

从壁垒、空间、确定性、估值角度思考公司的投资价值

投资要点：

- **事件：**近期我们对硅宝科技进行了实地调研，首次进行覆盖。
- **公司基本面介绍：**硅宝科技目前有室温胶产能 2.8 万吨/年，胶型有建筑类和工业类两块，产能可进行柔性切换，也有部分研究员按照 8:2 的比例对建筑和工业用胶产能进行细分。新津县 5 万吨有机硅密封胶材料及配套项目目前已经建成部分厂房，预计 2014 年能建设完成，产能将会逐步释放。本部的制胶设备制造这块业务的定位在未来可能会有一定变化，不过目前还未确定。控股 60% 的子公司安徽硅宝翔飞有 4000 吨硅烷偶联剂产能。
- **有机硅胶行业壁垒明显，第一梯队企业只有 4 家，未来行业仍将会洗牌。**有机硅胶行业的壁垒来自于技术，我们认为品牌和销售模式只是手段，无法构成壁垒。目前行业内的第一梯队企业（4 家公司）的技术主要来自于国内两家科研院所，其他 300 多家企业只能小打小闹，却无法挤进第一梯队，该行业迄今为止只有公司一家为上市公司（可对比合成革行业几家上市公司），壁垒之深可见一斑。近几年随着有机硅单体价格的单边下滑，产品/技术单一的有机硅企业无法聚集出品牌效应，成长性受限，导致行业集中度提升。我们预计未来行业仍存在洗牌的机会。
- **环保领域的新需求创造全新成长空间，中高端的产品定位和销售战略锁定利润空间。**公司产品目前主要集中在建筑用胶，其次是工业用胶。市场已经充分意识到建筑用胶领域的成长性，我们在此不赘述，未来主要看公司产品的品牌示范效应和获取订单的能力。目前来看，建筑用胶毛利率在 30% 以上，虽然高于一般化工企业，但是却低于工业胶。工业胶对于公司的意义不仅仅在于高毛利——我们认为市场并未意识到工业胶未来的成长空间。目前公司的工业胶产品的分布为：高温防腐环保胶占五成，汽车胶占三成，电子电力太阳能用胶占两成。2013-2017 年我国预计会投入 1.7 万亿进行大气污染治理，其核心是控制工业企业二氧化硫和氮氧化物排放，即脱硫脱硝，高温防腐环保胶产品耐脱硫脱硝过程产生的硫酸硝酸的腐蚀，未来的市场前景广阔。另外，公司顺势开发用于污水处理池和管道的防腐蚀胶，这块市场我们预计也是数亿的需求规模。硅胶位于有机硅产业链的终端，各产品的需求参差不齐，技术的重要性胜过规模。公司凭借技术上的优势，将产品定位于中高端领域，保证了较高的盈利水平，除此之外，公司这几年还采取了无缝式销售，进入流通领域，拓展销路并将利润空间进一步锁定。
- **商业地产领域的高增速给予短期业绩以较大的确定性，对安徽翔飞业绩短期内不抱有太大希望。**今年上半年，全国商业地产投资额 5010 亿元，同比增长 26%，住宅同比增长 20%。商业地产施工面积同比增长 22%，住宅同比增长 13%。由于公司的建筑用胶在收入、毛利中的占比为 7-8 成，因此短期来看公司业绩的确定性较大。对于子公司安徽翔飞，我们认为其在短期内对公司的业绩不形成太大贡献。
- **与回天胶业相比，公司估值水平仍有提升空间。**我们参考与公司最相似且估值水平适中的回天胶业（300041），不考虑高估值水平的高盟新材（300200）。目前公司的动态

硅宝科技 (300019.SZ)

分析师：黄景文
执业证书编号：S0050513100001
Tel：010-59355819
Email：huangjw@chinans.com.cn
分析师：齐求实
执业证书编号：S0050511070001
Tel：010-59355977
Email：qiqs@chinans.com.cn

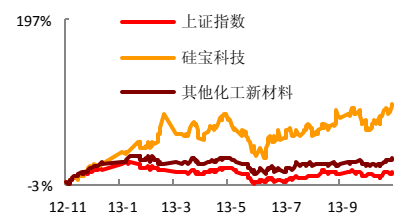
投资评级

调研日期：2013 年 11 月 20 日
本次评级：买入
跟踪评级：首次
目标价格：14.75

市场数据

市价(元)	11.66
上市的流通 A 股(亿股)	1.19
总股本(亿股)	1.63
52 周股价最高最低(元)	18.54-7.61
上证指数/深证成指	2201.07/ 8447.46
2012 年股息率	1.64%

52 周相对市场改变



相关研究

市盈率水平是 25 倍左右，低于回天胶业的 28 倍。根据三季报的数据，年化 ROE 为 14.65%，对应 3.61 倍 P/B 值，回天胶业年化 ROE 为 8.70%，对应 2.51 倍 P/B 值。从估值指标来看，硅宝科技估值水平仍然较低，有一定的提升空间。（以上数据来源为 wind 资讯，并非我们的预测数据）

- **关注新津 5 万吨项目对资金的需求。** 公司使用超募资金 5000 万元用于购买新津项目的土地及产业园的规划、设计及报检等费用，并于今年以自有资金增资 5000 万元。因该项目预计 2014 年建设完成，后期还会有资金需要。目前公司账面有货币现金 1.59 亿元，我们预计公司后续在资金面上或有需求。
- **目标价 14.75 元，给予“买入”的投资评级。** 预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.44 元、0.59 元、0.88 元。按照 2014 年 25 倍的估值水平，确定目标价 14.75 元，给予“买入”的投资评级。
- **风险提示。** 下游需求低于预期的风险。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	372.04	454.00	628.00	949.99
增长率(%)	9.56	22.03	38.33	51.27
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	61.47	72.46	96.86	144.19
增长率(%)	22.23	17.89	33.67	48.86
毛利率%	35.96	37.53	37.39	37.60
净资产收益率(%)	12.13	12.49	14.51	18.18
EPS(元)	0.38	0.44	0.59	0.88
P/E(倍)	30.96	26.26	19.65	13.20
P/B(倍)	2.40	2.09	1.79	1.47

数据来源：民族证券

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	386.72	449.77	453.86	466.45	营业收入	372.04	454.00	628.00	949.99
现金	183.05	253.01	181.92	55.74	营业成本	238.26	283.62	393.18	592.80
应收账款	128.52	99.51	137.64	208.22	营业税金及附加	2.39	2.72	3.77	5.70
其他应收款	27.48	37.50	51.79	78.08	销售费用	29.59	36.32	50.24	76.00
预付账款	0.58	1.24	1.72	2.60	管理费用	36.03	43.13	59.66	90.25
存货	47.09	58.50	80.79	121.81	财务费用	-4.85	0.00	3.14	9.50
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.52	2.27	3.14	4.75
非流动资产	215.30	240.29	360.41	541.34	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	208.29	197.11	302.44	456.00	营业利润	69.11	85.94	114.87	171.00
其他	7.01	43.18	57.97	85.34	利润总额	72.51	85.94	114.87	171.00
资产总计	602.02	690.05	814.27	1007.79	所得税	10.43	12.89	17.23	25.65
流动负债	71.37	82.33	109.96	160.96	净利润	62.08	73.05	97.64	145.35
短期借款	10.00	10.00	10.00	10.00	少数股东损益	0.61	0.58	0.78	1.16
应付账款	40.56	47.45	65.55	98.90	归属母公司净利	61.47	72.46	96.86	144.19
其他	20.80	24.88	34.41	52.05	EBITDA	72.37	95.79	133.14	203.30
非流动负债	18.68	22.70	31.40	47.50	EPS (元)	0.377	0.444	0.594	0.883
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	18.68	22.70	31.40	47.50	主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	90.04	105.03	141.36	208.46	成长能力				
少数股东权益	16.04	16.63	17.41	18.57	营业收入	9.56%	22.03%	38.33%	51.27%
归属母公司股东权益	495.94	568.40	665.26	809.45	营业利润	27.32%	24.35%	33.67%	48.86%
负债和股东权益	602.02	690.05	824.03	1036.47	归属母公司净	22.23%	17.89%	33.67%	48.86%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	35.96%	37.53%	37.39%	37.60%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	16.69%	16.09%	15.55%	15.30%
经营活动现金流	40.41	100.93	67.48	88.27	ROE	12.13%	12.49%	14.30%	17.55%
净利润	62.08	73.05	97.64	145.35	ROIC	15.05%	19.48%	18.35%	18.65%
资产减值损失	1.52	2.27	3.14	4.75	偿债能力				
折旧摊销	8.11	9.86	15.12	22.80	资产负债率	14.96%	15.22%	17.16%	20.11%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-30.15%	-37.66%	-20.58%	0.21%
财务费用	-4.85	0.00	3.14	9.50	流动比率	541.87%	546.31%	412.74%	289.79%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	4.76	4.75	3.39	2.14
营运资本变化	-25.84	15.61	-50.69	-92.52	营运能力				
递延税款变化	-0.61	0.15	-0.87	-1.61	总资产周转率	0.62	0.66	0.76	0.92
投资活动现金流	-61.25	-34.99	-134.38	-202.11	应收帐款周转	2.89	4.56	4.56	4.56
资本支出	-61.25	-34.99	-134.38	-202.11	应付帐款周转	6.74	7.30	7.30	7.30
其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	3.45	4.02	-4.20	-12.33	每股收益	0.377	0.444	0.594	0.883
短期借款	22.66	4.02	8.70	16.10	每股经营现金	0.33	0.99	0.66	0.87
新发股份	0.00	25.50	28.99	38.74	每股净资产	4.86	5.57	6.52	7.94
分红	-20.40	-25.50	-38.74	-57.67	估值比率				
少数股东融资	-3.67	-0.00	0.00	0.00	P/E	30.96	26.26	19.65	13.20
财务费用	4.85	0.00	-3.14	-9.50	P/B	2.40	2.09	1.79	1.47
现金净增加额	-17.39	69.96	-71.10	-126.18	EV/EBITDA	14.81	10.56	8.22	6.11

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，从事化工行业研究，两年证券行业研究经验。
齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)