

国内有机硅胶龙头企业，看好未来

投资要点

- **公司是国内有机硅胶龙头企业。**公司是一家专业从事有机硅橡胶研发、制造、生产、销售于一体的国家高新技术企业，是中国第一批创业板上市公司。公司有9家全资子公司，已建成8万吨/年的有机硅密封胶生产基地，加上收购的拓利科技2万吨/年的工业胶产能，公司目前拥有10万吨/年的产能，未来公司还有10万吨/年密封胶项目将会建成投产，产能有望翻倍。
- **建筑行业需求有望持续增长。**我国有机硅密封胶最大的消费领域一直是建筑行业，主要应用于建筑幕墙、门窗密封、装饰装修等方面。我国建筑领域消耗有机硅室温胶约占全部密封胶消费量的60%左右。有机硅密封胶在建筑领域主要应用在建筑幕墙装配、房屋建筑的密封以及中空玻璃加工等三个方面；在道路、桥梁等基础设施建设中，广泛应用于抗震阻尼等领域。随着我国城市化进程持续稳定发展以及大规模基础设施投资拉动，有机硅密封胶出现较快增长，预计建筑用高端有机硅密封胶的整体需求将在2020年有望超过90万吨。
- **工业胶需求大幅增长，公司未来潜力大。**工业胶下游应用领域广泛，涉及新能源、消费电子、汽车制造、新基建等。预计到2021年，新能源领域的有机硅密封胶需求将达到9.98万吨。目前，公司已经供货隆基股份、无锡尚德、唐山海泰、正信光电等光伏知名企业。消费电子领域，在近两年贸易摩擦的影响下，进口替代效应显著增强，国内工业胶市场出现明显的需求增长。公司导热灌封胶、有机硅压敏胶、导热凝胶等产品有广阔的市场空间。目前，公司为比亚迪、中兴、中国电子科技集团、中国航天科技集团等众多企业提供专业的电子用胶解决方案及技术支持。本次公司募投项目之一是电子器件用导热灌封胶2万吨项目，未来公司在消费电子领域的产能将会有所扩大。
- **募投项目扩增公司产能，奠定未来成长基础。**公司本次募投的10万吨/年高端密封胶智能制造项目主要面向高端产品市场，投向产品价值相对更高的工业类用胶以及建筑幕墙胶。该项目是实现产品升级的重要举措，有利于进一步拓展公司产品的应用领域，巩固公司的行业地位增强公司的市场竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.53元、0.69元、0.92元，选取集泰股份、回天新材作为公司的可比公司，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、下游需求不达预期、募投项目达产时间低于预期等风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1018.04	1313.98	1701.16	2269.19
增长率	16.94%	29.07%	29.47%	33.39%
归属母公司净利润(百万元)	131.56	176.23	226.89	305.73
增长率	102.00%	33.95%	28.75%	34.75%
每股收益EPS(元)	0.40	0.53	0.69	0.92
净资产收益率ROE	14.74%	16.92%	18.40%	20.47%
PE	34	26	20	15
PB	5.05	4.33	3.65	3.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

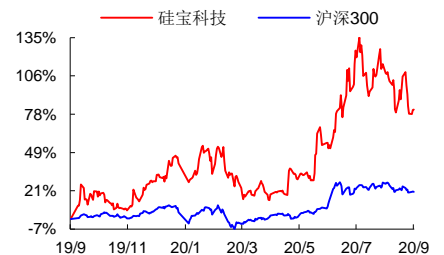
分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-58251919
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 薛聪
执业证号: S1250520070004
电话: 010-58251919
邮箱: xuec@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@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)	2.72
52周内股价区间(元)	7.62-17.63
总市值(亿元)	45.04
总资产(亿元)	16.16
每股净资产(元)	2.77

相关研究

目 录

1 公司是有机硅橡胶行业领军企业	1
2 有机硅密封胶行业快速成长，成本未来将下降.....	6
2.1 有机硅密封胶行业具有一定壁垒，国家产业政策鼓励.....	7
2.2 建筑及基建领域对有机硅密封胶的需求仍将持续	9
2.3 进口替代和新基建的双重驱动下，工业胶的需求有望激增.....	11
2.4 成本端有望维持稳定，长期利好于公司发展	13
3 公司募投项目契合行业发展，扩大行业领先地位.....	14
4 盈利预测与估值.....	16
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 公司下游应用领域广泛.....	2
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 公司营业收入结构 (2020 年上半年).....	3
图 5: 公司毛利结构 (2020 年上半年).....	3
图 6: 公司营业收入变动.....	3
图 7: 公司归母净利润变动.....	3
图 8: 公司产品销售区域划分.....	4
图 9: 公司和集泰股份的毛利率对比 (单位: %).....	4
图 10: 公司和集泰股份的净利率对比 (单位: %).....	4
图 11: 公司和集泰股份的销售费用率对比 (单位: %).....	4
图 12: 公司和集泰股份的管理费用率对比 (单位: %).....	4
图 13: 公司研发费用情况.....	5
图 14: 有机硅密封胶产业链.....	6
图 15: 建筑用高端有机硅密封胶需求.....	9
图 16: 装配式建筑开工面积 (单位: 万平方米).....	10
图 17: 百强房地产企业市占率逐步提升.....	11
图 18: 公司已入围的房地产企业品牌库.....	11
图 19: 新能源有机硅密封胶市场需求 (单位: 万吨).....	12
图 20: 新能源汽车产销量 (单位: 万辆).....	12
图 21: 导热灌封胶.....	13
图 22: 国内 107 胶市场价格 (单位: 元/吨).....	13

表 目 录

表 1: 公司建筑类用胶主要产品.....	1
表 2: 公司 2020 年拟增发募集资金投向.....	5
表 3: 股权激励业绩考核目标和解锁条件.....	6
表 4: 各类密封胶分类.....	7
表 5: 我国新建建筑/装配式建筑市场规模预测.....	10
表 6: 公司主要原材料 107 胶采购价格 (单位: 万元/吨).....	14
表 7: 有机硅单体新增项目情况 (单位: 万元/吨).....	14
表 8: 公司 2020 年 10 万吨募投项目.....	14
表 9: 项目具体效益测算 (单位: 万元).....	15
表 10: 分业务收入及毛利率.....	16
表 11: 可比公司估值表.....	16
附表: 财务预测与估值.....	17

1 公司是有机硅橡胶行业领军企业

公司是一家专业从事有机硅橡胶研发、制造、生产、销售于一体的国家高新技术企业，是中国第一批创业板上市公司。“硅宝”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。公司在技术研发、创新平台、生产规模、品牌影响力、经营业绩等方面均处于行业领先地位，是中国有机硅橡胶行业领军企业。公司有 9 家全资子公司，已建成 8 万吨/年的有机硅密封胶生产基地，加上收购的拓利科技 2 万吨/年的工业胶产能，公司目前拥有 10 万吨/年的产能，未来公司还有 10 万吨/年密封胶项目将会建成投产，产能有望翻倍。

图 1：公司发展历史



数据来源：wind，西南证券整理

公司专注有机硅密封胶行业多年，主要产品包括建筑胶和工业胶两大类。其中建筑类用胶依然是公司营业收入的主要来源。建筑类用胶市场容量大、客户分布广，公司生产的建筑用胶应用于鸟巢、北京大兴机场、上海世博会、北京城市副中心、成都新世纪环球中心、三亚凤凰岛、苏州东方之门、三峡工程、天府国际机场等多项国家工程。

表 1：公司建筑类用胶主要产品

细分领域	公司产品
幕墙	硅酮结构密封胶、硅酮结构耐候胶、中性硅酮密封胶、干挂石材弹性胶、防火密封胶、各种高性能密封胶等
门窗	门窗用中性硅酮密封胶、聚氨酯泡沫填缝剂、硅橡胶密封条等
内装	中性硅酮密封胶、内装通用胶、厨卫防霉专用胶、无腐蚀镜子专用胶、水族馆专用胶等
中空玻璃	硅酮结构密封胶、中空密封胶、中空玻璃热熔丁基胶等
装配式建筑	Ms、硅烷改性密封胶、硅酮耐候密封胶、装配式建筑专用密封胶、防火密封胶等

数据来源：公司公告，西南证券整理

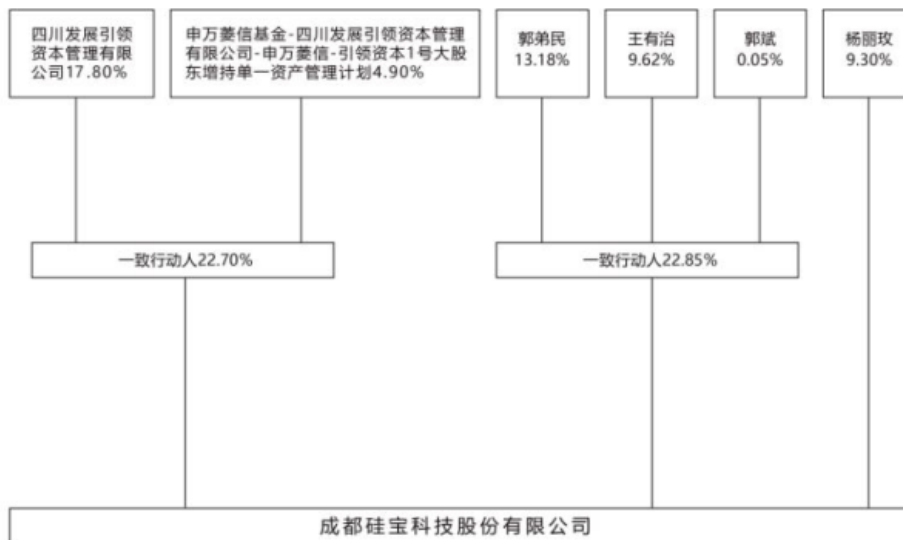
图 2：公司下游应用领域广泛



数据来源：wind，西南证券整理

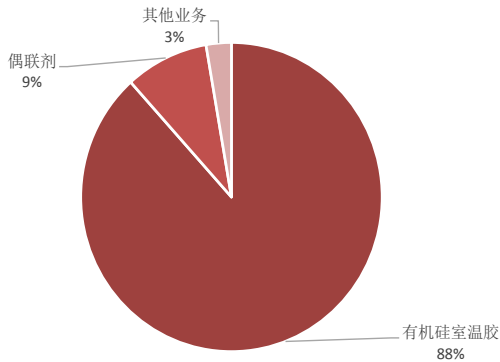
公司股权结构：目前，公司股权分散，无实际控制人。第一大股东为四川发展（控股）有限责任公司，其为有四川省人民政府出资设立的全省唯一一家金融控股、产业投资引领、企业改革发展三位一体的国有资本运营公司，四川发展出直接持有 17.8% 股份之外，还通过认购基金简介持有 1.43% 股权。另外，郭弟民与王有治、郭斌为一致行动人。

图 3：公司股权结构

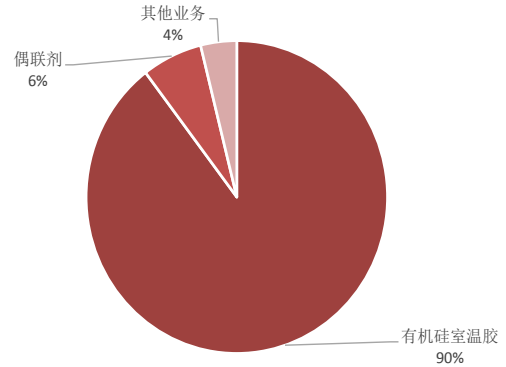


数据来源：wind，西南证券整理

公司主营业务结构：公司的核心产品是有机硅室温胶，根据公司披露的最新数据，从收入结构和毛利结构来看，有机硅室温胶的收入和毛利占比均接近九成，另外硅烷偶联剂占比接近一成。

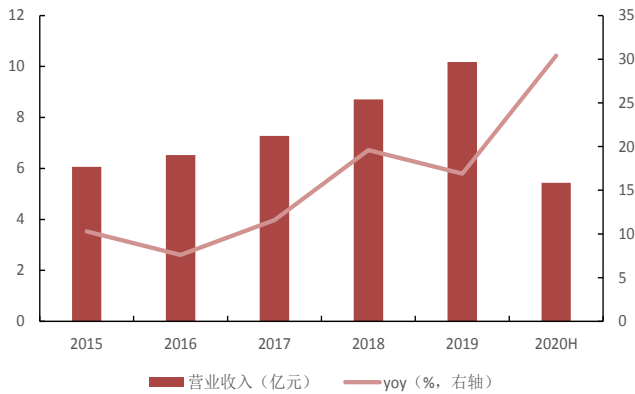
图 4：公司营业收入结构（2020 年上半年）


数据来源：wind，西南证券整理

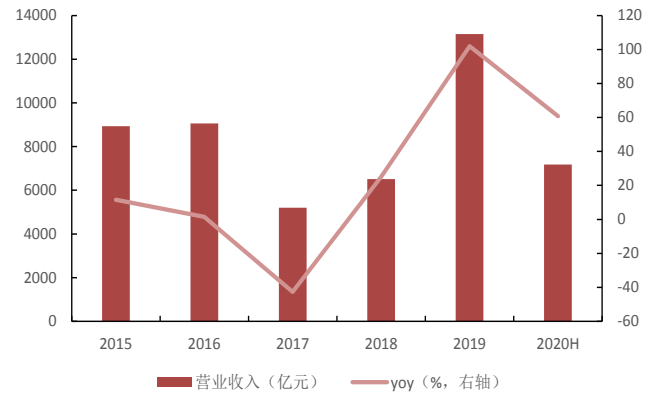
图 5：公司毛利结构（2020 年上半年）


数据来源：wind，西南证券整理

公司业绩情况：2015 年以来，公司的收入端持续增长，不过归母净利润在 2017 年受到上游原材料疯狂的涨价而出现业绩下滑，当年硅油等原材料价格上涨超过 2 倍，而下游产品的调价普遍无法覆盖快速上涨的成本，目前随着有机硅原材料产能的持续投放，原料端的波动已经平抑，公司业绩目前跟随收入端的增长而增长。

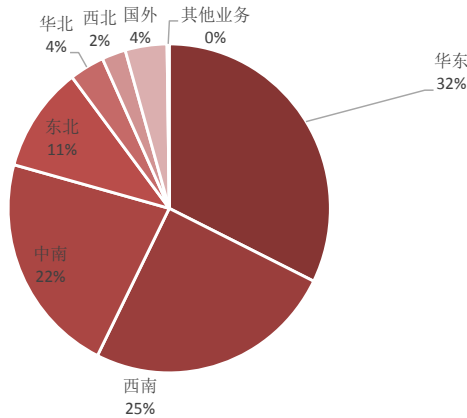
图 6：公司营业收入变动


数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润变动


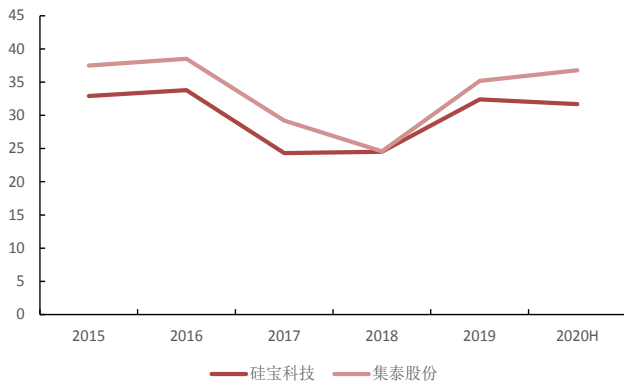
数据来源：wind，西南证券整理

从销售区域来看，公司的产品收入基本集中于国内，主要市场为华东和西南地区。

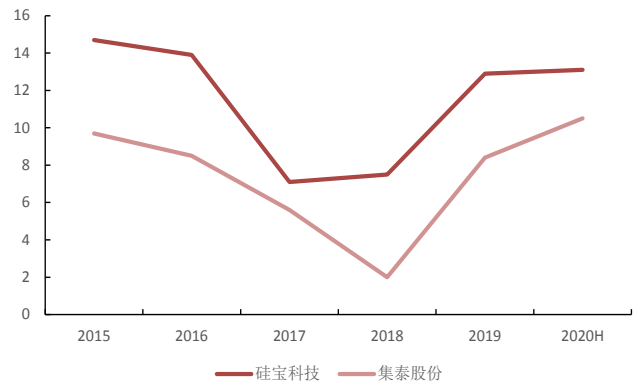
图 8：公司产品销售区域划分


数据来源：公司公告，西南证券整理

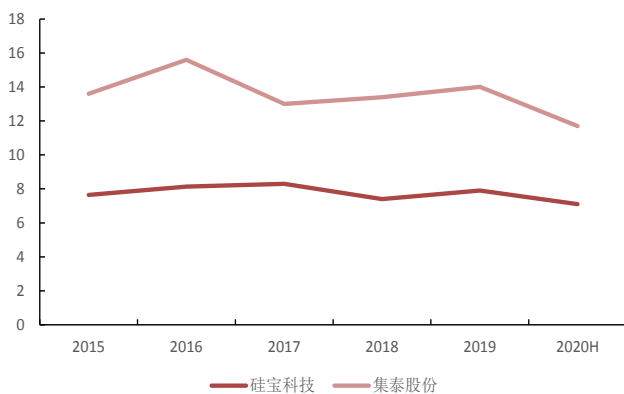
公司盈利能力分析：我们选取业务模式和公司相近的、均为有机硅密封胶企业的集泰股份作为对标企业，公司的综合毛利率低于集泰股份，但净利率高于集泰股份 5 个百分点左右，主要的区别在于销售费用率和管理费用率上公司远低于集泰股份，过去数年，硅宝科技的销售费用率要比集泰股份低 4.7-7.5 个百分点，管理费用率要比集泰股份低 0.6-1 个百分点。

图 9：公司和集泰股份的毛利率对比（单位：%）


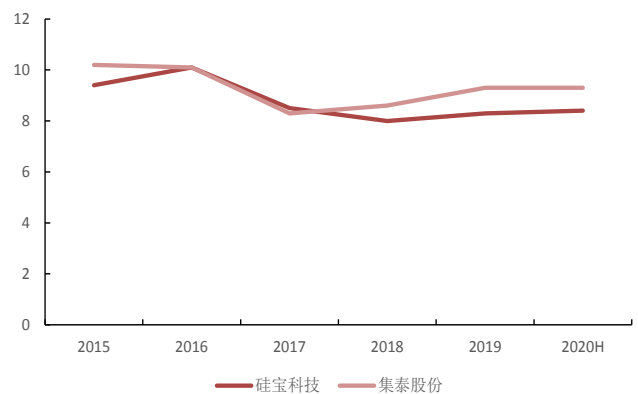
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司和集泰股份的净利率对比（单位：%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司和集泰股份的销售费用率对比（单位：%）


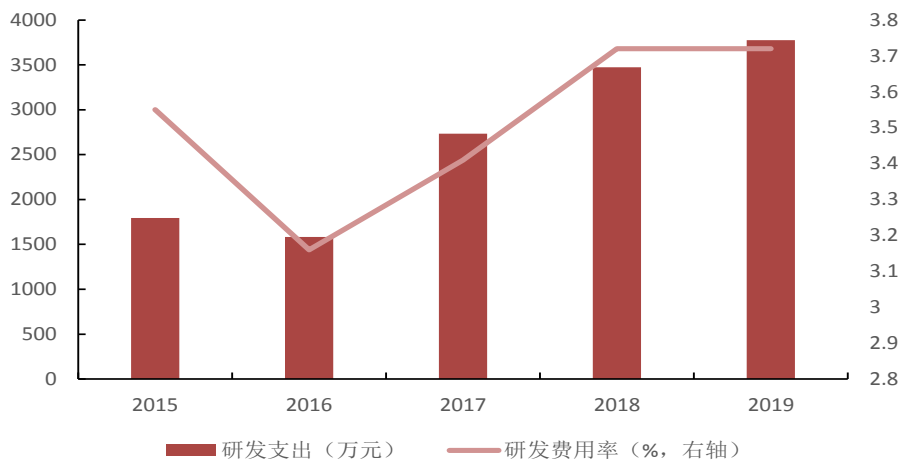
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司和集泰股份的管理费用率对比（单位：%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司研发能力分析：公司聚集了一大批行业权威技术专家、知名顾问团队，组建了以博士、硕士为主的中青年研发团队。截止 2020 年 6 月 30 日，公司累计获得授权专利共计 190 项，其中国际发明专利 4 项，国家发明专利 97 项，实用新型专利 86 项。作为国家级高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业，公司承担并完成了多项国家和省市重点科技攻关及技术创新计划项目。与中国科学院、北京化工大学、四川大学、电子科技大学等科研院校、重点大学开展产学研合作，持续的研发投入为提升产品品质、提高生产效率助力，为公司长期增长奠定基础。近几年公司研发支出大幅提升，2019 年达到 3776 万元，比 2016 年增长 1 倍，研发费用占营业收入的比重从 2016 年的 3.2% 提升至 2019 年的 3.7%。

图 13：公司研发费用情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司募资情况分析：公司上市以来，通过 IPO 和增发融资，2020 年，公司再次定增，扣除发行费用之后，可转债的募集资金将投资于 10 万吨高端密封胶智能制造项目、国家企业技术中心扩建项目和补充流动资金。

表 2：公司 2020 年拟增发募集资金投向

项目	项目总投资 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
10 万吨/年高端密封胶智能制造项目	56140	52000
国家企业技术中心扩建项目	8023	8000
补充流动资金	24000	24000
合计	88163	84000

数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励情况分析：股权激励和员工持股计划有利于团队稳定。公司 2019 年推出股权激励。

表 3: 股权激励业绩考核目标和解锁条件

解锁安排	业绩考核目标	可解锁数量占限制性股票数量比例
首次及预留授予的限制性股票第一个解除限售期	2019-2020 年两年的累计营业收入不低于 215249 万元且 2019-2020 年两年的累计净利润不低于 16536 万元	50%
首次及预留授予的限制性股票第二个解除限售期	2019-2021 年三年的累计营业收入不低于 347652 万元且 2019-2021 年三年的累计净利润不低于 26968 万元	50%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

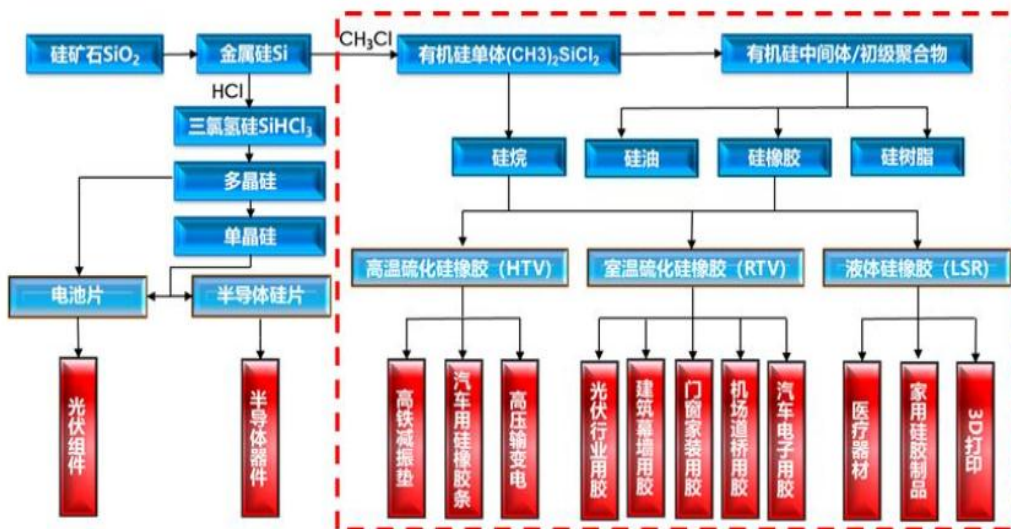
2 有机硅密封胶行业快速成长, 成本未来将下降

有机硅材料诞生于 1863 年, 由美国康宁公司在 1941 年首次实现工业化。有机硅材料是一类性能优异、功能独特、用途极广的新材料, 为高分子新型材料中产业规模最大的行业之一。有机硅聚合物是含有硅元素的众多高分子化合物的总称, 主链以硅氧键 (-Si-O-) 组成, 侧链带有有机基团, 兼具无机和有机聚合物的双重性能, 性能独特。

有机硅产业链中, 甲基氯硅烷是最主要的有机硅单体, 是一系列有机硅产品生产的基础, 以二甲基二氯硅烷单体为主要原料, 经过水解合成, 形成以 DMC (二甲基环硅氧烷混合物) 或 D4 (八甲基环四硅氧烷) 为主的环状中间体, DMC 或 D4 开环聚合, 生成不同聚合度的聚有机硅氧烷 (聚硅氧烷)。

聚硅氧烷与补强剂、填料、胶粘剂、催化剂等混配, 便可以形成 107 胶, 从而制备有机硅室温胶 (主要包括有机硅密封胶、模具胶), 其中, 有机硅室温胶的主要组成部分为有机硅密封胶, 占比约 90% 左右。聚硅氧烷中间体是 107 胶的主要原材料, 是形成有机硅密封胶的重要组成部分。

图 14: 有机硅密封胶产业链



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

有机硅密封胶是密封胶产品的重要组成部分。其中密封胶产品种类、型号较多，以其主体成分聚合物类别划分，有橡胶类、丙烯酸类、聚氨酯类、硅酮聚合物类、聚硫类等，各类密封胶的特点各异。

表 4：各类密封胶分类

项目名称	聚硫类	橡胶类	丙烯酸类	聚氨酯类	硅酮类
概况	以液态聚硫为主体材料，配合以增粘树脂、硫化剂、促进剂、补强剂等制成的密封胶	以橡胶类聚合物，如异丁烯、氯丁烯为主体材料的密封胶	以聚丙烯酸酯作为主体材料的密封胶，是目前世界上消耗量最大的密封胶之一	以异氰酸酯基为主料与含活泼氢化合物固化剂反应而成的室温固化型聚氨酯密封胶	高分子主链主要由 (Si-O-Si) 键组成，在固化过程中交联剂与基础聚合物反应形成网状的骨架结构
优点	优良的耐燃油、液压油、水和各种化学药品性能以及耐热性	优异的耐天候老化、耐热、耐酸碱性能及优良的气密性和电绝缘性能	优良的耐热、耐油性，优良的耐臭氧、耐紫外线性能，优良的气密性及抗屈挠性能	具有抗撕裂、耐磨抗穿刺、对基材不污染、耐酸碱、耐多数有机溶剂、可涂漆、对石材及混凝土无腐蚀等特性	优异的耐高、低温性能和耐候性能
缺点	强度不高，耐老化性能不佳，加工性能不好，有臭味	使用中产生有机溶剂挥发，耐低温性能不佳，对部分有机溶剂耐受性较差	耐寒性差，不耐水、水蒸气、酸碱、盐溶液以及有机极性溶剂，室温下的弹性差、耐磨性差	耐热性较差，阻燃性不佳，燃烧过程中会释放一氧化碳	不同产品型号性能差异较大，部分型号对金属有腐蚀，部分型号耐热性不佳
主要应用	用于土木建筑、汽车制造等嵌缝密封，以及油箱、燃料罐、航空机械、复合玻璃的密封	应用于汽车、建筑、工业等用途	用于建筑业高温处理预制板的密封，建筑物楼孔、楼板的密封及电子灌封等	用于建筑物、广场、公路作为嵌缝密封材料，以及汽车制造、玻璃安装、电子灌装	用于建筑幕墙、门窗密封、玻璃加工，以及电子电器、汽车、光伏新能源、轨道交通等
环保性能	有刺激性气味，对人体及环境有一定污染	含有有机溶剂，易挥发，对人体及环境有一定污染	溶剂为水，属环保产品	无溶剂，属环保产品	无溶剂，属环保产品

数据来源：公司公告，西南证券整理

由于硅元素在化学周期表中特的位置及有机硅独特的化学结构、性能、环保品质，在过去近 80 年间，有机硅产品不断的替代着原来的传统产品或开创着新的用途，直到现在，有机硅密封胶在密封胶领域仍在不断替代丙烯酸胶、传统橡胶类产品。可以预计，随着技术提升、产品成本的进一步下降、环保要求的不断趋严，未来有机硅密封胶行业将有巨大的成长空间，有机硅密封胶不断替代其他产品的趋势仍将持续。

2.1 有机硅密封胶行业具有一定壁垒，国家产业政策鼓励

有机硅密封胶行业具有一定的进入壁垒，主要集中在品牌、渠道等方面。

(1) 品牌壁垒

有机硅密封胶产品主要面向建筑工程、产业客户，该客户群采购行为相对一般个人消费者更为理性，更关注产品性能与品质。建筑行业、装修装饰行业的工程客户倾向于使用知名产品凸显自身楼盘的质量及档次，产业客户更看重生产产品的质量与稳定性，所以希望与大

品牌供应商建立合作，获得持续与深度服务。而品牌的建立与推广，需要企业长年投入大量研发、宣传资源，并凭借长期积累的优良使用效果而在客户群体中树立的良好口碑。这需要在长期的规范经营中，不断积累企业和产品的信誉，对新进入行业的企业而言也就形成了较高的门槛。

(2) 渠道壁垒

有机硅密封胶产品应用领域众多，行业客户群体地理分布广阔，各主要品牌多采取直销和经销相结合的模式进行销售，终端店面及销售代表数量、产品区域覆盖能力是决定企业销售能力的基础。对于建筑及装饰装修客户，产品的使用效果较大程度上取决于施工方，而渠道终端技术支持与服务的优劣直接影响客户使用效果；对于工业制造业客户，由于其制造型号多样，需要企业进行实地指导，并根据客户需求及时调整产品服务方案，提供量身订做的技术服务。企业须具备整合市场分析、产品研发、销售网络、技术服务等诸多环节的综合管理能力，新进入者难以在短期内建立完善的市场营销服务网络，难以与已形成强大的综合竞争实力的既有品牌厂商展开竞争，因而将面对较大的市场开拓壁垒。

(3) 生产工艺与技术壁垒

有机硅密封胶行业生产不仅需要先进的生产设备，还需要掌握包括原料选购、产品配方、生产过程控制、分析检测等较高的专业技术。随着国家对产品品质、环保要求的日渐提高，行业内企业必须提高自身的技术研发体系，必须具备持续的产品开发能力以适应行业快速发展和不断变化的市场需求，及时对现有原材料、配方工艺等进行改进，及时推出适应市场需求、高附加值的产品，使自身在市场竞争中占据有利地位。生产工艺的掌握和技术的积累是进入本行业的重要壁垒。

(4) 人才壁垒

有机硅密封胶行业产品的开发及配方工艺的配都需要专业的技术人才。目前只有行业内领先企业具备专门的人才培养机制，能够自主培养致力于新产品、新工艺开发的技术人才。但对于整个行业而言，高层次创新型人才仍属于稀缺资源，建立并拥有高素质的开发团队和技工人员都需要长时间的积累，新进入企业缺乏经过长期生产实践培养出来的专业技术人员，人才的稀缺成为限制其发展的重要障碍。

从产业政策角度来看，有机硅密封胶行业属于国家产业政策鼓励发展的行业。

国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2019版）》将“新型墙体和屋面材料、绝热隔音材料、建筑防水和密封等材料的开发与生产”和“苯基氯硅烷、乙烯基氯硅烷等新型有机硅单体，苯基硅橡胶、苯撑硅橡胶等高性能硅橡胶及杂化材料，三乙氧基硅烷等高效偶联剂”列为鼓励类。国家产业政策的大力支持为有机硅密封胶行业创造了良好的发展环境。

2015年，国务院发布《中国制造2025》和七大战略性新兴产业，将新材料列为重点突破发展的战略领域之一。为指明重点领域的发展趋势、发展重点，引导企业的创新活动；2018年1月，国家制造强国建设战略咨询委员会等组织编制了《中国制造2025》重点领域技术创新路线图（2017），其中明确提出重点发展硅橡胶、硅油、硅树脂等，充分说明了有机硅材料对国民经济发展的重要性。

从国家法律法规及产业政策对有机硅密封胶行业发展的政策导向上来看，国家采取了鼓励和引进新型有机硅深加工产品发展的政策。国家产业政策及相关行业的产业政策的支持，给有机硅密封胶及新材料行业提供了充足的空间。

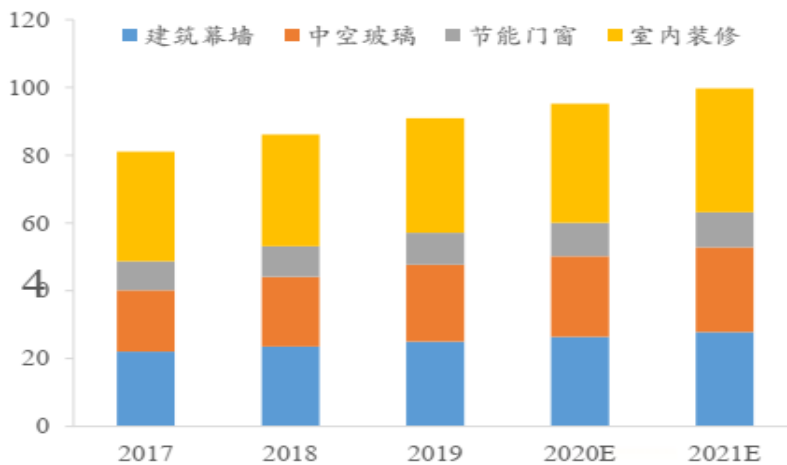
2013年9月国务院发布《大气污染防治行动计划》以来，全国掀起了一场推进VOC治理、改善环境空气质量的综合治理运动。在石化、有机化工、表面涂装等行业实施挥发性有机物综合整治，完善密封胶等产品挥发性有机物限值标准，推广使用水性涂料，鼓励生产、销售和使用低毒、低挥发性有机溶剂。2019年6月，生态环境部发布《重点行业挥发性有机物综合治理方案》，进一步推动环境空气质量持续改善。国家越来越多的倡导绿色环保理念，使用环境友好型产品已是社会各界的广泛共识，有机硅密封胶行业市场会进一步扩大。

2.2 建筑及基建领域对有机硅密封胶的需求仍将持续

多年来，我国有机硅密封胶最大的消费领域一直是建筑行业，主要应用于建筑幕墙、门窗密封、装饰装修等方面。目前，我国建筑领域消耗有机硅室温胶约占全部密封胶消费量的60%左右。

有机硅密封胶在建筑领域主要应用在建筑幕墙装配、房屋建筑的密封以及中空玻璃加工等三个方面；在道路、桥梁等基础设施建设中，广泛应用于抗震阻尼等领域。随着我国城市化进程持续稳定发展以及大规模基础设施投资拉动，有机硅密封胶出现较快增长。2018年建筑领域消耗有机硅（室温胶）48.7万吨，其中建筑幕墙领域消耗室温胶约23万吨，同比增长14.1%。2019年整个门窗幕墙行业总产值6300亿元，预计建筑用高端有机硅密封胶的整体需求将在2020年有望超过90万吨。

图 15：建筑用高端有机硅密封胶需求



数据来源：公司公告，西南证券整理

在“环保趋严+劳动力紧缺”背景下，中央层面持续出台相关政策，大力推广装配式建筑。自2013年国家发展改革委、住房城乡建设部发布《绿色建筑行动方案》开始，国家就密集制定关于推广装配式建筑的政策文件，在发展规划、标准体系、工程质量、产业链管理等多方面有明确要求。2016年2月，国务院颁发《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》，力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达30%，装配式建筑面积达7亿平方米，每平方米用胶需求为1kg，预计2025年市场用胶需求将达到100亿元。

随着装配式建筑兴起与发展,墙体与板材的接缝用胶需求加快,有机硅密封胶市场不断成长,具有产品性能和价格比较优势的国内高性能有机硅密封胶生产企业将迎来发展机遇。硅宝科技本次募投的 10 万吨密封胶中有高端建筑幕墙用耐候密封胶 2 万吨、硅酮结构密封胶 2.5 万吨的产能对应着建筑胶方面的需求。

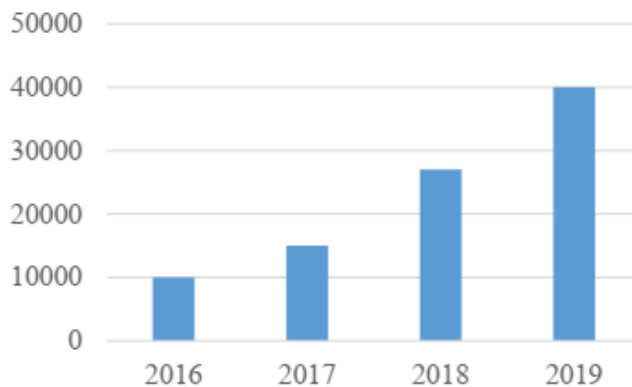
另外,装配式建筑领域近几年增长迅速,2019 年全国装配式建筑开工面积达 41800 万平方米,近四年年均增长率达 55%。根据国务院和住建部相关政策,2025 年装配式建筑行业的渗透率力争从 2020 年的 15% 增长到 30% 以上。硅宝科技在装配式建筑上也在发力,公司在 2017 年是国家住建部认定的首批“装配式建筑产业基地”,并与住建部住宅产业化促进中心签订很作,率先布局装配式建筑产业,公司本次募投的 10 万吨密封胶中游改性硅酮密封胶 1.5 万吨的产能对应这方面的需求。

表 5: 我国新建建筑/装配式建筑市场规模预测

项目名称	2017	2018	2023E	2025E
房屋新开工面积 (万平方米)	178654	209342	245879	255812
装配式建筑占比	9%	13.9%	25.4%	30%
装配式建筑面积 (万平方米)	16079	29099	62453	76744
装配式建筑市场规模 (亿元)	3864	6835	13111	15415

数据来源:公司公告,西南证券整理

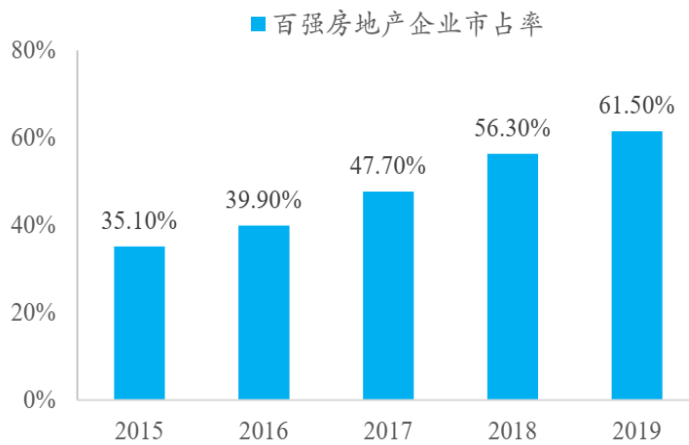
图 16: 装配式建筑开工面积 (单位: 万平方米)



数据来源:公司公告,西南证券整理

随着房地产行业热度回落、市场需求放缓,房地产行业格局出现分化,市场份额逐渐向大型房地产企业集中。

图 17: 百强房地产企业市占率逐步提升



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

近年来, 房地产企业逐步建立品牌库, 指定供应商品牌, 倾向于选择质量稳定、品质高端的产品, 采购份额逐步向房地产供应商头部企业集中。2019 年公司建筑胶实现销 5.4 万吨, 同比增长 44%, 位列行业龙头地位。公司已入围碧桂园、绿地集团、万达集团、龙湖地产、华润置地、世茂地产等全国前十大房地产企业品牌库。

图 18: 公司已入围的房地产企业品牌库



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

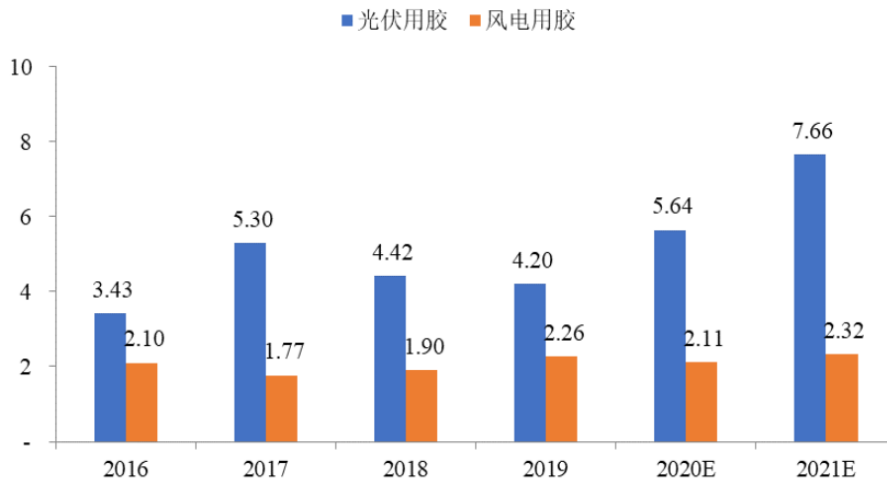
2.3 进口替代和新基建的双重驱动下, 工业胶的需求有望激增

工业胶下游应用领域广泛, 涉及新能源、消费电子、汽车制造、新基建等。

在新能源领域, 有机硅密封胶的应用主要在光伏和风电领域, 其中光伏领域需求增长最快, 太阳能电池片是太阳能光伏发电系统的核心部件, 有机硅密封胶具有良好的密封性、电绝缘性、耐候性等特点, 在太阳能电池组件封装生产中广泛应用, 中国作为全球最大的光伏市场和增量最快的风电装机市场, 装机量的提升将极大的提振有机硅密封胶的市场需求。预

计到 2021 年，新能源领域的有机硅密封胶需求将达到 9.98 万吨。目前，公司已经供货隆基股份、无锡尚德、唐山海泰、正信光电等光伏知名企业。

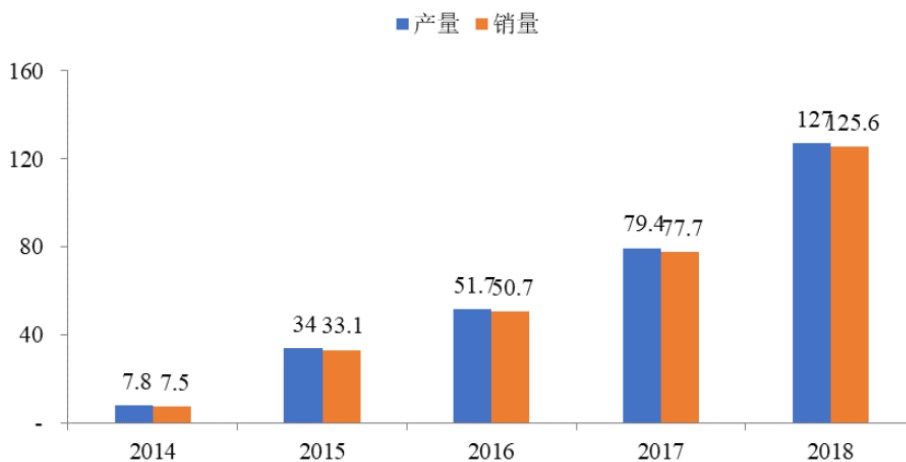
图 19：新能源有机硅密封胶市场需求（单位：万吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

汽车制造包括挡风玻璃用胶及动力电池的灌封，其中动力电池是新能源汽车的核心部件，有机硅密封胶在新能源汽车领域主要用于动力电池灌封保护。动力电池的灌封保护是实现电力驱动系统稳定、高效工作的关键。2018 年我国新能源汽车产量与销量分别为 127 万辆与 125.6 万辆，同比增长分别为 60.01%和 61.67%。同时随着整车气密性、环保健康标准等要求越来越高，胶粘剂性能改善的同时，单位胶粘剂用量也将增加。根据《全球汽车胶粘剂市场 2020 年展望》统计，2015 年全球汽车胶粘剂市场规模为 37.4 亿美元，至 2020 年将达到 55.6 亿美元，年复合增长率为 8.2%。公司有机硅密封胶、PUR 胶、聚氨酯密封胶在汽车车身、车灯、动力电池等领域均有应用，销售不断增长。

图 20：新能源汽车产销量（单位：万辆）



数据来源：公司公告，西南证券整理

消费电子领域，在近两年贸易摩擦的影响下，进口替代效应显著增强，国内工业胶市场出现明显的需求增长。公司导热灌封胶、有机硅压敏胶、导热凝胶等产品，广泛应用于手机、家电、逆变器等消费电子领域，有广阔的市场空间。目前，公司为比亚迪、中兴、中国电子科技集团、中国航天科技集团等众多企业提供专业的电子用胶解决方案及技术支持。本次公司募投项目之一是电子器件用导热灌封胶 2 万吨项目，未来公司在消费电子领域的产能将会有所扩大。

图 21：导热灌封胶

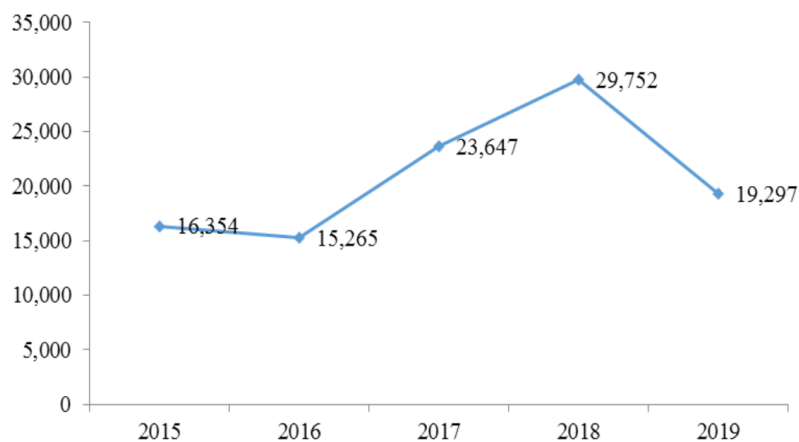


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4 成本端有望维持稳定，长期利好于公司发展

在原材料供给端，2017 年、2018 年，受环保治理因素影响，上游主要原材料生产企业开工不足纷纷提价，使得 107 胶价格上涨较多。2019 年，随着有机硅产能集中投放，原材料供应充足，致使价格逐渐回落并趋于正常，行业毛利率逐渐回升。

图 22：国内 107 胶市场价格（单位：元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

公司主要原材料-107 胶采购价格具体情况如下：

表 6: 公司主要原材料 107 胶采购价格 (单位: 万元/吨)

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
107 胶	2.28	2.89	1.92

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

根据 SAGSI 统计数据, 截至 2019 年, 中国聚硅氧烷产能、产量分别达到 142.2 万吨、115.8 万吨, 均占全球总量的一半以上同比分别增长 8.8%、2.5%。未来, 随着上游原材料产能的扩大, 有机硅密封胶行业原材料供应充足, 原材料价格将在未来三年内保持稳定甚至继续下降, 长期利好公司稳定快速发展。

表 7: 有机硅单体新增项目情况 (单位: 万元/吨)

厂家	原产能	新增产能	新增项目情况
浙江新安	34	30	预计 2020 年年初完成一期 15 万吨单体项目
合盛硅业	36	40	2019 年下半年在新疆鄯善新建 20 万吨硅氧烷 (20 万吨有机硅单体)
山东东岳	25	30	东岳集团有机硅业务单独上市, 预计扩产 20 万吨单体, 有机相关下游产品
兴发集团	20	16	兴发控股子公司兴瑞公司有机硅技术改造审计项目, 最终形成 36 万吨有机硅单体产能
江西星火	45	15	2019-2020 年计划扩产至 60 万吨
云南能投	0	40	40 万吨有机硅单体及配套项目建设
福建源岭	0	20	年产 20 万吨有机硅单体项目
合计	160	191	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 公司募投项目契合行业发展, 扩大行业领先地位

公司 2016 年募投项目为“年产 5 万吨有机硅密封材料生产基地”, 项目于 2018 年基本建成; 2020 年募投项目为“10 万吨/年高端密封胶智能制造项目”、“国家企业技术中心改建项目”及补充流动资金。

本次与前次募投项目始终围绕公司主业开展, 同时随着有机硅密封胶产品工艺的提升、应用领域不断向新能源、电子电器、轨道交通等领域的拓宽, 伴随国内“新基建”、高端制造的蓬勃发展, 中高端有机硅密封胶市场前景向好。本次募投项目是对前次募投与公司主业的优化扩能, 进一步拓展公司产品的应用领域, 巩固公司的行业地位, 增强公司的市场竞争力。

表 8: 公司 2020 年 10 万吨募投项目

项目	年达产产能 (万吨)	占比
建筑幕墙用硅酮耐候密封胶	2	20%
建筑幕墙用双组份硅酮结构密封胶 A	2	20%
建筑幕墙用双组份硅酮结构密封胶 B	0.5	5%
太阳能用硅酮密封胶	2	20%
改性硅酮密封胶	1.5	15%
电子器件用导热灌封胶	2	20%
合计	10	100%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

与前次项目相比，10万吨/年高端密封胶智能制造项目主要面向高端产品市场，投向产品价值相对更高的工业类用胶以及建筑幕墙胶，是实现产品升级的重要举措，有利于进一步拓展公司产品的应用领域，巩固公司的行业地位增强公司的市场竞争力。

10万吨/年高端密封胶智能制造项目计划租用硅宝科技全资子公司成都硅宝新材料有限公司（位于新津县新材料产业功能区新材28路以北）现有厂区4、5、9、13、17号车间，投资56140万元（其中固定资产投资51608万元），进行10万吨/年高端密封胶智能制造项目的建设。项目无新增用地，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。

根据公司测算，项目建设期为三年，运营期为10年（包含建设期），项目于运营期第五年（包含建设期）达产，达产后实现年销售收16.3亿元，年净利润为1.9亿元，项目财务内部收益率24.46%（税后）。

表 9：项目具体效益测算（单位：万元）

项目	T1	T2	T3	T4	T5-T10
产量（吨）	-	16000	48000	91000	100000
营业收入	-	23348.7	67952.6	146081.2	163190.5
减：营业成本	-	16399.8	49563.8	102172.5	113242.5
毛利	-	6948.9	18388.7	43908.7	49947.9
减：销售税金及附加	-	136.7	355.6	795.4	893.8
销售利润	-	6812.1	18033.2	43113.4	49054.2
减：销售费用	-	1867.8	5436.2	11686.5	13055.2
减：管理费用	-	1050.7	3057.9	6573.7	7343.6
减：研发费用	-	933.9	2718.1	5843.3	6527.6
减：财务费用	-	-	-	-	-
利润总额	-	2959.6	6821.0	19009.9	22127.8
减：所得税（15%）	-	443.9	1023.2	2851.5	3319.2
净利润	-	2515.6	5797.9	16158.5	18808.6
毛利率	-	29.8%	27.1%	30.1%	30.6%
净利率	-	10.8%	8.5%	11.1%	11.5%

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 2021 年公司 10 万吨募投项目投产 1.6 万吨, 2022 年公司募投项目投产 4.8 万吨;

假设 2: 2020-2022 年, 公司原有产能对应销量为 7.6 万吨、8.5 万吨、9 万吨, 不含税价格为 1.5 万元/吨。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 10: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	1018.04	1313.98	1701.16	2269.19
	增速	16.9%	29.1%	29.5%	33.4%
	成本	688.24	879.40	1135.79	1511.61
	毛利率	32.4%	33.1%	33.2%	33.4%
有机硅室温胶	收入	855.44	1140.00	1515.00	2070.00
	增速	23.3%	33.3%	32.9%	36.6%
	成本	569.20	752.40	999.90	1366.20
	毛利率	33.5%	34.0%	34.0%	34.0%
其他	收入	162.60	173.98	186.16	199.19
	增速		7.0%	7.0%	7.0%
	成本	119.04	127.00	135.89	145.41
	毛利率	26.8%	27.0%	27.0%	27.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们选取集泰股份、回天新材作为公司的可比公司, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

表 11: 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300041.SZ	回天新材	14.08	0.37	0.55	0.70	0.92	38	26	20	15
002909.SZ	集泰股份	9.34	0.37	0.51	0.65	0.95	25	18	14	10
可比公司均值							32	22	17	13

数据来源: wind, 西南证券整理

5 风险提示

原材料价格或大幅波动、下游需求不达预期、募投项目达产时间低于预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1018.04	1313.98	1701.16	2269.19	净利润	131.61	176.29	226.97	305.84
营业成本	688.24	879.40	1135.79	1511.61	折旧与摊销	32.98	41.53	49.78	57.38
营业税金及附加	9.01	12.23	15.64	15.66	财务费用	0.20	0.00	0.00	0.00
销售费用	80.48	98.55	127.59	170.19	资产减值损失	-5.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	43.40	131.40	170.12	226.92	经营营运资本变动	-57.60	-118.69	-115.03	-167.07
财务费用	0.20	0.00	0.00	0.00	其他	-20.30	-5.32	-3.48	-5.71
资产减值损失	-5.23	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	81.66	93.80	158.24	190.45
投资收益	-0.04	5.00	5.00	5.00	资本支出	-4.98	-120.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-14.60	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-19.58	-115.00	-115.00	-115.00
营业利润	147.06	197.40	257.02	349.82	短期借款	-38.99	191.04	-50.00	-50.00
其他非经营损益	3.83	10.00	10.00	10.00	长期借款	-2.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	150.89	207.40	267.02	359.82	股权融资	-5.38	0.00	0.00	0.00
所得税	19.28	31.11	40.05	53.97	支付股利	0.00	-26.31	-35.25	-45.38
净利润	131.61	176.29	226.97	305.84	其他	-2.59	-2.74	0.00	0.00
少数股东损益	0.05	0.06	0.08	0.11	筹资活动现金流净额	-48.97	161.99	-85.25	-95.38
归属母公司股东净利润	131.56	176.23	226.89	305.73	现金流量净额	13.11	140.79	-42.01	-19.93
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	158.27	299.06	257.05	237.12	成长能力				
应收和预付款项	337.26	473.87	613.55	818.39	销售收入增长率	16.94%	29.07%	29.47%	33.39%
存货	139.06	178.23	228.81	305.89	营业利润增长率	118.48%	34.23%	30.20%	36.10%
其他流动资产	5.76	7.44	9.63	12.85	净利润增长率	102.03%	33.95%	28.75%	34.75%
长期股权投资	10.31	10.31	10.31	10.31	EBITDA 增长率	82.62%	32.56%	28.41%	32.72%
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	410.61	490.91	562.95	627.39	毛利率	32.40%	33.07%	33.23%	33.39%
无形资产和开发支出	52.50	50.80	49.09	47.38	三费率	12.19%	17.50%	17.50%	17.50%
其他非流动资产	32.97	32.85	32.74	32.62	净利率	12.93%	13.42%	13.34%	13.48%
资产总计	1146.75	1543.46	1764.13	2091.96	ROE	14.74%	16.92%	18.40%	20.47%
短期借款	8.96	200.00	150.00	100.00	ROA	11.48%	11.42%	12.87%	14.62%
应付和预收款项	197.22	251.09	323.92	432.31	ROIC	16.63%	18.26%	19.10%	21.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.70%	18.18%	18.03%	17.94%
其他负债	47.87	50.44	56.56	65.53	营运能力				
负债合计	254.05	501.53	530.48	597.84	总资产周转率	0.94	0.98	1.03	1.18
股本	330.90	330.90	330.90	330.90	固定资产周转率	2.67	2.98	3.23	3.81
资本公积	44.09	44.09	44.09	44.09	应收账款周转率	5.66	6.01	5.64	5.72
留存收益	530.40	680.32	871.96	1132.32	存货周转率	5.68	5.52	5.55	5.62
归属母公司股东权益	891.52	1040.69	1232.34	1492.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.49%	—	—	—
少数股东权益	1.18	1.24	1.32	1.43	资本结构				
股东权益合计	892.70	1041.93	1233.66	1494.12	资产负债率	22.15%	32.49%	30.07%	28.58%
负债和股东权益合计	1146.75	1543.46	1764.13	2091.96	带息债务/总负债	3.53%	39.88%	28.28%	16.73%
					流动比率	2.85	2.03	2.21	2.42
					速动比率	2.23	1.65	1.76	1.88
					股利支付率	0.00%	14.93%	15.53%	14.84%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.53	0.69	0.92
					每股净资产	2.69	3.15	3.72	4.51
					每股经营现金	0.25	0.28	0.48	0.58
					每股股利	0.00	0.08	0.11	0.14
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	180.23	238.92	306.80	407.19					
PE	34.23	25.56	19.85	14.73					
PB	5.05	4.33	3.65	3.02					
PS	4.42	3.43	2.65	1.98					
EV/EBITDA	23.99	18.30	14.23	10.65					
股息率	0.00%	0.58%	0.78%	1.01%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn	
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn