

硅宝科技(300019)深度报告

借鉴装饰逻辑, 享受高速增长估值

投资要点

- **提要:** 今年3月份, 我们在硅宝科技首篇深度报告《有机硅领域的成长股》中从下游需求角度详细阐述了公司成长的逻辑;12月23日, 我们再次发布深度报告《坚定看好公司长期成长性》, 重点跟踪公司经营情况及强化渠道建设促进成长的逻辑; 本篇报告将通过引述装饰行业发展历程, 从市占率和渠道建设两个角度来解读公司建筑胶的成长逻辑。我们认为硅宝科技即将迎来业绩的爆发阶段, 并将持续较长一段时间, 引领有机硅室温胶建筑领域的发展, 我们邀您共同分享公司长期成长的神话!
- **建筑胶与装饰行业具有很大的相似性。** 我们认为公司目前所处阶段与五大装饰公司(金螳螂、亚厦股份、广田股份、洪涛股份、瑞和股份)上市初期所处阶段非常相似。均是市占率较低——提升市场份额取得超越行业的增速; 商业地产贡献较大收入——房地产调控对公司业绩影响较小, 体现出明显的抗周期性; 来自于存量(重装)与增量(新装)的巨大市场空间——维持长期增长的重要原因; 少数区域贡献较大业绩——异地开拓引领业绩增长; 渠道建设处于初期——渠道下沉, 异地开拓, 带动业绩高速增长。上市公司将凭借品牌、资金、管理优势, 迅速开拓市场提升市占率, 带来业绩爆发增长和长期成长。
- **市占率逐步提升是建筑胶长期增长的核心逻辑。** 2007-2012年装饰行业CAGR为9.77%, 同期前三大装饰公司(金螳螂、亚厦股份、广田股份)CAGR达到32.17%远高于行业的平均增速。同时, 前三强市占率从2007年的0.34%上升到2012年的1.15%, 面对巨大的市场容量, 上市公司运用资金、品牌、管理等优势, 通过异地扩张等抢占市场份额, 实现业绩远高于行业的增速。公司在2006-2012年有机硅室温胶CAGR达到31.53%, 远高于行业同期的CAGR11%左右, 市占率从2009年的2.33%上升到2012年的3.23%, 我们认为公司通过提升市占率促进建筑胶的高增长与装饰行业的成长逻辑具有一致性。
- **异地市场开拓是装饰行业与公司持续高速增长的引擎。** 装饰行业龙头企业金螳螂省外收入占比从2005年的22.40%增长到2012年的54.93%, 2005-2012年省外收入CAGR达到59.65%, 远高于同期省内收入CAGR29.96%; 亚厦股份华东区域之外收入占比从2007年的23.86%增长到2012年的39.08%, 2007-2012年华东区域之外收入CAGR达到63.46%, 远高于同期华东区域收入CAGR41.65%, 异地市场开拓是装饰龙头企业持续高速增长的主要原因。硅宝科技收入的60%-70%左右来自于华东和西南地区, 未来随着其他区域渠道建设的加速及完善, 将带动业绩持续快速增长。
- **业绩高速增长的两个条件。** 作为国内建筑领域有机硅室温胶唯一一家上市公司, 拥有品牌、资金及管理的优势, 上市后连续四年实现业绩的稳定增长。基于对装饰行业的研究和类比, 我们认为在满足两个条件的情况下, 公司业绩将迎来高速增长阶段: 一、高性能幕墙胶用于一个超高层建筑实体, 打响

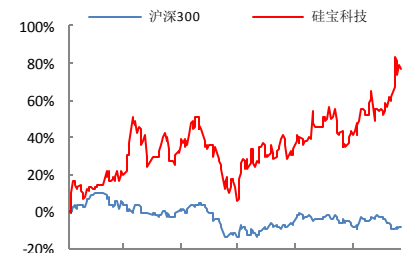
西南证券研究发展中心

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: lxd@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)	7.15-13.38
总市值(亿元)	20.82
总资产(亿元)	6.59
每股净资产(元)	3.23

相关研究

1. 硅宝科技(300019): 坚定看好公司长期成长性 (2013-12-23)
2. 硅宝科技(300019): 前三季度增速平稳, 期待年底靓丽收官 (2013-10-25)
3. 硅宝科技(300019): 经营稳健, 业绩确定性强 (2013-07-26)
4. 硅宝科技深度报告(300019): 有机硅领域成长股 (2013-3-29)
5. 硅宝科技(300019): 业绩稳健增长, 估值优势明显 (2013-3-22)



硅宝牌密封胶的品牌；二、加快渠道建设步伐。一旦这两个条件能够实现，公司业绩将爆发性增长。我们认为这两个条件在 2014 年落地的可能性较大。

- **高性能幕墙胶在超高层建筑的突破。**公司利用成都作为有机硅新材料产业人才聚集地的区位优势，与原化工部晨光化工研究院及四川大学开展了多项合作，技术水平处于先进，产品质量高，并不断的开发新的有机硅室温胶品种，研发实力一直走在国内前列。公司开发了高性能幕墙胶，已经经过相关部门的检验，产品性能达到超高层幕墙胶的需求，并积极跟踪超高层建筑项目，有望在 2014 年用于实体建筑。
- **加快渠道建设步伐。**目前，公司一线城市基本均有网点，但力度不够，特别是省外区域尚有很多均是办事处，成都地区之外尚无建筑胶生产点，难以大力拓展市场。自去年开始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，加强与装饰公司、中空玻璃公司、知名地产公司的合作。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。同时，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，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。
- **装饰股的成长逻辑，高速增长的估值。**我们引述装饰行业的成长逻辑，但不能给予公司目前装饰行业的估值，主要原因在于所处的阶段及行业状况不同：一、装饰龙头公司已具有上百亿元的年产值，从基数的角度来看，未来增速放缓，而硅宝科技目前仅有 4 亿元的年产值，基数低支持高增长。二、装饰行业大力开拓市场，异地扩张带动业绩增长已进行多年，不断抢占市场空间，增速呈放缓趋势，而硅宝科技在渠道建设及异地扩张方面才刚起步，并且力度尚不大，一旦渠道建设加速，增长非常乐观。三、装饰行业目前上市企业已有 5 家，上市公司运用品牌、资金及管理优势抢占市场的边际效用递减。同时，园林行业相关公司逐步进入装饰行业，以幕墙为主业的远大中国和江河创建也在蚕食装饰行业的市场空间，装饰行业竞争越发激烈。而建筑胶领域目前上市的仅有硅宝科技一家（回天胶业和有机硅单体的相关上市公司涉及少量建筑胶业务），上市公司的优势非常明显。同时，我们还可以看到，在装饰行业公司上市初期及渠道建设快速增长阶段，市场给予了较高的估值，随着五大装饰公司逐步增加市场份额，市占率逐步提升，体量增大及行业格局变化，估值逐步下移。但硅宝科技处于初期阶段，巨大的市场空间尚未开发，渠道建设刚上台阶，未来省外市场的大力开拓助推业绩的快速增长，理应享受更高的估值。
- **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 25.42 倍、29.16 倍、13.49 倍，我们坚定看好公司未来的发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动；硅烷偶联剂产品市场竞争力弱；超高层建筑及渠道开拓未达预期。

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	32.13	25.42	19.16	13.49
PB	3.98	3.58	3.16	2.71

数据来源：西南证券

目 录

一、市占率逐步提升是建筑胶长期增长的核心逻辑	1
装饰行业龙头公司收入 CAGR 远高于行业.....	1
装饰龙头公司收入增速具有一定的抗周期性.....	1
龙头公司市占率逐步提升是收入高速增长的核心逻辑.....	2
硅宝科技收入增速显著高于行业.....	2
公司将受益于市占率的提升，保持长期成长.....	3
二、异地扩张实现业绩快速增长	4
装饰行业异地市场开拓，实现业绩快速增长.....	4
硅宝科技省外市场开拓即将增速.....	6
三、业绩高速增长的两个条件	7
四、装饰股的成长逻辑，高速增长的估值	7
五、盈利预测与投资建议	8
六、风险提示	9

插图目录

图 1: 2005 年以来建筑装饰行业产值及增速	1
图 2: 2005 年以来金螳螂收入及增速	1
图 3: 2006 年以来亚厦股份收入及增速	2
图 4: 2007 年以来广田股份收入及增速	2
图 5: 2007 年以来三大装饰公司市占率逐步提升	2
图 6: 2006 年以来有机硅室温胶消费量及增速	3
图 7: 2006 年以来硅宝科技有机硅室温胶收入及增速	3
图 8: 2006 年以来公司市占率逐步提升	4
图 9: 2005 年以来金螳螂省内外收入及增速	5
图 10: 2007 年以来亚厦股份华东及其他区域收入及增速	5
图 11: 2012 年公司营业收入分地区情况	6
图 12: 2006 年以来公司华东西南收入及占比	6
图 13: 2008 年以来装饰行业整体估值 (TTM)	8

表格目录

表 1: 截止 2012 年我国有机硅室温胶主要公司已有产能	3
表 2: 我国有机硅室温胶主要新建和拟建项目表	3
表 3: 2010 年以来金螳螂市场开拓概况	5
表 4: 2010 年以来亚厦股份市场开拓概况	5
表 5: 盈利预测假设	9
附录: 财务预测表 (单位: 百万元)	10

今年3月份，我们在硅宝科技首篇深度报告《有机硅领域的成长股》中从下游需求角度详细阐述了公司成长的逻辑；12月23日，我们再次发布深度报告《坚定看好公司长期成长性》，重点跟踪公司经营现状及强化渠道建设促进成长的逻辑；本篇报告将通过引述装饰行业发展历程，从市占率和渠道建设两个角度来解读公司建筑胶的成长逻辑。我们认为硅宝科技即将迎来业绩的爆发阶段，并将持续较长一段时间，引领有机硅室温胶建筑领域的发展，我们邀您共同分享公司长期成长的神话！

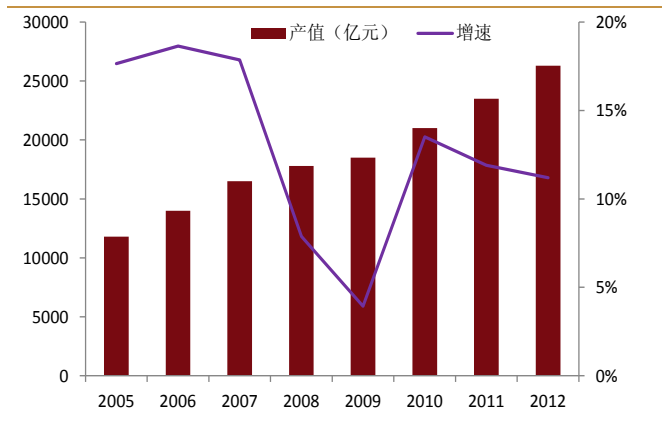
我们认为公司目前所处阶段与五大装饰公司（金螳螂、亚厦股份、广田股份、洪涛股份、瑞和股份）上市初期所处阶段非常相似。均是市占率较低——提升市场份额取得超越行业的增速；商业地产贡献较大收入——房地产调控对公司业绩影响较小，体现出明显的抗周期性；来自于存量（重装）与增量（新装）的巨大市场空间——维持长期增长的重要原因；少数区域贡献较大业绩——异地开拓引领业绩增长；渠道建设处于初期——渠道下沉，异地开拓，带动业绩高增长。上市公司将凭借品牌、资金、管理优势，迅速开拓市场提升市占率，带来业绩爆发增长和长期成长。

一、市占率逐步提升是建筑胶长期增长的核心逻辑

装饰行业龙头公司收入 CAGR 远高于行业

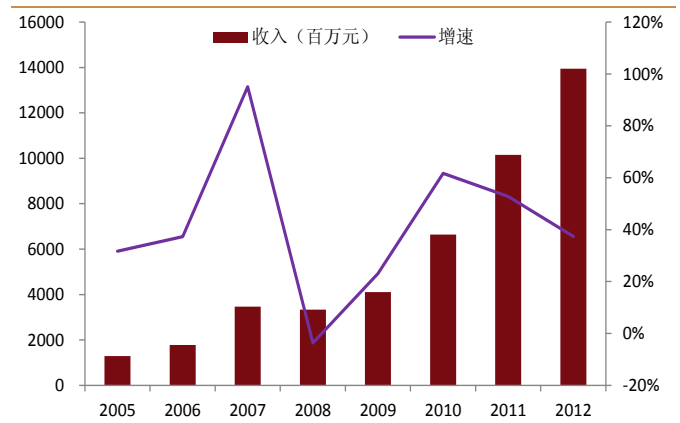
根据中国建筑装饰协会的数据，2012年全国装饰行业总产值约2.6万亿元，较2011年增长11.20%，2005-2012年行业复合增长率为12.13%。装饰龙头公司金螳螂收入从2005年的12.93亿元增长到2012年的139.42亿元，复合增长率达到40.45%；亚厦股份收入从2006年的8.72亿元增长到2012年的95.77亿元，复合增长率达到49.08%，远高于行业平均增速。

图 1：2005 年以来建筑装饰行业产值及增速



数据来源：西南证券整理

图 2：2005 年以来金螳螂收入及增速

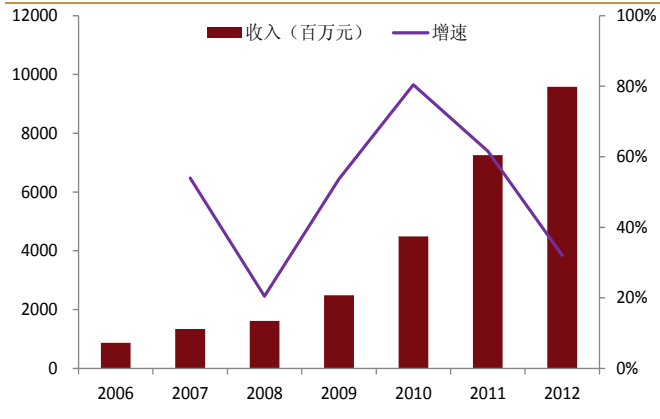


数据来源：金螳螂公告，西南证券

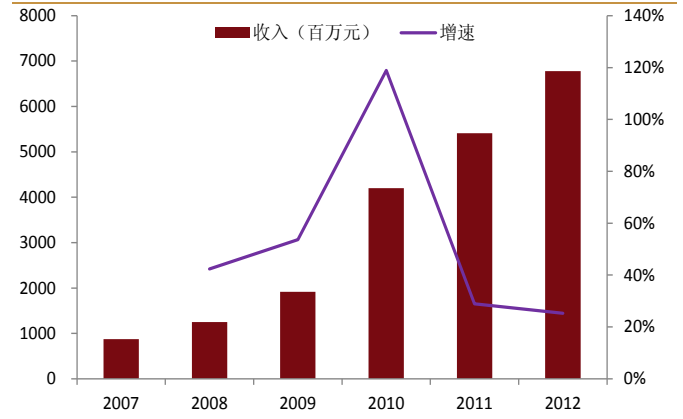
装饰龙头公司收入增速具有一定的抗周期性

即使在房地产调控较紧的2011-2012年，金螳螂、亚厦股份与广田股份仍然分别保持了52.80%、37.42%；61.60%、32.04%；28.88%、25.27%的增速，继续保持快速增长，而同

期装饰行业增速仅为 11.90%、11.20%。龙头公司收入增速远高于行业，且具有一定的抗周期性。

图 3: 2006 年以来亚厦股份收入及增速


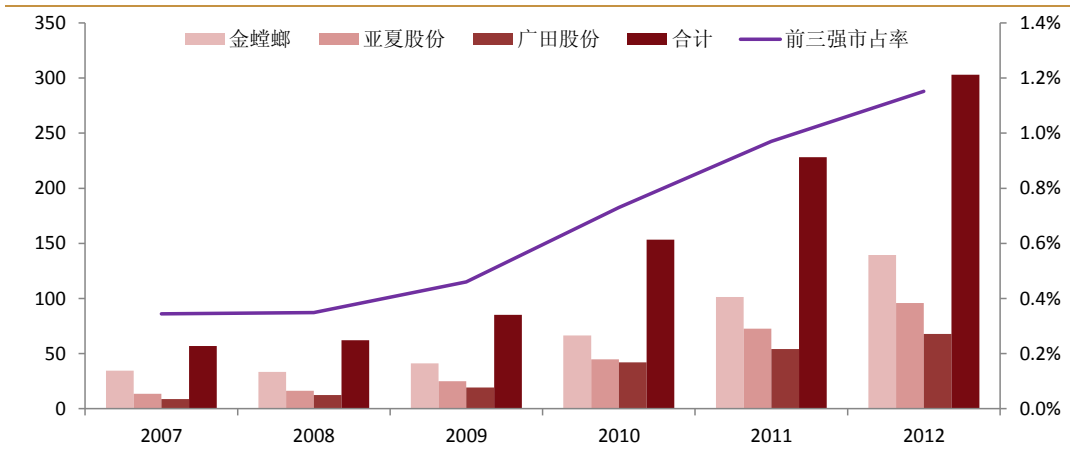
数据来源: 西南证券整理

图 4: 2007 年以来广田股份收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

龙头公司市占率逐步提升是收入高速增长的核心逻辑

2012 年, 装饰行业内企业总数在 14.2 万家左右, 行业所在家数较多。三大装饰公司 2007 年收入合计 56.84 亿元, 拥有 0.34% 的市占率; 2012 年三大装饰公司收入合计 302.97 亿元, 拥有 1.15% 的市占率, 三大装饰公司市占率从 2005 年 0.34% 上升到 2012 年 1.15%, 但依然处于较低水平。装饰行业龙头公司市占率低, 可以利用资金、品牌优势快速抢占非上市公司市场份额, 尤其以异地扩张、兼并收购手段, 从而实现远高于行业的增速。

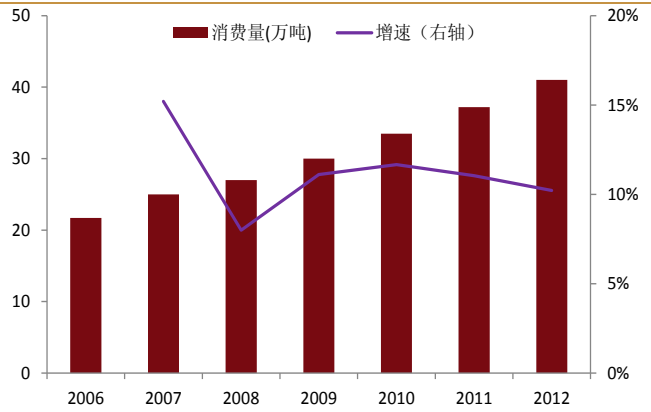
图 5: 2007 年以来三大装饰公司市占率逐步提升


数据来源: 公司公告, 西南证券

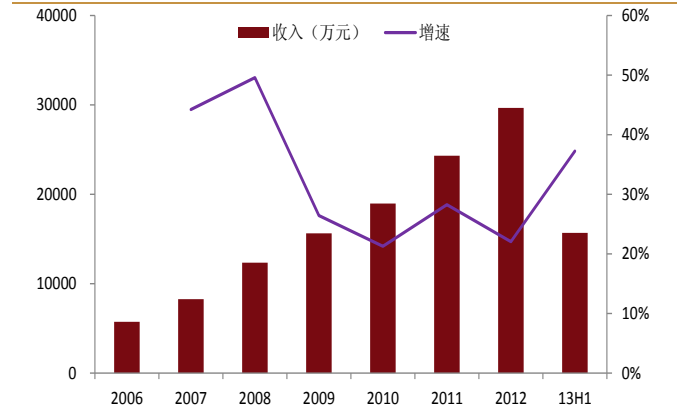
硅宝科技收入增速显著高于行业

公司有机硅室温胶收入增速高于行业增速。2006 年以来, 我国有机硅室温胶保持 11% 左右的复合增长率, 2012 年达到 40 多万吨的消费量。在不考虑有机硅室温胶价格下降的情

况下，同期硅宝科技有机硅室温胶收入实现快速增长，2006年至2012年公司有机硅室温胶复合增长率达到 31.53%，远高于行业增速。如果把有机硅室温胶价格的下降考虑在内，2006-2012公司有机硅销售量 CAGR 要高于 31.53%。

图 6: 2006 年以来有机硅室温胶消费量及增速


数据来源:《有机硅材料》, 西南证券整理

图 7: 2006 年以来硅宝科技有机硅室温胶收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

收入增速高于建筑业用胶增速。近年来，随着建筑以及家庭装修业的发展和新型建筑材料的应用，国内硅酮密封胶和有机硅结构胶的用量以年均 20%左右的速度发展，由于公司 2012 年之前的财务报表中没有详细区分建筑类用胶和工业类用胶，我们无法考证 2012 年之前公司建筑胶的增长情况。公司 2012 年建筑类用胶增长 30.94%，2013 年上半年建筑类用胶同比增长 50.47%，高于行业增速约 10 个百分点。

公司将受益于市占率的提升，保持长期成长

目前，我国建筑胶领域，获得结构胶认定的企业有 51 家左右，而硅酮密封胶生产企业在 200 家以上。产能超过 5000 吨/年的密封胶企业有 30 多家，超过 1 万吨的企业约 15 家，主要集中于江浙、广东沿海一带，产能在 60 万吨左右。

表 1: 截止 2012 年我国有机硅室温胶主要公司已有产能

公司名称	产能 (万吨)
广东新展有机硅有限公司	6.00
杭州之江有机硅化工有限公司	4.20
道康宁 (张家港) 有机硅有限公司	4.00
建华胶粘实业有限公司	3.00
成都硅宝科技股份有限公司	2.80
瓦克化学 (张家港) 有限公司	2.00
浙江凌志精细化工有限公司	2.00
迈图高新材料 (南通) 有限公司	2.00
佛山市卡特尔胶粘实业有限公司	2.00
佛山市南海去金叶硅胶有限公司	2.00
江门大光明胶粘有限公司	2.00
合计	32.00

数据来源: 卜新平《我国有机硅材料 2012 年行业现状及 2013 年预测分析》, 西南证券

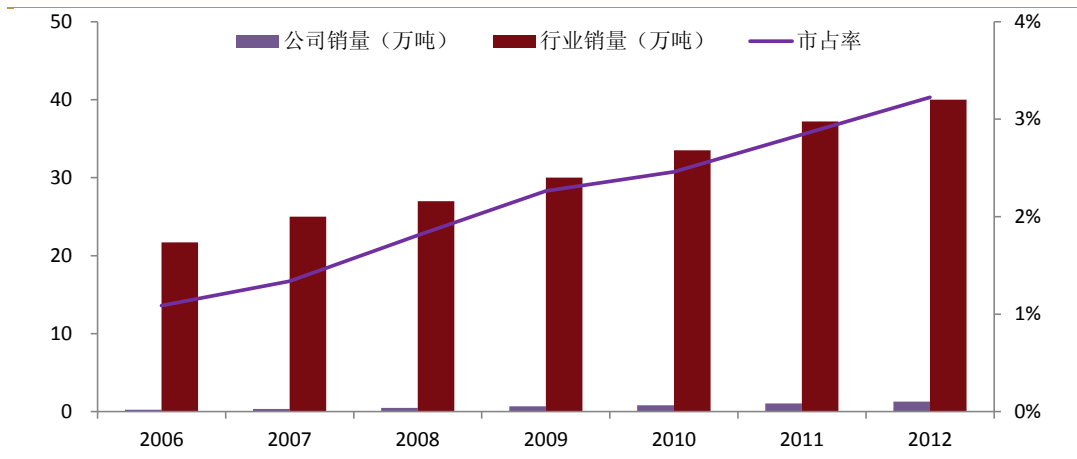
表 2: 我国有机硅室温胶主要新建和拟建项目表

公司	概况	投产时间
信越有机硅（南通）有限公司	6 000t/a 室温胶、7 200t/a 液体硅橡胶	2012 年
浙江新安集团	2.4 万 t/a 密封胶	2012 年
广东新展有机硅有限公司	6 万 t/a 室温胶	2013 年
成都硅宝科技股份有限公司	5 万 t/a 室温胶	2014 年

数据来源：卜新平《我国有机硅材料 2012 年行业现状及 2013 年预测分析》，西南证券

公司 2009 年有机硅室温胶实现收入 15626.87 万元，按照每吨 2.3 万元的价格，2009 年有机硅室温胶的销量大概在 0.7 万吨左右，2009 年有机硅室温胶行业消费量在 30 万吨左右，公司市占率仅为 2.33%；2012 年公司有机硅室温胶销售收入 29670 万元，按照 2 万元/吨的价格计算，公司 2012 年有机硅室温胶销量大概在万吨，有机硅室温胶行业消费量在 40 万吨左右，公司市占率 3.70%，市占率大幅提升。40 多万吨的消费量是按照硅氧烷与有机硅室温胶按照 1:2 的比例计算而来，实际上绝大多数厂家有机硅室温胶产品中硅氧烷所占比重远低于 50%，公司市占率远低于 3.7%，更有利于开拓市场，提升市占率，促进业绩增长。

图 8：2006 年以来公司市占率逐步提升



数据来源：西南证券整理

随着城镇化进程的推进及建筑装饰行业的发展，建筑业对有机硅密封胶的需求将呈现较大幅度增长。由于有机硅室温胶价格处于变动之中，估计目前公司市占率大约在 3%左右，我们认为公司所处行业与装饰行业非常相似，未来增长的核心逻辑是通过上市公司品牌、资金及管理优势，迅速抢占市场份额，实现业绩的快速增长。

二、异地扩张实现业绩快速增长

装饰行业异地市场开拓，实现业绩快速增长

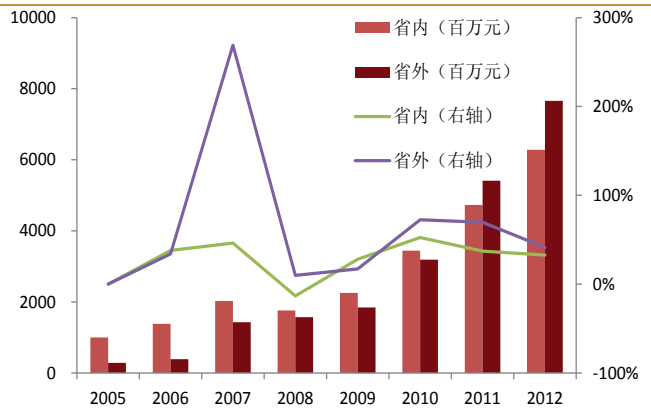
装饰行业龙头企业逐步开拓省外市场，特别是在上市之后，运用资本市场多重优势，拥有资金、品牌及管理优势，省外收入增速远高于省内，打破省内市场增长瓶颈，短期内实现了骄人的业绩，省外收入占比逐步增加。

截止 2012 年，金螳螂收入达到 139.39 亿元，其中省外收入占比从 2005 年的 22.40% 增长到 2012 年的 54.93%，省内收入占比从 2005 年的 77.60% 下降到 2012 年的 45.07%，

2005-2012 年省内收入复合增长率达到 29.96%，省外收入复合增长率达到 59.65%，省外收入增速远高于省内，带动业绩的快速增长。

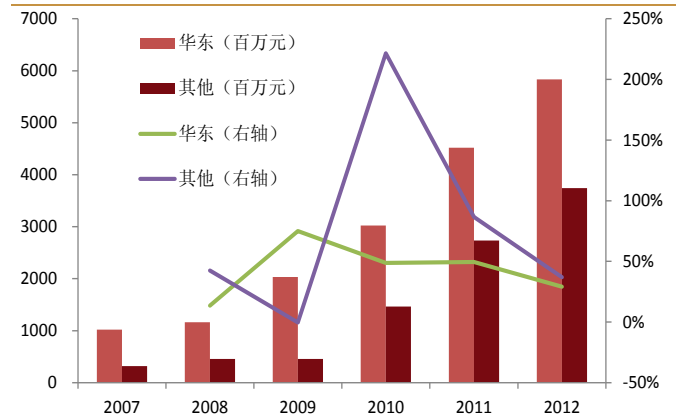
截止 2012 年，亚厦股份收入达到 95.75 亿元，其中华东区域之外的收入占比从 2007 年的 23.86% 增长到 2012 年的 39.08%，华东区域收入占比从 2007 年的 76.14% 下降到 2012 年的 60.92%，2007-2012 年华东区域收入复合增长率达到 41.65%，华东区域之外收入复合增长率达到 63.46%，华东区域之外收入增速远高于华东区域，带动业绩的快速增长。

图 9: 2005 年以来金螳螂省内外收入及增速



数据来源:《有机硅材料》，西南证券整理

图 10: 2007 年以来亚厦股份华东及其他区域收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

表 3: 2010 年以来金螳螂市场开拓概况

年份	概况
2010	全国性营销网络基本建成, 在全国 24 个大、中城市设立了分公司, 保持传统优势市场业务稳定、快速增长的同时, 加大了全国市场开拓力度。设计部门在做好专业的同时, 开拓了区域市场。
2011	新设山西、长沙、重庆等 8 个分公司, 至 2011 年已设立 36 家分公司。全资子公司美瑞德新设立了合肥、西安分公司, 全资子公司金螳螂幕墙新设立了合肥分公司。各分公司/驻外机构的业务、设计和投标团队已逐步健全, 进一步提高了区域市场的业务承接能力和业务实施能力。积极推行大客户战略, 建立了战略客户信息管理数据库制定了三级维护制度, 通过开展战略客户专项沟通会议等扎实有效的工作, 推动了战略客户业务数量和规模的大幅上升, 并从源头上有效节省了营销费用。
2012	已构建了营销中心、营销分公司、直属团队及驻外机构的多级营销网络架构, 累计已建立了 47 家分公司, 实现了覆盖全国的营销网络。利用非公开发行股票募集资金进行营销网络升级, 营销网点的业务辐射力与承接能力得以进一步提升, 综合市场开拓能力得到了进一步增强。收购美国 HBA 控股权, 可充分利用 HBA 和众多国际著名酒店集团的良好合作关系, 开拓国际酒店业务市场; 将利用 HBA 全球范围内 24 个子公司和 6 个代表处的布局优势, 开拓国际业务, 初步实现面向全球的营销网络建设。增资控股了辽宁金螳螂幕墙 60% 的股权, 利用其高等级的装饰、幕墙资质以及其成熟的营销网络, 促进了东北区域市场业务的快速增长。新设了国际业务部, 开始建立专业海外营销团队开拓国内涉外业务和国际业务市场。已初步构建了“点, 线, 面”全国市场战略布局。

数据来源: 金螳螂公告, 西南证券

表 4: 2010 年以来亚厦股份市场开拓概况

年份	概况
2010	构建了 2 个区域公司 (天津、西南)、2 个营销网络管理公司 (武汉、海南)、2 个专业营销网点 (江苏、青岛), 初步搭建了一批业务水平高、执行能力强、和谐高效的优秀经营团队。
2011	成功收购了上海蓝天和成都恒基, 已完成 2 个区域公司、2 个营销网络公司、2 个专业营销网点的建设, 可复制营销网络模式成

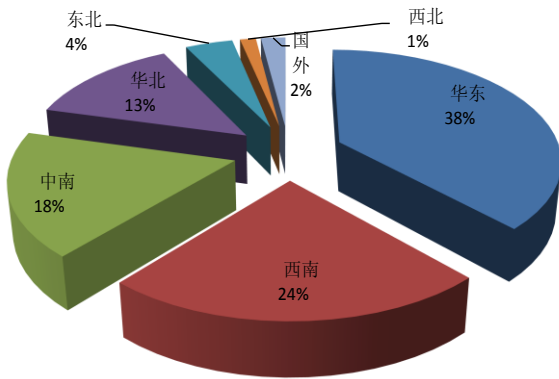
年份	概况
	效显著，省外业务快速发展，市场范围覆盖全国。
2012	新增宁波区域公司，山东、江苏和安徽营销网络公司，沈阳、郑州、广州、上海营销网点。截止 2012 年底，已设立 3 家区域公司、5 家营销网络公司、6 家营销网点。同时已经累计设立了 25 家分公司，全资子公司浙江亚厦幕墙有限公司累计设立 23 家分公司。随着营销网络模式的日益完善，省外业务得到快速发展，2012 年省外新签合同 87 亿元，同比增长 21%。积极推广实施“可复制营销模式”，将总部的经营管理模式成功移植到三级营销网络中，建立了一批业务能力强、执行效率高的优秀团队。同时积极推行“大客户战略”和“大营销战略”，建立动态的大客户数据管理库，鼓励经营人员承接装饰产业链的优质项目，进一步提高了各区域市场的业务承接能力，并有效节省了营销费用。

数据来源：亚厦股份公告，西南证券

硅宝科技省外市场开拓即将增速

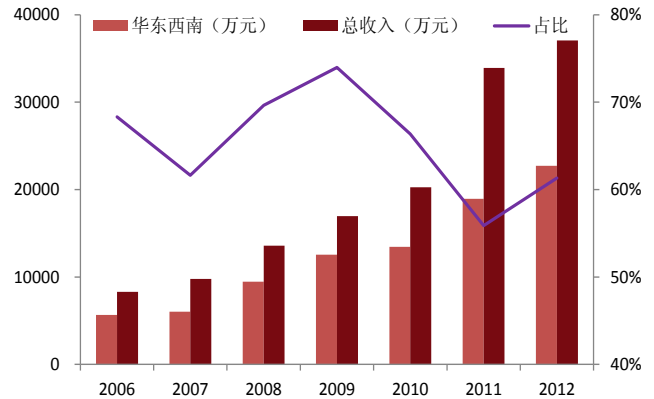
分地区看，2012 年华东收入占比 38%，西南收入占比 24%，两区域合计占比 62%，其他区域共计 38%，收入结构不够均衡。由于公司地处西南，具有当地市场优势，华东是我国经济发展最好的地区，对于建筑胶的需求较大。因此，华东西南两区域占比较大。

图 11：2012 年公司营业收入分地区情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 12：2006 年以来公司华东西南收入及占比



数据来源：公司公告，西南证券

目前，公司销售部门分为建筑胶销售部门和工业胶销售部门，全国分北京、上海、深圳、武汉、重庆、成都六大办事处，尚无销售分公司，难以大力拓展市场。同时，我们应该看到公司在营销渠道上的努力，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。2012 年与国内知名的大型幕墙及装饰公司如沈阳远大、北京江河幕墙、苏州金螳螂等公司的战略合作关系进一步加强。同时，积极拓展新的战略伙伴如中建装饰集团等，进一步提升品牌影响力、奠定公司品牌在国内市场的高端地位。继续加大对直销客户的开发力度及玻璃厂商的宣传、推广工作，实现与中空玻璃行业前三甲台玻、南玻、信义玻璃的成功合作。通过完善全国经销商体系，加大与知名房地产公司的战略合作，推出高性能门窗胶、环保内装通用胶、防霉专用胶、无腐蚀镜子专用胶等产品。

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。

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、资金及管理优势，随着销售力量的加强及省外市场的大力开拓，市场份额的逐步提升带来业绩的爆发增长。

三、业绩高速增长的两个条件

公司作为国内建筑领域有机硅室温胶唯一一家上市公司，拥有品牌、资金及管理的优势，上市后连续四年实现业绩的稳定增长。基于对装饰行业的研究和类比，我们认为基于两个条件，公司业绩即将迎来高速增长阶段。一、幕墙胶拿下超高层建筑实体，打响硅宝牌密封胶的品牌；二、加快渠道建设步伐。一旦这两个条件能够实现，公司业绩将爆发性增长。预计这两个条件在 2014 年很可能能够落地，我们拭目以待，见证公司高速增长的神话。

条件一：超高层幕墙胶的突破。目前，公司幕墙胶主要集中于 150 米以下的建筑物使用，对于 150 米以上的超高层建筑胶尚未大批量使用，建筑物高于 150 米尤其适用幕墙，因此对于超高层建筑幕墙胶的体量非常大。

公司利用成都作为有机硅新材料产业人才聚集地的区位优势，与原化工部晨光化工研究院及四川大学开展了多项合作，技术水平处于先进，产品质量高，并不断的开发新的有机硅室温胶品种，研发实力一直走在国内前列。公司开发了高性能幕墙胶，已经经过相关部门的检验，产品性能达到超高层幕墙胶的需求，有望在 2014 年用于实体建筑。一旦公司能够把幕墙胶胶用于超高层建筑的实体之中，具有进口替代作用，也可以做建筑胶的整体承包商，加大与工程总承包商的合作，幕墙胶迎来高速增长。

条件二：加快渠道建设的步伐。目前，公司渠道建设较为稳健，即使在此种情况下，公司有机硅室温胶增速仍高于行业约 20 个百分点，建筑胶增速高于行业约 10 个百分点左右的增速，一旦公司渠道销售渠道建设提速，建筑胶增速将大幅提升。

四、装饰股的成长逻辑，高速增长的估值

我们引述装饰行业的成长逻辑，市占率的逐步提升带动业绩的增长，并具有一定的抗周期性，但在目前的时点，我们不能落入装饰行业的估值之中，主要原因在于所处的阶段及行业状况不同：

一、装饰龙头公司已具有上百亿元的年产值，从基数的角度来看，未来增速会放缓，而硅宝科技目前仅有 4 亿元的年产值，基数低支持高增长。

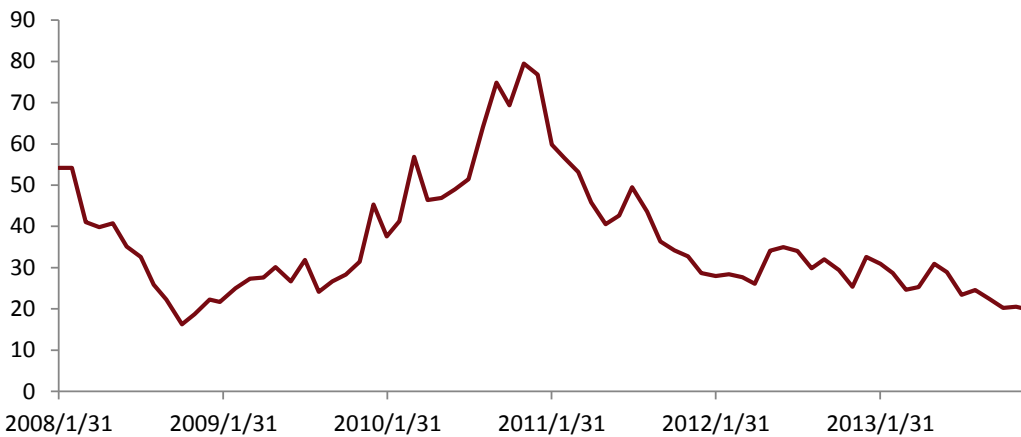
二、装饰行业大力开拓市场，异地扩张带动业绩增长已进行多年，不断抢占市场空间，增速呈放缓趋势，而硅宝科技在渠道建设及异地扩张方面才刚起步，并且力度尚不大，一旦渠道建设加速，增长非常乐观。

三、装饰行业目前上市企业已有 5 家，上市公司运用品牌、资金及管理优势抢占市场的边际效用递减。同时，园林行业相关公司逐步涉及装饰行业，以幕墙为主业的远大中国和江河创建也在蚕食装饰行业的市场空间，装饰行业竞争越发激烈。而建筑胶领域目前上市的仅

有硅宝科技一家（回天胶业和有机硅单体的相关上市公司涉及少量建筑胶业务），上市公司的优势非常明显。

同时，我们还可以看到，在装饰行业公司上市初期及渠道建设快速增长阶段，市场给予了较高的估值，随着五大装饰公司逐步增加市场份额，市占率逐步提升，体量增大及行业格局也让公司业绩放缓了脚步，估值逐步下移。但硅宝科技处于初期阶段，巨大的市场空间尚未开发，渠道建设刚上台阶，未来省外市场的大力开拓助推业绩的快速增长，理应享受更高的估值。

图 13：2008 年以来装饰行业整体估值（TTM）



数据来源：WIND，西南证券

五、盈利预测与投资建议

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 5: 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 25.42 倍、29.16 倍、13.49 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, 不断提高产品应用技术方面的研发实力, 将摆脱不了产能相对过剩及低价竞争的格局。

3. 超高层建筑及渠道开拓未达预期

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

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