

硅宝科技(300019)调研报告

坚定看好公司长期成长性

投资要点

- 推荐逻辑:** 今年以来,我们持续看好公司的投资价值。目前看,基本符合我们的预期及逻辑(见2013年3月29日深度报告《有机硅领域的成长股》)。我们坚定看好公司的长期成长性:一、建筑胶主要用于商业地产,受政策调控影响较小,随着超高幕墙胶的突破和销售渠道的建设,建筑胶将实现快速增长;二、车灯胶逐步进入合资企业,免垫胶已经实现销售,风挡玻璃胶明年有望实现销售,汽车胶将稳定增长;工业环保用胶受益于环保政策的大力推进,有望实现超预期;光伏工业用胶迎来行业复苏。
- 建筑胶市场份额有望提速。**随着在超高层建筑胶领域的突破以及对行业内其他标的的横向并购,我们认为2015年公司幕墙胶市场份额有望达到10%左右,成为国内建筑有机硅室温胶领域的绝对龙头。
- 明年工业胶增速可能超预期。**公司汽车胶一直保持稳定增长态势,上半年同比增长接近30%,随着车灯胶在合资企业中试用完成及发动机和风挡玻璃用胶领域的市场开拓,公司汽车胶有望快速增长。随着太阳能行业复苏和国家对大气污染治理工作的加强和相关政策的出台,太阳能用胶和电力环保用胶销售出现明显回暖迹象,三季度销量较去年同期有所上升。我们认为随着大气治理的逐步推进及政策加码,公司工业防腐环保胶有望迎来快速发展时期。同时,光伏行业复苏带动电子用胶销量增加,公司工业胶增速可能超预期。
- 渠道开拓能力显著。**公司从销售模式和网点布局两个方面进行战略调整,由原来的经销和直销,逐步采取无缝式的销售。同时,加大流通领域的销售力度。针对小剂量民用胶,采用网上和网下共同推广。公司加大渠道下沉力度,建筑胶经销商逐步由一线和省会城市向二三线城市拓展,同时,省外办事处逐步升级为分公司,加大区域市场的开拓力度,建筑胶销量将有望得到快速增长。
- 估值与评级:** 我们预计公司2013-2015年每股收益分别为0.48元、0.63元、0.90元,对应动态PE分别为25.40倍、19.15倍、13.48倍,我们坚定看好公司未来的发展,给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动;硅烷偶联剂市场竞争力弱;减持风险。

| 指标年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 372.04 | 455.30 | 617.98 | 882.28 |
| 增长率 | 9.56% | 22.38% | 35.73% | 42.77% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 61.47 | 77.70 | 103.06 | 146.35 |
| 增长率 | 22.23% | 26.40% | 32.64% | 42.01% |
| 每股收益EPS(元) | 0.38 | 0.48 | 0.63 | 0.90 |
| 净资产收益率ROE | 12.39% | 14.10% | 16.52% | 20.11% |
| PE | 32.10 | 25.40 | 19.15 | 13.48 |
| PB | 3.98 | 3.58 | 3.16 | 2.71 |

数据来源:西南证券

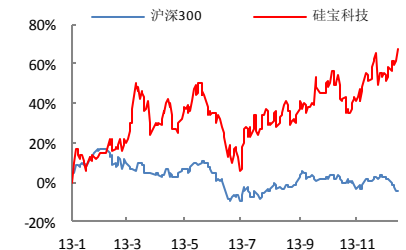
西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 023-63786519
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

研究助理: 李晓迪
电话: 010-57631196
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:西南证券

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 1.63 |
| 流通A股(亿股) | 1.19 |
| 52周内股价区间(元) | 7.15-12.36 |
| 总市值(亿元) | 19.71 |
| 总资产(亿元) | 6.59 |
| 每股净资产(元) | 3.23 |

相关研究

- 硅宝科技(300019): 前三季度增速平稳,期待年底靓丽收官(2013-10-25)
- 硅宝科技(300019): 经营稳健,业绩确定性强(2013-07-26)
- 硅宝科技深度报告(300019): 有机硅领域成长股(2013-3-29)
- 硅宝科技(300019): 业绩稳健增长,估值优势明显(2013-3-22)

目 录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 一、业绩依然保持稳定增长 | 1 |
| 营业和净利稳定增长..... | 1 |
| 主营业务结构..... | 1 |
| 二、建筑胶快速增长，市场份额有望提升 | 2 |
| 2013 年前三季度建筑胶依然保持快速增长..... | 2 |
| 幕墙胶依然是公司利润的主要来源..... | 2 |
| 商业营业用房和办公楼投资在高位徘徊..... | 3 |
| 写字楼空置率位于低点，租金高位徘徊..... | 3 |
| 装饰龙头企业新签订单及营收增速依然向好..... | 4 |
| 建筑胶市场份额有望提速..... | 5 |
| 渠道开拓能力显著..... | 5 |
| 三、工业胶明年有望超预期 | 6 |
| 汽车胶稳定增长..... | 6 |
| 新能源用胶出现复苏..... | 6 |
| 环保用胶迎来高速增长..... | 7 |
| 四、硅烷偶联剂产能过剩，等待复苏 | 8 |
| 下游需求增速分化严重..... | 10 |
| 五、盈利预测与投资建议 | 10 |
| 六、风险提示 | 12 |

插图目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1: 公司 2006 年以来营业收入及增速..... | 1 |
| 图 2: 公司 2006 年以来净利润及增速..... | 1 |
| 图 3: 公司 2013 年上半年主营业务结构情况..... | 2 |
| 图 4: 公司 2013 年上半年主营业务毛利情况..... | 2 |
| 图 5: 我国中空玻璃产量及增速..... | 2 |
| 图 6: 我国夹层玻璃产量及增速..... | 2 |
| 图 7: 我国幕墙按楼宇分类市场规模（十亿元）..... | 3 |
| 图 8: 我国幕墙按楼宇分类市场份额..... | 3 |
| 图 9: 商业营业用房三个月移动平均投资额及增速..... | 3 |
| 图 10: 办公楼三个月移动平均投资额及增速..... | 3 |
| 图 11: 重点城市甲级写字楼空置率（%）..... | 4 |
| 图 12: 重点城市甲级写字楼租金（元/月·平米）..... | 4 |
| 图 13: 远大中国国内新签订单及增速..... | 4 |
| 图 14: 江河创建 新签订单及增速..... | 4 |
| 图 15: 金螳螂营业收入及增速..... | 5 |
| 图 16: 亚夏股份营业收入及增速..... | 5 |
| 图 17: 2009 年以来汽车销量及累计同比增速..... | 6 |
| 图 18: 2011 年中国硅烷产量分布..... | 9 |
| 图 19: 2012 年中国硅烷下游需求分析..... | 9 |
| 图 20: 我国硅烷偶联剂产量及增速..... | 9 |
| 图 21: 我国硅烷偶联剂消费量及增速..... | 9 |
| 图 22: 我国子午线轮胎累计产量及增速..... | 10 |
| 图 23: 我国橡胶轮胎累计产量及增速..... | 10 |
| 图 24: 我国玻璃纤维纱累计产量及增速..... | 10 |
| 图 25: 我国塑料制品累计产量及增速..... | 10 |

表格目录

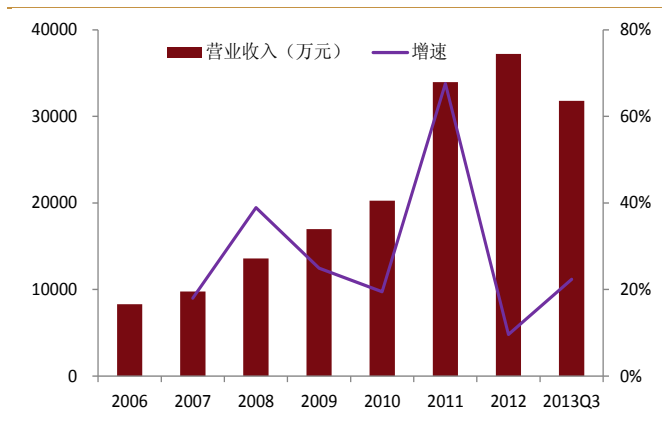
| | |
|----------------------------|----|
| 表 1: 我国太阳能光伏产业发展政策..... | 6 |
| 表 2: 2013 年环保行业重大政策梳理..... | 7 |
| 表 3: 硅烷偶联剂应用领域及性能要求..... | 8 |
| 表 4: 盈利预测假设..... | 11 |
| 附录: 财务预测表（单位：百万元）..... | 13 |

一、业绩依然保持稳定增长

营业和净利稳定增长

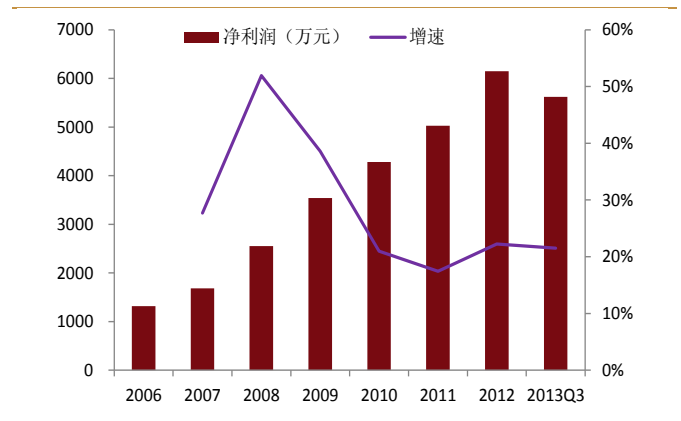
自 2010 年以来,公司一直保持在 20%左右的净利增速,2011 年和 2012 年收入出现异动的原因在于收购了安徽翔飞 60%股权并表所致。2011 年安徽翔飞偶联剂收入 7500 万元,当年公司营业收入大幅增加,但该产品毛利较差,导致公司净利润增速下滑。2012 年偶联剂收入减少 2000 万元,而毛利率从 9.57%上升到 16.57%,收入增速下滑的情况下,净利润增速回升。201 年前三季度收入、净利润增速分别为 22.37%、21.49%,继续保持稳定增长。

图 1: 公司 2006 年以来营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司 2006 年以来净利润及增速

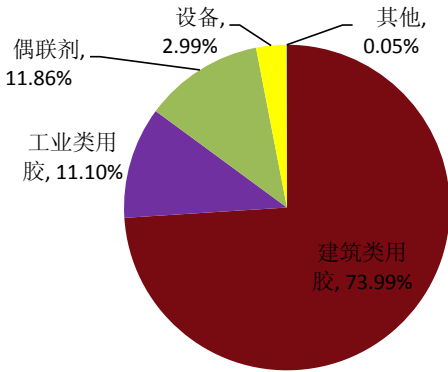


数据来源: 公司公告, 西南证券

主营业务结构

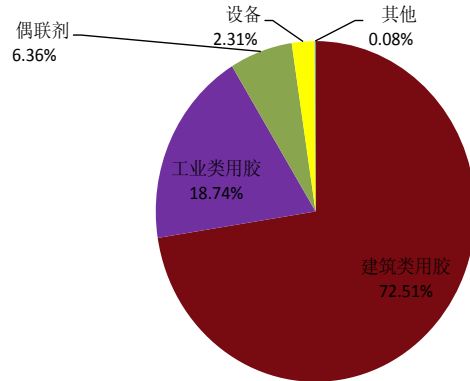
2013 年上半年收入主要来自有机硅室温胶, 占比 85.09%, 较 2012 年上升 5.05 个百分点。其中建筑胶占比 73.99%, 较 2012 年上升 8.7 个百分点, 工业胶占比 11.10%, 较 2012 年下降 3.65 个百分点; 有机硅室温胶贡献 91.25% 的毛利, 其中建筑胶占比 72.51%, 较 2012 年上升 5.53 个百分点, 工业胶占比 18.74%, 较 2012 年下降 3.93 个百分点。偶联剂与制胶设备较有机硅室温胶毛利率较低, 导致贡献毛利较少。

图 3: 公司 2013 年上半年主营业务结构情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 公司 2013 年上半年主营业务毛利情况



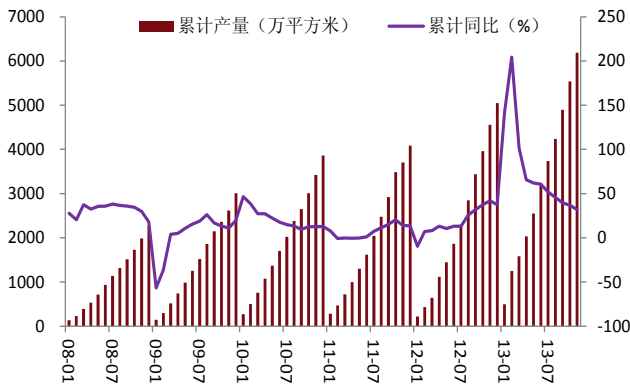
数据来源: 公司公告, 西南证券

二、建筑胶快速增长, 市场份额有望提升

2013 年前三季度建筑胶依然保持快速增长

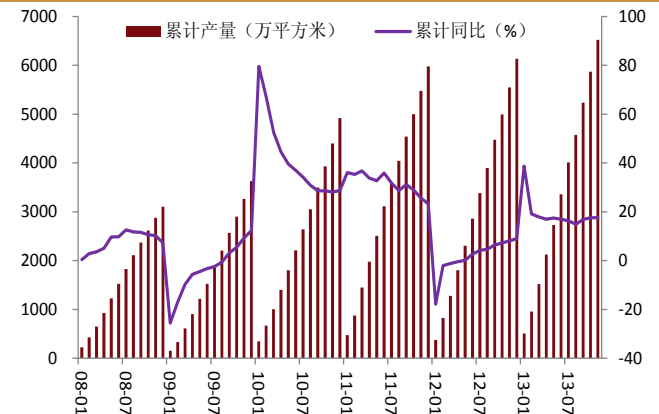
前三季度受益于商业地产的蓬勃发展, 民用地产中高端装饰装修市场需求的逐步放大, 以及销售渠道的拓展, 公司建筑胶保持快速增长。上半年建筑胶贡献收入 1.36 亿元, 增长 50.48%, 三季度幕墙胶同比增幅达 30%, 中空玻璃胶增长 50% 以上, 民用胶实现 30% 以上增速。

图 5: 我国中空玻璃产量及增速



数据来源: WIND, 西南证券

图 6: 我国夹层玻璃产量及增速



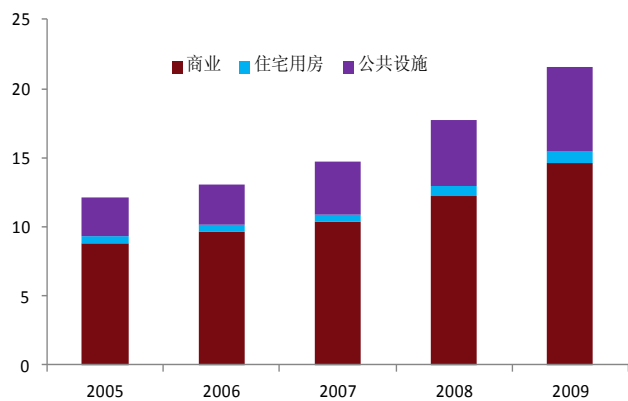
数据来源: WIND, 西南证券

幕墙胶依然是公司利润的主要来源

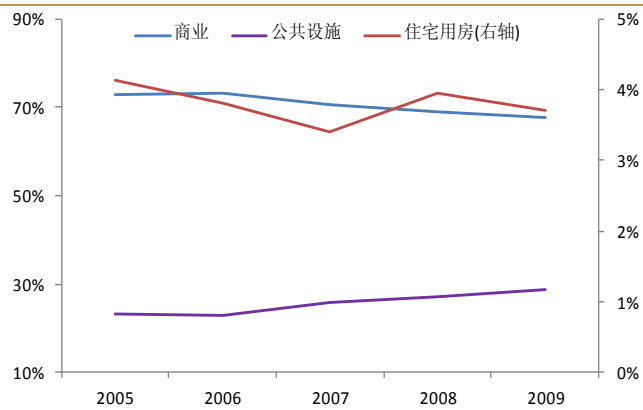
公司建筑胶分为幕墙胶、中空玻璃胶和民用胶。其中幕墙胶主要用于商业地产, 中空玻璃胶既可用于商业地产, 也可用于民用地产中高端装饰, 门窗胶、防霉、防水等民用胶主要用于家庭内装领域。

幕墙的下游中, 商业地产占比份额最大, 达到 70% 左右, 其次是公共设施类占比超过

20%，且处于不断上升趋势，我们认为这是由于 2008 年金融危机政府基础设施增加导致，其中，机场、文体中心、医院等公共设施占比较大，政府楼堂场所仅占很小的一部分。住宅用房占比低于 5%，主要是高档住宅。因此，房地产调控对公司影响较小。

图 7: 我国幕墙按楼宇分类市场规模 (十亿元)


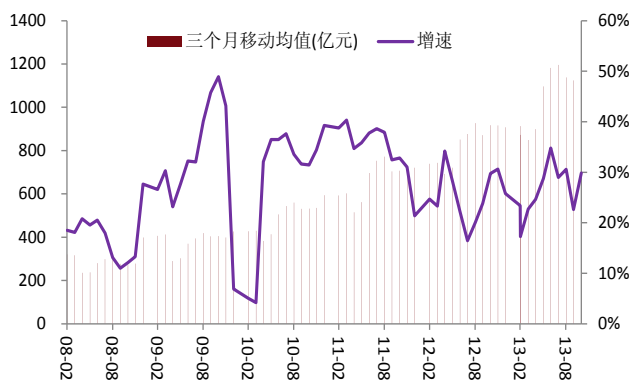
数据来源: 远大中国招股说明书, 西南证券

图 8: 我国幕墙按楼宇分类市场份额


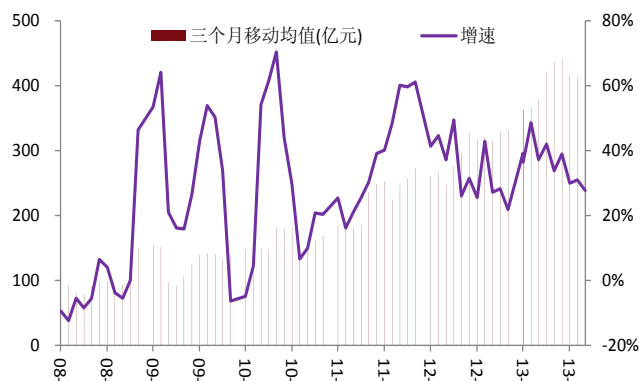
数据来源: 远大中国招股说明书, 西南证券

商业营业用房和办公楼投资在高位徘徊

商业地产投资景气度持续, 2013 年前 11 个月商业营业用房与办公楼投资额分别达到 1.07 万亿元、4113 亿元, 累计同比增速为 27.60%、36.00%, 继续保持快速增长。

图 9: 商业营业用房三个月移动平均投资额及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券

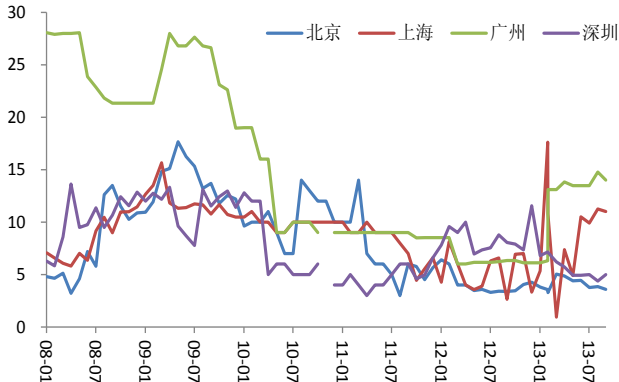
图 10: 办公楼三个月移动平均投资额及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券

写字楼空置率位于低点, 租金高位徘徊

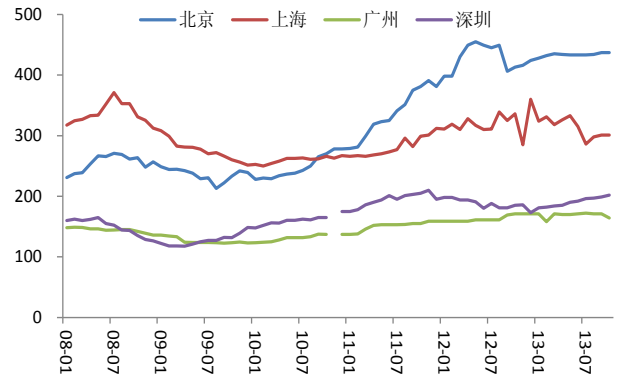
目前, 北上广深甲级写字楼的空置率, 北京和深圳基本都在 5%左右, 与 2008 年金融危机之前基本持平, 上海和广州在 10%左右, 均位于低点。租金自 2009 年下半年和 2010 年上半年达到低点后, 一直处于上升趋势。我们预计商业地产蓬勃发展的局面短期内不会有大的改变, 带动公司建筑胶增长。

图 11: 重点城市甲级写字楼空置率 (%)



数据来源: Wind, 西南证券

图 12: 重点城市甲级写字楼租金 (元/月.平方米)



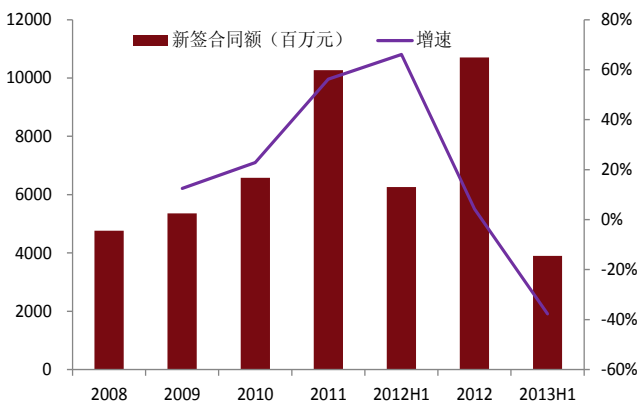
数据来源: Wind, 西南证券

装饰龙头企业新签订单及营收增速依然向好

通过考察装饰龙头企业新签订单和营业收入的增长情况, 从更微观的角度来看行业的增长趋势。

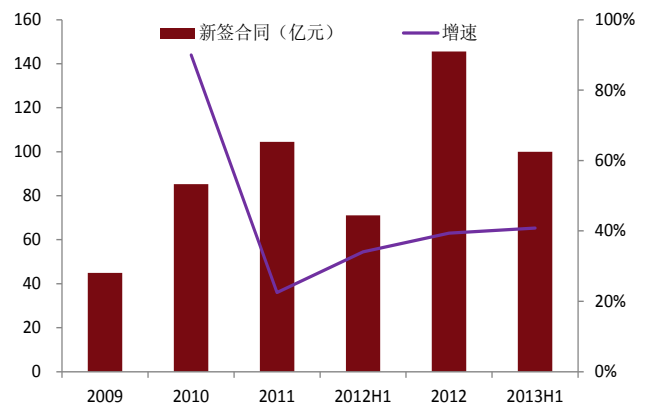
江河创建新签订单 2011 年达到行业低点, 而后一直处于复苏阶段。远大中国来自国内的新签合同 2012 年前一直处于高速增长阶段, 由 2009 年的 12.5% 上升到 2012 年上半年的 66.10%, 2012 年下半年新签订单增速出现下滑, 主要原因在于 2012 年受益于事件性驱动——沈阳地区全运会, 新承接项目大幅增加, 同时公司在 2013 年主动放弃一些盈利水平低、付款条件差的项目, 造成 2013 年新签订单同比增速下滑。幕墙行业龙头的新签订单代表未来 2-3 年我国幕墙行业的成长趋势, 我们有理由认为公司幕墙胶短期内仍将保持 30% 以上增长幅度, 明年高层建筑如果落地, 将带动幕墙胶爆发性增长。

图 13: 远大中国国内新签订单及增速



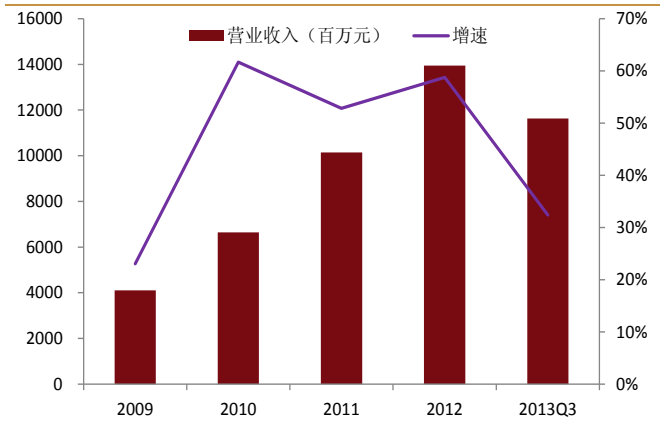
数据来源: 远大中国公告, 西南证券

图 14: 江河创建 新签订单及增速

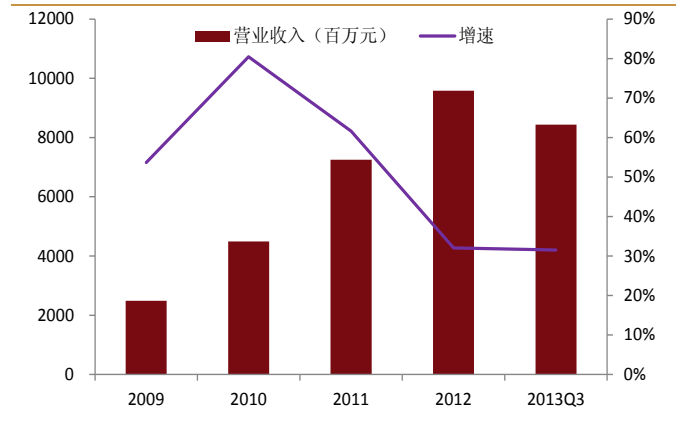


数据来源: 江河创建公告, 西南证券

装饰龙头金螳螂和亚夏股份增速营业收入增速虽然有所下滑, 但硅宝科技进入金螳螂供货商系统时间较短, 未来将迎来绝对额的增加, 市场份额逐步增加, 带动建筑胶增长。

图 15: 金螳螂营业收入及增速


数据来源: 金螳螂公告, 西南证券

图 16: 亚夏股份营业收入及增速


数据来源: 亚夏股份公告, 西南证券

建筑胶市场份额有望提速

公司在建筑胶领域的战略重点是超高层建筑用胶, 通过突破超高层建筑用胶的瓶颈, 夯实在幕墙胶领域的领军地位。目前, 高层幕墙胶市场基本被道康宁、瓦克等外资企业垄断, 国内仅有广州白云能够满足超高层幕墙胶的技术要求, 并被用于俗称“小蛮腰”的广州塔。硅宝科技已经做了技术方面的认证, 未来有望进入超高层领域。

国内厂商幕墙胶的价格远低于外资企业, 通常一栋超高层建筑需使用国外超高层的幕墙胶几千万元, 毛利率达到百分之五十以上, 而国内仅需几百万元, 国内厂商具有绝对的价格优势。随着在高层建筑胶领域市场的拓展以及对行业内其他标的的横向并购, 我们认为 2015 年公司幕墙胶市场份额在 10% 左右, 成为国内建筑有机硅室温胶领域的绝对龙头。

渠道开拓能力显著

公司密切跟踪下游市场变化, 从销售模式和网点布局两个方面进行战略调整, 满足市场需求。公司自去年开始整合建筑胶的销售模式, 由原来的经销和直销, 逐步采取无缝式的销售。同时, 加大流通领域的销售力度。针对小剂量民用胶, 公司采用网上(京东商城已经上货)和网下(红旗连锁已有销售)共同推广, 通过品牌优势拓展民用市场。而销售网点布局方面, 公司加大渠道下沉力度, 建筑胶经销商逐步由一线和省会城市向二三线城市拓展, 通过加大区域市场的开拓力度, 建筑胶销量将有望得到快速增长。

同时, 公司未来一段时间, 把省外驻点升级为公司形式, 增强销售力量。开拓市场带来市场份额的提升。我们着重看好公司依靠上市公司品牌及资金优势, 市场份额的逐步增加带来的投资机会。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

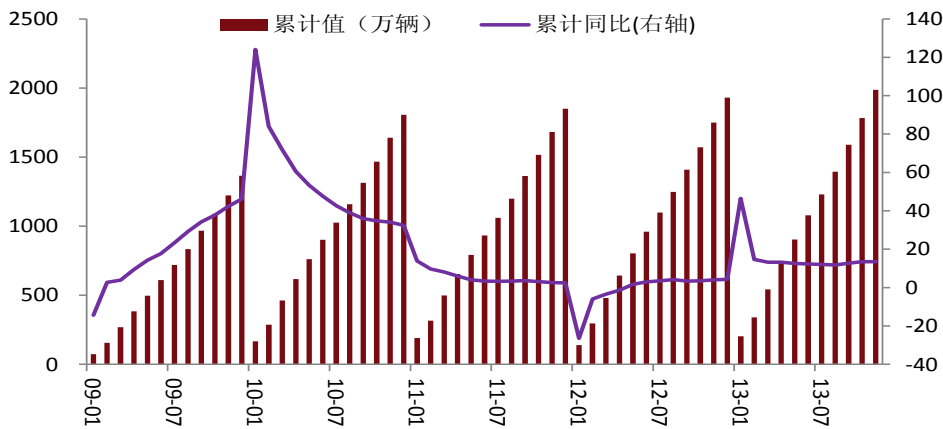
三、工业胶明年有望超预期

2012 年工业胶中防腐环保胶占 50%，汽车胶占 30%，其他占 20%。

汽车胶稳定增长

前 11 个月汽车销量达到 1986.01 万辆，累计同比增长 13.53%，预计 2012 年全年实现销量同比增长约 15%，西南汽车组预计明年汽车销量增长 12%-15%，带动公司汽车胶稳定增长。上半年汽车胶同比增长接近 30%，预计全年在 30% 左右。同时，随着车灯胶在合资企业中试用完成及发动机和风档玻璃用胶领域的市场开拓，公司汽车胶有望快速增长。

图 17: 2009 年以来汽车销量及累计同比增速



数据来源: 汽车工业协会、西南证券

新能源用胶出现复苏

上半年由于新能源行业不景气及电力环保用胶领域同质化严重，工业防腐环保胶和光伏用胶销量有所下滑。随着太阳能行业复苏和国家对大气污染治理工作的加强和相关政策的出台，太阳能用胶和电力环保用胶销售出现明显回暖迹象，三季度销量较去年同期有所上升。我们认为随着大气治理的逐步推进及政策加码，公司工业防腐环保胶有望迎来快速发展时期。同时，光伏行业复苏带动电子用胶销量增加以及对污水处理胶的开发逐步进入生产阶段，明年公司工业胶增速可能超预期。

西南能源组认为 2014 年内地企业将获取 7GW 的欧洲市场份额，光伏产品输欧通道依然畅通。同时，以中国、美国和日本为代表的新兴市场将接力欧洲，成为太阳能光伏产业发展的主要引擎。2014 年美日市场新增容量预计为 10GW，国内市场在政策的大力扶持下，将开启高速发展窗口，明年建设容量为 12GW。

表 1: 我国太阳能光伏产业发展政策

| 时间 | 颁布政策 | 主要内容 |
|--------|-------------------|--------------------------------------|
| 2012.2 | 《太阳能光伏产业十二五发展规划》 | 明确提出促进光伏产品应用，扩大光伏发电市场 |
| 2012.4 | 2012 年金太阳示范项目实施方案 | 公务 12 年金太阳示范工程的总规模为 1709MW |
| 2012.9 | 《太阳能发电发展十二五发展规划》 | 规划到 2015 年底太阳能装机容量达到 2100 万千瓦以上，年发电量 |

| 时间 | 颁布政策 | 主要内容 |
|---------|--|--|
| | | 达到 250 亿千瓦。 |
| 2012.9 | 《关于申报分布式光伏发电规模化应用示范区的通知》 | 每个省市区申报项目不得超过 3 个, 申报总装机容量原则上不得超过 50 万千瓦 |
| 2012.9 | 《分布式光伏发电示范区实施方案编制大纲》 | 对示范区做出详细要求 |
| 2012.10 | 《关于做好分布式光伏发电并网服务工作的意见》 | 接受分布式光伏并网标准 |
| 2012.11 | 《促进我国光伏产业发展的指导意见》《分布式光伏发电示范区实施办法和店家补贴标准》征求意见 | 初步确定光伏发电项目, 项目均可以获得 0.4-0.6 元/度的补贴 |
| 2012.12 | 中央财政拨付 70 亿元资金 | 支持启动光伏发电应用示范项目 |
| 2013.2 | 世界自然基金会碳减排先锋项目全球发布会 | 中国光伏“十二五”装机容量目标上调为 35GW |
| 2013.3 | 《关于完善光伏发电价格政策通知》征求意见稿 | 划分四类太阳能资源区, 分区实行相应的标杆上网电价, 分布式发电补贴为 0.35 元/千瓦时 |
| 2013.4 | 降低光伏发电项目增值税 | 光伏发电项目的增值税率在现行标准之上下调 50%-80% |
| 2013.6 | 《分布式光伏发电示范区工作方案》 | 要求各个省市能源主管部门按编制示范区方案上报 |
| 2013.7 | 国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见 | 提出若干扶持光伏产业健康发展措施 |
| 2013.9 | 财政部《关于光伏发电增值税政策的通知》 | 光伏发电项目增值税降低 50%-80% |
| 2013.10 | 国家发改委副主任兼国家能源局局长吴新雄 | 2014 年分布式光伏建设规模 6GW, 2015 年累计 20GW |
| 2013.11 | 《关于征求 2013、2014 年光伏发电建设规模意见的函》 | 光伏发电的建设规模将提高两成达到 12GW, 其中分布式光伏 8GW, 光伏电站 4GW |
| 2013.11 | 《关于分布式光伏发电项目管理暂行办的通知》 | 对分布式光伏发电一些细节做出安排 |

数据来源: 西南证券

环保用胶迎来高速增长

大气污染严重, 特别是雾霾天气对环境和人们生活的影响越来越明显, 其中二氧化硫是主要的大气污染物之一, 电力行业普遍都有脱硫脱硝的需求, 烟囱长期承受潮湿烟气冲刷, 而且冷凝酸液比较多, 对衬里层的抗腐蚀性、抗渗性能要求较高, 衬里层采用“砖加胶”, 该方案具有耐高温、耐酸性、施工周期短、造价成本相对较低等优势赢得业主和设计院的认可, 公司耐酸耐温产品在脱硫防腐行业得到广泛运用。未来国家将严控火力发电厂和大型石油企业的排放指标, 随着相关政策的出台, 电力防腐产品的市场需求有望实现爆发式增长。

表 2: 2013 年环保行业重大政策梳理

| 时间 | 部门 | 政策 |
|------------|----------|--------------------------------------|
| 2013 年 2 月 | 环保部 | 《环境空气细颗粒物污染防治技术政策》征求意见稿 |
| 2013 年 2 月 | 发改委 | 发布《加快燃煤电厂脱硝设备验收及落实脱硝电价政策有关工作》的通知 |
| 2013 年 2 月 | 环保部 | 《国家环境保护标准“十二五”发展规划》 |
| 2013 年 3 月 | 环保部 | 环保逐渐成为官员考核指标 |
| 2013 年 3 月 | 工信部 | 印发《2013 年工业节能与绿色发展专项行动实施方案》 |
| 2013 年 6 月 | 环保部 | 发布《水泥工业污染防治技术政策》 |
| 2013 年 6 月 | 国务院 | 部署大气污染防治十条措施 |
| 2013 年 6 月 | 中国环境监测总站 | 《PM2.5 自动检测仪器技术指标与要求 (试行) (2013 年版)》 |

| 时间 | 部门 | 政策 |
|----------|-----|---|
| 2013年7月 | 环保部 | 要求各地方环保部门从9月开始公布国家级和省级控制的重点监控企业的排放数据等信息 |
| 2013年8月 | 国务院 | 发布《关于加快发展节能环保产业的意见》 |
| 2013年9月 | 国务院 | 《大气污染防治行动计划》 |
| 2013年9月 | 国务院 | 《城镇排水与污水处理条例》 |
| 2013年9月 | 财政部 | 关于调整可再生能源电价附加征收标准的通知 |
| 2013年9月 | 国务院 | 印发《关于加强城市基础设施建设的意见》 |
| 2013年10月 | 环保部 | 《企业环境信用评价办法（试行）》 |
| 2013年11月 | 国务院 | 关于印发首批10个行业企业温室气体排放核算方法与报告指南（试行）的通知 |
| 2013年11月 | 环保部 | 《农村生活污水处理项目建设与投资指南》、《农村生活垃圾分类、收运和处理项目建设与投资指南》、《农村饮用水水源地环境保护项目建设与投资指南》和《农村小型畜禽养殖污染防治项目建设与投资指南》等四项指导性文件 |

数据来源：西南证券

同时，公司开发新产品用于污水管道用胶、储存石油用胶，随着市场的开拓，环保用胶可能迎来爆发性增长。

四、硅烷偶联剂产能过剩，等待复苏

硅烷偶联剂是有硅氯仿和带有反应性基团的不饱和烯烃在催化下加成，经过醇解后制取，国内有 KH550、KH560、DL602 等几种型号。硅烷偶联剂含有两个基团，一个是可水解的基团（与无机物反应），一个是有机官能团（与有机物反应），由于能在无机物和有机物中间建立联系，因此称为“硅烷偶联剂”。硅烷偶联剂种类不同，最大的种类是含硫硅烷偶联剂，主要应用在轮胎领域，其次是氨基类硅烷偶联剂，基本为通用类，可以应用于玻璃纤维和无机材料填充塑料等产品，其他品类还包括乙烯基硅烷偶联剂、甲基丙烯酰氧基类等种类，但是用量都比较少。

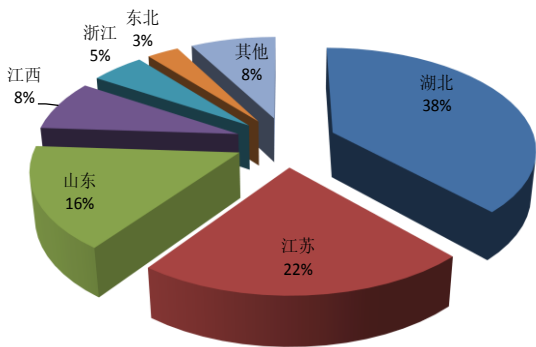
表 3：硅烷偶联剂应用领域及性能要求

| 类型 | 下游行业 | 作用 |
|----------|---------|------------------|
| 氨基类硅烷偶联剂 | 玻璃纤维行业 | 提高玻璃纤维的强度、抗水性和耐候 |
| 乙烯基三甲硅烷 | 塑料、复合材料 | 改善填料在树脂中的分散力和黏着力 |
| 氨基类硅烷偶联剂 | 胶粘剂行业 | 提高胶粘剂的强度、耐候性 |
| 氨基类硅烷偶联剂 | 涂料行业 | 增强气干材料对于底材的粘着力 |
| 含硫硅烷偶联剂 | 轮胎行业 | 降低滚动阻力 |

数据来源：公开资料，西南证券

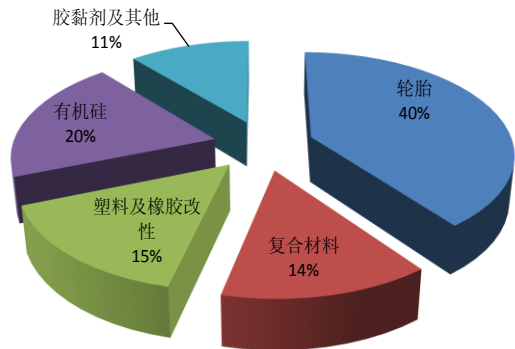
硅烷偶联剂生产企业主要集中在华中及华东地区，其中湖北，江苏、山东、江西、浙江等省为主要产区。下游需求主要是轮胎、有机硅、塑料及复合材料，合计占比 89%。

图 18: 2011 年中国硅烷产量分布



数据来源: 武大科技公告, 西南证券

图 19: 2012 年中国硅烷下游需求分析

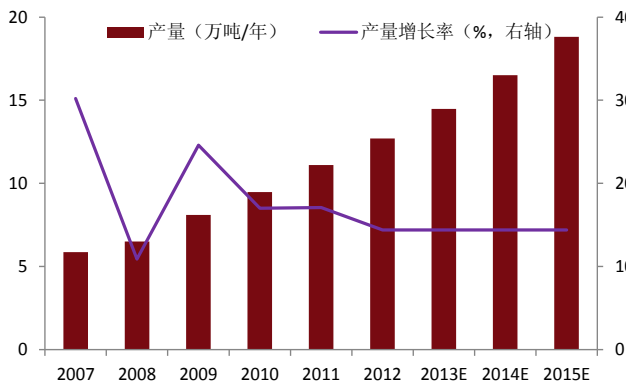


数据来源: 武大科技公告, 西南证券

中国是世界上最大的硅烷偶联剂生产国与消费国,2011 年我国大陆硅烷偶联剂产能约为 18.8 万吨/年,产量约为 10.59 万吨,分别占全球总量的 45.9%和 41.9%。2012 年,硅烷偶联剂产量为 12.7 万吨,其中国内消费量为 9.7 万吨,较 2011 年增长 14.8%,出口 3.5 万吨,2007-2011 年我国硅烷偶联剂产量、消费量年均增长率分别为 16.3%和 15.5%。

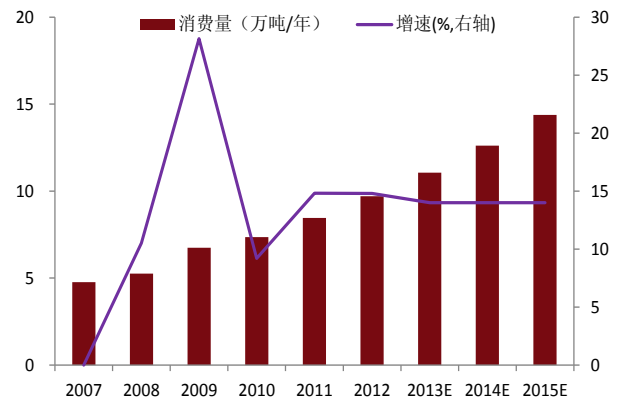
目前,我国硅烷偶联剂行业处于产能过剩阶段。由于多晶硅行业泡沫的破灭,其基础原料三氯硅烷在前几年多晶硅投资热潮中建设的大量生产装置产能无法消化,转而以低于成本的非理性价格冲击有机硅烷行业,使得三氯硅烷的价格处于历史最低位。行业内其他企业由于采用的间接法工艺技术以三氯氢硅为原料合成烷氧基硅烷及硅烷偶联剂,受益于此轮三氯氢硅价格非正常原因下滑,产品生产成本下降,对硅烷偶联剂行业造成影响。同时,由于受国内外经济增速放缓的影响,国际国内市场需求增速明显下降,难以消化行业新增产能的释放,导致产品竞争激烈,产品价格大幅度下降。

图 20: 我国硅烷偶联剂产量及增速



数据来源: 武大科技公告, 西南证券

图 21: 我国硅烷偶联剂消费量及增速

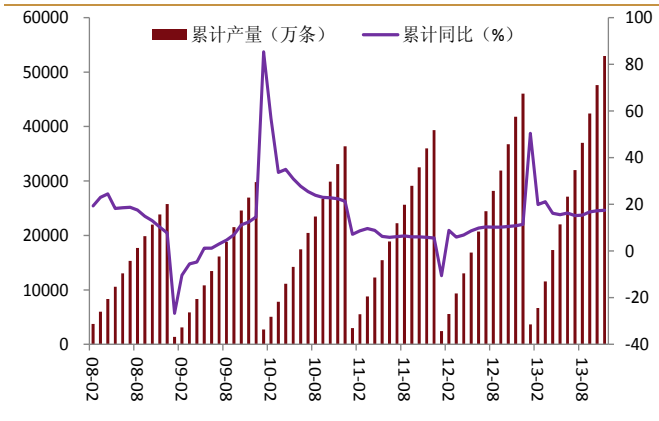


数据来源: 武大科技公告, 西南证券

下游需求增速分化严重

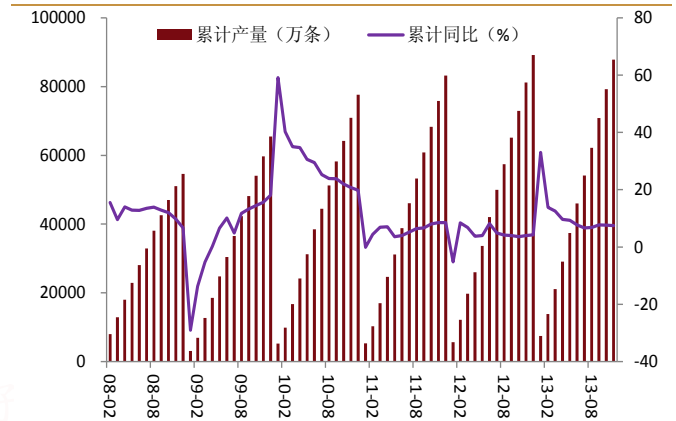
硅烷偶联剂主要应用在子午线轮胎，主要品种是含硫硅烷偶联剂，子午线轮胎增速维持年均增速 20%左右的水平，随着汽车保有量的增加及子午线轮胎的优势，未来子午线轮胎保持 20%左右的增速依然可以持续。

图 22: 我国子午线轮胎累计产量及增速



数据来源: WIND, 西南证券

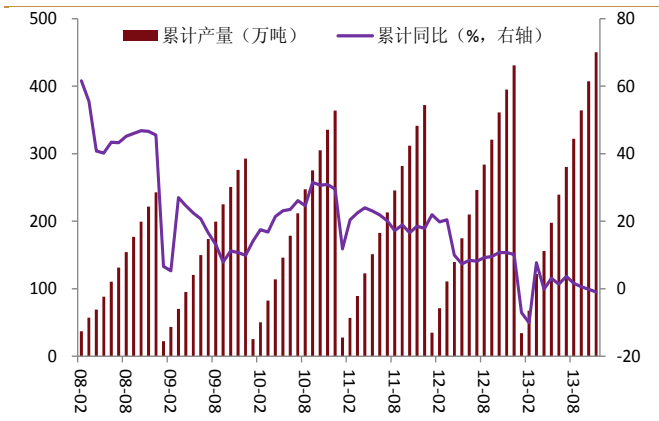
图 23: 我国橡胶轮胎累计产量及增速



数据来源: WIND, 西南证券

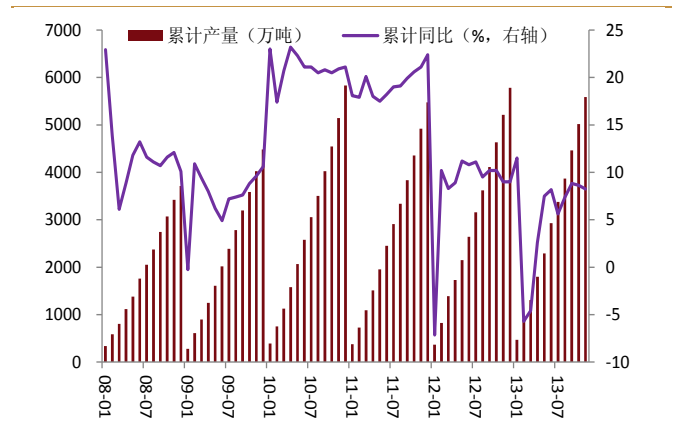
由于国内外宏观不景气，玻璃纤维纱和塑料制品增速有所下滑，短期内难以出现较高景气度。

图 24: 我国玻璃纤维纱累计产量及增速



数据来源: WIND, 西南证券

图 25: 我国塑料制品累计产量及增速



数据来源: WIND, 西南证券

五、盈利预测与投资建议

公司在商业地产领域增长确定性强的基础上，今年随着人们对建材环保的愈发重视，民用领域有望更上一层楼。而工业胶领域的业绩增速可能是最大的变量，一是汽车胶市场伴随汽车行业的逐步复苏以及公司产品进入合资车供应链的替代效应的体现；二是电力防腐胶在国家强制政策的引导下，该部分用胶量可能成为公司今年最大的亮点。

假设 1: 建筑胶下游需求依然强劲, 随着明年高层幕墙胶的突破及销售渠道的拓展, 建筑胶将迎来快速增长, 预计 2013-2015 年建筑胶年均增速分别为 36%、40%、50%, 毛利率均为 33%。

假设 2: 随着汽车胶销量的增加、工业环保用胶市场的开拓及光伏行业的复苏, 工业胶将保持快速增长趋势, 预计 2013-2015 年年均增速分别为 30%、30%、35%, 毛利率均为 57%。

假设 3: 目前, 硅烷偶联剂行业产能有所过剩, 下游需求景气度不高, 预计 2013-2015 年硅烷偶联剂收入均为 4000 万元, 毛利率分别为 18%、19%、20%。

假设 4: 制胶设备经营比较稳健, 预计 2013-2015 年收入分别为 1405.57 万元、2000 万元、2000 万元, 毛利率均为 26%。

盈利假设中, 我们没有考虑公司未来的横向并购带来的收入增长, 同时, 公司技术储备较多, 其中热塑性弹性体作为平台技术, 将为公司全面进入太阳能电池保护膜及 3D 打印材料等行业做好铺垫。

表 4: 盈利预测假设

| 单位: 万元 | | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 建筑胶 | 收入 | 24203.00 | 32916.04 | 46082.45 | 69123.68 |
| | 增速 | — | 36.00% | 40.00% | 50.00% |
| | 毛利率 | 36.99% | 33.00% | 33.00% | 33.00% |
| 工业胶 | 收入 | 5467.67 | 7107.97 | 9595.76 | 12954.28 |
| | 增速 | — | 30.00% | 35.00% | 35.00% |
| | 毛利率 | 55.42% | 57.00% | 57.00% | 57.00% |
| 设备 | 收入 | 1874.09 | 1405.57 | 2000.00 | 2000.00 |
| | 增速 | -8.37% | -25.00% | 42.29% | 0.00% |
| | 毛利率 | 20.67% | 26.00% | 26.00% | 26.00% |
| 偶联剂 | 收入 | 5378.07 | 4000.00 | 4000.00 | 4000.00 |
| | 增速 | -28.03% | -25.62% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 16.57% | 18.00% | 19.00% | 20.00% |
| 其他 | 收入 | 146.60 | 100.00 | 120.00 | 150.00 |
| | 增速 | 83.25% | -31.79% | 20.00% | 25.00% |
| | 毛利率 | 70.92% | 50.00% | 50.00% | 50.00% |
| 合计 | 收入 | 37203.78 | 45529.58 | 61798.22 | 88227.96 |
| | 增速 | 9.56% | 22.38% | 29.58% | 30.27% |
| | 毛利率 | 36.98% | 35.25% | 35.63% | 35.80% |

数据来源: 公司公告、西南证券

我们预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.48 元、0.63 元、0.90 元, 对应动态 PE 分别为 25.40 倍、19.15 倍、13.48 倍, 我们坚定看好公司未来的发展, 给予“买入”评级。

六、风险提示

1. 原材料价格波动风险

有机硅上游产品硅氧烷初级聚合物 107 硅橡胶和 201 硅油为公司主要原材料, 占公司有机硅室温胶原材料成本的 76%-84%。因此当硅氧烷初级聚合物 107 硅橡胶和 201 甲基硅油价格的上升将会使当期主营业务利润有所下降。上游有机硅行业产能相对过剩, 但仍存在阶段性的价格调整的可能, 因此, 将造成公司的主要原材料价格波动的风险。

2、硅烷偶联剂产品市场竞争力弱

硅烷偶联剂行业企业数量少, 生产规模小, 产品单一, 研发能力弱, 与国外厂商相比市场竞争力有待提高。公司硅烷偶联剂产品如无法在技术及研发方面升级, 不断提高产品在实际应用方面的研发实力, 将摆脱不了产能相对过剩及低价竞争的格局。

3、减持风险。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：财务预测表 (单位: 百万元)

| 资产负债表 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 利润表 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 167.68 | 187.85 | 203.61 | 227.15 | 营业收入 | 372.04 | 455.30 | 617.98 | 882.28 |
| 应收和预付款项 | 156.56 | 193.25 | 236.04 | 288.54 | 减:营业成本 | 238.26 | 290.80 | 395.51 | 562.93 |
| 存货 | 47.09 | 56.76 | 75.07 | 112.57 | 营业税金及附加 | 2.39 | 2.73 | 3.71 | 5.29 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业费用 | 29.59 | 34.85 | 47.30 | 67.53 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 管理费用 | 36.03 | 41.47 | 56.28 | 80.36 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | -4.85 | -3.47 | -3.87 | -4.31 |
| 固定资产和在建工程 | 179.69 | 210.42 | 244.34 | 278.21 | 资产减值损失 | 1.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产和开发支出 | 33.20 | 42.38 | 51.37 | 60.15 | 加:投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 584.21 | 690.67 | 810.42 | 966.62 | 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 营业利润 | 69.11 | 88.92 | 119.05 | 170.49 |
| 应付和预收款项 | 43.56 | 94.19 | 139.89 | 190.94 | 加:其他非经营损益 | 3.40 | 3.40 | 3.40 | 3.40 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额 | 72.51 | 92.32 | 122.45 | 173.89 |
| 其他负债 | 18.68 | 18.68 | 18.68 | 18.68 | 减:所得税 | 10.43 | 13.85 | 18.37 | 26.08 |
| 负债合计 | 72.23 | 122.87 | 168.57 | 219.61 | 净利润 | 62.08 | 78.47 | 104.09 | 147.81 |
| 股本 | 102.00 | 102.00 | 102.00 | 102.00 | 减:少数股东损益 | 0.61 | 0.78 | 1.03 | 1.46 |
| 资本公积 | 236.42 | 236.42 | 236.42 | 236.42 | 归属母公司股东净利润 | 61.47 | 77.70 | 103.06 | 146.35 |
| 留存收益 | 157.52 | 212.57 | 285.59 | 389.28 | 现金流量表 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 归属母公司股东权益 | 495.94 | 550.99 | 624.01 | 727.70 | 经营性现金净流量 | 34.17 | 86.46 | 94.03 | 115.99 |
| 少数股东权益 | 16.04 | 16.82 | 17.85 | 19.31 | 投资性现金净流量 | -42.21 | -47.11 | -52.11 | -54.11 |
| 股东权益合计 | 511.98 | 567.80 | 641.85 | 747.01 | 筹资性现金净流量 | -9.30 | -19.18 | -26.16 | -38.34 |
| 负债和股东权益合计 | 584.21 | 690.67 | 810.42 | 966.62 | 现金流量净额 | -17.35 | 20.18 | 15.75 | 23.54 |

数据来源: 西南证券

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net