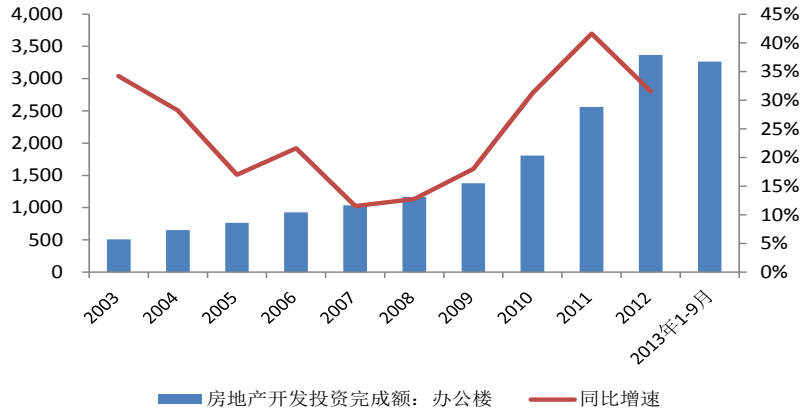
资料来源: 信达证券研发中心

2012 年，我国室温硅橡胶的需求量约为 48 万吨，未来随着我国城镇化进程和城乡建设的需要，建筑业对有机硅密封胶的需求仍将以较大幅度增长，预计“十二五”期间，我国室温硅橡胶需求量年均增长率约为 15%，2015 年达到 80 万吨左右。

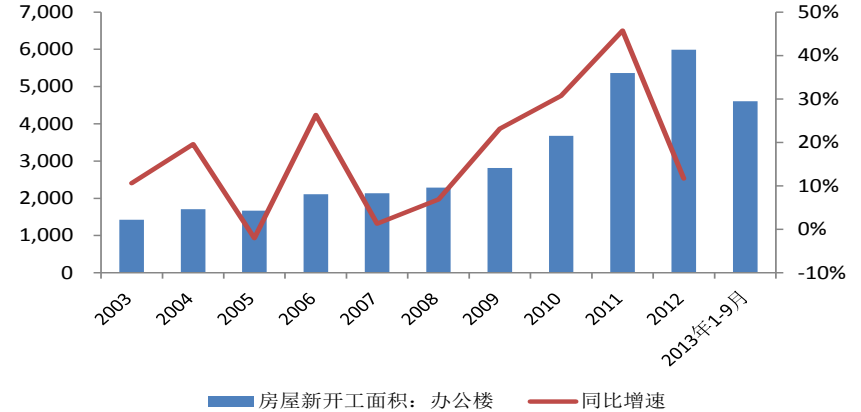
建筑类幕墙胶领域，根据建筑装饰业“十二五”规划，建筑幕墙行业总产值将由 2010 年的 1500 亿元提高到 2015 年的 4000 亿元，平均年增速达 21.3%，受益于建筑幕墙行业的蓬勃发展，建筑幕墙胶未来应用空间巨大。公司的建筑幕墙胶主要用于商业地产领域，东部地区着重于特色建筑塑造城市形象，中西部地区办公楼和商业营业用房发展较好。

图表 21: 我国办公楼投资开发完成额及同比增速情况 (亿元)

图表 22: 我国办公楼新开工面积及同比增速情况 (万平方米)

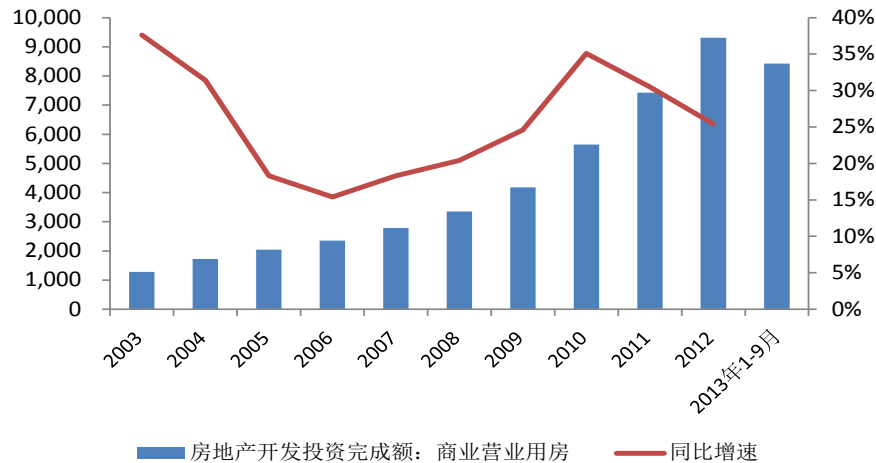


资料来源: Wind、信达证券研发中心



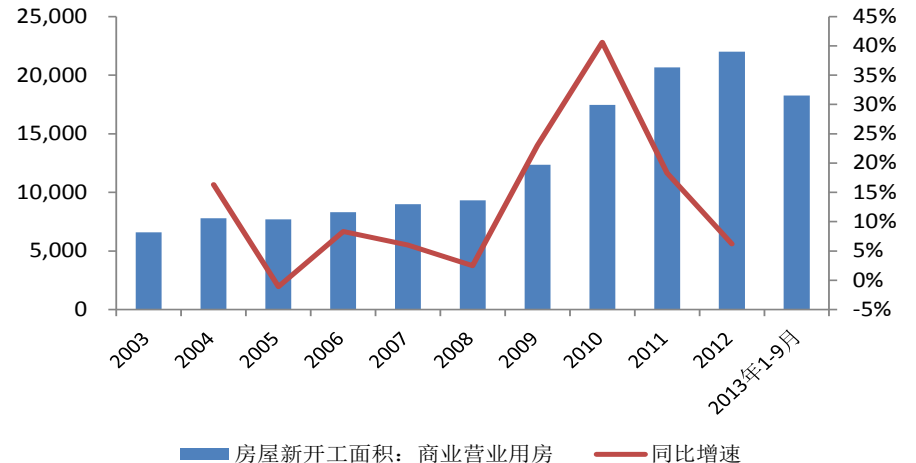
资料来源: Wind、信达证券研发中心

图表 23: 我国商业营业用房投资开发完成额及同比增速情况 (亿元)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

图表 24: 我国商业营业用房新开工面积及同比增速情况 (万平方米)

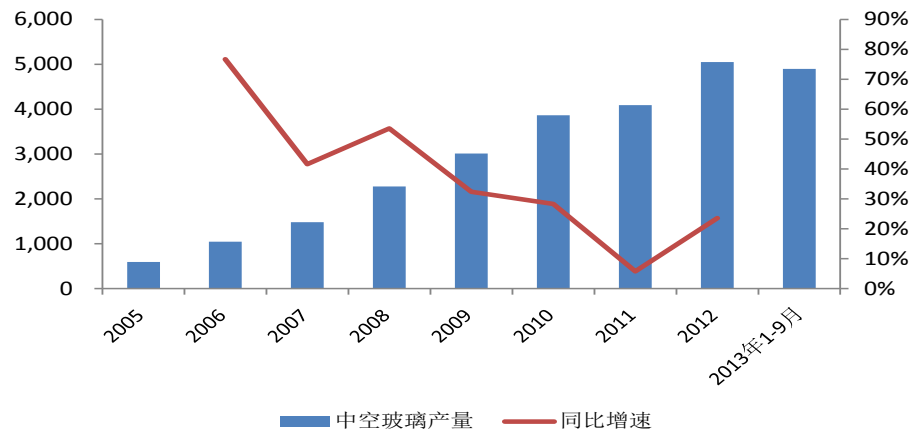


资料来源: Wind、信达证券研发中心

建筑类中空玻璃密封胶领域,建筑节能减排是节能减排的重要内容,随着节能减排目标实施的推进,中空玻璃市场需求量巨大,2012年我国中空玻璃产量5051万平方米,同比增长24%,2013年1-9月产量达4899万平方米,预计今年同比增速将

达 30%以上，中空玻璃产量的快速增长将有效带动中空玻璃密封胶的需求。

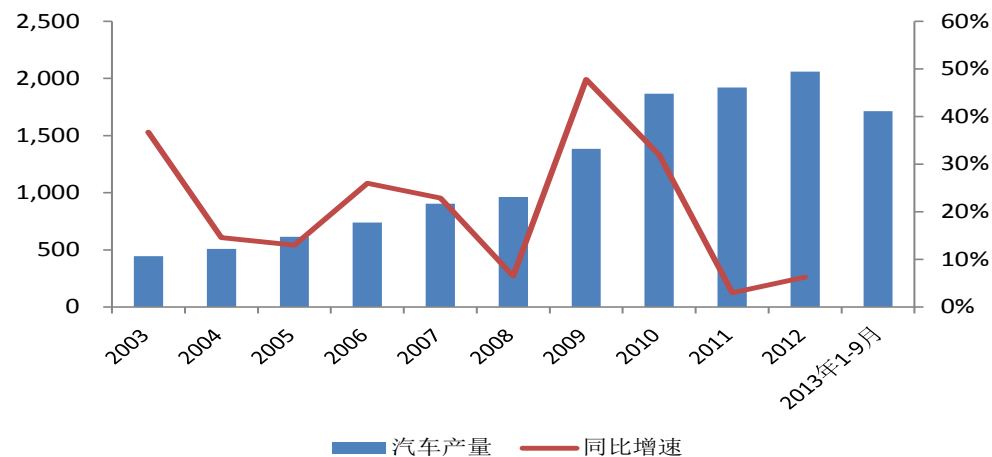
图表 25: 我国历年中空玻璃产量及其同比增速情况 (万平方米)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

工业类汽车用胶领域，公司产品素有中国车灯胶第一品牌的美誉，新研发的汽车发动机免垫片、挡风玻璃用胶均得到客户认可并实现销售。2012年我国汽车产量达 2060 万辆，同比增长 6%，我们预计汽车需求已开始上升，公司如在巩固现有市场份额的基础上成功进入合资企业新车型领域，汽车胶产品将有可能实现大幅增长。

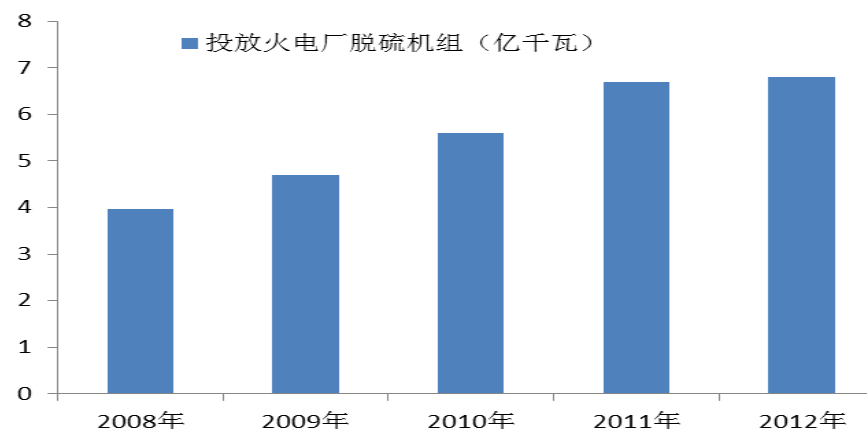
图表 26: 我国历年汽车产量及其同比增速情况 (万辆)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

工业类环保材料可广泛运用于电力、冶金、钢铁、造纸、石油化工等领域，电力用胶领域，2012年底，全国累计已投运火电厂烟气脱硫机组总容量约6.8亿千瓦，占全国现役燃煤机组容量的90%，比2011年提高了一个百分点。公司电力用胶产品主要应用于电力脱硫脱硝设备防腐内衬、化工冶金行业设备防腐内衬及环保设备的防腐、电网绝缘子防污闪硅橡胶涂层、石油储罐基座防水防腐密封等，受政府政策影响较大。近几年环境污染日益严重，特别是2013年的雾霾天气，严重的影响了人们的生活，政府大力推进环境治理，公司的环保材料市场需求巨大。

图表 27: 国内投放火电厂脱硫机组



资料来源：信达证券研发中心

除此以外，公司还拥有丰富的储备项目。高层建筑用胶、高温硫化胶条（替代传统石油基胶条用于门窗乃至汽车密封，耐候性能优异，市场容量非常之大）、脱硫脱销烟囱用胶、LED 封装胶（随着 LED 成本的持续下行，有望逐渐进入民用市场）等新产品、新领域也在不断培育积累，未来可能成为公司在特定阶段的重要增长点。

### 3、硅烷偶联剂市场快速发展

硅烷偶联剂是一种具有特殊结构的有机硅化合物。在它的分子中，同时具有能与无机材料(如玻璃、水泥、金属等) 结合的反应性基团和与有机材料(如合成树脂等) 结合的反应性基团。因此，通过硅烷偶联剂可使两种性能差异很大的材料界面偶联起来，以提高复合材料的性能和增加粘接强度，从而获得性能优异、可靠的新型复合材料。硅烷偶联剂广泛用于橡胶、塑料、胶粘剂、密封剂、涂料、玻璃、陶瓷、金属防腐等领域，已成为材料工业必不可少的助剂之一。

我国硅烷偶联剂和交联剂的产销量从 2005 年的 2.5 万吨快速增长到 2010 年的 12 万吨，年均增长 37%。预计 2015 年我国硅烷偶联剂和交联剂产量将达到 40 万吨，年均增幅约 27%。

## 三、公司竞争优势明显，迎接高速发展

2012 年公司募投项目全部建成，现有年产能 2.8 万吨，目前仍处于逐步释放过程。未来随着新津 5 万吨项目的建设，公司的

总产能将达到 8 万吨。随着公司的年产能由 3 万吨扩产到 8 万吨，公司的市场占有率将有望从现有的 3%-5%增至 15%左右。

公司业绩持续增长，除了规模优势以外，还具备行业引领者的综合竞争优势：

(1) 技术人才储备扎实，注重研发创新，拥有核心技术；

自主创新核心技术是公司最大优势，核心技术均来源于自主研发创新。硅宝科技的核心科技人员大多都出自于中国有机硅的摇篮——国家有机硅工程技术研究中心，拥有硕士学位或高级技术职称，并拥有十多年以上的有机硅产品研究开发和产业化经验。硅宝科技还是全国密封胶行业唯一的 ASTM（美国试验与材料学会国际组织）会员，并参与编制、起草了众多国家标准：《硅酮建筑密封胶》（GB/T14683）、《建筑密封材料术语》（GB/T14582）、《气相二氧化硅》（GB/T20020-2005）、《建筑玻璃采光顶》等。2012 年，公司技术中心技术改造项目顺利完成，成为拥有最先进仪器设备、最完备检测设备的技术中心。

公司发明专利数量在国内有机硅室温胶行业内首屈一指，自成立至今共获得 25 项授权专利，其中有机硅室温胶方面的专利 14 件，设备方面专利 11 项。目前，公司另有近 20 项专利申请已被受理。

图表 28：公司发明专利情况

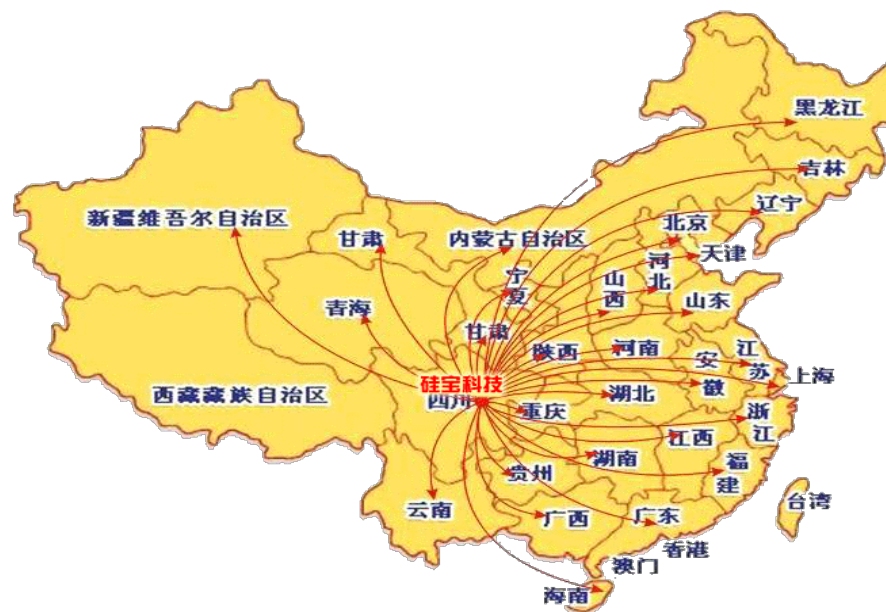
专利号	申请日期	专利
ZL01107167.2	2001年2月23日	中性硅酮石材密封胶及其制造方法
ZL03117403.5	2003年3月6日	中性硅酮防火密封胶及其制造方法
ZL200410040799.3	2004年10月10日	一种低模量有机硅室温胶及其制造方法
ZL200510020702.7	2005年4月13日	阻燃性硅酮结构密封胶及其制造方法
ZL200610020370.7	2006年2月28日	中空玻璃用低水汽透过率有机硅室温胶及其制造方法
ZL200610020369.4	2006年2月28日	防污染单组份室温硫化有机硅室温胶及其制造方法
ZL200710048349.2	2007年1月29日	单组份室温快速硫化脱醇型硅酮结构密封胶及其制造方法
ZL200710049060.2	2007年5月	单组份水分散性室温脱水硫化硅酮密封胶的制造方法
ZL200810044275.X	2008年4月	高存储稳定性室温脱水硫化有机硅涂膜的制备方法
ZL200810046021.1	2008年9月	一种用于太阳能电池组件的单组份硅酮密封胶及其制造方法
ZL200810046554.X	2008年11月14日	一种加成型导热硅橡胶及其制造方法
ZL200910059241.2	2009年5月	用于LED光电显示器件的双组份硅酮灌装胶制造方法
ZL200910164383.5	2009年9月9日	一种耐酸气腐蚀耐高温硫化硅橡胶及其制造方法
ZL201010283780.7	2010年9月	中空玻璃用热熔丁基密封胶及其制造方法
ZL201010532569.4	2010年11月5日	一种新型非晶硅电池组件

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

## (2) 建立覆盖全国的无缝式销售网络，精确把握下游市场；

公司按行业细分销售市场，实行经销商和直销客户相结合的销售方式，始终坚持以经销商为主导的销售模式，经销商遍布全国各地，建立了覆盖全国的无缝式销售网络。目前，公司直销和经销模式已经较为成熟，流通领域渠道基本建成，并积极进军商超和电商渠道，与红旗连锁联手，打造超市销售模式，并且进一步涉足电商领域，与京东商城形成合作。

图表 29：建立覆盖全国的无缝式销售网络



资料来源：公司资料、信达证券研发中心

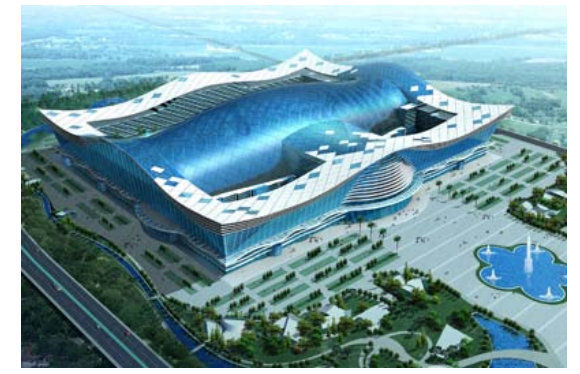
(3) 研发制胶设备，为多个国外有机硅巨头提供设备的同时，敏锐捕捉行业和市场信息；

公司既有制胶工艺的丰富经验，又有雄厚的制胶设备设计创新实力，两者形成相互促进和持续改进的良好循环。公司还为国内众多有机硅密封胶厂提供技术支持，同时也从事设计和制造密封胶生产专用的特种设备，众多设备不仅受到国内知名密封胶厂家的青睐，也为业内著名的几家国际大公司所选用，如美国道康宁，美国乐泰、德国汉高，德国瓦克，法国罗地亚，瑞士西卡等，广泛替代进口并实现出口，是中国硅酮密封胶生产专用设备第一品牌，具备广阔的市场前景。

(4) 拥有较高的品牌知名度和美誉度

硅宝科技是唯一一家荣获“中国驰名商标”的有机硅上市公司，也是中国西部唯一一家原国家经贸委认定的硅酮结构胶生产企业，国家火炬计划承担企业，承担多项四川省重点技术创新项目。公司产品已在成都新世纪环球中心（全球最大单体幕墙建筑）、北京南站、苏州东方之门、长沙铂富中心等标志性项目上获得新应用，在国家体育场“鸟巢”、奥运媒体中心等奥运主体工程、首都机场三号航站楼、三峡工程、酒泉卫星发射基地鼎新机场（军用）等国家重点工程中均使用了公司有机硅室温胶产品，示范效应明显。

图表 30: 公司参与的主要标志性建筑



资料来源: 信达证券研发中心

## 四、盈利预测与估值

从公司目前的发展以及未来战略规划和布局来看, 公司未来的重点继续在室温胶上。

### 1、盈利假设

我们的盈利预测主要基于以下假设:

2013 年-2015 年营业收入增速分别为 21%、30%和 23%; 营业成本比例随着公司高毛利产品超高层建筑用胶等的销量增长, 稳中下降, 2013-2015 年营业成本比例分别为 62.4%、61.9%和 61.7%; 2.8 万吨产能完全释放, 未来 5 万吨产能按预期进度建成并且销售情况较好。

### 2、公司估值

按照 DCF 估值方法给出的绝对估值为 12.88 元/股。

图表 31: DCF 估值

估值假设							
公司股价 (最近)	11.66						
行业平均资产Beta	1.01						
股票Beta	0.97	股权自由现金流	47,494,624.06		43,308,683.61		
无风险利率	3.70%	研究期经营价值	746,096,976.97		35.50%		
市场收益率	10.70%	TV	1,242,813,098.20		59.14%		
风险收益率	6.79%	其他	112,610,551.12		5.36%		
永续增长率 (TV)	1.00%	合计	2,101,520,626.30		100.00%		
股权资本成本	10.49%	每股价值 元			<b>12.88</b>		

	股权资本成本					
每股价值	12.88	10.00%	11.00%	11.82%	12.00%	15.00%
	0.00%	12.88	11.34	10.29	10.08	7.43
永续增长率	1.00%	13.79	12.03	<b>10.85</b>	10.61	7.69
(TV)	2.00%	14.93	12.87	11.51	11.25	7.99
	3.00%	16.40	13.92	12.33	12.03	8.35
	4.00%	18.36	15.28	13.36	13.00	8.76

	无风险利率			
股权资本成本	10.49%	3.00%	3.70%	4.00%
市场收益率	8.00%	7.85%	7.87%	7.88%
	10.70%	10.47%	<b>10.49%</b>	10.50%
	12.00%	11.73%	11.75%	11.76%

资料来源: 信达证券研发中心

我们预计公司 2013~2015 年销售收入分别达到 4.51 亿元、5.84 亿元和 7.16 亿元, 归属母公司的净利润分别为 7774 万元、10435 万元和 13386 万元, 2013 年、2014、2015 年摊薄的 EPS 分别达到 0.48 元、0.64 元和 0.82 元, 对应 2013 年 11 月 27 日收盘价 (11.66 元/股) 的动态 PE 分别为 24 倍、18 倍和 14 倍, 首次给予“增持”评级。

### 3、风险提示

原材料价格大幅度上升、新建及募投项目生产不达预期。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	369.75	386.72	459.20	569.28	710.07
现金	200.44	183.05	230.67	274.15	348.84
应收账款	44.35	61.50	66.71	86.47	105.99
其它应收款	49.94	67.01	73.76	95.61	117.20
预付账款	33.27	27.48	36.20	46.54	56.88
存货	39.10	47.09	51.28	65.93	80.58
其他	2.65	0.58	0.58	0.58	0.58
<b>非流动资产</b>	161.55	215.30	222.78	230.56	238.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	98.09	109.20	104.40	99.45	107.83
无形资产	16.18	28.61	27.38	26.14	24.91
其他	47.28	77.49	91.00	104.97	105.49
<b>资产总计</b>	531.30	602.02	681.98	799.85	948.30
<b>流动负债</b>	51.32	71.37	73.45	86.80	101.17
短期借款	0.00	10.00	10.00	10.00	10.00
应付账款	21.69	34.16	33.18	42.67	52.15
其他	29.63	27.21	30.26	34.13	39.02
<b>非流动负债</b>	6.01	18.68	18.68	18.68	18.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.01	18.68	18.68	18.68	18.68
<b>负债合计</b>	57.33	90.04	92.12	105.47	119.84
少数股东权益	19.10	16.04	16.17	16.34	16.57
归属母公司股东权益	454.87	495.94	573.68	678.03	811.89
<b>负债和股东权益</b>	531.30	602.02	681.98	799.85	948.30

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	339.57	372.04	450.88	584.44	716.39
同比(%)	67.58%	9.56%	21.19%	29.62%	22.58%
归属母公司净利润	50.29	61.47	77.74	104.35	133.86
同比(%)	17.45%	22.23%	26.48%	34.22%	28.28%
毛利率(%)	31.08%	35.96%	37.64%	38.14%	38.32%
ROE(%)	11.50%	12.93%	14.54%	16.67%	17.97%
每股收益(元)	0.31	0.38	0.48	0.64	0.82
P/E	38	31	24	18	14
P/B	2.6	2.4	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	20.14	15.78	18.71	14.29	11.30

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	339.57	372.04	450.88	584.44	716.39
营业成本	234.03	238.26	281.17	361.51	441.84
营业税金及附加	1.62	2.39	2.70	3.35	4.33
营业费用	25.68	29.59	36.07	45.81	56.81
管理费用	29.22	36.03	44.19	54.72	68.89
财务费用	-5.94	-4.85	-0.86	-1.25	-1.59
资产减值损失	0.68	1.52	1.19	1.67	2.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	54.26	69.11	86.42	118.63	143.92
营业外收入	4.71	3.72	5.43	4.62	14.11
营业外支出	0.30	0.32	0.24	0.29	0.28
<b>利润总额</b>	58.67	72.51	91.61	122.96	157.75
所得税	8.29	10.43	13.74	18.44	23.66
<b>净利润</b>	50.39	62.08	77.87	104.52	134.08
少数股东损益	0.10	0.61	0.13	0.17	0.22
<b>归属母公司净利润</b>	50.29	61.47	77.74	104.35	133.86
EBITDA	59.05	76.01	102.24	133.84	169.33
EPS (摊薄)	0.31	0.38	0.48	0.64	0.82

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	11.09	34.12	65.54	61.90	93.61
净利润	50.39	62.08	77.87	104.52	134.08
折旧摊销	6.07	8.11	10.03	10.28	10.99
财务费用	-5.70	-4.61	0.60	0.60	0.60
投资损失	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-39.33	-32.38	-23.97	-54.92	-53.92
其它	-0.36	0.92	1.00	1.42	1.86
<b>投资活动现金流</b>	-51.55	-42.21	-17.31	-17.82	-18.32
资本支出	-49.90	-44.14	-17.31	-17.82	-18.32
长期投资	-1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.16	1.93	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-23.55	-9.30	-0.60	-0.60	-0.60
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-13.58	6.51	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	15.76	20.52	0.60	0.60	0.60
<b>现金净增加额</b>	-64.01	-17.39	47.62	43.48	74.69

## 化工研究小组简介

信达证券化工研究团队（郭荆璞、麦土荣）为第十一届新财富石油化工行业最佳分析师第五名、第七届卖方分析师水晶球奖石油化工行业第三名。

**郭荆璞**，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究发展中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

**麦土荣**，化工行业高级研究员。北京大学经济学硕士。2 年证券从业经验，7 年中国化工集团工作经验。善于与实业结合，从产业链的角度发现和挖掘投资机会，对农用化工、磷化工、煤化工等理解透彻。

**李皓**，中国人民大学金融学硕士，2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

**常川**，中央财经大学国际金融学硕士，2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

## 化工行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
盐湖股份	000792	芭田股份	002170	神马股份	600810	天科股份	600378
烟台万华	600309	新纶科技	002341	云天化	600096	碧水源	300070
华昌化工	002274	高盟新材	300200	沧州大化	600230	江山股份	600389
扬农化工	600486	诺普信	002215	S 仪化	600871	风神股份	600469
三聚环保	300072	上海家化	600315	中国化学	601117	中化国际	600500
沈阳化工	000698	和邦股份	603077	新安股份	600596		

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。