

# 内生及外延共同拓展硅橡胶市场



——硅宝科技深度报告（300019）

## 核心观点

### ❖ 有机硅原材料价格在底部震荡。

2018 年因环保以及国内有机硅没有新增产能投放等因素，有机硅价格大幅提高。2019 年，有机硅产能集中投放，导致 2020-2021 年的价格将在较长一段时间处于低位，有利于硅橡胶企业降低成本。有机硅密封胶行业集中度逐步提高，公司市占率实现增长，达到 5% 左右。

### ❖ 建材建筑需求持续好转，有望提高公司产品销量。

当前公司收入 75% 来自建筑领域，产品用于“火神山、雷神山医院”、北京大兴国际机场、深圳国际会展中心等国家重点标志性工程和地标建筑。据统计局数据，2020 年 1-4 月地产开发投资同比下降 3.3%，4 月单月增长 7%。前 4 个月，基建项目招投标加快，2020 年基建回暖有望带动行业建筑用胶需求快速回升。

### ❖ 并购与非公开发行共同拓展高端硅橡胶市场。

公司拟以现金 2.55 亿元收购成都拓利科技 100% 股权，从而拓展电子、电力等领域的有机硅密封胶市场。2020-2022 年，拓利科技预计扣非净利润分别达到 1500 万元、2000 万元、2500 万元。2020 年 5 月，公司拟募集不超过 8.4 亿元，用于 10 万吨/年高端密封胶智能制造项目、并补充试验设备等。

### ❖ 2019 年利润翻倍、2020 年仍有望维持高增速

2019 年公司净利润同比翻。2020 年，公司建筑胶销量有望增长 20%，保持在高端建筑行业的优势地位，工业胶销售有望增长 50%。

### ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司短期具备成本优势，并有望借助基建回暖趋势提高建筑胶销量；外延上通过并购及非公开发行共同拓展高端建筑胶及工业胶领域。预计 2020-2022 年营业收入分别为 12.8、13.8、14.5 亿元，实现 EPS 分别为 0.55、0.73、0.81 元/股，对应 PE 分别为 19、14、13 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**原材料价格大幅上涨、建筑需求持续下滑、工业胶市场拓展缓慢。

## 📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部  
报告类别 | 公司深度  
所属行业 | 化工  
报告时间 | 2020/5/28  
前收盘价 | 10.18 元  
公司评级 | 增持评级

## 👤 分析师

白峻天  
证书编号：S1100116070002  
010-66495962  
baijuntian@cczq.com

## 📍 川财研究所

**北京** 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034  
**上海** 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120  
**深圳** 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000  
**成都** 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 盈利预测与估值

	2019	2020E	2021E	2022
营业收入(百万)	1018.04	1280.00	1380.00	1450.00
+/-%	16.94%	25.73%	7.81%	5.07%
归属母公司净利润(百万)	127.60	180.98	240.39	268.09
+/-	103.92%	41.83%	32.83%	11.52%
EPS(元/股)	0.39	0.55	0.73	0.81
PE	26.40	18.61	14.01	12.57

资料来源：公司公告、川财证券研究所，估值截止于 2020 年 5 月 25 日

## 正文目录

一、公司概况 .....	4
1.公司简介 .....	4
2.业务简介 .....	6
2.1 建筑用胶 .....	7
2.2 工业用胶 .....	9
2.3 硅烷偶联剂 .....	11
二、财务情况 .....	13
1.经营情况 .....	13
2.财务情况 .....	14
三、投资机会 .....	16
1.建筑用胶持续增长 .....	16
2.原料价格低位震荡降低公司成本 .....	18
3.研发与并购共同拓展高端硅橡胶市场 .....	19
四、估值评级 .....	22

## 图表目录

图 1:	公司产品支援雷神山医院建设.....	4
图 2:	公司股权结构图.....	5
图 3:	有机硅产业链.....	6
图 4:	分产品收入结构.....	7
图 5:	分产品毛利率情况.....	7
图 6:	建筑用胶营收及毛利率.....	8
图 7:	硅酮密封胶用于幕墙.....	8
图 8:	有机硅密封胶用于中空玻璃.....	8
图 9:	家用密封胶.....	9
图 10:	工业用胶的营业收入及毛利率.....	10
图 11:	硅烷偶联剂的营收及毛利率.....	12
图 12:	营业收入与净利润的增速.....	13
图 13:	2019 年分业务毛利构成.....	13
图 14:	三费占营业收入的比重.....	14
图 15:	资产负债率.....	14
图 16:	应收账款周转率和存货周转率.....	15
图 17:	研发费用占营业收入的比例.....	15
图 18:	建筑业新开工面积.....	16
图 19:	建筑幕墙工程总产值.....	17
图 20:	幕墙材料景气指数.....	17
图 21:	中空玻璃产量及同比增速.....	17
图 22:	金属硅 441#价格回落.....	18
图 23:	新疆、云南和四川的金属硅产量.....	19
图 24:	成都拓利的主要产品.....	20
图 25:	成都拓利的主要业务领域.....	21
表格 1:	公司发展历程.....	5
表格 2:	公司工业胶的应用领域.....	11
表格 3:	主要原材料的应用领域.....	16
表格 4:	国际主要有有机硅生产企业.....	19
表格 5:	硅宝科技可比公司.....	22

## 一、公司概况

### 1. 公司简介

成都硅宝科技股份有限公司（简称“硅宝科技”，以下简称“公司”），是中国新材料行业创业板上市公司；是有机硅室温胶行业获得国家工商总局认定的“中国驰名商标”企业。公司成立于 1998 年，地处中国有机硅工业的发源地四川，主要从事有机硅室温胶，硅烷及专用设备的研究开发、生产销售。

图 1：公司产品支援雷神山医院建设



资料来源：公司官网，川财证券研究所

2009 年 10 月，公司在创业板上市（股票代码 300019）。经历 20 多年的发展，公司已发展成为拥有 8 家全资子公司（硅宝新材、硅宝防腐、硅宝好巴适、硅宝股权投资、安徽硅宝、硅宝美国公司、硅宝深圳研发中心、拓利科技）及 1 家控股子公司（硅特自动化）的新材料集团企业。公司被认定为“国家企业技术中心”、荣获国家工业和信息化部、财政部认定的“国家技术创新示范企业”，“中国石油和化学工业联合会省部级科技进步一等奖”、中国工业论坛“中国制造 2025 典范”、以及四川省科技进步一等奖、四川省“创新型试点企业”、“四川省优秀民营企业”等称号。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

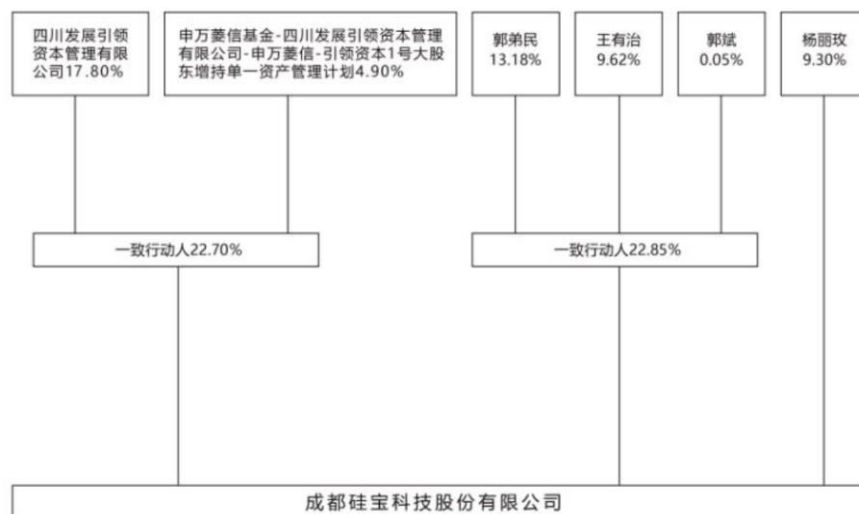
表格1：公司发展历程

时间	历程事件
1998年	成都硅宝科技实业有限责任公司成立
1999年	硅宝119硅酮防火密封胶经国家公安部检验中心的检测，达到 FV-0级防火级别
2000年	硅宝997硅酮石材密封胶获国家发明专利、成都市科技进步奖，通过省级新产品鉴定
2001年	硅宝高速分散真空搅拌机获国家实用新型专利，该设备提高了硅酮密封胶的产品质量和生产效率，推动了我国硅酮密封胶行业的发展
2003年	成都硅宝被评为“优秀高新技术企业”及“纳税大户”，制胶专用设备为美国乐泰所选购
2006年	成都硅宝“中国现代化万吨级有机硅密封胶产业化基地”开工
2008年	成都硅宝被认定为四川省高新技术企业
2009年	硅宝科技成为创业板上市公司
2015年	硅宝科技“高性能室温硫化硅橡胶的开发及产业化关键技术”获得中国石化联合会（省部级）科技进步一等奖
2018年	硅宝科技连续三届荣获四川省优秀民营企业
2019年	硅宝科技发明专利荣获中国知识产权领域最高荣誉——中国专利奖，是中国有机硅橡胶行业唯一获奖的企业。

资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司现有总股本 3.31 亿股，流通 A 股 2.72 亿股，第一大股东为四川发展引领资本管理有限公司，持股比例达 17.8%。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

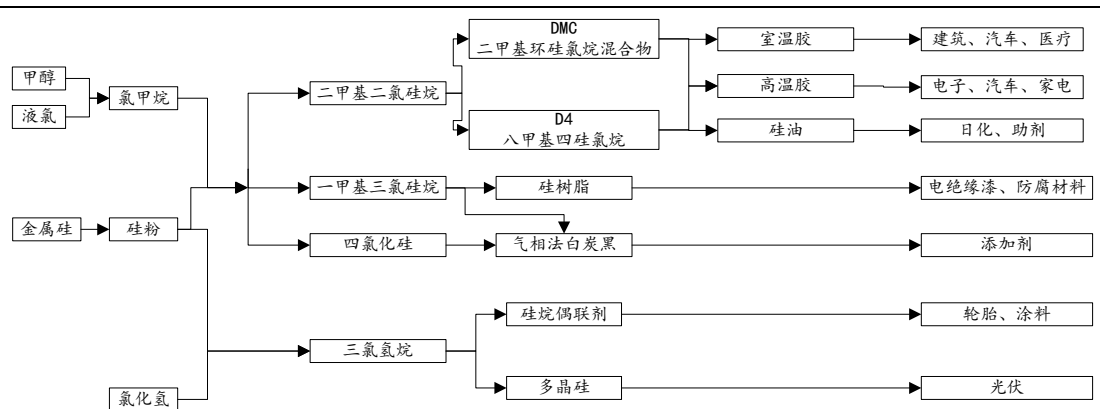
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 2. 业务简介

有机硅新材料是国家“十三五”规划重点发展的新材料行业之一，是《中国制造 2025》重点领域技术创新路线图（2017）中明确重点发展项目。因无毒、无害、环境友好、耐高低温、生物相容性等优异功能，有机硅被广泛应用于生活之中。

据百川盈孚统计，2019年，全球有机硅单体生产能力已达到552万吨（氯硅烷）。其中，中国328万吨/年（含外资和合资企业产能），约占全球总产能的59%，且全球和中国的开工率均保持在70%以上。2019年有机硅单体消费量达到496万吨，2000-2018年年均消费增速达到6.8%。

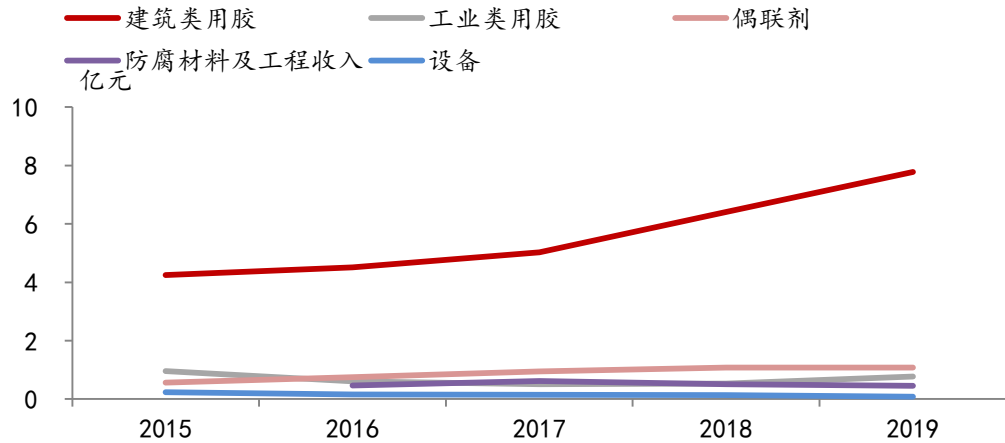
图 3：有机硅产业链



资料来源：有机硅化合物化学，川财证券研究所

公司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。公司主营业务包括四大类：有机硅密封胶、防腐材料及工程、硅烷偶联剂、设备制造及工程服务等。

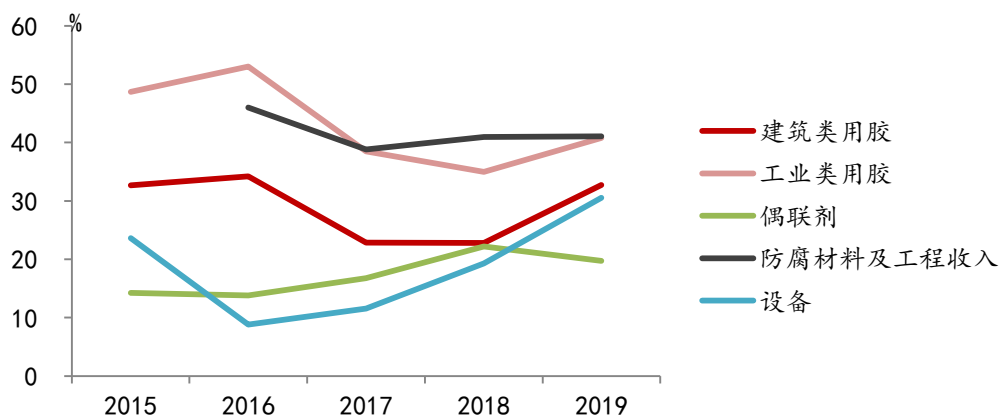
图 4：分产品收入结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

建筑用胶是公司最核心业务板块，工业类用胶是公司发展最快的板块、也是未来发展的重点。从营业收入占比上看，建筑用胶占比高达 76%；从毛利率来看，建筑类用胶的毛利率处于中游水平，多年来维持在 30%左右。

图 5：分产品毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

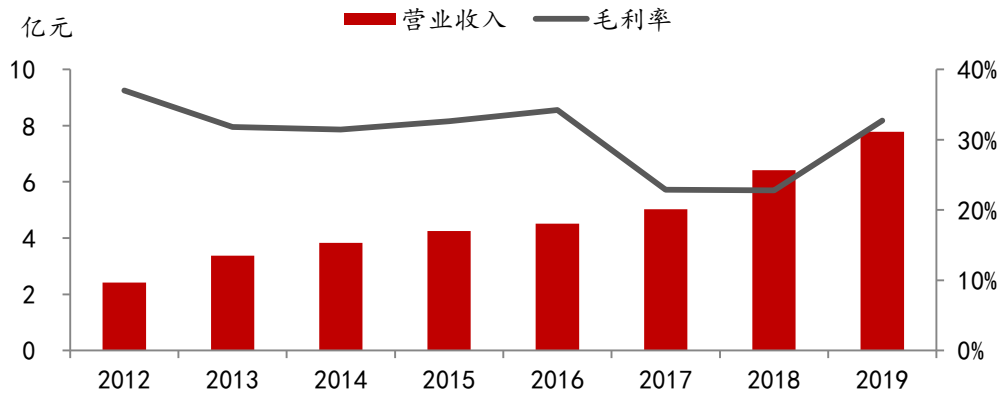
## 2.1 建筑用胶

目前，我国建筑领域消耗有机硅密封胶约占其全部消费量的 60%左右。

建筑用胶也是公司最主要的业务板块，营收占比也是最大，且最近 8 年来持续

增长，年化增速超 20%，毛利率也能维持在 30% 的较高水平。

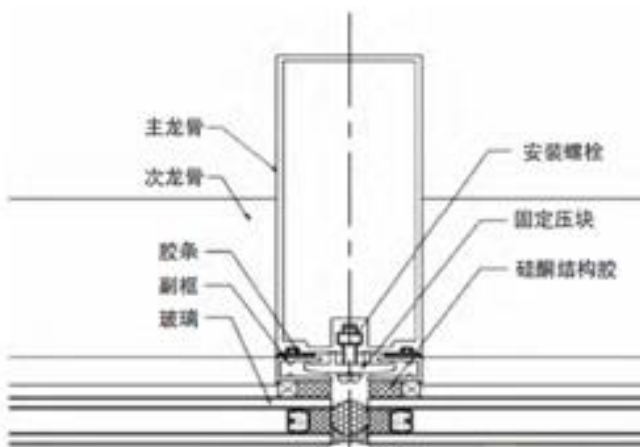
图 6：建筑用胶营收及毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

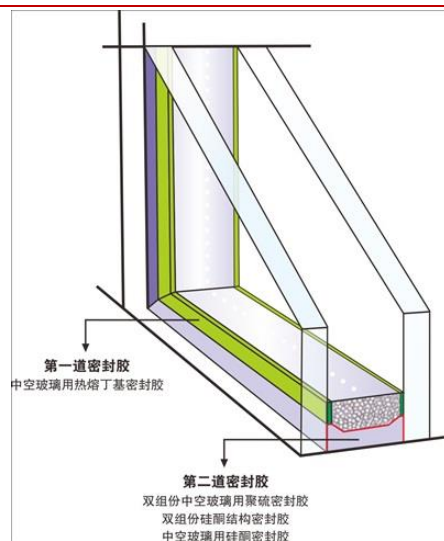
公司已建成年产 8 万吨高端有机硅密封材料生产基地，并且公司的高端产品应用在新冠疫情抗疫期间建设的“火神山医院”和“雷神山医院”，以及国家体育场鸟巢、北京大兴国际机场、北京城市副中心、西安丝路国际会议中心、深圳国际会展中心、天府国际机场、成都环球中心（全球最大单体幕墙）、央视大楼等众多国家重点标志性工程和地标建筑。

图 7：硅酮密封胶用于幕墙



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 8：有机硅密封胶用于中空玻璃



资料来源：公司网站，川财证券研究所

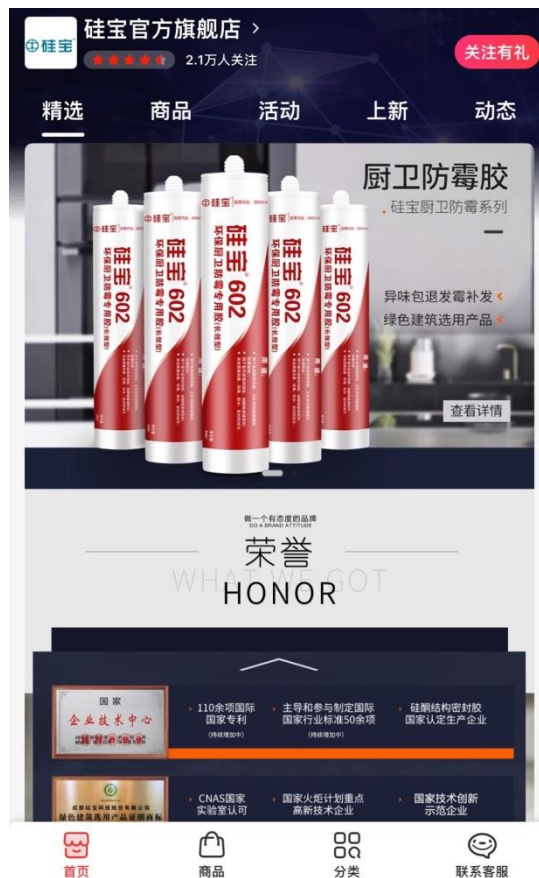


幕墙用胶的种类包括：单组份结构密封胶、双组份结构密封胶、硅酮耐候密封胶、中控玻璃密封胶、硅酮石材密封胶、大板玻璃密封胶等。用胶成本约占幕墙成本的 4%-7%，2016 年我国建筑幕墙行业总产值就达到 3500 亿，用胶成本约占 170 亿。

### 家用产品：

公司家装用密封胶产品不断丰富，产品线进一步完善，推出了适合不同家庭用户不同场景需求的室内多功能密封胶、厨卫长效防霉胶、门窗胶、免钉胶、美缝剂等产品。

图 9：家用密封胶



资料来源：京东网站，川财证券研究所

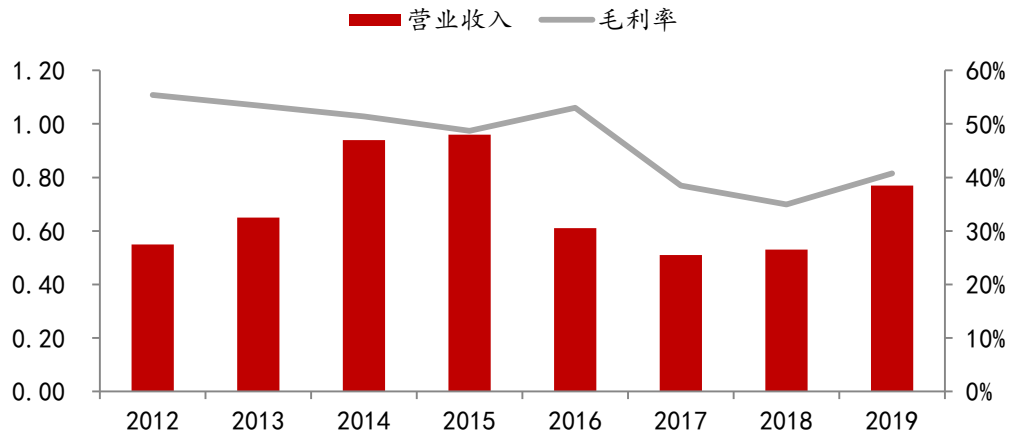
## 2.2 工业用胶

工业用胶是公司业务的主要拓展领域，经历过 15 年的高点之后于 2017 年触

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

底回升，2019 年增速达到 45.3%，毛利率长期维持在 40% 的高水平。

图 10：工业用胶的营业收入及毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

有机硅材料以其优良的耐热、耐候和电绝缘性能等，在工业领域应用广泛。工业类用胶产品应用在汽车制造、电子电器、轨道交通、光伏产业等领域。

工业胶行业情况：

- 1、在电子消费品、半导体、光电子、照明、光学制品等行业领域，为确保电子电路、电子元器件等部件安全可靠地正常工作，需要使用各类密封胶、粘接剂产品，使电子元器件不受灰尘、湿气、辐射或热量等各种外部不利条件的影响。根据具体应用场景，这些胶水发挥各种功能，比如：粘合、绝缘保护、密封防水等。
- 2、汽车车灯胶作为汽车车灯装配过程中必不可少的组成部分，主要用来粘结车灯的镜片和支架。因此车灯胶必须要保证在相应的高温下，粘结和密封性能不能发生变化，同时不释放有机气体，产生雾化现象，也不黄变；其次车灯胶粘剂受到太阳光中的紫外线照射，即要求车灯胶要有良好的耐紫外老化性能；最后车灯胶要经受大气中水汽、雨水长时间的侵蚀，不会发生老化，密封性能下降。
- 3、LED 芯片封装。现代 LED 是一种高性能产品。它们比传统白炽灯泡节能十倍，使用寿命超过 50,000 个小时。作为先进封装技术和透镜生产的首选材料，有机硅能有效保护敏感的半导体芯片不受机械或化学损坏，并改变其光学特性。

4、汽车内饰。随着汽车行业的快速发展，用户对汽车内舒适度的要求越来越高，尤其是汽车内气味、VOC的要求越来越高，而传统的汽车内饰用胶粘剂主要为溶剂型或者水性胶粘剂，VOC较高或者产生的气味会给消费者带来不舒适的体验，针对这一问题，低VOC、低气味的聚烯烃类以及反应型聚氨酯热熔胶可以较好的解决这些问题。

表格2：公司工业胶的应用领域

时间	历程事件
电子	公司拥有性能优异的电子密封、导热、灌封等系列有机硅密封胶产品，在高端电子产品中取代进口优势明显。已经在5G通信、动力电池、电源、照明、等领域实现销售。
车灯	公司产品在车灯领域具有行业领先地位。2019年，公司开发的汽车车灯用反应型聚氨酯热熔胶、汽车用高性能聚氨酯密封胶、高性能硅烷改性密封胶等新产品成功推入市场。
风挡玻璃	公司整合山东淄博“海特曼”，实现汽车风挡玻璃业务领域的突破，产品已被宇通客车、金龙客车等知名厂家所采用。
太阳能	公司太阳能组件用胶产品通过了美国UL、德国TUV等国际权威认证，实现太阳能光伏、光热发电产业用有机硅密封胶的规模化生产。公司开发的高比容量锂离子电池硅/碳复合负极材料进入放大和试用阶段。
轨道交通	2019年，公司轨道交通用密封胶成功中标国家重要干线铁路—京雄城际铁路、郑万高铁等。

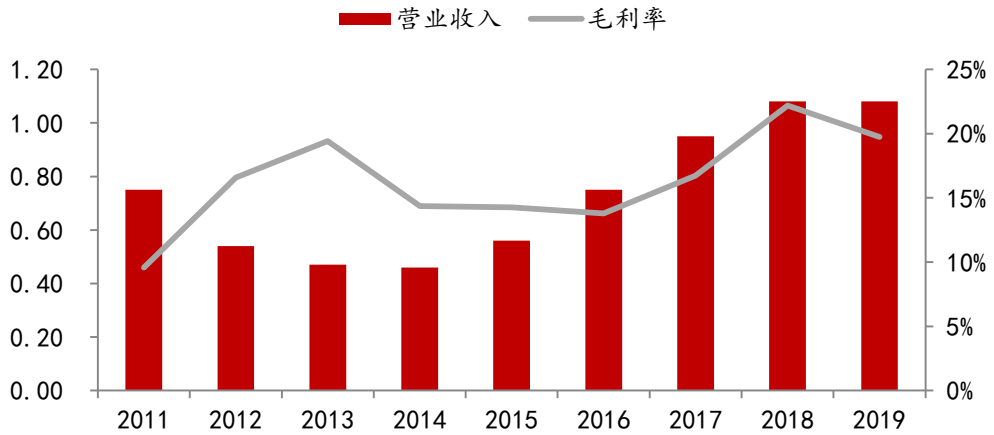
资料来源：公司年报，川财证券研究所

2020年，在不考虑并购成都拓利的情况下，公司工业胶销量也有望增长50%。

### 2.3 硅烷偶联剂

硅烷偶联剂是公司的重要板块之一，近些年来营业收入持续增长，因行业同质化竞争相对激烈，毛利率维持在15%的水平。

图 11：硅烷偶联剂的营收及毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司全资子公司安徽硅宝延续发展精品高端硅烷和特种硅烷为核心业务的方向。行业内企业不断扩产，产品价格下降。公司在努力提升产品附加值，开发新型偶联剂产品，力争提高毛利率。

硅烷偶联剂行业：

硅烷偶联剂在光伏、玻璃纤维、橡胶、塑料、铸造、高级油漆、石材等行业得到广泛应用，国内外市场需求量均在不断增长，近年来发展迅速，市场前景广阔。但是，目前行业不断扩产，生产规模越来越大，未来竞争激烈。

硅烷偶联剂的应用：

- 1、表面处理：硅烷偶联剂可以改善玻璃纤维和树脂的粘合性能，大大提高玻璃纤维增强复合材料的强度、电气、抗水、抗气候等性能。在玻璃纤维中使用硅烷偶联剂已相当普遍，用于这一方面的硅烷偶联剂约占其消耗总量的 50%。
- 2、填充塑料：可预先对填料进行表面处理，也可直接加入树脂中，能改善填料在树脂中的分散性及粘合力。
- 3、用作密封剂、粘接剂和涂料的增粘剂：硅烷偶联剂往往可以解决某些材料长期以来无法粘接的难题，包括金属与非金属的胶接，如铝和聚乙烯等，还有硅橡胶与金属、硅橡胶与有机玻璃的胶接等。

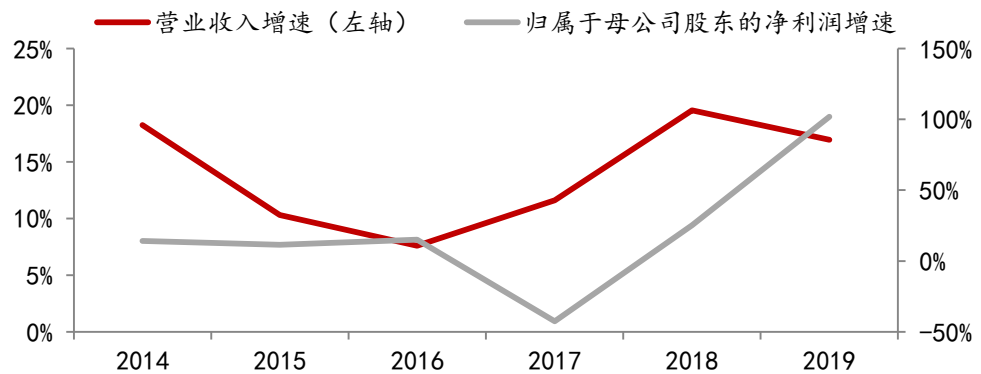
## 二、财务情况

### 1. 经营情况

公司的客户为建筑建材企业，客户集中度小，前五大占比仅为 12.55%。公司产品成本在建筑成本中的比例较小，这种优势导致公司产品价格不易随着原材料的降价而下降。

公司的前五大供应商占比 34.6%，原材料市场相对分散，有利于分散采购降低风险。

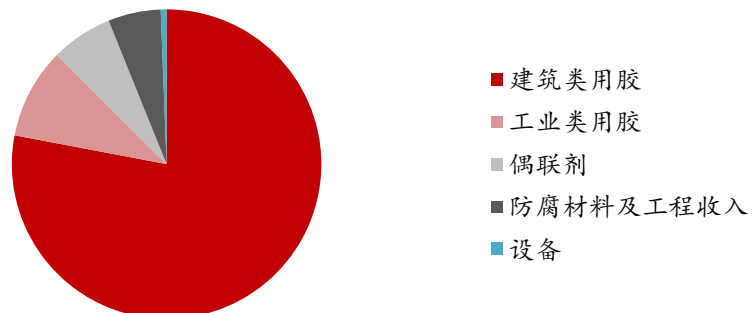
图 12：营业收入与净利润的增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

从营业收入构成来看，公司建筑用胶一直在营业收入中占比最高，超过了 75%，其次为工业用胶、防腐材料及工程和偶联剂等。

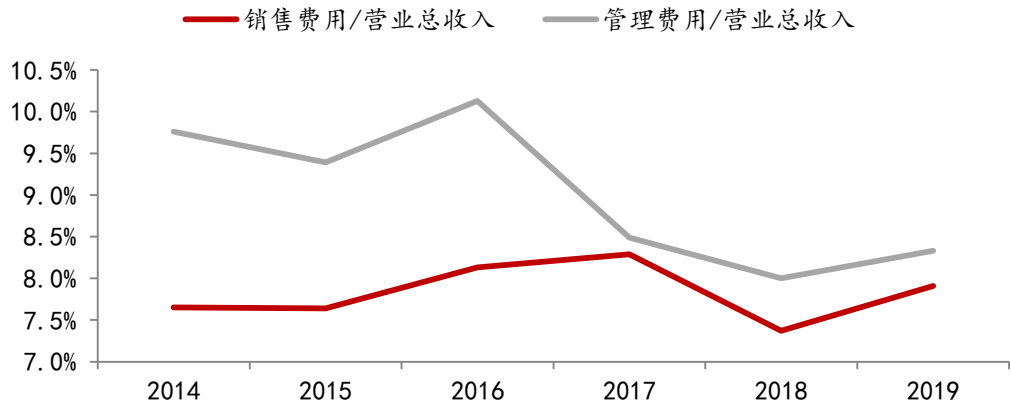
图 13：2019 年分业务毛利构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2. 财务情况

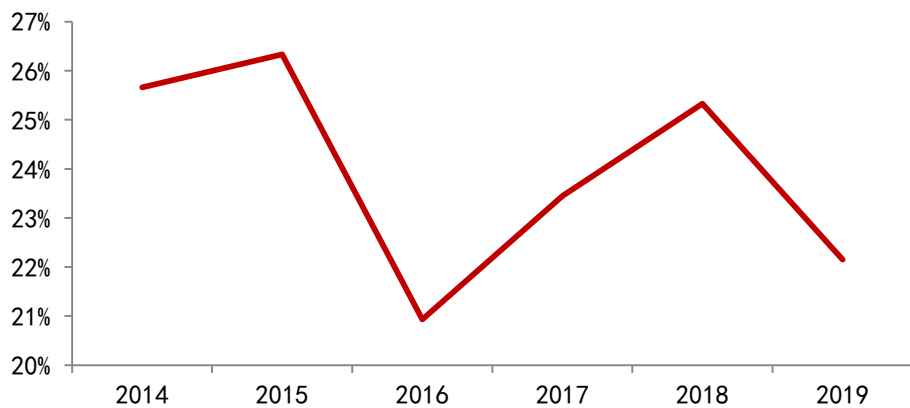
图 14：三费占营业收入的比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司的资产负债率比较低，2019 年末资产负债率为 22.15%，并且最近几年有所下降。

图 15：资产负债率



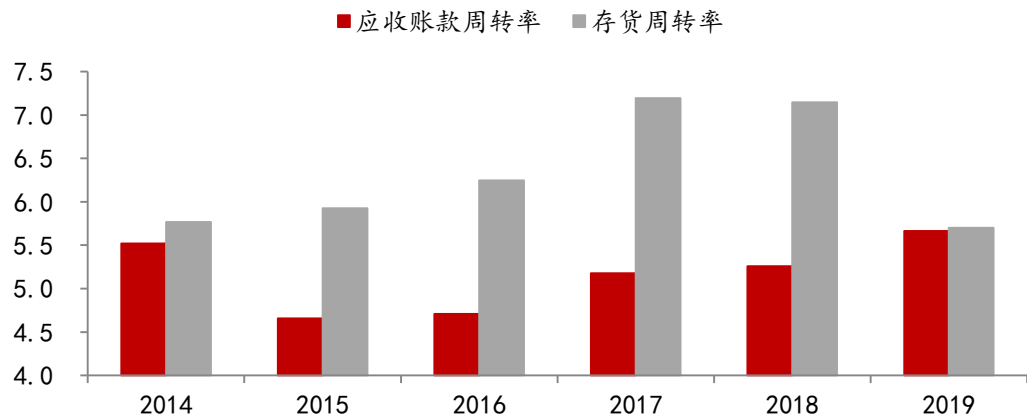
资料来源：Wind，川财证券研究所

公司有较好的应收账款和存货管理能力。近年，公司应收账款周转率持续提升，因 2019 年原材料价格大幅下降，公司的存货周转率也有所下降。

2019 年公司经营活动现金流量净额为 0.82 亿元，现金流量利息保障倍数为 33.6 倍。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

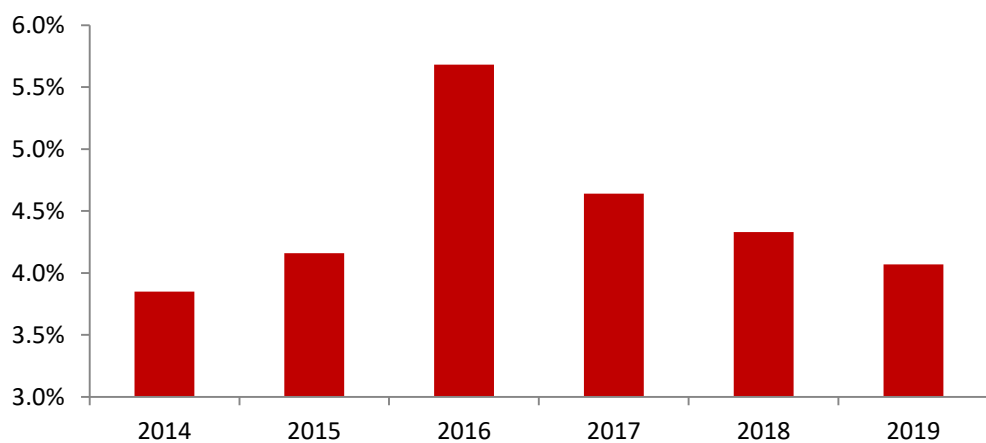
图 16：应收账款周转率和存货周转率



资料来源：Wind，川财证券研究所

**研发投入高：**硅宝科技自主设计合成新型结构的交联剂、扩链剂、增粘剂等关键助剂，打破国外技术封锁，显著提升有机硅橡胶的关键性能。2019年，公司开展了扩链剂的放大研究、交联剂的制备及放大工艺研究、塑料加工用特种有机硅助剂的开发与应用研究等项目。

图 17：研发费用占营业收入的比例



资料来源：Wind，川财证券研究所

### 三、投资机会

#### 1. 建筑用胶持续增长

公司建筑用胶的原材料是室温硫化硅橡胶（也称为 107 胶）

表格3：主要原材料的应用领域

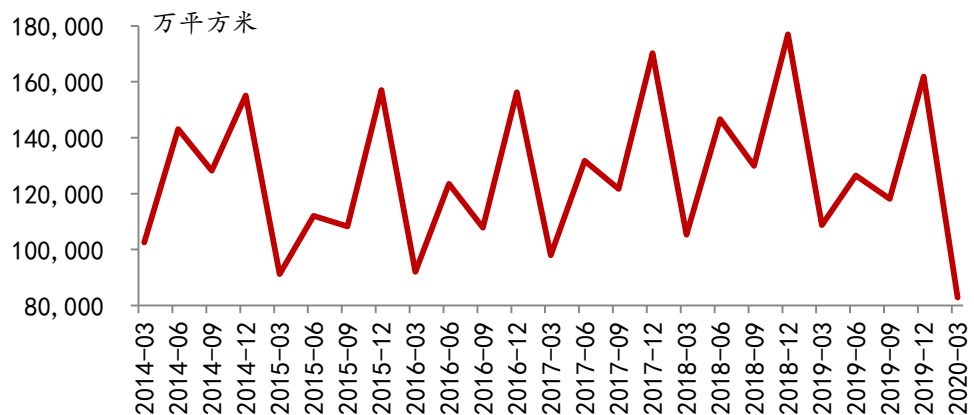
主要原料	应用领域
室温硫化硅橡胶 (107胶)	主要用于建筑行业的密封剂、粘合剂，起到密封盒粘接功能；用于电子行业的包封和灌注材料，起到防潮、抗震和耐冲击、耐温度快速变化和化学品的腐蚀功能；还用于环保涂料、垫片、模压部件、电气绝缘、制模材料等领域。
110甲基乙烯基硅 橡胶（110生胶）	又称高温硫化硅橡胶、生胶，在高温下交联成弹性体，进一步制成硅橡胶制品，如用于制造模压胶、挤出胶、电绝缘胶、阻燃胶等各类混炼胶产品。
混炼胶	该产品以甲基乙烯基硅橡胶为主要原料，白炭黑为补强填料，配以特定规定的添加剂，经混炼工艺加工而成，是一种高温硫化的特种橡胶。主要作为管材和软管、带材、电线电缆绝缘材料、外科手术辅助材料、阻燃橡胶件、穿透密封材料等。

资料来源：合盛硅业招股说明书，川财证券研究所

建造用胶主要在幕墙、门窗、中空玻璃、装配式建筑、流通市场等领域广泛运用。

**基建投资回暖：**据统计局数据，2020年1-4月地产开发投资同比下降3.3%，4月单月增长7.0%。前4个月，基建项目招投标加快，2020年基建回暖有望带动行业建筑用胶需求快速回升。

图 18：建筑业新开工面积



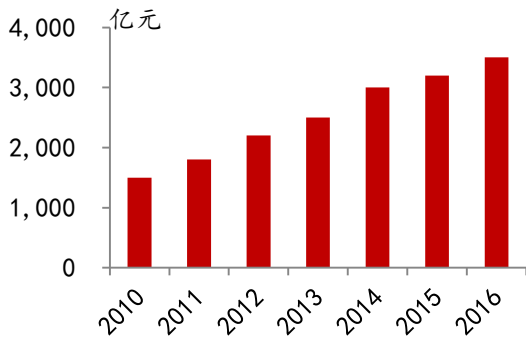
资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



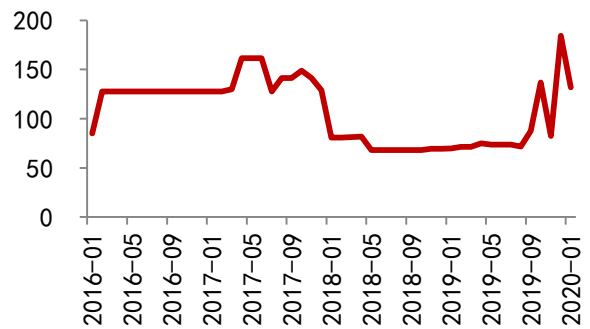
过去几年，房屋建筑施工面积持续增长，且幕墙、门窗、中空玻璃和装配式建筑也有结构性增长，带动建筑用胶总需求量增长。2019年房屋建筑施工面积为144.2亿平方米，较2018年140.9亿平方米略有增加。

图 19：建筑幕墙工程总产值



资料来源：Wind，川财证券研究所

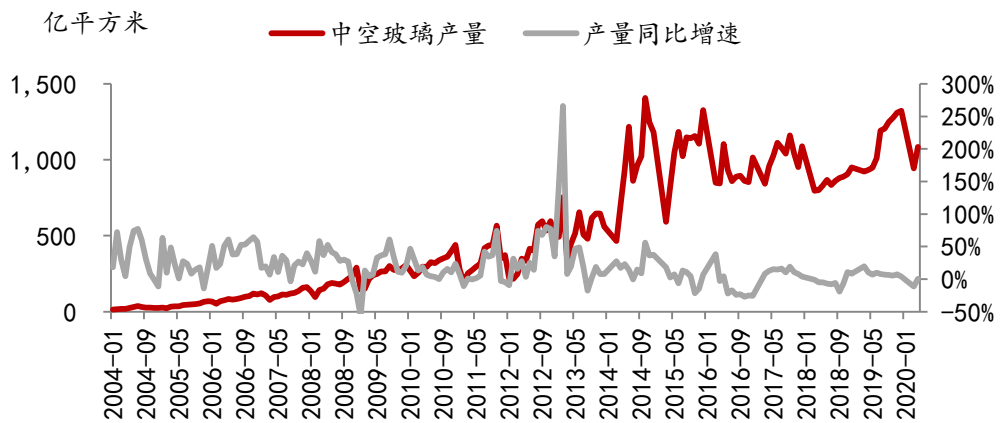
图 20：幕墙材料景气指数



资料来源：Wind，川财证券研究所

自2014年以来，中空玻璃产量大幅上涨，并且最近几年的产量持续维持高位。

图 21：中空玻璃产量及同比增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

1、幕墙用胶是建筑胶领域的高端产品，公司在幕墙行业与中建、江河、远大等国内大型幕墙公司合作，市场占有率持续提升。

2、公司的中空玻璃用胶出货量较2018年大幅增长，与国内五大玻璃厂南玻、

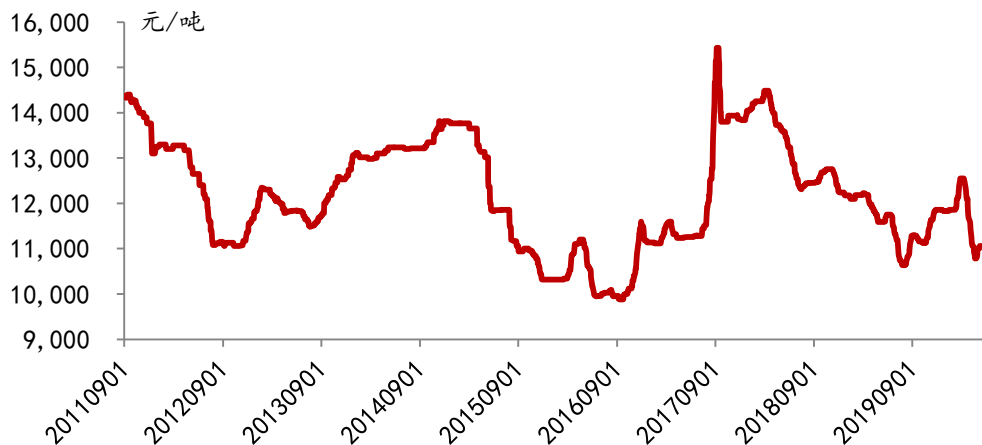
台玻、信义、耀皮、旗滨等建立了长期稳定的合作关系。

## 2. 原料价格低位震荡降低公司成本

产能集中投放，有机硅价格低位震荡。2018 年因环保等因素，国内有机硅没有新增产能投放，有机硅价格大幅提高，单吨价格由一万多上涨到三万多。2019 年，有机硅产能集中投放，导致 2020-2021 年的价格将在较长一段时间处于低位。

原材料价格低位震荡，降低公司成本、提高行业集中度。由于 2017 年、2018 年有机硅密封胶上游原材料有机硅价格的持续上涨，极大的压缩了下游企业的利润空间，部分规模较小、工艺落后、竞争力不足的企业逐步退出。近年来，有机硅密封胶行业集中度逐步提高，公司市占率实现增长，预计达到 5% 左右。

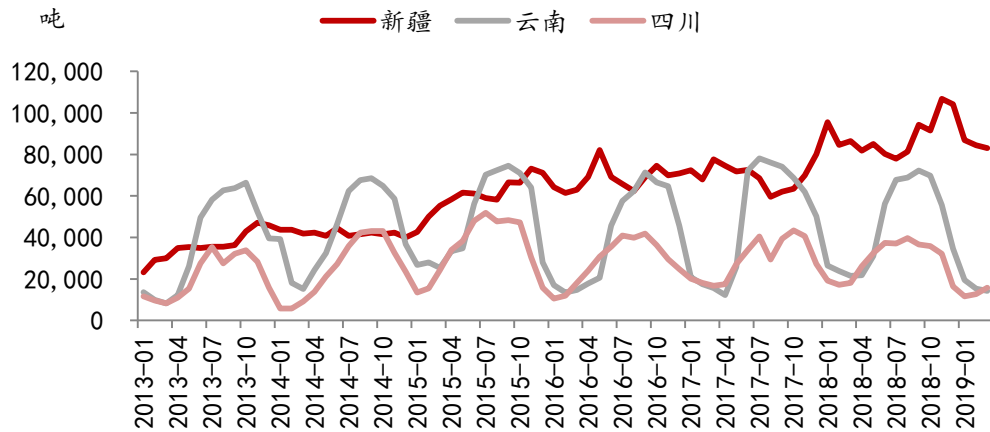
图 22：金属硅 441# 价格回落



资料来源：Wind，川财证券研究所

作为有机硅的原材料，金属硅的价格在 2017-2018 年也出现大幅上涨，2020 年一季度价格大幅下跌，导致有机硅价格也出现下跌，公司原材料成本降低，有助于提高销量并提升毛利率。

图 23：新疆、云南和四川的金属硅产量



资料来源：Wind，川财证券研究所

受电力成本的影响，我国金属硅主要产地在新疆、云南和四川，这三个省占比达到全国产量的 75%。2019 年，新疆金属硅产量占全国的 40% 左右，云南和四川占比分别达到 20% 和 13%。公司所在地为四川成都，原材料采购具有一定的地域优势。

2018 年，云南和四川的金属硅产量明显下降，新疆的金属硅产量持续增长，并且新疆的金属硅生产季节性不明显。

### 3. 研发与并购共同拓展高端硅橡胶市场

**高端密封胶主要依赖国外企业：**世界上主要的有机硅密封胶生产企业有美国陶氏、美国迈图、德国瓦克、日本信越和德国汉高等，这些企业占据了我国有机硅密封胶的高端市场，国内中低端市场主要被中国本土生产企业占据。

表格4：国际主要有有机硅生产企业

公司	简介
道康宁公司 (Dowcorning)	是全球最大的有机硅生产商，是陶氏化学和康宁公司均等持股的合资公司，生产全系列的有机硅产品，总部位于美国密歇根州米德兰市，1973年开始进入中国市场。
迈图高新材料集团	是由美国阿波罗投资公司于2006年12月完成对GE高新材料集团的收购后正式成立，是全球第二大的有机硅产品及其关联产品的生产商。

资料来源：百度百科，川财证券研究所

2017-2018年，因环保和原材料价格大幅上涨导致部分低端产能关停，现有行业集中度有所提升，但低端胶市场仍然竞争激烈，生产规模达到2万吨/年以上的厂家仅有十几家，主要有本公司、回天新材、集泰股份、杭州之江等。

公司自有的企业技术中心是中国有机硅密封胶行业第一家、也是唯一一家国家企业技术中心。公司在国内有机硅高端产品市场仍有很大发展空间。

### 1、公司计划以现金 2.55 亿元收购成都拓利：

2020年4月20日，公司董事会、监事会审议通过了《关于拟与全资子公司共同签署投资协议收购成都拓利科技股份有限公司100%股权的议案》。

成都拓利的业务主要集中在电力、电子和小家电等工业硅橡胶领域。拓利科技产品用于中兴、比亚迪、国家电网、南方电网、美的、格力等众多知名企业，同时进入华为物资备案库。

在电子电器用胶领域，拓利科技已成为美的、格力等终端用户的长期供应商；在电力防污闪披覆涂料领域，拓利科技与国家电网保持良好合作，产品大规模用于国家特高压和超高压电网建设，是特高压工厂化复合绝缘子涂料的主要供应商；在新能源汽车控制系统用胶领域，拓利科技成为国内新能源汽车领先企业比亚迪的供应商；在5G通讯用胶和压敏胶领域，拓利科技产品成功应用于手机终端设备，已成为中兴供应商，近年来保持快速增长。

图 24：成都拓利的主要产品



资料来源：成都拓利科技网站，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019 年全年,拓利科技分别实现营业收入 1.39 亿元,实现净利润 1294 万元。经过评估,拓利科技股东全部权益账面价值为 1.698 亿元,股东全部权益评估价值为 2.57 亿元,增值率为 51.35%。

2020-2022 年,拓利科技计划实现扣非净利润分别达到 1500 万元、2000 万元、2500 万元目标(即三年累计考核净利润达到 6000 万元)。

图 25: 成都拓利的主要业务领域



资料来源: 成都拓利科技网站, 川财证券研究所

## 2、公司拟募资建造密封胶智能制造项目:

2020 年 5 月,公司拟募集不超过 8.4 亿元,用于 10 万吨/年高端密封胶智能制造项目、国家企业技术中心扩展项目并补充流动资金,重点拓展有机硅材料在 5G 通讯、医疗器械、锂电池等领域的应用。

公司拟通过实施“10 万吨/年高端密封胶智能制造项目”,打破产能瓶颈、提高产品性能、增强产品的市场竞争力。公司计划通过采购粉体自动化输送计量系统、高速分散机、双螺杆挤出机、静态混合机、全自动包装系统、自动码垛机、智能化控制系统等主要设备 1900 余台套,并改造智能仓库及车间,最终新建 6 条高端密封胶智能生产线。

6 条生产线建成后可分别用于高端建筑幕墙用硅酮耐候密封胶、硅酮结构密封胶、太阳能用硅酮密封胶、改性硅酮密封胶、电子器件用导热灌封胶等高端密封胶的生产。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 四、估值评级

公司短期具备成本优势，并有望借助基建回暖趋势提高建筑胶销量；外延上通过并购及非公开发行共同拓展高端建筑胶及工业胶领域。预计 2020-2022 年营业收入分别为 12.8、13.8、14.5 亿元，实现 EPS 分别为 0.55、0.73、0.81 元/股，对应 PE 分别为 19、14、13 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格5：硅宝科技可比公司

代码	简称	收盘价 20200525 (人民币： 元)	总市值 20200525 (人民币：亿 元)	ROE-2019 年报 (%)	PE20200525 (TTM)(倍)	EPS (TTM) (元/股)
300019.SZ	硅宝科技	10.18	33.69	15.95	25.60	0.39
300041.SZ	回天新材	14.25	60.66	9.20	38.35	0.38
002909.SZ	集泰股份	11.53	19.26	17.41	22.54	0.50
603260.SH	合盛硅业	22.79	213.77	13.47	19.32	1.02
002211.SZ	宏达新材	5.25	22.71	-11.73	-25.80	-0.22
600596.SH	新安股份	7.98	56.28	6.67	14.88	0.38

资料来源：Wind，川财证券研究所

报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)					
利润表 (人民币, 百万)						2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	870.57	1018.04	1280.00	1380.00	1450.00	经营性现金净流量	68.12	81.80	189.83	279.68	277.76
减:营业成本	657.58	688.24	910.00	935.00	970.00	投资性现金净流量	-15.50	-19.58	-636.74	3.26	3.26
营业税金及附加	8.29	9.01	11.33	12.22	12.84	筹资性现金净流量	-46.98	-48.97	837.29	14.22	20.96
营业费用	64.17	80.48	101.18	109.09	114.62	现金流量净额	5.83	13.25	390.39	297.16	301.98
管理费用	32.01	43.40	54.57	58.83	61.82						
财务费用	1.02	0.20	-6.25	-14.22	-20.96						
资产减值损失	5.71	-5.23	0.00	0.00	0.00						
加:投资收益	0.01	-0.04	0.00	0.00	0.00						
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他经营损益	-37.67	-60.16	0.00	0.00	0.00						
营业利润	64.13	141.73	209.16	279.08	311.68						
加:其他非经营损益	4.93	3.83	3.83	3.83	3.83						
利润总额	69.05	145.57	212.99	282.91	315.52						
减:所得税	6.47	17.92	31.95	42.44	47.33						
净利润	62.59	127.65	181.05	240.48	268.19						
减:少数股东损益	0.01	0.05	0.07	0.09	0.10						
归属母公司股东净利润	62.57	127.60	180.98	240.39	268.09						
资产负债表 (人民币, 百万)						财务分析和估值指标					
货币资金	93.08	93.09	483.48	780.64	1082.62	盈利能力					
应收和预付款项	260.05	337.26	414.49	395.23	455.35	毛利率	24.47%	32.40%	28.91%	32.25%	33.10%
存货	102.35	139.06	133.32	146.54	143.79	销售净利率	7.19%	12.54%	14.14%	17.43%	18.50%
其他流动资产	8.26	5.76	5.76	5.76	5.76	ROE	8.25%	14.31%	9.46%	11.17%	11.07%
长期股权投资	12.21	10.31	10.31	10.31	10.31	ROA	7.31%	13.60%	9.81%	11.51%	11.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.34%	15.37%	19.13%	12.41%	13.82%
固定资产和在建工程	410.45	410.61	992.89	935.17	877.45	成长能力					
无形资产和开发支出	58.24	52.50	46.22	39.93	33.65	销售收入增长率	19.55%	16.94%	25.73%	7.81%	5.07%
其他非流动资产	13.67	22.15	21.57	21.00	21.00	净利润增长率	38.61%	103.96%	41.83%	32.83%	11.52%
资产总计	958.29	1070.76	2108.04	2334.59	2629.93						
短期借款	47.95	8.96	0.00	0.00	0.00	资本结构					
应付和预收款项	128.83	165.88	191.08	177.15	204.30	资产负债率	20.74%	16.63%	9.22%	7.73%	7.89%
长期借款	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.37	3.25	5.37	7.41	8.18
其他负债	19.98	3.22	3.22	3.22	3.22	速动比率	1.80	2.43	4.65	6.56	7.46
负债合计	198.77	178.06	194.30	180.37	207.52	经营效率					
股本	330.90	330.90	413.42	413.42	413.42	总资产周转率	0.91	0.95	0.61	0.59	0.55
资本公积	27.96	29.47	786.96	786.96	786.96	存货周转率	6.42	4.95	6.83	6.38	6.75
留存收益	399.54	531.15	712.12	952.51	1220.60	业绩和估值					
归属母公司股东权益	758.40	891.52	1912.50	2152.89	2420.98	EPS	0.189	0.386	0.547	0.726	0.810
少数股东权益	1.13	1.18	1.24	1.33	1.43	BPS	2.292	2.694	5.780	6.506	7.316
股东权益合计	759.53	892.70	1913.74	2154.22	2422.41	PE	53.83	26.40	18.61	14.01	12.57
负债和股东权益合计	958.29	1070.76	2108.04	2334.59	2629.93	PB	4.44	3.78	1.76	1.56	1.39

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨

有机硅等原材料价格大幅上涨将增加公司成本。

### 建筑需求持续下滑

公司主要产品是建筑胶，若建筑需求增速持续下滑，将影响公司产品销量。

### 工业胶市场拓展缓慢

公司并购成都拓利及非公开发行，主要用于拓展工业胶市场。若市场拓展缓慢，将削弱公司成长性。



## 分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004