

2015年11月20日
证券研究报告·深度报告

硅宝科技(300019) 化工

买入(维持)

当前价: 15.26元

目标价: 18.4元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

多品种有机硅室温胶龙头显现

投资要点

- **产能扩张, 打开公司发展空间。**公司2014年共生产室温硅橡胶近3万吨, 产能利用率接近100%, 制约公司扩张。新建产能(5万吨/年)主体建设已基本完工, 预计将于2016年初达到投产状态, 并且由于公司具有制胶设备制造的优势, 主要厂房及配套建设完成后, 后续可依据市场需求情况上线生产设备。产能扩充后, 硅宝科技将从现有产能3万吨/年增至年产8万吨, 一跃成为行业前三, 极大支持公司扩张战略。硅宝科技所处建筑胶行业整合加速, 工业用胶从培育期进入发展期, 将有力促进新增产能的消化。
- **充分受益于建筑胶行业整合与工业胶持续放量。**随着房地产业增长放缓, 市场红利逐渐释放, 建筑胶行业整合序幕拉开, 市场集中度不断提升。硅宝科技以其强大的技术、产品和资本实力, 将充分受益于行业整合, 不断开拓国内国外市场, 以市场份额增长带动企业发展; 公司工业用胶下游市场需求释放, 附加值高, 防腐胶迎环保风口、车灯胶进口替代、锂电安全综合解决方案研发成功、LED封装胶、新能源胶持续推进。2015年前三季度, 公司部分工业类用胶销售实现大幅增长, 主要工业胶产品由培育期进入发展期, 进一步放量值得期待。公司力争将逐步提升工业胶在整个有机硅室温胶业务的比重, 目标为40%, 持续优化产品结构。
- **转型坚决, 外延式扩张预期强烈。**公司成立硅宝防腐科技有限公司, 由防腐材料供应商转型综合防腐服务商, 环保防腐领域再下一城。制胶设备转型施胶设备, 研发用于电子电器封装的精密智能机器人配套工业用胶, 发力工业4.0, 转型升级正在发酵。有机硅室温胶材料下游运用空间广阔, 附加值高, 但每个细分领域具有用量不大、门槛高, 认证周期长的特点, 外延发展成为必然选择。硅宝科技设立全资子公司成都硅宝科技投资管理有限公司, 表明公司外延发展已提上日程, 有助于进一步加快公司并购步伐, 增强硅宝科技竞争力, 在行业整合的大背景下, 率先布局, 加速公司转型升级。
- **估值与评级:**公司连续六年维持主营业务高速增长, 年复合增长率接近27%。多个窗口期叠加, 促使公司有望在2016年实现业绩的爆发增长, 目标市值为60亿。我们看好公司在多品种有机硅室温胶领域的发展, 转型有逻辑, 外延有空间, 维持“买入”评级。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	549.50	625.75	907.08	1186.40
增长率	18.26%	13.88%	44.96%	30.79%
归属母公司净利润(百万元)	80.07	83.11	130.51	183.42
增长率	14.22%	3.80%	57.03%	40.54%
每股收益EPS(元)	0.25	0.25	0.40	0.56
净资产收益率ROE	13.15%	12.74%	17.51%	21.06%
PE	62	60	38	27
PB	8.23	7.63	6.67	5.71

数据来源: wind, 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: 021-50755259

邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪

执业证号: S1250514120001

电话: 010-57631196

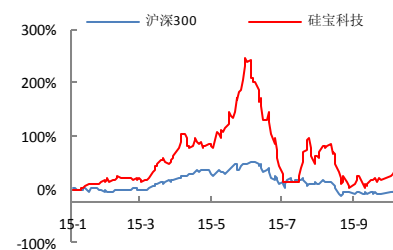
邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强

电话: 021-68415687

邮箱: zwq@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)	3.26
流通A股(亿股)	2.16
52周内股价区间(元)	6.20-27.86
总市值(亿元)	49.80
总资产(亿元)	8.17
每股净资产(元)	1.80

相关研究

1. 硅宝科技(300019): 转型坚决, 多品种有机硅橡胶产品正在发酵 (2015-10-26)
2. 硅宝科技(300019): 积极布局转型应用服务提供商 (2015-03-23)
3. 硅宝科技(300019): 建筑胶业务平稳增长, 看好电力防腐应用拓展 (2014-10-24)
4. 硅宝科技(300019): 建筑胶增速放缓, 工业胶增速高于预期 (2014-08-11)

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

- 1、我们假设 2015-17 年中国有机硅的消费量将以 18%左右的增速快速增长，成为全球增长最快的市场。
- 2、2015-17 年国内室温硅橡胶需求量每年以 10%的速度递增。

我们区别于市场的观点

1、**市场认为公司产能扩充过快，不能及时消化。**但我们认为公司建筑用胶业务将由行业增长驱动变为市场份额驱动，工业用胶由培育期进入发展期都需要产能的配套，极大支持超倍扩充产能的消化。公司 2014 年共生产室温硅橡胶近 3 万吨，产能利用率接近 100%，可见公司新增产能达产后，能有效助力公司扩张战略，扩大公司市场占有率，推动公司发展。并且，由于公司具有制胶设备制造的优势，主要厂房及配套建设完成后，后续可依据市场需求情况上线生产设备。预计 16 年建筑胶消化新增产能的 30-35%，工业胶消化新增产能的 20%，到 18 年初消化新增产能 50%左右。

2、**市场认为房地产业发展趋缓，建筑用胶行业所受波及较大。**但我们认为建筑用胶行业无序发展时代过去，行业整合开始，龙头企业市场份额逐渐扩大，行业集中度增加。行业唯一上市公司硅宝科技目前仅占 3-5%左右的市场份额，后续发展空间依旧充足，将充分受益于行业整合进程，以市场份额增长带动企业发展。

3、**市场认为公司工业胶领域市场空间不大。**我们认为工业胶下游市场广阔，附加值高，但细分市场用量不大是行业性质决定的，而这种小而精的行业特性，更加坚定了公司走外延发展的道路。并且，产品往往是延伸服务的第一步，公司防腐用胶和车灯用胶经过 6 年左右的培育才开始放量，但是带来的是超高的进入壁垒和强劲的盈利能力。而后公司能够以核心产品为基础，迅速延伸产业链，切入到下游服务市场，极大扩充发展空间。

股价上涨的催化因素

我们认为股价上涨的催化剂主要有三点：

- 1、转型升级，外延并购落地。外延并购打开想象空间，催化股价上涨。
- 2、行业整合事项。建筑用胶处于行业整合阶段，公司并购同业事项催化股价上涨。
- 3、新增产能投产消化，促进公司业绩增长。

估值和目标价格

我们预计公司 2015-2017 年每股收益分别为 0.25 元、0.40 元和 0.56 元，对应动态 PE 为 60 倍、38 倍和 27 倍。

投资风险

1、产能投放不及预期的风险

公司超倍扩建的产能，不能在预期的时间内建成投产，或者投产后因建造、工艺原因停工检修，从而制约公司发展的风险。

2、建筑胶整合和工业胶放量不及预期的风险

建筑胶行业阵痛过渡，发展趋势放缓。在整体经营状况困难时，扩张市场份额，可能遇到内部或外部的压力，导致公司扩张不及预期的风险。工业胶是公司优化产品结构关键一环，也是公司维持快速发展新引擎，一旦工业胶放量不及预期，将极大影响公司业绩。

3、转型升级不及预期的风险

公司由防腐材料转型综合防腐服务商，研发施胶设备配套工业用胶，为客户提供从设计、材料、设备、封装等一体化服务，潜力巨大。但也面临着新进领域的诸多不确定性，导致转型升级不及预期的风险。

目 录

1. 有机硅密封胶行业唯一上市公司	1
2. 位处产业链优势端，行业集中促龙头显现.....	3
2.1 国内市场阵痛过渡，盈利能力向有机硅下游产品集中	3
2.2 有机硅室温胶行业逐渐集中，龙头隐现	5
3. 产能超倍扩充，助力公司扩张战略.....	7
3.1 建筑胶整合背景下，龙头之争需要产能配套	8
3.2 多点开花，产能满足增长长期工业胶放量	10
4. 产业链延伸，制造商转型服务商	14
4.1 环保！环保！转型综合防腐服务商	14
4.2 施胶设备配套，发力工业 4.0	16
4.3 设立投资子公司，外延发展预期持续	18
5. 财务分析.....	19
6. 盈利预测与估值.....	21
6.1 核心假设与盈利预测.....	21
6.2 绝对估值.....	22
6.3 相对估值.....	23
7. 风险提示.....	24

图 目 录

图 1: 硅宝科技股权结构.....	1
图 2: 2015 年上半年营收构成.....	1
图 3: 2015 年上半年毛利贡献构成.....	1
图 4: 营业收入 (百万) 及增长率.....	2
图 5: 净利润 (百万) 及增长率.....	2
图 6: 季度营业收入 (百万) 及增速.....	2
图 7: 季度净利润 (百万) 及增速.....	2
图 8: 有机硅产业链.....	3
图 9: 国内硅粉价格 (元/kg).....	4
图 10: 华东 DMC 价格 (万/吨).....	4
图 11: 有机硅上市公司 14 年有机硅业务营收毛利 (百万元).....	5
图 12: 有机硅行业上市公司 14 年有机硅业务毛利率.....	5
图 13: 房地产集中度.....	6
图 14: 前三、前五大地产商销售总额增速.....	6
图 15: 房地产开发资金来源.....	6
图 16: 建筑胶业务收入 (百万元) 及其增速.....	8
图 17: 产销量 (百万元) 与产能利用率.....	8
图 18: 分地区营收 (百万元).....	9
图 19: 有机硅室温胶行业区域竞争格局.....	9
图 20: 烟囱防腐.....	11
图 21: 特斯拉锂电池构造.....	11
图 22: 汽车保有量 (万辆) 及其增速.....	12
图 23: 汽车产量 (万辆) 及其增速.....	12
图 24: 全球主要车灯企业市场份额.....	13
图 25: LED (亿元) 产值及增速.....	13
图 26: 年火电装机总量 (万 KW) 及增速.....	15
图 27: 年新增火电装机量 (万 KW).....	15
图 28: 制胶设备客户全球分布.....	17
图 29: 制胶设备产品.....	17
图 30: LED 封装环节.....	17
图 31: 道康宁双品牌.....	18
图 32: 道康宁产品运用范围.....	18
图 33: 可比上市公司净资产收益率.....	19
图 34: 可比上市公司总资产收益率.....	19
图 35: 可比上市公司销售毛利率.....	19
图 36: 可比上市公司销售净利率.....	19
图 37: 可比上市公司总资产周转率.....	20
图 38: 可比上市公司存货周转率.....	20
图 39: 可比上市公司流动比率.....	20
图 40: 可比上市公司资产负债率.....	20

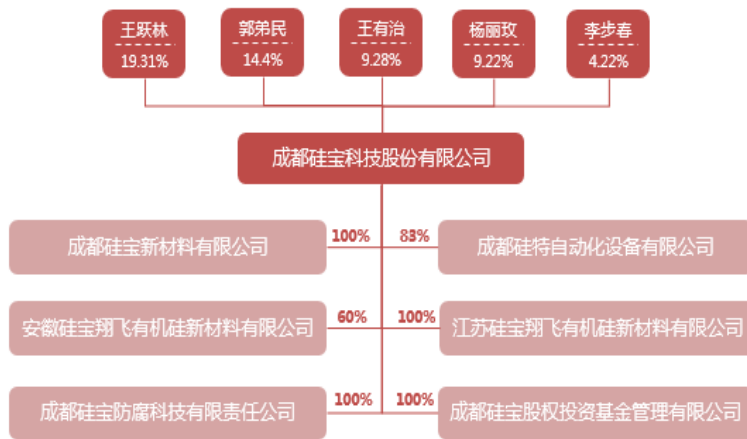
表 目 录

表 1: 有机硅的突出性能.....	3
表 2: 国内主要有机硅产能.....	4
表 3: 行业产能概况.....	7
表 4: 硅宝科技编制或参与制定标准.....	9
表 5: 车灯主要配套企业.....	12
表 6: 近期大气污染治理政策法规.....	14
表 7: 新旧火电厂大气污染物排放标准对比.....	15
表 8: 防腐市场空间测算.....	15
表 9: 常用烟囱防腐工程.....	16
表 10: 分产品收入成本预测（百万元）.....	21
表 11: 绝对估值假设.....	22
表 12: FCFF 估值结果.....	22
表 13: FCFF 估值敏感性分析.....	23
表 14: 可比公司一致预测与估值.....	23
附表: 财务预测与估值.....	25

1. 有机硅密封胶行业唯一上市公司

硅宝科技专注于有机硅室温胶中高端产品及制胶专用设备的自主研发、生产和销售，是有机硅密封胶行业唯一上市公司，也是该行业唯一获得中国国家工商总局认定的“中国驰名商标”的企业，为有机硅密封胶行业第一品牌。公司产品成功运用于鸟巢、北京南站、苏州东方之门、长沙铂富中心、成都新世纪环球中心等地标性项目。目前，公司年产能已达 3 万吨，在建产能 5 万吨/年为全国最大高端密封材料生产基地。

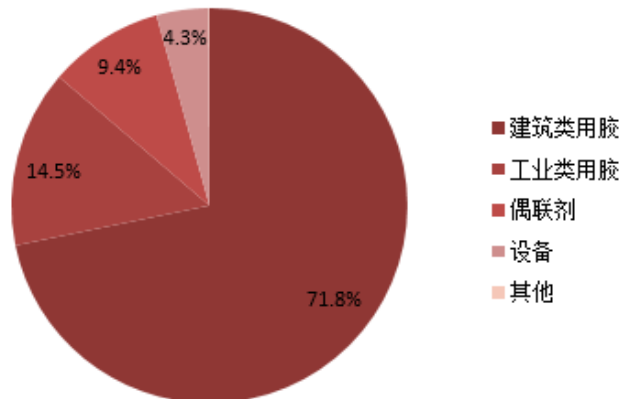
图 1：硅宝科技股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

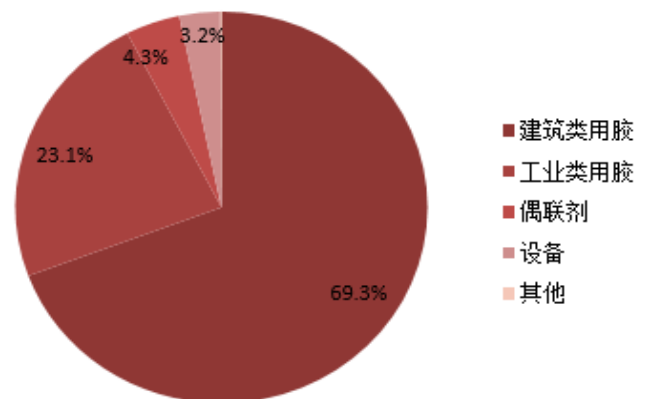
主营产品结构。公司产品丰富，有 9 大类共 74 个产品，硅宝产品广泛应用于建筑幕墙、中空玻璃、节能门窗、电力环保、电子电器、汽车制造、机场道桥、轨道交通、新能源、设备制造及工程服务等众多领域。

图 2：2015 年上半年营收构成



数据来源：公司公告，西南证券

图 3：2015 年上半年毛利贡献构成

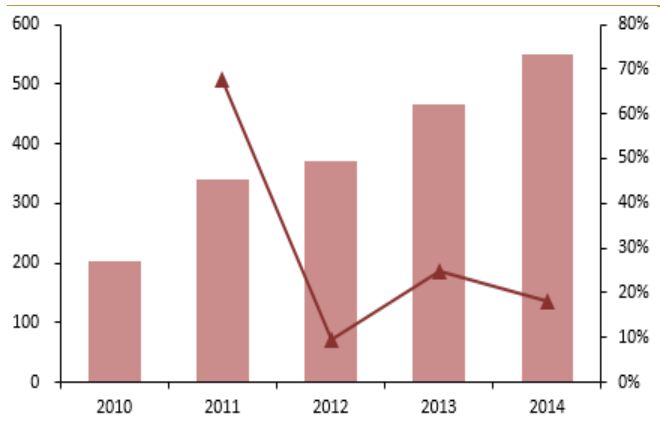


数据来源：公司公告，西南证券

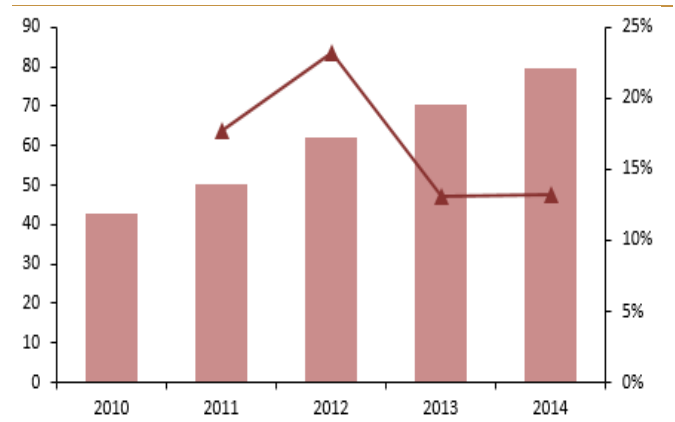
公司 2014 年主要收入来源为有机硅室温胶，占营业收入比 87.5%，其中建筑类用胶占比 80.4%（整体营收占比 70.3%），工业类用胶占比 19.6%（整体营收占比 17.2%）。偶联剂占营业收入比 8.4%，制胶设备占营业收入比 4.2%。2014 年，建筑类用胶贡献毛利 67%，工业用胶贡献毛利占比 27%，偶联剂贡献毛利占比 4%，设备毛利占比 2%。

从产品结构变化看, 2015 年上半年, 公司建筑用胶同比增长 18%, 在整个业务中占比比 2014 年略有上升达到 71.8%, 彰显出公司在建筑胶行业的市场份额驱动力强劲。然而工业用胶同比减少 1.9%, 主要原因在于公司防腐用胶产品转型防腐胶综合服务商, 原有客户抵制导致放量不及预期。我们认为公司转型防腐胶综合服务商决心坚定, 又处于产品优势地位, 与下游客户协商一致后, 工业用胶将重回高速发展通道。

主营业务概况。公司连续六年维持主营业务高速增长, 年复合增长率达到 27%。2014 年, 公司实现营业收入 5.5 亿元, 同比增长 18.3%, 实现净利润 7959 万元, 同比增长 13.3%, 实现归属于上市公司股东的净利润 8007 万元, 同比增长 14.2%。稳定的发展进一步巩固了公司在有机硅密封胶行业的领导地位。

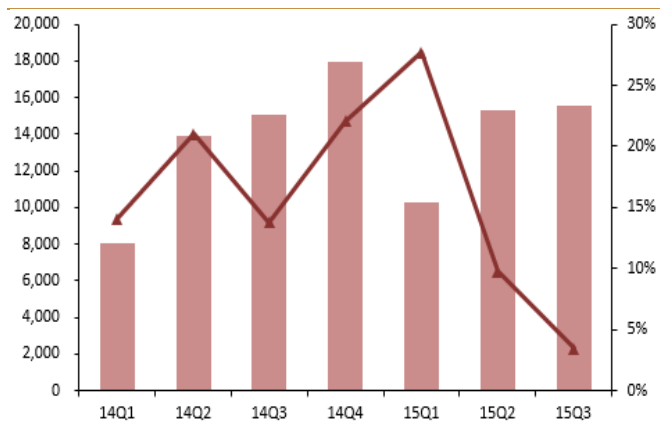
图 4: 营业收入 (百万) 及增长率


数据来源: 公司公告, 西南证券

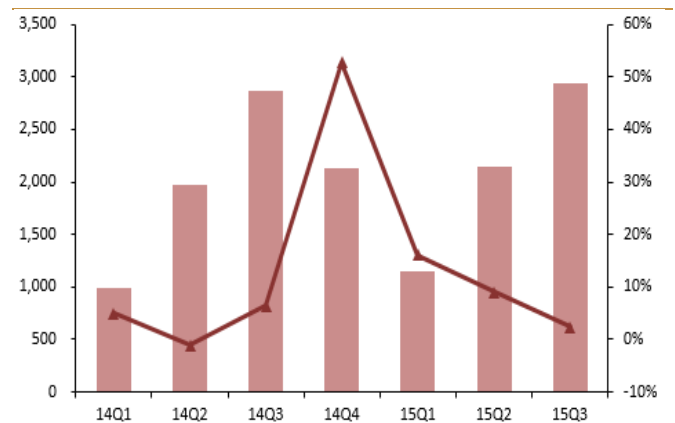
图 5: 净利润 (百万) 及增长率


数据来源: 公司公告, 西南证券

从 2015 年前三季度营收及其增速和季度净利润及其增速看, 15 年硅宝科技增速略有放缓。前三季度实现主营业务收入 4.1 亿元, 同比增加 11.1%, 实现归属于上市公司股东的净利润 6229 万元, 同比增长 5.5%。

图 6: 季度营业收入 (百万) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 7: 季度净利润 (百万) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

2. 位处产业链优势端，行业集中促龙头显现

有机硅特殊的组成和分子结构使它集有机物特性无机物功能于一身，与其他高分子材料相比，有机硅产品有其突出的性能。

表 1: 有机硅的突出性能

特性	内容
耐温性	硅油-60~250℃、硅橡胶-70~375℃、硅树脂 650℃以上
耐候性	无双键，不易被紫外光和臭氧分解，在自然环境下使用寿命长
电气绝缘性	其介电损耗、耐电压、耐电弧、耐电晕、体积电阻系数均在绝缘材料中名列前茅，且受温度和频率的影响小
生理惰性	十分耐生物老化，与动物体无排异反应，并具有较好的抗凝血性能
低表面张力和低表面能	表面张力弱、表面能小，成膜能力强；广泛运用于消泡、疏水、润滑、上光。

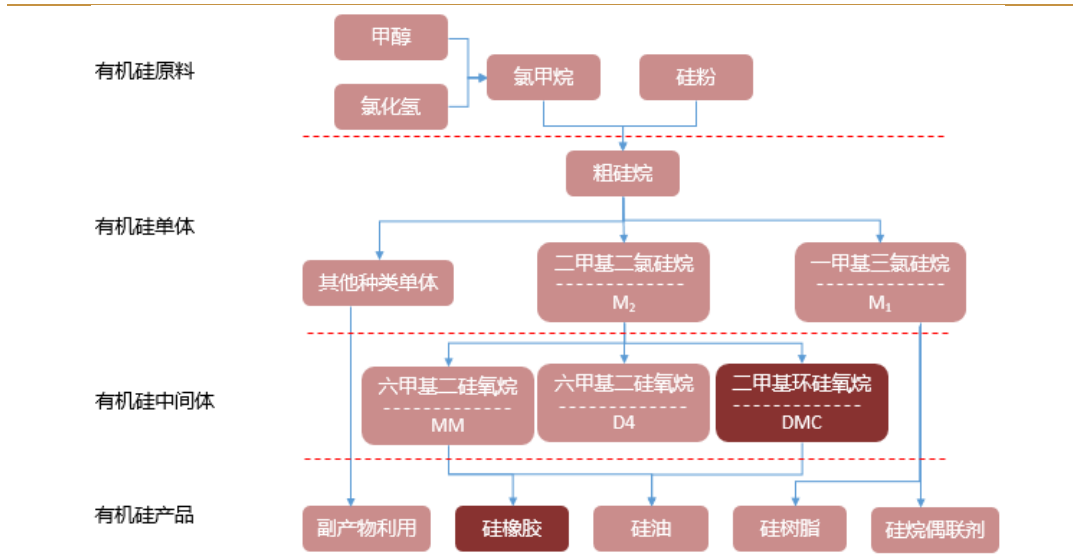
数据来源：公开资料整理，西南证券

有机硅产品的消费量与国民经济生产总值的增长成正比，因此，有机硅工业发达与否，是一个国家综合实力的标志之一。目前我国人均有机硅用量还不及欧美人均用量的 1/4，随着有机硅单体过剩带来原材料成本的大幅下降，未来国内有机硅材料的市场拓展空间将非常广阔。由于具有广泛的运用领域，有机硅被列入了新材料“十二五”规划。

2.1 国内市场阵痛过渡，盈利能力向有机硅下游产品集中

有机硅产业链。有机硅产业链主要分为有机硅原料、有机硅单体、有机硅中间体、有机硅产品四个环节。硅宝科技处于产业链的终端。

图 8: 有机硅产业链



数据来源：公开资料整理，西南证券

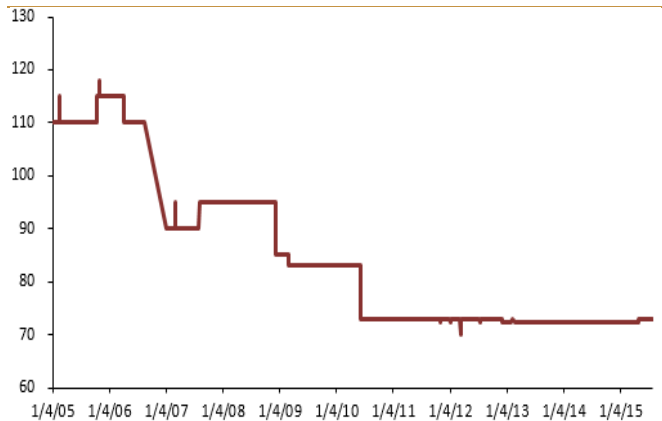
有机硅上游产能过剩，盈利能力缺失。截止 2015 年 1 月，国内主要十四家有机硅单体企业年产能总计为 249 万吨，江浙地区产能较为集中，而其余单体企业产能稍小且分布较散，主要在内蒙、山西、山东、湖北、四川等省。

表 2: 国内主要有机硅产能

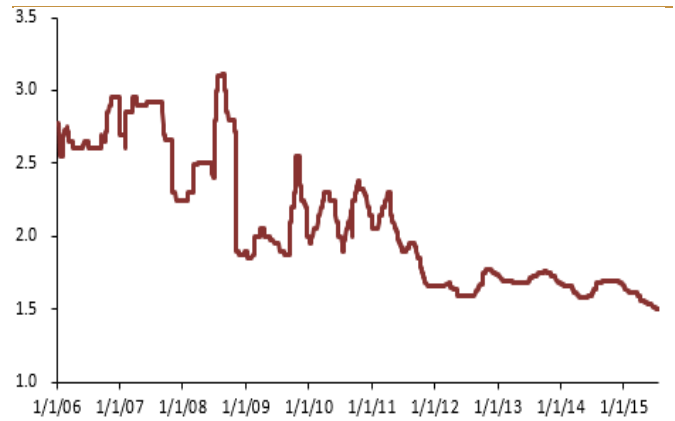
产能排名	单体企业	生产线	产能 (万吨/年)
1	道康宁(张家港)有机硅有限公司	4	40
1	蓝星股份江西星火有机硅厂	6	40
2	浙江新安化工集团股份有限公司	4	28
3	内蒙古恒业成有机硅有限公司	3	24
4	山东东岳有机硅材料有限公司	2	20
4	浙江合盛硅业有限公司	2	20
6	山西三佳化工新材料有限公司	2	16
7	山东金岭化学有限公司	2	15
8	唐山三友硅业有限责任公司	1	10

数据来源: 百川资讯, 西南证券

近年来受到单体产能过剩和国外巨头强力冲击影响, 国内有机硅行业整体处于低迷状态, 经营形势严峻。目前有机硅单体开工率仅为 60% 左右, 预计 2015 年有机硅单体表观消费量为 150 万吨, 供给持续过剩。国内甲基氯硅烷产能严重过剩、国内外市场需求不旺、生产成本不断上升的影响, 有机硅上游产品生产企业的盈利能力大幅下滑。

图 9: 国内硅粉价格 (元/kg)


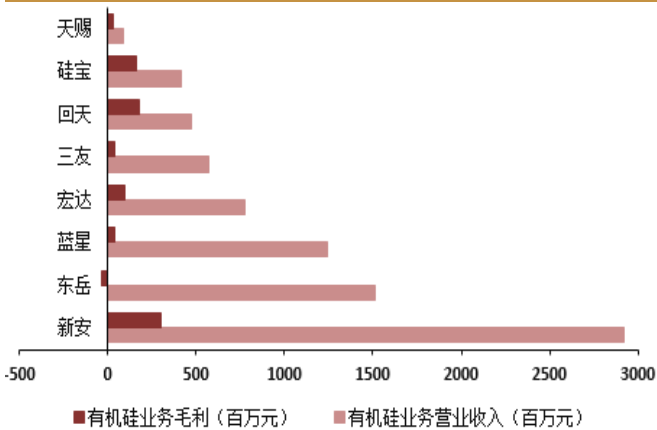
数据来源: Wind, 西南证券

图 10: 华东 DMC 价格 (万/吨)


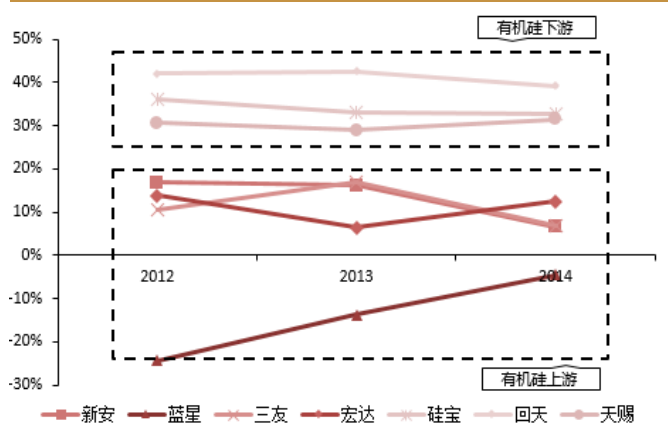
数据来源: Wind, 西南证券

国内硅粉价格自 2006 年以来一直处于下降通道, 维持底部徘徊, 同样 DMC 价格也呈现出下降态势, 有机硅上游企业资金壁垒、技术壁垒低, 产能过剩, 行业景气度低, 盈利能力下滑。

有机硅下游产品市场逐步开拓, 盈利能力保持强劲。 下游产品空间广阔, 附加值和技术门槛高, 需求仍旺盛。近几年以及今后相当长的时间内, 有机硅最强劲的需求来自亚洲, 需求量的增长中心将是中国及太平洋地区, 年均增长率有望达到 10%-15%。随着电子电气、机械、冶金、汽车、化工、纺织、医疗、建筑等行业的发展, 预计 15-17 年中国有机硅的消费量将以 18% 左右的增速快速增长, 成为全球增长最快的市场。

图 11: 有机硅上市公司 14 年有机硅业务营收毛利 (百万元)


数据来源: Wind, 西南证券

图 12: 有机硅行业上市公司 14 年有机硅业务毛利率


数据来源: Wind, 西南证券

从 8 家上市有机硅企业来看, 2014 年有机硅业务营业收入之和为 80 亿元, 较 2013 年上涨 6.1%, 增长主要来源于回天、硅宝和新安。上游产品有机硅单体生产企业中, 除蓝星减亏外, 新安、三友毛利润都同比减少。

有机硅下游产品中, 硅宝、回天有机硅业务营业利润都同比增加, 产品毛利率也显著高于上游产品, 维持在高位。由于有机硅下游产品显现出的技术壁垒, 整个行业获利能力逐步向有机硅下游产品企业聚集。而下游产品市场运用空间广阔, 更是有机硅产业链上附加值最高的部分, 潜力巨大。

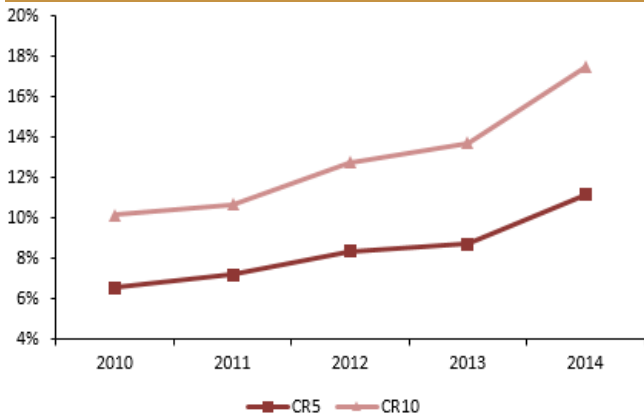
2.2 有机硅室温胶行业逐渐集中, 龙头隐现

自室温有机硅胶国产化以来, 整体行业现出长期的粗放式发展。从用量最大的建筑胶来看, 市场上各类硅酮胶品牌鱼龙混杂、质量良莠不齐。据不完全统计, 目前全国约有 200-300 家硅酮胶生产企业。随着房地产缓步增长, 市场红利逐渐释放, 大部分经营不佳的小企业, 不注重品牌建设, 产品缺乏市场竞争力, 将逐步退出市场。而工业用胶技术门槛高, 也将逐步集中在龙头企业手中, 有机硅室温胶行业逐渐集中。

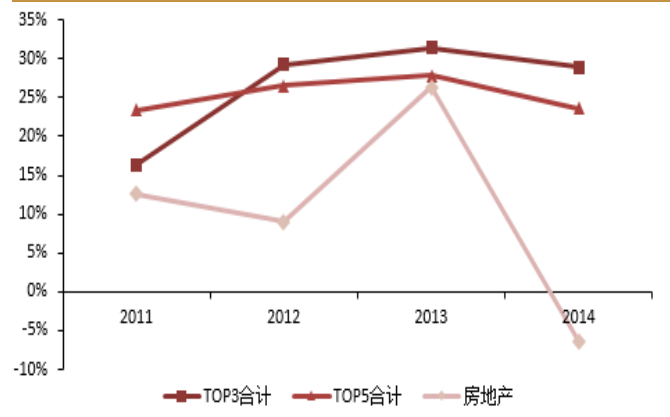
建筑胶行业集中

下游房地产商变得集中。用前十大房企的销售总和占房地产业销售额的比 (CR10) 来衡量房地产业的集中度。可以看出, 近年来房地产业逐年集中, CR10 从 2010 年 10.1% 提升到了 2014 年的 17.5%, CR5 也从 2010 年的 6.55% 上升到 2014 年的 11.1%, 并保持着越发集中的趋势。

从前三大和前五大地产商的销售总和增速来看, 近年来都保持着 25-30% 左右的高速增长, 而同一时期, 整个地产销售额 2014 年实现负增长。随着地产行业增速放缓, 行业逐渐趋于集中, 而龙头企业也能够利用行业的集中, 以市场份额换取增速。

图 13: 房地产集中度


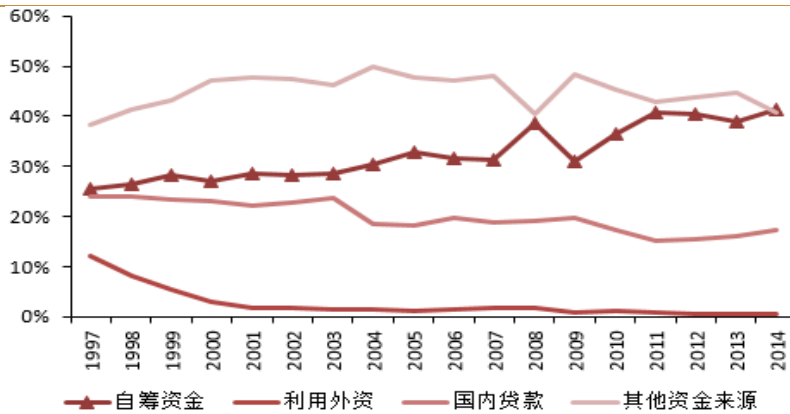
数据来源: Wind, 相关房企公告, 西南证券

图 14: 前三、前五大地产商销售总额增速


数据来源: Wind, 相关房企公告, 西南证券

逐渐抬高的资本壁垒, 规模经济壁垒和产品技术壁垒将继续促使房地产业的集中。

资本壁垒促进地产行业集中。在房地产资金来源中, 自筹资金的比重逐年上升, 而银行贷款比重逐渐回落。其资金链进程中, 很重要一部分资金来源为银行。而随着房地产景气程度下降, 银行借贷日趋谨慎, 中小房企资金实力缺乏, 制约其楼盘开发。

图 15: 房地产开发资金来源


数据来源: Wind, 西南证券

规模经济促进地产行业集中。房地产行业规模经济主要来自产品规模经济与产业链规模经济。大房地产开发商开发规模较大楼盘, 采用先进工艺可降低单位产品房的成本和投入, 产出效率提高挤出中小企业。而产业链的规模经济, 横向和纵向延伸, 不仅使单位产品成本降低, 也可节省大量管理和技术人员。

产品技术壁垒促进地产行业集中。产品质量、品牌差异、服务差异和促销上的差异都会影响市场占有率, 而大型房企在此方面优势逐渐形成市场壁垒, 促使地产行业集中。

从国际市场来看, 虽然我国房地产行业市场集中度有所提高, 但是与美国房地产 CR3 达到 45%、香港房地产 CR10 达 80% 相比仍然存在很大差距, 房地产集中进程方兴未艾。

建筑胶行业越发集中。受下游房地产企业的逐渐集中, 建筑胶行业大部分市场份额也将逐步集中, 行业竞争格局逐步改善。随着房地产业集中, 龙头地产开发商市场份额扩大, 对于房地产建造质量要求也逐步规范与提高。中小型建筑胶制造企业在产品规格上不能有效达

到要求，促使建筑胶行业集中。并且随着房地产开发商的集中，下游议价能力提升，压缩建筑胶行业盈利能力，加速造成中小建筑胶制造企业退出市场，使建筑胶行业趋于集中。

此外，资金实力和优势企业的技术推进也使建筑胶行业集中。同房地产一样，建筑胶行业也愈发需要资金实力的支持。地产开发商资金链断裂威胁到建筑胶企业回款困难，中小建筑胶厂商配套中小地产开发商，其缺乏资金实力的支持，抗风险能力不强，随着行业整合，逐步退出市场也是应有之义。龙头企业相继对生产设备进行改造，改造后的自动、半自动设备，大大提高密封胶的产量和性能的稳定性，巩固了上述品牌在关键技术上的领先地位。排头企业的不断进步，势必会提高整个密封胶行业的准入门槛。

工业胶行业发展依附于大企业

工业胶具有“直接用量不大但用途广泛”的特点，有“工业味精”、“科技发展催化剂”之称。产品千差万别，型号各异，进入门槛与认证周期较长，中小企业很难维持持续的产品推进和全面发展，高端产品市场将逐渐被龙头企业掌控。

例如 1943 年成立的道康宁公司（DOW CORNING），为全球最大的有机硅生产商，生产全系列的有机硅产品，全球市场份额为 40% 左右。这样的企业产品质量检测体系手段齐备、专业、与实际应用相结合；拥有大量技术储备、具有前瞻性并引导行业发展方向，有深厚的基础研究背景，并能根据市场要求派生出不同种类、不同用途的产品；拥有足够的研发资金配套产品的开发，持续推进产品的发展。工业用胶高附加值、下游认证周期长的特点将持续促使市场份额不断集中在龙头企业之中。

室温有机硅胶行业集中度不断提升，业内企业发展愈发需要**资金实力与技术实力**的支持。而硅宝科技技术领先，实力强劲，又是有机硅密封胶行业唯一上市公司，将显著受益于行业集中进程。

3. 产能超倍扩充，助力公司扩张战略

硅宝科技现有产能 3 万吨/年，新增产能 5 万吨/年项目进展顺利（其中 60% 建筑用胶，40% 工业用胶）。一期工程设备生产线已经安装完成，二期工程建筑主体已经验收，2015 年中报披露已有部分新增产能投入使用，预计 2016 初年达到投产状态。并且，由于公司具有制胶设备配套制造的优势，主要厂房及配套建设完成后，后续可依据市场需求情况上线生产设备。公司产能逐步扩充至 8 万吨/年，一跃成为行业前三，市场竞争力及占有率将得到显著提升。

表 3：行业产能概况

	公司名称	产能（万吨/年）	扩充产能（万吨/年）	扩产后产能（万吨/年）
1	广州新展有机硅公司	12	-	12
2	成都硅宝科技股份有限公司	3	5	8
3	杭州之江有机硅化工有限公司	4	4	8
4	郑州中原应用技术研究开发有限公司	7	-	7
5	道康宁（张家港）有机硅有限公司	6	-	6
6	广州市白云化工实业有限公司	3	-	3

数据来源：公开资料整理，西南证券

2014年，我国的室温硅橡胶消费量约为65万吨，到2015年消费量接近80万吨。近三年预计复合增长率为15%。按今后每年10%的增速，预计到2017年，消费量约为100万吨。公司目前市场份额仅3-5%，若要达到10%，则需产能需要10万吨左右。

硅宝科技处于建筑胶行业整合大背景下，工业用胶从培育期进入发展期，支持超倍扩充产能的消化。

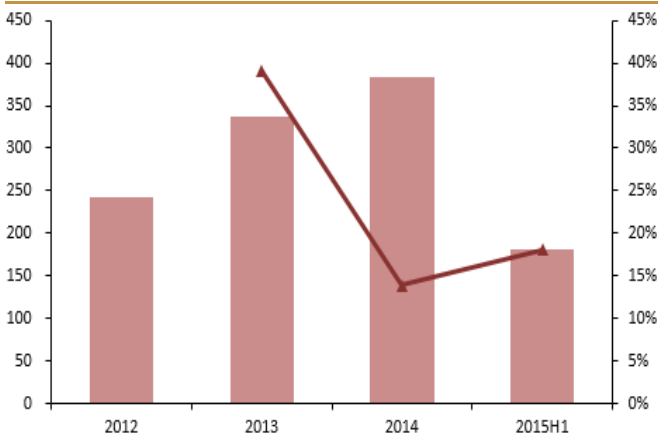
3.1 建筑胶整合背景下，龙头之争需要产能配套

在室温有机硅胶行业增速放缓的趋势下，行业整合的结果是市场份额将越来越向行业龙头集中，未来前五大企业有望持有超过整个市场50%的份额。硅宝科技积极作为，将充分受益于行业整合，市场份额扩张的方式保持增长势头。而市场份额的快速增长需要产能的配套。

硅宝在建筑胶行业整合下的竞争优势以及产能能够快速消化的原因在于：

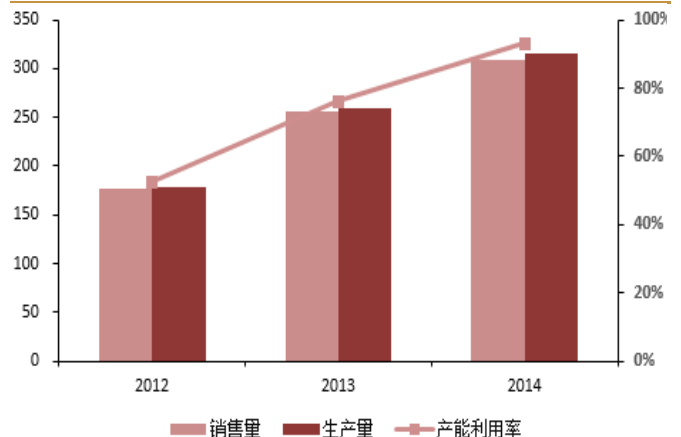
品牌效应明显，产品需求仍然旺盛。硅宝是行业唯一获得中国国家工商总局认定的“中国驰名商标”的企业，为有机硅密封胶行业第一品牌，品牌与技术优势使得公司产品在市场上认可度高。公司2014年共生产室温硅橡胶和硅烷偶联剂3.16万吨，产能利用率接近100%，可见公司扩充产能之后，能有效助力公司扩张战略，扩大公司市场占有率，推动公司发展。

图 16: 建筑胶业务收入（百万元）及其增速



数据来源: Wind, 西南证券

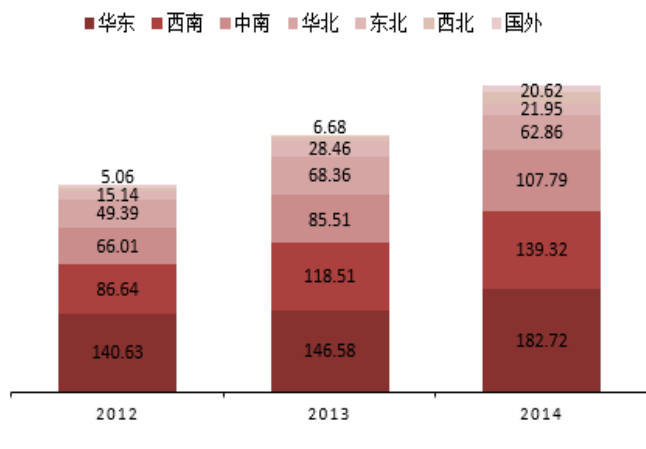
图 17: 产销量（百万元）与产能利用率



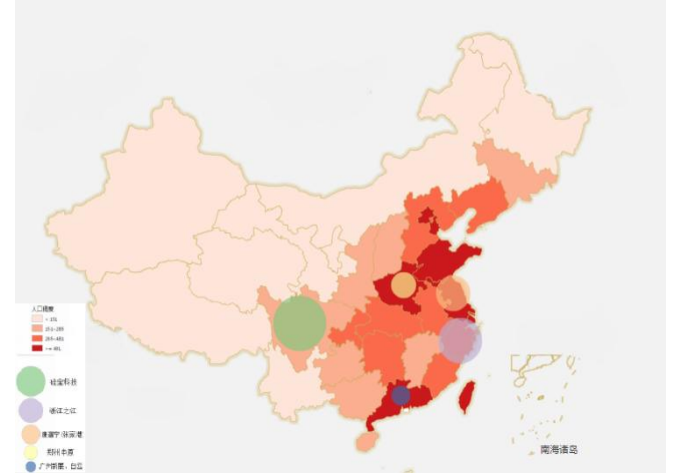
数据来源: Wind, 西南证券

区域市场开拓空间广阔。从主要销售地域来看，最近几年公司产品市场都主要集中在华东、西南与中南地区。公司深度挖掘已有市场，保持业绩稳定增长，但是并没有从扩展区域的市场战略发展企业。可以想象，随着行业整合临近，公司扩大产品覆盖区域，将继续维持强劲发展势头。

2015年中报中显示，公司国外市场大幅增长。公司产品已在澳大利亚、新加坡、印度、迪拜、马来西亚、土耳其、南非、伊朗、马尔他等10余个国家和地区实现批量销售，海外销售较去年同期实现快速增长，增幅50%以上。

图 18: 分地区营收 (百万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 19: 有机硅室温胶行业区域竞争格局


数据来源: 西南证券

从区域上看, 目前有机硅室温胶行业主要是以成都硅宝、郑州中原、杭州之江、道康宁与广州白云、新展五极割据的格局。

技术领先、标准制胜。公司创新能力极强, 企业实验室为业内第一家通过中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 认可的实验室, 拥有的接近 30 项国家发明专利属业内最多, 并有多位行顶尖专家。

硅宝科技编制或参与起草国家标准和行业标准 19 项; 有 4 人参与硅酮胶行业最重要标准——GB16776 的起草。行业标准 GB16776 以实质性的要求提高了产品的门槛, 控制市场上硅酮胶产品的质量, 也无形中提高了硅酮胶产业的技术门槛, 规定着行业的发展方向。

表 4: 硅宝科技编制或参与制定标准

序号	标准名称	标准类别	标准号	公司参与起草人员
1	《建筑用硅酮结构密封胶》	国家标准	GB 16776	王跃林, 李步春, 王有治
2	《中空玻璃用硅酮结构密封胶》	国家标准	GB 24266	王有治
3	《建筑密封材料实验方法》	国家标准	GB/T 13477	王跃林
4	《硅酮建筑密封胶》	国家标准	GB/T 14683	王跃林, 李步春
5	《建筑密封材料术语》	国家标准	GB/T 14682	李步春
6	《气相二氧化硅》	国家标准	GB/T 20020	王跃林, 李步春
7	《建筑密封胶分级和要求》	国家标准	GB/T 22083	李步春
8	《石材用建筑密封胶》	国家标准	GB/T23261	袁素兰
9	《建筑用阻燃密封胶》	国家标准	GB/T24267	王有治
10	《建筑窗用弹性密封胶》	行业标准	JC/T 485	李步春
11	《中空玻璃用弹性密封胶》	行业标准	JC/T 486	王跃林
12	《混凝土建筑接缝用密封胶》	行业标准	JC/T 881	王跃林
13	《幕墙玻璃接缝用密封胶》	行业标准	JC/T 882	王跃林
14	《石材用建筑密封胶》	行业标准	JC/T 883	王跃林, 周文亮
15	《彩色涂层钢板用建筑密封胶》	行业标准	JC/T 884	周文亮
16	《建筑用防霉密封胶》	行业标准	JC/T 885	王跃林

序号	标准名称	标准类别	标准号	公司参与起草人员
17	《道桥嵌缝用密封胶》	行业标准	JC/T 976	袁素兰
18	《中空玻璃生产规程》	行业标准	HBZ/T 001	李步春
19	《建筑玻璃采光顶》	行业标准	JG/T 231	李步春

数据来源：公司主页，西南证券

硅宝科技掌握编制标准的利器，表明硅宝科技技术实力在行业内的领先，也让硅宝科技的发展更具方向性，更切合行业发展的要求。除了已经编纂的标准，公司继续参与后续标准的起草，始终站在行业标准制定者的角度，引导行业健康发展，进而促使硅宝科技不断壮大。

室温有机硅胶行业整合大幕拉开，硅酮胶企业发展愈发需要**资金实力与技术实力**的支持。硅宝科技将充分收益于建筑胶行业的整合，而其站于“行业内唯一一家上市公司”的制高点上，更是如虎添翼。产能的配套，相辅相成于公司的扩张步伐，相得益彰。

3.2 多点开花，产能满足增长期工业胶放量

深耕建筑胶的同时，硅宝也在向附加值更高的工业用胶领域转型。2014年，公司工业类用胶销售实现大幅增长，同比增长45%，实现近1个亿销售额，在公司的销售占比由2013年的17%上升至20%，工业用胶由培育期进入增长期。2015年前三季度，增速略有放缓，但部分产品表现抢眼，防腐胶不及预期的原因也仅是短期影响，我们预计工业用胶仍将维持较快速度增长。新增产能有助于公司逐步提升工业胶在整个硅酮胶业务比重，目标达到40%，优化产品结构。

防腐材料领域前景广阔

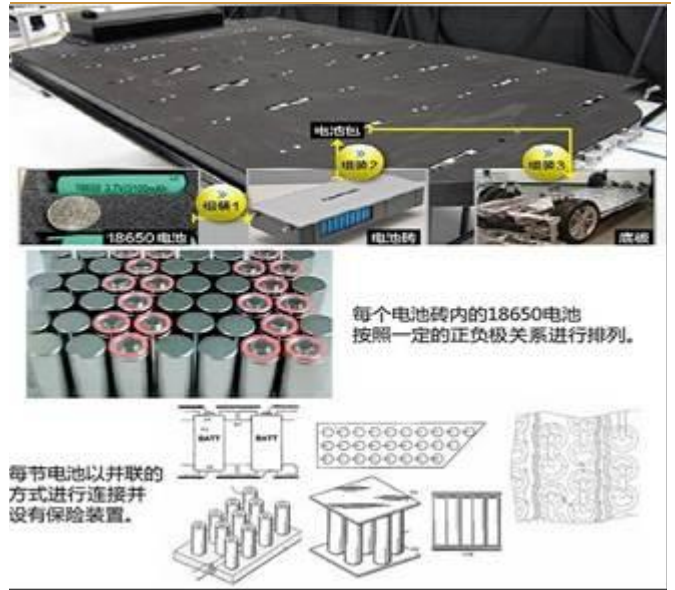
大气污染严重，特别是雾霾天气对环境和人们生活的影响越来越明显。其中二氧化硫是主要的大气污染物之一，电力行业普遍都有脱硫脱硝的需求。公司防腐材料主要用于衬里层“砖加胶”方案，该方案具有耐高温、耐酸性、施工周期短、造价成本相对较低等优势赢得业主和设计院的认可，在脱硫防腐行业得到广泛运用。经过6年的发展，公司已在同类烟囱防腐材料中占有20-30%的市场份额，初步造就品牌优势。

随着国家对大气污染治理力度的加大，未来将严控火力发电厂和大型石油企业的排放指标，相关政策的陆续出台，电力防腐产品的市场需求有望实现爆发式增长。据2013年的环保产业政策报告与服务业发展研讨会上透露：2013-2017年间，我国将投入1.7万亿元进行大气污染治理。

2014年电力环保用胶销售实现大幅增长，较去年同期增长70%，成为工业胶业绩增长的最大亮点。2015年前三季度表现不及预期主要由于公司深度介入防腐领域，由材料制造商转型综合服务商，受到下游客户抵制。我们认为，公司掌握核心产品优势，转型态度坚决，防腐市场空间广阔，抵制因素仅为短期影响，后续将持续放量。

图 20: 烟囱防腐


数据来源: 西南证券

图 21: 特斯拉锂电池构造


数据来源: 西南证券

锂电安全综合解决方案成功研发

2015 年 7 月，我国新能源汽车生产 2 万辆，同比增长 2.5 倍。2015 年 1-7 月，新能源汽车累计生产 9.9 万辆，同比增长 3 倍。近两年来，涉及到产业和地方各环节的细化政策都在密集加速出台，政策推动的确定性保证了新能源汽车产业的高速发展。

然而锂电池安全性一直是国内新能源汽车令人担忧的地方。2013 年特斯拉电池起火，但及时的预警以及对爆炸的控制，使车主及时逃离。特斯拉独特的电池排列，优异的防火材料，保证锂电池遇到意外情况时，能将爆炸控制在部分区域，同时争取充分的逃生时间，保障人身安全。

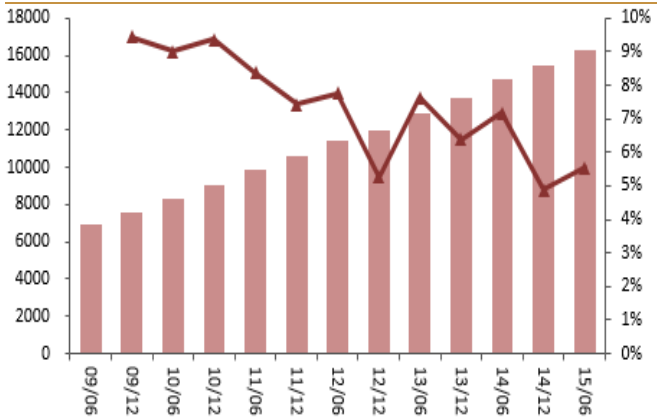
公司的锂电安全综合解决方案与特斯拉电池设计原理类似，有效解决了锂电池意外事项导致的人身安全问题，在市场上获得了良好的反响。相关业务在 2015 年前三季度实现销售收入约为 3000 万元，较去年同期翻了一番，后续市场空间广阔。

汽车用胶进口替代

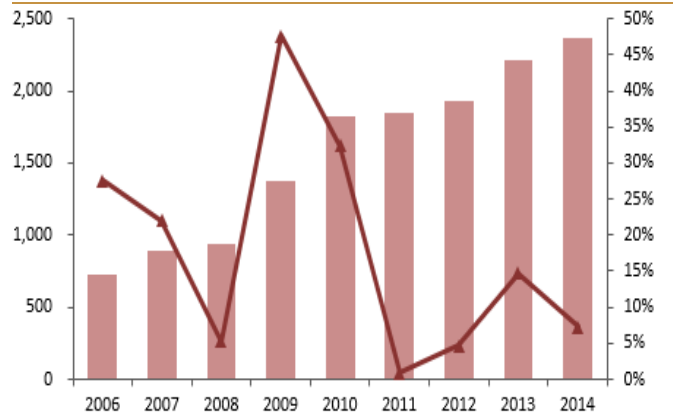
在汽车用胶领域，公司产品继续保持中国车灯胶第一品牌的地位。公司汽车用胶产品已通过了 TS16949 质量体系认证，部分合资企业已开始采购或试用公司车灯胶产品，进口替代已成趋势。

公司目前已经进入大众的配件采购体系，预计公司在合资品牌车领域的汽车用胶增长较快。

此外，公司加大对汽车发动机免垫片、挡风玻璃用胶等领域的研发力度，汽车发动机免垫胶、挡风玻璃用胶均得到客户认可并实现销售。公司汽车用胶打开市场空间，成功进入合资企业新车型领域，汽车胶产品将可能实现大幅增长，新增产能配套，促进公司业绩向好。

图 22: 汽车保有量 (万辆) 及其增速


数据来源: Wind, 西南证券

图 23: 汽车产量 (万辆) 及其增速


数据来源: Wind, 西南证券

公司车用胶产品主要通过全球知名品牌小系车灯以及海拉车灯等企业进入合资品牌汽车采购体系。上海小系车灯有限公司和长春海拉车灯有限公司分别是小系制作所和海拉在华的中外合资企业。由于一些外资或合资整车厂在车灯配套体系中有比较稳定的系统内供应商，这些供应商就是进入合资车的入口，也只有通过配套供应商才能实现产品的配套。

表 5: 车灯主要配套企业

汽车企业	车灯主要配套企业
一汽大众	长春海拉、上海小系、常州星宇
一汽丰田	天津斯坦雷、湖北法雷奥、上海小系、常州星宇
天津一汽	天津车灯厂、常州星宇、长春长海等
上海大众	上海小系、常州星宇
上海通用	上海小系、常州星宇
广州本田	广州斯坦雷
东风日产	湖北法雷奥
北京现代	北京三立
北京奔驰	北京海拉
东风本田	广州斯坦雷
东风神龙	湖北法雷奥
东风悦达起亚	江苏摩比斯
长安汽车	上海小系、湖北法雷奥、大茂伟世通等
吉利	浙江天骢、江苏常诚、大茂伟世通、常州星宇等
江淮	浙江天骢、江苏常诚、大茂伟世通等
北汽福田	北京海拉、常州星宇、浙江天骢、山东鲁得贝等
奇瑞	常州星宇、山东鲁得贝、大茂伟世通、浙江天骢、上海小系等

数据来源: 中国产业信息网, 西南证券

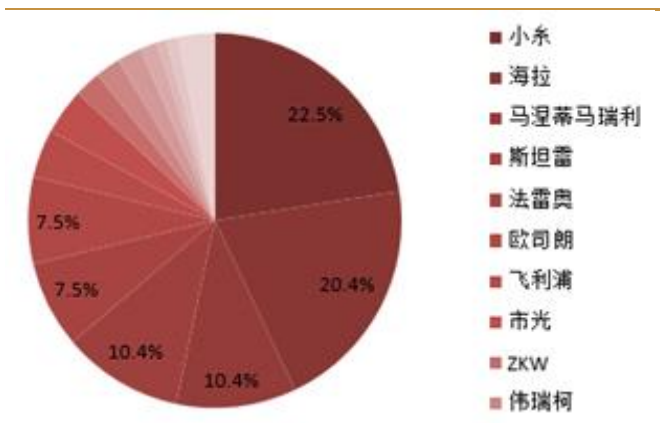
在全球车灯市场中，小系和海拉基本占据半壁江山，而在国内更是如此，上海小系产品在全国乘用车灯具市场占有率达 40% 以上，加上长春海拉，国内市场占有率达到 60% 左右。

硅宝科技产品具有粘接性能好和流水线作业配套性能高等优点，得到了包括星宇车灯在内的国内主要车灯生产商的广泛认可，已经树立起了行业的领导者地位，其市场份额已经占据了国内品牌车灯市场的半成之数。随着产品运用于小系和海拉车灯，进入合资汽车采购体系，将完全打开国内车灯市场空间。

据测算，整辆车用车灯密封胶大概在 400g 左右，按每公斤 100 元计算，2014 年我国汽车产量为 2372 万辆，仅在新增产车上市场空间就在 10 亿元左右。我国的胶粘剂和密封胶的生产虽有较大发展，但汽车工业用胶的状况仍处于一般水平，而且以普通型为主。目前我国轿车每车用胶约 20kg，重型车约 22kg。2014 年我国汽车产量为 2372 万辆，车用胶需求量达到 47.4 万吨左右，未来几年车用胶市场将保持 15% 的增速。进口替代为公司汽车胶产品进一步放量奠定基础。

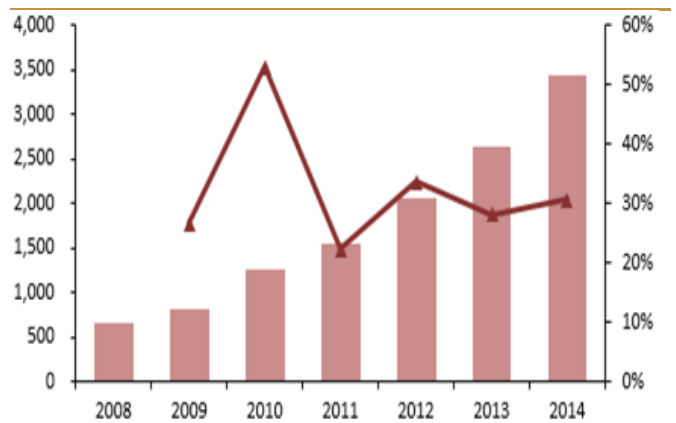
2015 年上半年，汽车胶产品实现快速增长，产品与合资品牌配套的优势开始显现，销售同比增长 50% 以上。

图 24: 全球主要车灯企业市场份额



数据来源: 公开资料整理, 西南证券

图 25: LED (亿元) 产值及增速



数据来源: Wind, 西南证券

LED 封装用胶，电子领域持续推进

有机硅材料是 LED 的理想封装材料。传统的 LED 环氧树脂封装材料存在内应力大、耐热性差、容易老化等缺陷，不能满足 LED 封装材料性能上日益发展的需求，正逐步被有机硅材料或者有机硅改性材料取代。有机硅材料是一种具有高耐紫外线和高耐老化能力、低应力的材料，成为 LED 封装材料的理想选择。

2008-2014 年 LED 行业复合增速达到 32%。随着我国 LED 封装规模特别是白光 LED 封装规模的迅速扩大，中国 LED 封装硅胶的使用量也急剧上升。据 GLII 预计，到 2015 年，中国 LED 封装硅胶销量将达到 1400 吨，市场规模达到 16 亿元人民币。加之 LED 产品的逐步民用化，未来几年我国 LED 显示市场还将保持较快的增速，LED 有机硅封装材料未来将保持 20% 的增速，促进公司电子电器类有机硅胶产品放量。

4. 产业链延伸，制造商转型服务商

硅宝科技技术实力强劲，产品性能卓越，门槛较高，而其下游市场常常依赖于产品，空间更广门槛却更低。硅宝科技深耕产品市场，坚定转型，产业链延伸至下游，由材料制造商变为综合服务提供商，将产品优势升级为产业链优势。

4.1 环保！环保！转型综合防腐服务商

大气污染严重，特别是雾霾天气对环境和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。

严控火力发电厂和大型石油企业的排放指标已成为趋势，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。据 2013 年的环保产业政策报告与服务业发展研讨会上透露：2013-2017 年间，我国将投入 1.7 万亿元进行大气污染治理。

表 6: 近期大气污染治理政策法规

时间	部门	政策名称	描述
2011	国务院	《国家环境保护“十二五”规划》	到 2015 年，主要污染物排放量要显著减少，实现化学需氧量、二氧化碳排放总量要在 2010 年基础上削减 8%，氨氮、氮氧化物排放总量削减 10%
2012	国务院	《“十二五”节能环保产业发展规划》	节能环保产业产值年均增长 15% 以上，到 2015 年，节能环保产业总产值达到 4.5 万亿元，增加值占国内生产总值的比重为 2% 左右
2012	国务院	《节能减排“十二五”规划》	到 2015 年，全国万元 GDP 能耗下降到 0.869 吨标准煤（按 2005 年价格计算），比 2005、2010 年分别下降 32%、16%，“十二五”期间实现节能 6.7 亿吨标准煤
2012	环保部、发改委、财政部	《重点区域大气污染防治“十二五”规划》	到 2015 年，重点区域二氧化碳、氮氧化物、工业烟粉尘排放量较 2010 年下降 12%、13%、10%，挥发性有机物污染防治工作全面展开；可吸入颗粒物、二氧化硫、二氧化氮、细颗粒物年均浓度分别下降 10%、10%、7%、5%
2013	国务院	《大气污染防治行动计划》	到 2017 年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比 2012 年下降 10% 以上，优良天数逐年提高；京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降 25%、20%、15% 左右，其中北京市细颗粒物年均浓度控制在 60 微克/立方米左右
2013	国务院	《全国资源型城市可持续发展规划（2013-2020）》	规范包括 262 个资源型城市；到 2020 年，化学需氧量、二氧化硫、氨氮和氮氧化物较 12 年下降 15%、15%、17%、17%
2014	全国人大	《大气污染防治法（修订草案）》	国务院和地方各级人民政府，必须将大气环境保护工作纳入国民经济和社会发展规划，合理规划工业布局，加强防治大气污染的研究，保护和改善大气环境
2014	国务院	《2014-2015 年节能减排低碳发展方案》	2014-2015 年，单位 GDP 能耗、化学需氧量、二氧化硫、氨氮和氮氧化物排放量分别逐渐下降 3.9%、2%、2%、2%、5% 以上，单位 GDP 二氧化碳排放量两年分别下降 4%、3.5% 以上
2015	全国人大	新《环境保护法》	首次全面修订，加强排污监管，让环保法与时俱进，将民间力量有序的纳入环境治理的机制中

数据来源：公开资料整理，西南证券

目前我国火电厂主要是燃煤电厂，而火电厂烟尘排放是直接导致雾霾天气的主要因素。随着对环境的逐渐重视，相关排放标准也愈发严格。2012 年国家环保部会同相关部门对 GB13223-2003 进行修订，颁布了《火电厂大气污染物 2011 年排放标准》（GB13223-2011），并明确要求 2014 年 7 月 1 日起全国火电厂必须强制性执行。

表 7: 新旧火电厂大气污染物排放标准对比

污染物	适用条件	GB13223-2011	GB13223-2003
		限值(mg/m ³)	限值(mg/m ³)
烟尘	全部	30	50
	重点区域	20	
二氧化硫	新建锅炉	100	400
	现有锅炉	200	
	重点区域	50	
氮氧化物(以 NO ₂ 计)	全部	100	450
汞及其化合物	全部	0.03	-

数据来源: 公开资料整理, 西南证券

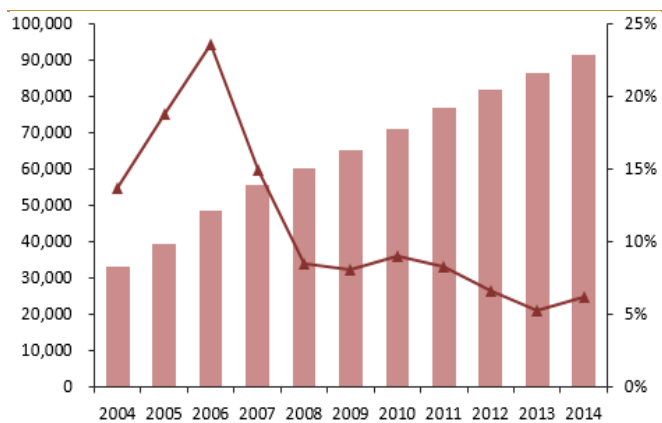
根据我国经济形势的发展, 2014 年新增火电装机容量约 4729 万 KW。2014 年底全国发电装机容量达到 13.6 亿 KW, 同比增长 8.7%, 其中水电 3.0 亿 KW, 火电 9.2 亿 KW, 核电 2010 万 KW, 并网风电 9581 万 KW。由于全国电力工业继续保持较快增长势头, 电力需求不断增加, 火电行业会继续保持平稳发展。

“十二五”火电行业脱硫需求依然旺盛, 根据《电力工业“十二五”规划研究报告》, 到 2015 年火电装机容量将达到 9.6 亿 KW。按每 25 万 KW 一台烟囱计算, 2015 年底全国需要进行防腐的烟囱约 3840 座, 按平均每座烟囱防腐投资 1000 万元算, 仅国内烟囱防腐潜在市场容量就达 384 亿元左右。按照每年 1/4 的烟囱需要进行防腐计算, 到 2015 年防腐市场容量将达 100 亿元。

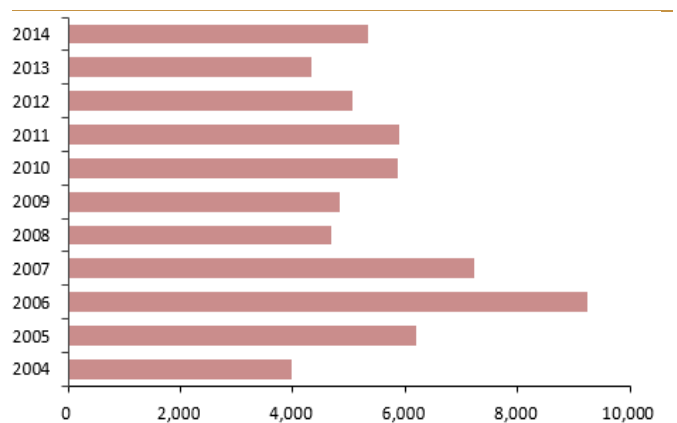
表 8: 防腐市场空间测算

预计 2015 年火电装机总量	配套烟囱个数	每座烟囱防腐投资	每年进行防腐烟囱占比	预计市场容量
9.6 亿 KW	3840	1000 万	1/4	100 亿

数据来源: 西南证券

图 26: 年火电装机总量 (万 KW) 及增速


数据来源: Wind, 西南证券

图 27: 年新增火电装机量 (万 KW)


数据来源: Wind, 西南证券

目前行业内防腐工程方案主要有钛钢板方案、宾高德砖加胶、国内砖加胶方案和其他方案。公司防腐材料主要用于衬里层“砖加胶”方案，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，经济性和有效性上都有其独到之处，在脱硫防腐行业得到广泛运用。

在“砖加胶”方案中，材料的性能质量决定着工程的质量，其中又以有机防腐胶为甚。硅宝科技经过6年的发展，终于保障防腐胶产品在烟囱恶劣环境下的性能，已在同类方案防腐材料中占有20-30%的市场份额，初步造就品牌优势。掌握核心材料后，下游工程施工难度不大，门槛不高，却空间广阔，硅宝科技将产业链延伸至工程施工，有助于将产品优势扩大为产业链优势。而后公司牵头主推“砖加胶”方案，整合行业资源，在保证施工质量的情况下，有望和宾高德一起加速推广此方案的运用。

表 9：常用烟囱防腐工程

方案	钛钢板	宾高德砖加胶	国产砖加胶	其他
施工方法	钛钢板焊接	有机防腐胶将泡沫玻璃砖粘贴在烟囱内壁	有机防腐胶将泡沫玻璃砖粘贴在烟囱内壁	防腐涂料喷涂在内壁
施工工期	约 8 个月	约 4 个月	约 3 个月	2-3 个月
工程造价	约 2000 元	约 1700 万元	约 1000 万元	约 750 万元
主要优点	理论寿命长，效果好	有耐腐蚀性和保温性双重功能	价格便宜、有耐腐蚀性和保温性双重功能	施工方便、成本低
主要缺点	造价贵、施工难度大，质量难以保证	材料宾高德供给，价格贵	质量难以保证	材料不好把控、质量难以保证

数据来源：公开资料整理，西南证券

2015年10月，公司公告以自有资金出资人民币800万元成立全资子公司硅宝防腐科技有限公司，主要从事防腐领域材料生产、销售及工程承包等业务，使公司由单纯的材料供应商延伸到防腐工程领域，构成完整防腐工程产业链，进一步提升公司竞争力。目前公司每座烟囱销售防腐材料在200-300万元左右，工程总价在1000万元左右，若转型成功，仅在原有客户的基础上从卖胶到提供方案业绩就会有4倍的增幅。随着烟囱防腐市场不断扩大，跨越式发展可期。

而后公司将以电力防腐为核心，逐步延伸至水处理和海洋工程防腐领域，重新构架行业天花板。

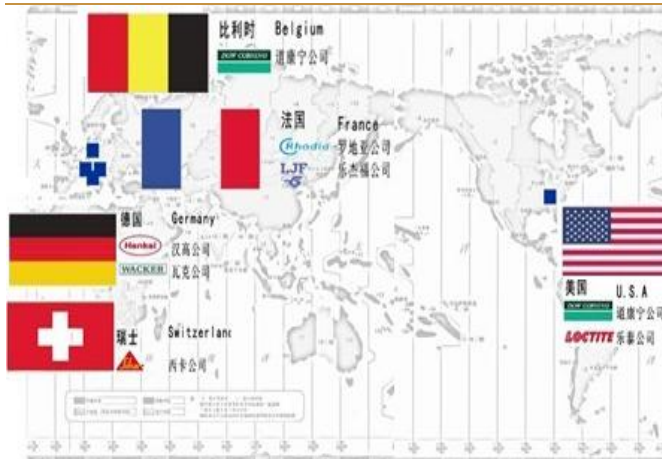
4.2 施胶设备配套，发力工业 4.0

胶设备主要分为两块，一块是制胶设备，另一领域则是施胶设备。设备公司已从单机业务设备制造商转型为设备工程整体解决方案提供商，并逐步向智能化应用设备等方向发展，市场空间广阔。随着工业自动化时代的到来，转型精准施胶、自动化施胶也已成为工业4.0题中应有之义。

硅宝公司拥有全世界最先进的立式自动化生产线和智能化控制系统。其生产线是全世界最先进的密封胶全自动化生产线，公司也是国内唯一既生产密封胶又生产特种密封胶制胶设备的企业。

硅宝科技设计制造的密封胶专用设备，不仅受到国内知名密封胶厂家的青睐，也为业内著名的多家跨国公司所选用，包括美国道康宁、乐泰、德国汉高、瓦克、法国罗地亚、瑞士西卡等。2014年硅宝科技成立成都硅特自动化设备有限公司控股公司，专门从事设备制造业务。制胶设备公司从单机业务设备制造商转型为设备工程整体解决方案提供商，市场竞争力得到提升，销售业绩较2013年翻番。

图 28：制胶设备客户全球分布



数据来源：公司主页，西南证券

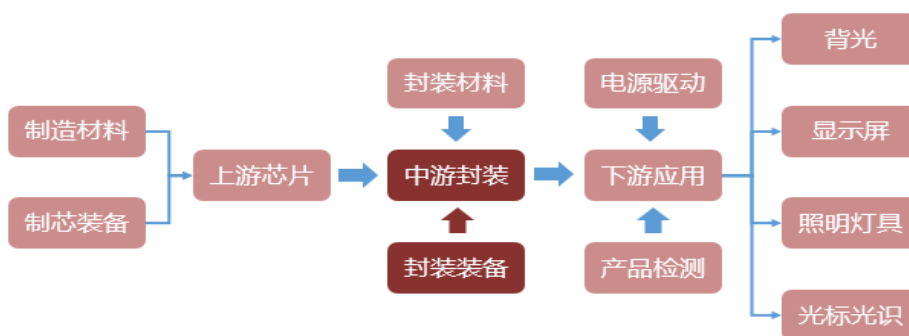
图 29：制胶设备产品



数据来源：公司主页，西南证券

以 LED 封装施胶为例。胶及胶滴的成型质量对于电子产品的品质有着巨大的影响。出胶量的一致性和胶滴位置的准确与否会直接影响到元件的定位，在器件经过烘烤固胶以后，芯片内部的应力分布会发生变化，严重的情况下甚至会引引起引线短路。为了保证高性能 LED 的制造品质，在点胶过程中务必要保证胶量一致性、荧光粉分散均匀性、点胶位置准确性。而这些都对施胶设备提出了要求，甚至在某些方面，施胶设备甚至比胶材料本身对客户来说更具吸引力。

图 30：LED 封装环节



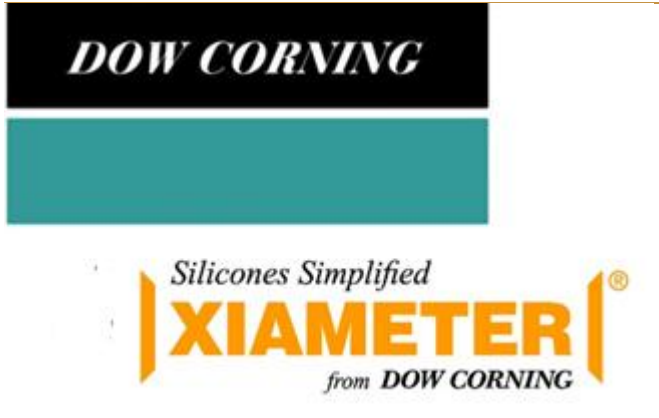
数据来源：西南证券

公司着力研发电子电器封装的精密智能机器人，转型施胶设备供应商市场潜力巨大。若转型成功，为客户提供从设计、材料、设备、封装等一体化服务，与工业用胶产生协同效应，更是促使硅宝科技有望从胶材料提供商，变身为一体化方案综合服务商，于蓝海工业胶市场构筑超高竞争壁垒。

4.3 设立投资子公司，外延发展预期持续

对于有机硅材料，下游运用空间广阔，附加值高，但每个细分领域用量小、门槛高，认证周期长，研发风险较大，完全自主研发可行性不大，**外延式发展是公司转型升级的必经之路**。以全球有机硅龙头道康宁为例，道康宁在全世界提供产品或服务 7000 种，产品涉及医疗、家庭清洁、美容个人护理、LED、新能源、汽车、建筑、涂料、工业材料、电力、半导体、纺织等领域，充分体现出有机硅行业特点。

图 31：道康宁双品牌



数据来源：道康宁主页，西南证券

图 32：道康宁产品运用范围



数据来源：西南证券

2015 年 6 月，硅宝科技公司公告以自有资金 4000 万元，在成都设立全资子公司成都硅宝科技投资管理有限公司。经营范围为股权投资、资产管理、投资管理以及其他信息咨询。

此次投资有助于把握优质投资机会，为公司产业整合、投资并购积累经验，进一步加快公司并购步伐，提升硅宝科技的竞争力，在行业整合的大背景下，率先布局，抢占先机。同时寻找相关优质转型标的，做大做强工业用胶产品市场。公司将以硅宝投资为平台，通过自身名义或其他公司、基金、券商合作的方式，实现对外投资，提升公司综合实力和竞争力，整合行业资源。

而身为“行业内唯一一家上市公司”，资本市场带来的市值优势以及再融资优势，将使硅宝科技并购步伐走得更为坚实。

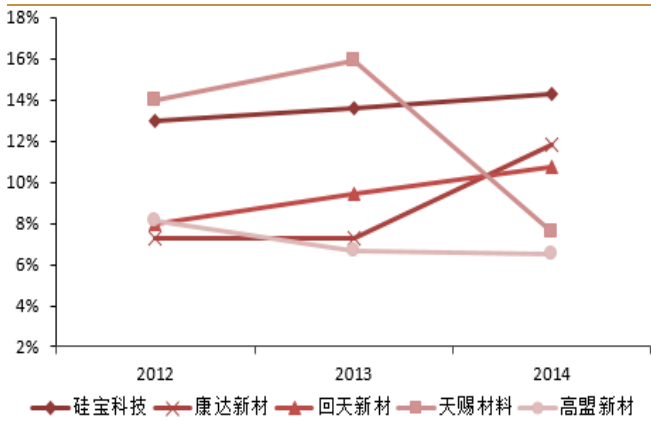
5. 财务分析

根据杜邦分析,企业的核心指标净资产收益率主要取决于企业的市场盈利端、公司运营端和资本结构端。据此,我们认为硅宝科技的持续发展的内在原因来自于对成本的控制,运营的高效以及适当的财务杠杆。

净资产收益率同比领先

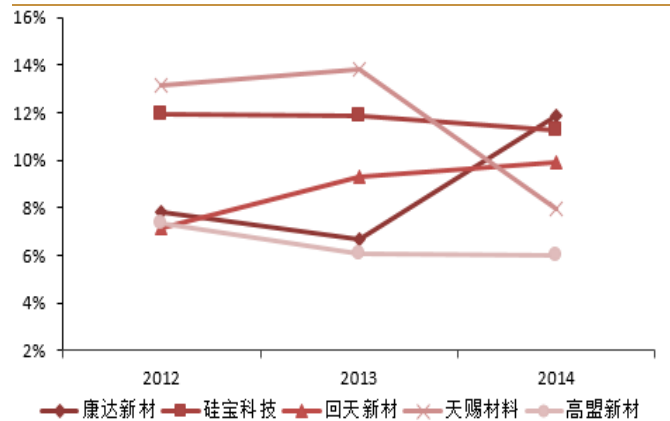
选取同类型上市公司康达新材、回天新材、天赐材料和高盟新材为对比公司。硅宝科技净资产收益率连续三年稳定增长,2014年为14.2%,高于同类对比上市公司,资产综合盈利能力突出。排除财务杠杆的影响,仅从资产的收益能力看,硅宝科技2014年的总资产收益率为11.3%,名列可比公司前茅,可见硅宝资产总体盈利能力良好,净资产收益率较高并非只是因为利用了财务杠杆。

图 33: 可比上市公司净资产收益率



数据来源: Wind, 西南证券

图 34: 可比上市公司总资产收益率

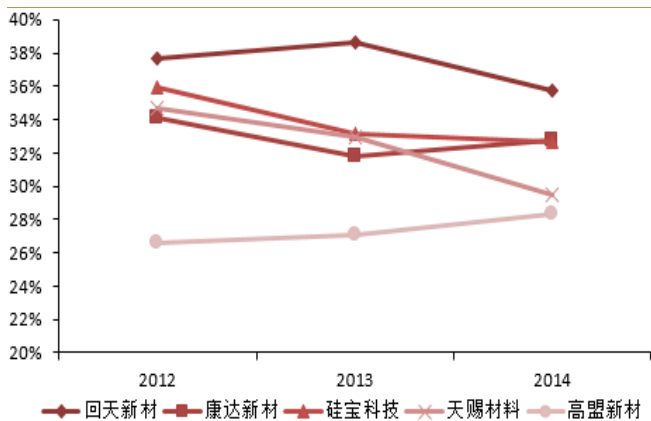


数据来源: Wind, 西南证券

费用控制力强, 盈利能力表现突出

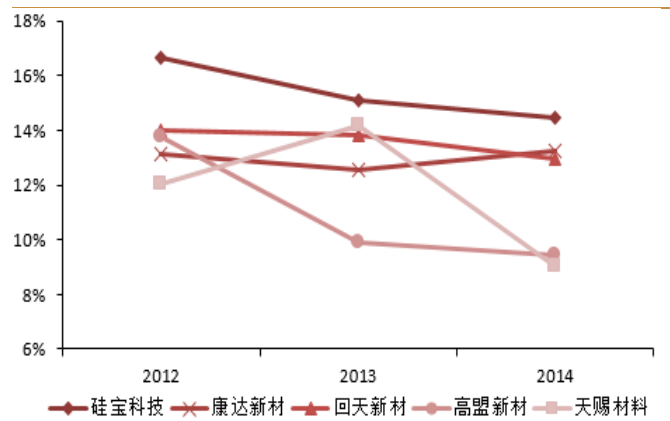
硅宝科技2014年毛利率32.6%,在相关可比上市公司中没有突出的表现,基本维持在30%附近,处于中等水平。而销售净利率14.5%处于领先地位,究其原因,还在于对期间费用的控制,这也是公司盈利能力领先的原因之一。

图 35: 可比上市公司销售毛利率



数据来源: Wind, 西南证券

图 36: 可比上市公司销售净利率

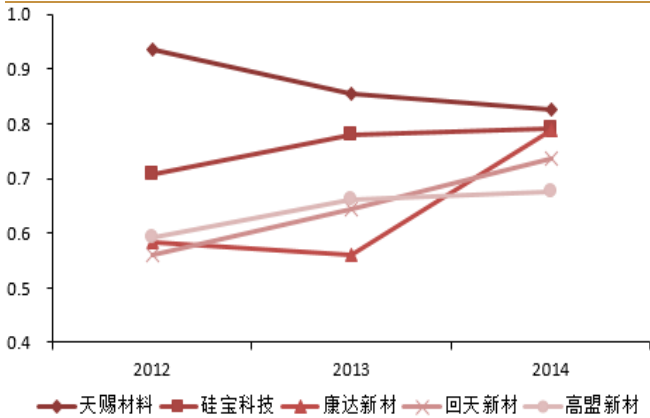


数据来源: Wind, 西南证券

资产周转速度快，竞争力显著

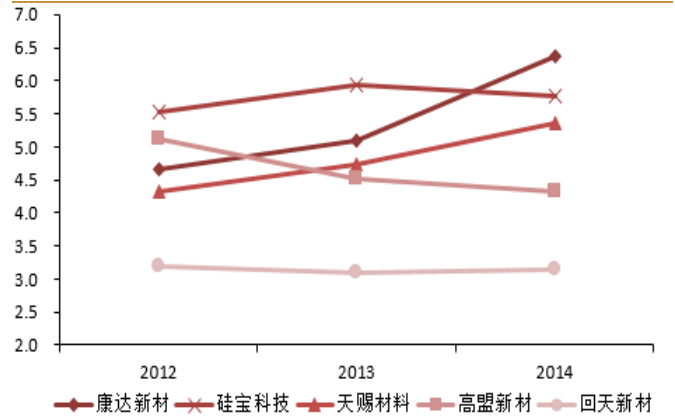
总资产周转率体现公司整体运营能力。硅宝科技 2014 年总资产周转率为 0.74，同样处于同类上市公司的领先地位，其中存货周转速度快。2014 年硅宝科技存货周转率为 5.77，库存积压较小。

图 37: 可比上市公司总资产周转率



数据来源: Wind, 西南证券

图 38: 可比上市公司存货周转率

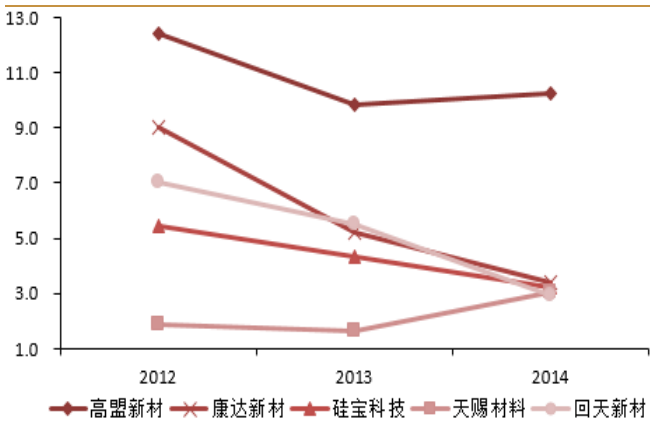


数据来源: Wind, 西南证券

适当的财务杠杆，增厚股东回报

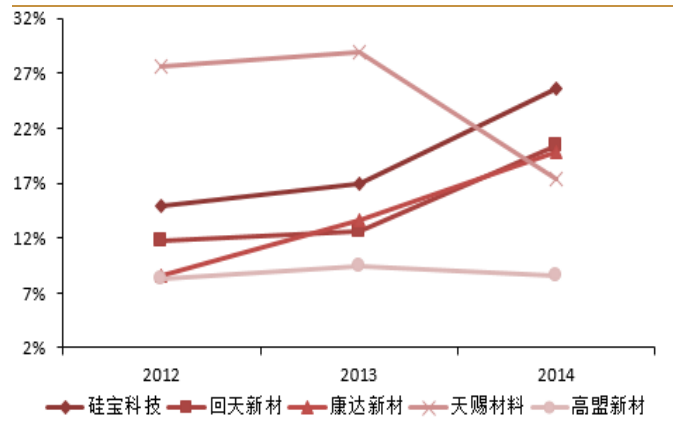
适当的资产负债率使得公司净资产收益率高企，增厚公司业绩。硅宝科技 2014 年资产负债率为 25.7%，高于可比上市公司，但由于总资产报酬率较高，借债经营有利于增厚股东回报。从流动比率看，公司 2014 年为 3.2，处于可比公司平均水平，也较好地显示了财务风险小，适当的财务杠杆，促进公司的发展。

图 39: 可比上市公司流动比率



数据来源: Wind, 西南证券

图 40: 可比上市公司资产负债率



数据来源: Wind, 西南证券

从杜邦分析中我们可以看出，硅宝科技在企业主要产品的盈利能力、企业运营能力与资本结构方面都有长足的表现。通过对比，硅宝皆处于同类上市公司领先地位，体现公司强劲的综合盈利能力。

6. 盈利预测与估值

6.1 核心假设与盈利预测

核心假设:

假设 1: 硅宝科技将充分受益于行业整合, 建筑胶仍将保持较快速度增长, 工业胶也由培育期进入发展期放量贡献业绩, 设备业务保持较快速度增长, 偶联剂平稳增长;

假设 2: 15 年底新建产能投产, 假定公司原有产能仍然保持 90% 的产能利用率, 建筑胶第一年消化新增产能的 30-35%, 第二年消化新增产能的 20%。防腐胶转型 16 年开始 4 倍增厚业绩, 锂电安全综合解决方案、车灯胶保持高速增长;

假设 3: 建筑用胶毛利率因为市场趋缓, 逐渐小幅下降至 30%。工业用胶毛利率因为防腐胶转型环保服务商, 毛利率略有下降至 47%;

假设 4: 除销售费用率略有增加外, 15-17 年管理费用率、和财务费用率基本维持不变。

盈利预测:

根据以上假设, 暂不考虑对外并购事项带来的业绩增长, 盈利预测如下表所示:

表 10: 分产品收入成本预测 (百万元)

		2014A	2015E	2016E	2017E
建筑类用胶	收入	383.20	434.93	569.76	686.56
	yoy	13.85%	13.50%	31.00%	20.50%
	成本	262.74	300.10	395.98	480.59
	毛利率	31.44%	31.00%	30.50%	30.00%
工业类用胶	收入	93.66	103.49	232.86	378.40
	yoy	45.16%	10.50%	125.00%	62.50%
	成本	45.51	51.75	121.09	198.66
	毛利率	51.41%	50.00%	48.00%	47.50%
偶联剂	收入	45.55	54.89	60.38	63.40
	yoy	-3.33%	20.50%	10.00%	5.00%
	成本	39.01	46.93	51.62	54.20
	毛利率	14.36%	14.50%	14.50%	14.50%
设备	收入	22.61	27.36	36.80	48.57
	yoy	109.74%	21.00%	34.50%	32.00%
	成本	18.80	22.30	29.62	38.13
	毛利率	16.85%	18.50%	19.50%	21.50%
其他	收入	0.18	0.18	0.18	0.19
	yoy	-18.18%	1.00%	0.90%	1.20%
	成本	0.09	0.14	0.12	0.13
	毛利率	50.00%	25.00%	25.00%	25.00%

		2014A	2015E	2016E	2017E
合计	收入	545.20	620.85	899.98	1,177.12
	yoy	18.72%	13.88%	44.96%	30.79%
	成本	366.15	421.21	598.44	771.72
	毛利率	32.84%	32.16%	33.51%	34.44%

数据来源: 公司公告, 西南证券

6.2 绝对估值

我们采用 FCFF 估值法进行绝对估值

关键假设如下:

- 1) 无风险利率为 10 年期国债到期收益率;
- 2) 采用申万三级行业分类-其他化学制品的行业 β (近 3 年, 标的指数为沪深 300 指数) 作为公司无杠杆 β 系数的近似值;
- 3) 假设税率稳定, 为 15%。

表 11: 绝对估值假设

估值假设	数值
过渡期年数	5
过渡期增长率	10.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率	3.00%
市场组合报酬率	11.00%
β 系数	0.88
债务资本比重	25.00%
债务资本成本	5.00%
有效税率	15.00%
股权资本成本	11.80%
无杠杆成本	10.04%
WACC	9.93%

数据来源: 西南证券

表 12: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	1591.26
净债务价值	-36.38
股票价值	1627.65
除: 总股本 (百万)	326.4
每股价值 (元)	4.99

数据来源: 西南证券

表 13: FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	8.41%	8.91%	9.41%	9.91%	10.41%	10.91%	11.41%
1.5%	5.43	5.02	4.67	4.36	4.08	3.84	3.62
2.0%	5.73	5.27	4.88	4.54	4.24	3.98	3.74
2.5%	6.08	5.57	5.13	4.75	4.42	4.13	3.87
3.0%	6.50	5.91	5.41	4.99	4.62	4.30	4.02
3.5%	7.01	6.32	5.74	5.26	4.85	4.49	4.19
4.0%	7.63	6.80	6.14	5.58	5.12	4.72	4.37
4.5%	8.40	7.40	6.61	5.96	5.43	4.98	4.59

数据来源: 西南证券

由于绝对估值对各系数敏感性较大, 估值结果受主观因素影响严重。为提高估值客观性, 我们采取相对估值法进行估值。

6.3 相对估值

我们预计公司 2015-2017 年每股收益分比为 0.25 元、0.40 元和 0.56 元, 对应动态 PE 为 60 倍、38 倍和 27 倍。我们选取了回天新材、康达新材和高盟新材作为可比公司。

表 14: 可比公司一致预测与估值

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
300041.SZ	回天新材	25.55	0.56	0.74	0.94	45.92	34.32	27.22
002669.SZ	康达新材	28.39	0.54	0.85	1.16	52.69	33.59	24.54
300200.SZ	高盟新材	16.59	0.27	0.30	0.44	61.40	55.08	37.54
平均值						53.34	41.00	29.77

数据来源: wind, 西南证券

按照可比公司平均给予公司 2016 年 41 倍 PE, 对应市值为 54 亿, 由于存在外延并购与转型的预期, 我们认为公司 2016 年市值应为 60 亿, 对应目标股价 18.4 元, 维持“买入”评级。

7. 风险提示

（1）产能投放不及预期的风险

公司超倍扩建的产能，不能在预期的时间内建成投产，或者投产后因建造、工艺原因停工检修，从而制约公司发展的风险。

（2）建筑胶整合和工业胶放量不及预期的风险

建筑胶行业阵痛过渡，发展趋势放缓。在整体经营状况困难时，扩张市场份额，可能遇到内部或外部的压力，导致公司扩张不及预期的风险。工业胶是公司优化产品结构关键一环，也是公司维持快速发展新引擎，一旦工业胶放量不及预期，将极大影响公司业绩。

（3）转型升级不及预期的风险

公司由防腐材料转型综合防腐服务商，研发施胶设备配套工业用胶，为客户提供从设计、材料、设备、封装等一体化服务，潜力巨大。但也面临着新进领域的诸多不确定性，导致转型升级不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	549.50	625.75	907.08	1186.40	净利润	79.59	83.20	130.74	183.76
营业成本	370.28	424.53	603.15	777.80	折旧与摊销	16.68	18.06	23.66	27.47
营业税金及附加	4.98	5.57	8.16	10.80	财务费用	-8.08	0.84	1.05	1.34
销售费用	42.04	47.56	69.84	90.76	资产减值损失	2.88	0.16	-0.04	-0.01
管理费用	53.64	59.63	81.73	100.37	经营营运资本变动	0.74	-21.81	-71.83	-75.45
财务费用	-8.08	0.84	1.05	1.34	其他	-46.54	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.88	0.16	-0.04	-0.01	经营活动现金流净额	45.26	80.45	83.58	137.11
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-106.45	-27.00	-33.00	-35.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.60	-7.00	-10.00	-9.00
其他经营损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-107.05	-34.00	-43.00	-44.00
营业利润	83.75	87.46	143.18	205.34	短期借款	4.30	-4.00	1.00	1.00
其他非经营损益	8.67	9.16	8.65	8.05	长期借款	60.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	92.42	96.62	151.82	213.39	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	12.84	13.42	21.09	29.64	支付股利	-32.64	-35.13	-36.88	-58.17
净利润	79.59	83.20	130.74	183.76	其他	8.97	0.60	1.95	2.66
少数股东损益	-0.48	0.09	0.23	0.34	筹资活动现金流净额	40.63	-38.53	-33.93	-54.51
归属母公司股东净利润	80.07	83.11	130.51	183.42	现金流量净额	-21.16	7.92	6.66	38.60
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	148.26	156.18	162.84	201.44	成长能力				
应收和预付款项	169.25	187.91	271.08	357.93	销售收入增长率	18.26%	13.88%	44.96%	30.79%
存货	70.77	80.98	115.15	148.54	营业利润增长率	10.51%	4.42%	63.71%	43.42%
其他流动资产	15.71	17.88	25.93	33.91	净利润增长率	13.34%	4.54%	57.14%	40.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.33%	15.17%	57.85%	39.47%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	341.74	349.77	357.26	362.02	毛利率	32.62%	32.16%	33.51%	34.44%
无形资产和开发支出	53.21	54.12	55.97	58.74	三费率	15.94%	17.26%	16.83%	16.22%
其他非流动资产	15.46	22.46	32.46	41.46	净利率	14.48%	13.30%	14.41%	15.49%
资产总计	814.40	869.31	1020.70	1204.04	ROE	13.15%	12.74%	17.51%	21.06%
短期借款	14.00	10.00	11.00	12.00	ROA	9.77%	9.57%	12.81%	15.26%
应付和预收款项	110.98	120.18	173.09	225.24	ROIC	12.89%	12.91%	18.82%	23.21%
长期借款	60.00	60.00	60.00	60.00	EBITDA/销售收入	16.81%	17.00%	18.51%	19.74%
其他负债	24.00	26.19	29.81	34.42	营运能力				
负债合计	208.98	216.37	273.91	331.66	总资产周转率	0.74	0.74	0.96	1.07
股本	163.20	326.40	326.40	326.40	固定资产周转率	3.31	3.00	3.29	3.82
资本公积	175.22	12.02	12.02	12.02	应收账款周转率	5.52	5.20	6.00	5.68
留存收益	249.54	297.53	391.16	516.40	存货周转率	5.75	5.59	6.14	5.89
归属母公司股东权益	588.52	635.94	729.57	854.82	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	62.14%	—	—	—
少数股东权益	16.90	16.99	17.22	17.56	资本结构				
股东权益合计	605.42	652.93	746.79	872.38	资产负债率	25.66%	24.89%	26.84%	27.55%
负债和股东权益合计	814.40	869.31	1020.70	1204.04	带息债务/总负债	35.41%	32.35%	25.92%	21.71%
					流动比率	3.20	3.36	3.09	3.09
					速动比率	2.64	2.75	2.47	2.47
					股利支付率	40.77%	42.26%	28.26%	31.71%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	92.35	106.36	167.88	234.15	每股收益	0.25	0.25	0.40	0.56
PE	62.21	59.93	38.16	27.16	每股净资产	1.85	2.00	2.29	2.67
PB	8.23	7.63	6.67	5.71	每股经营现金	0.14	0.25	0.26	0.42
PS	9.06	7.96	5.49	4.20	每股股利	0.10	0.11	0.11	0.18
EV/EBITDA	26.00	45.81	28.93	20.54					
股息率	0.66%	0.71%	0.74%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@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 楼

邮编：100033

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn