

## 业绩低于预期, 并购终止不改外延扩张预期

### 投资要点

- **事件:** 公司公告 16 年上半年实现营业收入 2.6 亿元, 同比增长 2.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3710 万元, 同比增长 11.8%; 实现基本每股收益 0.11 元。同时, 公司公告向硅宝防腐增资 1200 万人民币。
- **业绩低于预期, 降本增效成果显现。** 受益于原材料成本的降低, 公司综合毛利率上升 2.8 个百分点至 35.7%, 较 15 年上半年毛利增加 1459 万元。报告期内, 公司技术中心加强对高端人才的引进和高技术项目的研发投入, 引进博士 5 人, 硕士 11 人, 并组建技术团队, 大幅充实公司的研发实力, 加大技术研发费投入也使得公司管理费用同比增加 26.2%。且因房地产发展速度有所放缓和新产品的推广, 销售费用同比增幅较大, 达 17.2%。
- **小市值新能源产业链标的, 静待工业胶发力。** 公司研发的锂电安全综合解决方案已与国内新能源汽车动力电池领域的优秀企业建立长期的战略合作伙伴关系, 为其提供新能源汽车动力电池安全性整体解决方案。新能源胶产品毛利率较高, 超过 50%, 能有效拉动上市公司整体盈利能力的提升。目前新能源胶产品正处于认证推广时期, 且受上半年新能源汽车销量较低影响, 放量不及预期, 不过我们认为随着政策的明朗化, 公司新能源胶产品仍存爆发的可能性。公司以独特视角切入新能源汽车产业链, 有望分享新能源汽车飞速发展带来的行业红利, 产品放量值得期待。此外, 报告期内汽车防雾涂层车灯胶销售实现新的突破, 加之公司增资硅宝防腐扩大工程业务, 静待工业胶发力。
- **并购终止不改外延扩张预期, 转型持续。** 公司下游细分领域众多, 通过并购扩展市场是公司发展的较优路径。虽然此次收购华森塑胶因监管问题终止, 但公司积极转型态度明确。公司设立了新材料产业并购基金, 立足投资于新材料领域的优质企业, 目前投资并购处于积极运作之中, 未来持续的外延发展预期强烈。我们认为公司不断的外延转型进程, 将推动上市公司主营业务的跨越式发展, 也将打开了公司发展空间, 增强公司的持续盈利能力和发展潜力。
- **盈利预测与投资建议。** 调整盈利预测, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.32 元、0.41 元、0.48 元, 对应动态 PE 为 46 倍、37 倍和 31 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动的风险、锂电密封胶产品放量或低于预期的风险、转型升级进程或低于预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	606.16	636.99	746.84	868.95
增长率	10.31%	5.09%	17.25%	16.35%
归属母公司净利润(百万元)	89.30	106.61	134.73	159.76
增长率	11.53%	19.39%	26.38%	18.58%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.32	0.41	0.48
净资产收益率 ROE	13.48%	13.89%	15.69%	16.58%
PE	55	46	37	31
PB	7.48	6.45	5.77	5.14

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  
联系人: 张汪强  
电话: 021-68415687  
邮箱: zwwq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.31
流通 A 股(亿股)	2.17
52 周内股价区间(元)	7.86-19.58
总市值(亿元)	49.54
总资产(亿元)	8.60
每股净资产(元)	1.94

### 相关研究

1. 硅宝科技(300019): 打造大行业小材料平台, 内生外延并重 (2016-06-30)
2. 硅宝科技(300019): 业绩符合预期, 锂电及智能机器人打开想象空间 (2016-03-21)
3. 硅宝科技(300019): 新材料突破, 跻身锂电安全综合解决方案提供商 (2016-01-29)
4. 硅宝科技(300019): 多品种有机硅室温胶龙头显现 (2015-11-20)
5. 硅宝科技(300019): 转型坚决, 多品种有机硅胶产品正在发酵 (2015-10-26)

**关键假设：**

假设 1：由于原材料成本的降低，建筑胶毛利率提升，维持在 37%；

假设 2：工业胶受防腐用胶和新能源密封胶的带动，17-18 年收入增速较快，毛利率维持在 52%；

假设 3：其他业务保持相对稳定，公司三费率逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
建筑类用胶	收入	425.31	438.07	481.88	530.06
	增速	11.0%	3.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	32.64%	37.00%	37.00%	37.00%
工业类用胶	收入	96.09	105.70	158.55	221.97
	增速	2.6%	10.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	48.68%	52.00%	52.00%	52.00%
偶联剂	收入	56.06	72.88	83.81	92.19
	增速	23.1%	30.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	14.25%	16.00%	16.50%	17.00%
设备	收入	24	18.00	19.80	21.78
	增速	6.1%	-25.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	23.58%	23.00%	23.50%	24.00%
其他	收入	4.71	2.36	2.83	2.97
	增速	-	-50.00%	20.00%	5.00%
	毛利率	2.55%	2.30%	2.30%	2.30%
合计	收入	606.16	636.99	746.84	868.95
	增速	10.31%	5.09%	17.25%	16.35%
	毛利率	32.89%	36.56%	37.75%	38.58%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	606.16	636.99	746.84	868.95	净利润	89.29	106.65	134.78	159.84
营业成本	406.79	404.09	464.92	533.67	折旧与摊销	18.73	21.97	28.14	32.79
营业税金及附加	4.26	4.48	5.25	6.11	财务费用	-0.80	4.60	4.37	4.30
销售费用	46.30	50.32	57.51	66.91	资产减值损失	2.42	3.00	3.50	3.20
管理费用	56.89	61.15	70.20	82.55	经营营运资本变动	-38.66	-4.68	-36.22	-36.42
财务费用	-0.80	4.60	4.37	4.30	其他	-4.63	-3.00	-3.50	-3.20
资产减值损失	2.42	3.00	3.50	3.20	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>66.34</b>	<b>128.54</b>	<b>131.08</b>	<b>160.51</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-64.74	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	9.33	-5.00	2.00	-8.00
其他经营损益	0.01	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-55.41</b>	<b>-55.00</b>	<b>-48.00</b>	<b>-58.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>90.30</b>	<b>109.35</b>	<b>141.08</b>	<b>172.21</b>	短期借款	1.70	-3.70	-1.00	1.00
其他非经营损益	13.61	14.68	15.70	13.71	长期借款	-2.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>103.91</b>	<b>124.03</b>	<b>156.78</b>	<b>185.92</b>	股权融资	0.00	35.57	0.00	0.00
所得税	14.62	17.38	22.00	26.08	支付股利	-32.64	-36.40	-43.46	-54.93
净利润	89.29	106.65	134.78	159.84	其他	0.21	-4.87	-4.37	-4.30
少数股东损益	-0.01	0.04	0.05	0.08	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-32.73</b>	<b>-9.41</b>	<b>-48.84</b>	<b>-58.22</b>
归属母公司股东净利润	89.30	106.61	134.73	159.76	<b>现金流量净额</b>	<b>-21.78</b>	<b>64.13</b>	<b>34.24</b>	<b>44.29</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	126.73	190.86	225.10	269.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	240.57	242.03	287.46	334.56	销售收入增长率	10.31%	5.09%	17.25%	16.35%
存货	66.54	66.10	76.05	87.30	营业利润增长率	7.82%	21.09%	29.03%	22.06%
其他流动资产	8.88	9.33	10.94	12.72	净利润增长率	12.18%	19.45%	26.38%	18.59%
长期股权投资	6.60	6.60	6.60	6.60	EBITDA 增长率	17.19%	25.58%	27.73%	20.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	387.26	416.45	439.47	457.84	毛利率	32.89%	36.56%	37.75%	38.58%
无形资产和开发支出	52.11	51.06	50.01	48.96	三费率	16.89%	18.22%	17.69%	17.69%
其他非流动资产	10.15	15.04	12.93	20.82	净利率	14.73%	16.74%	18.05%	18.39%
<b>资产总计</b>	<b>898.84</b>	<b>997.47</b>	<b>1108.55</b>	<b>1238.19</b>	ROE	13.48%	13.89%	15.69%	16.58%
短期借款	15.70	12.00	11.00	12.00	ROA	9.93%	10.69%	12.16%	12.91%
应付和预收款项	133.27	130.07	150.58	174.01	ROIC	12.56%	14.58%	17.26%	19.16%
长期借款	58.00	58.00	58.00	58.00	EBITDA/销售收入	17.85%	21.34%	23.24%	24.09%
其他负债	29.70	29.68	29.94	30.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>236.66</b>	<b>229.75</b>	<b>249.52</b>	<b>274.24</b>	总资产周转率	0.71	0.67	0.71	0.74
股本	326.40	330.90	330.90	330.90	固定资产周转率	3.27	2.50	2.27	2.32
资本公积	12.02	43.08	43.08	43.08	应收账款周转率	4.66	4.54	4.89	4.82
留存收益	306.20	376.41	467.68	572.51	存货周转率	5.93	6.09	6.54	6.53
归属母公司股东权益	644.89	750.39	841.66	946.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	60.06%	—	—	—
少数股东权益	17.28	17.32	17.37	17.45	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>662.18</b>	<b>767.71</b>	<b>859.03</b>	<b>963.95</b>	资产负债率	26.33%	23.03%	22.51%	22.15%
负债和股东权益合计	898.84	997.47	1108.55	1238.19	带息债务/总负债	31.14%	30.47%	27.65%	25.53%
					流动比率	2.94	3.54	3.67	3.74
					速动比率	2.50	3.08	3.20	3.28
					股利支付率	36.55%	34.15%	32.26%	34.38%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.27	0.32	0.41	0.48
					每股净资产	2.00	2.32	2.60	2.91
					每股经营现金	0.20	0.39	0.40	0.49
					每股股利	0.10	0.11	0.13	0.17
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	108.23	135.92	173.60	209.30					
PE	55.47	46.46	36.77	31.01					
PB	7.48	6.45	5.77	5.14					
PS	8.17	7.78	6.63	5.70					
EV/EBITDA	44.57	35.45	27.57	22.62					
股息率	0.66%	0.73%	0.88%	1.11%					

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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn