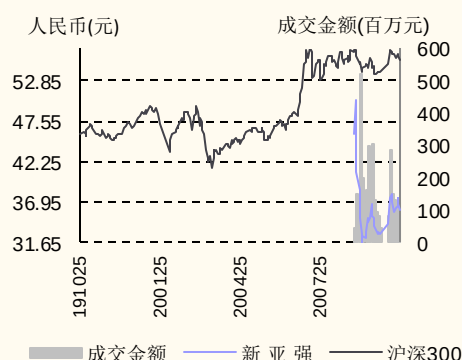


新亚强(603155.SH)买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格(人民币): 35.85 元
目标价格(人民币): 50.70-50.70 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 1.56
已上市流通 A 股(亿股) .39
总市值(亿元) 55.77
年内股价最高最低(元) 38.00/32.71
沪深 300 指数 4718
上证指数 3278

**有机硅助剂细分龙头，延伸高端有机硅产品****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	650	602	472	700	917
营业收入增长率	143.09%	-7.39%	-21.52%	48.13%	31.01%
归母净利润(百万元)	211	219	161	263	360
归母净利润增长率	218.80%	3.92%	-26.40%	62.70%	36.87%
摊薄每股收益(元)	1.810	1.881	1.038	1.689	2.312
每股经营性现金流净额	1.51	1.83	1.38	1.94	2.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	41.09%	32.98%	21.19%	28.57%	31.67%
P/E	N/A	N/A	34.53	21.23	15.51
P/B	N/A	N/A	7.32	6.06	4.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司对优势产品进行产能扩张，巩固在细分领域的优势地位。**公司产品分为有机硅功能性助剂和苯基氯硅烷两大类，功能性助剂包括六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头、硅醚等，广泛应用于有机硅新材料、制药、电子化学等领域；苯基氯硅烷包括苯基三氯硅烷、二苯基二氯硅烷，主要用于苯基中间体及苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂等苯基功能性材料的合成，提高产品特性。公司通过扩产将巩固现有优势产品六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头的优势地位；苯基氯硅烷方面，伴随着公司 IPO 项目 2 万吨苯基深加工产品的投产，公司的产业链将延伸至苯基氯硅烷高附加值下游——苯基硅油、苯基硅橡胶和苯基硅树脂。
- **电子级六甲基二硅氮烷放量，公司盈利结构持续优化。**六甲基二硅氮烷可用作光致刻蚀剂的粘结助剂用于光刻胶生产，其价值量是普通级别六甲基二硅氮烷的 3 倍以上。电子级六甲基二硅氮烷全球市场需求量 3000 吨左右，公司目前已经突破电子级六甲基二硅氮烷技术，随着电子级六甲基二硅氮烷的持续放量，公司的盈利结构将持续优化。
- **打通苯基硅产品全产业链，向高附加值领域渗透。**受 LED、光伏等新兴产业快速发展的带动，以及航空航天、电子、军工等行业和高端家电、厨具应用的持续增加，苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂等苯基有机硅材料的需求量连年持续增长。预计公司 IPO 项目 2 万吨苯基深加工产品的投产将打通高附加值苯基硅橡胶、苯基硅油和苯基硅树脂产品，届时，公司的产品结构将大大改善，并实现由化工原料向下游新材料企业的战略转型。
- **盈利预测与投资建议**
我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.61、2.63 和 3.6 亿元；EPS 分别为 1.04、1.69 和 2.3 元，当前市值对应 PE 分别为 34.5/21.2/15.5，公司整体成长性向好，且盈利结构持续优化，我们给予公司 2021 年 30 倍 PE，目标价 50.7 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 产能建设及投放进度不及预期；产品竞争格局恶化；产品价格波动风险；汇率风险

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司投资逻辑	4
二、优势产品产能扩张，盈利结构持续优化	6
2.1 六甲基二硅氮烷在电子、医药等高附加值领域持续放量	6
2.2 乙烯基双封头供不应求，产能扩产带来业绩增长	9
2.3 完善其他有机硅功能助剂布局	11
三、扩产苯基氯硅烷，并向高附加值下游延伸	11
3.1 随着下游应用推广，苯基氯硅烷市场有较大提升空间	11
3.2 苯基硅油、苯基硅橡胶和苯基硅树脂是高附加值高端有机硅产品	13
四、上游原材料价格将维持稳定	14
4.1 公司主要原材料三甲基氯硅烷受 DMC 价格波动影响	14
4.2 从供需格局来看，DMC 价格将维持稳定	15
五、盈利预测与投资建议	18
六、风险提示	19

图表目录

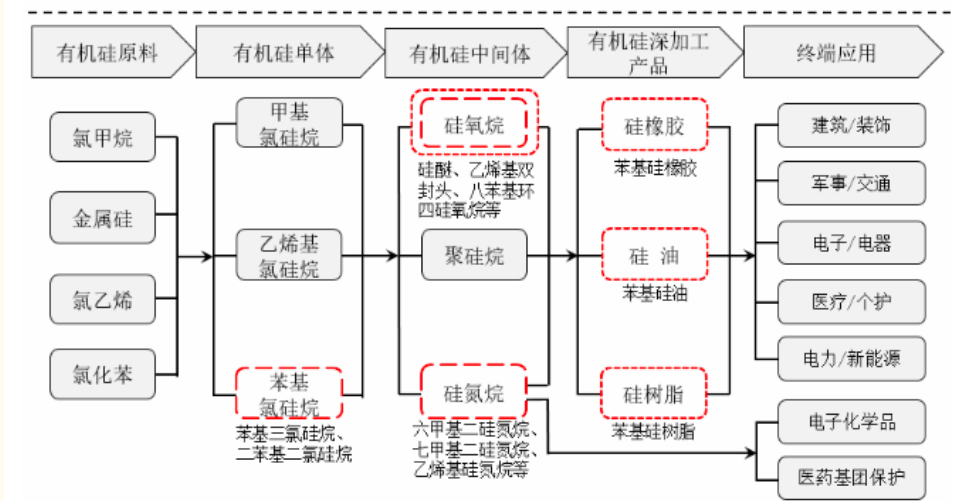
图表 1：公司目前处于有机硅行业中间环节，未来将向高附加值下游延伸	4
图表 2：公司收入构成	4
图表 3：公司毛利构成	4
图表 4：公司营业收入（亿元）及增速（%）	5
图表 5：公司归母净利润（亿元）及增速（%）	5
图表 6：2019 年公司主要产品价格同比有所下滑	5
图表 7：2019 年公司主要产品毛利率维持稳定	5
图表 8：公司优势产品产能扩张并向下游延伸高附加值硅材料	5
图表 9：六甲基二硅氮烷应用广泛	6
图表 10：全球半导体光刻胶市场规模（亿美元）	7
图表 11：中国药品市场规模（亿元）	8
图表 12：中国气相法白炭黑产能全球占比 24%	8
图表 13：2018-2023 我国气相法白炭黑复合增速 10.2%	8
图表 14：六甲基二硅氮烷主要竞争对手	8
图表 15：公司在六甲基二硅氮烷出口占全国出口比例在 50%	9
图表 16：六甲基二硅氮烷生产工艺	9
图表 17：我国乙烯基双封头出口量保持高速增长	10
图表 18：公司乙烯基双封头出口量/全国出口量	10
图表 19：乙烯基双封头生产工艺	10
图表 20：公司乙烯基双封头供不应求	11
图表 21：公司完善其他有机硅功能助剂布局	11
图表 22：公司苯基氯硅烷包括苯基三氯硅烷和苯基二氯硅烷	12

图表 23: 竞争对手情况.....	12
图表 24: 我国苯基三氯硅烷出口量 (吨)	12
图表 25: 二苯基二氯硅烷出口占全国出口 50%以上	12
图表 26: 苯基氯硅烷生产工艺.....	13
图表 27: 与甲基硅橡胶、甲基硅油、甲基硅树脂相比, 苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂性能更加卓越.....	14
图表 28: 公司 IPO 项目用于下游高附加值苯基项目	14
图表 29: 公司主要原材料为三甲基氯硅烷.....	15
图表 30: 公司对于供应商有一定议价能力 (元/吨)	15
图表 31: 三甲基氯硅烷与 DMC 价格呈现正相关关系	15
图表 32: 全球聚硅氧烷产能、产量及增速.....	16
图表 33: 人均 GDP 较低新兴国家拥有巨大消费潜力.....	16
图表 34: 我国聚硅氧烷消费量持续增长.....	17
图表 35: 聚硅氧烷价格走势 (元/吨)	17
图表 36: 我国有机硅中间体产能情况.....	18
图表 37: 公司各项收入与毛利拆分.....	18
图表 38: 可比公司估值对比.....	19

一、公司投资逻辑

- 新亚强是从事有机硅精细化学品研发、生产及销售的高新技术企业，产品分为有机硅功能性助剂和苯基氯硅烷两大类。其中，功能性助剂包括六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头、硅醚等，广泛应用于有机硅新材料、制药、电子化学等领域。苯基氯硅烷包括苯基三氯硅烷、二苯基二氯硅烷，主要用于苯基中间体及苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂等苯基功能性材料的合成，提高产品的特性。从产业链环节来看，公司目前处于有机硅行业中间环节，未来将向高附加值下游不断延伸。

图表 1：公司目前处于有机硅行业中间环节，未来将向高附加值下游延伸

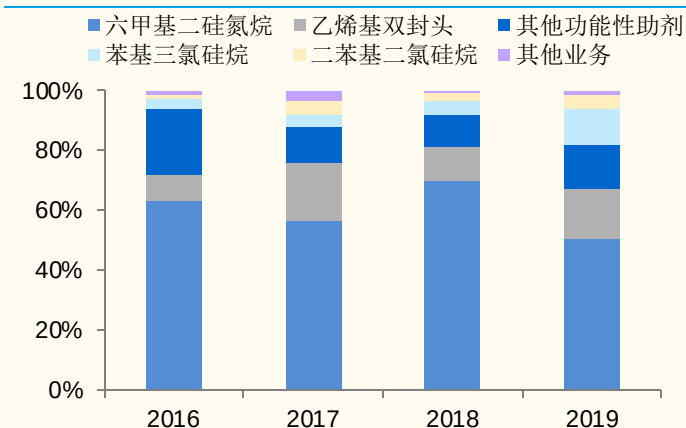


来源：招股说明书，国金证券研究所

备注：长虚线框为公司现有产品所在产业链环节，短虚线框为公司募投主要产品所在的产业链环节

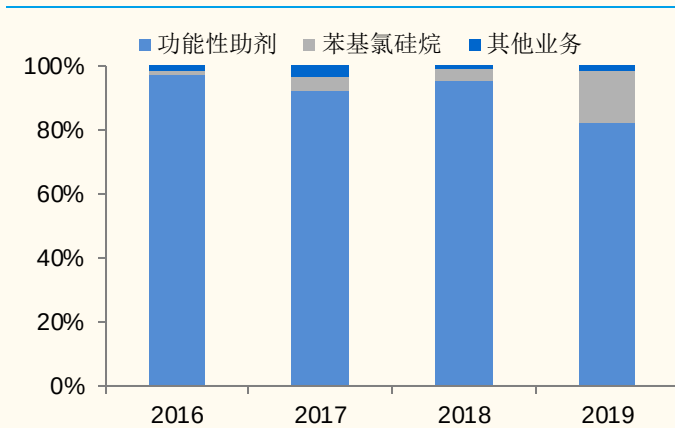
- 公司主要产品六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头和二苯基二氯硅烷在细分领域优势较为突出，具有较强的全球竞争力。其中六甲基二硅氮烷的营业收入占总体营业收入的 50%左右。但苯基氯硅烷的收入占比逐年增加，未来公司将依托苯基氯硅烷产业链开拓下游高附加值苯基硅树脂、苯基硅油和苯基硅橡胶市场。

图表 2：公司收入构成



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司毛利构成

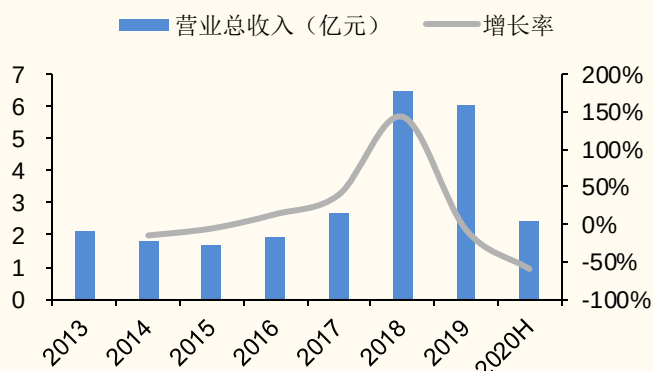


来源：Wind，国金证券研究所

- 2018 年随着有机硅行业景气度上升，公司产品价格持续上涨，公司营业收入和归母净利润得到较大增长。2019 年有机硅行业景气度下行，公司产品价格有所调整，2019 年公司营业收入 6.02 亿元，同比下滑-7.39%，公司归母净利润 2.19 亿元，同比增长 3.92%，主要是因为公司主要产品销量的

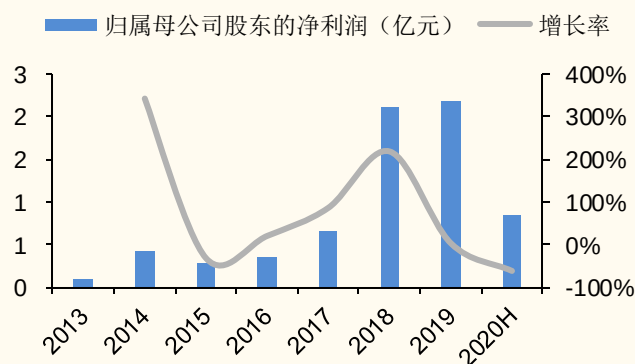
增长带动了盈利的提升。此外公司持续进行成本优化，产品毛利率亦有所提升。

图表 4：公司营业收入（亿元）及增速（%）



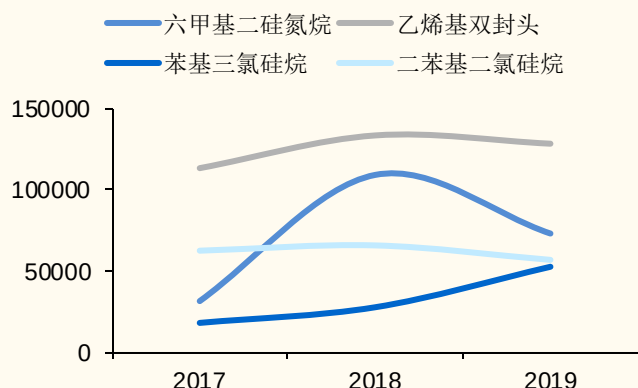
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司归母净利润（亿元）及增速（%）



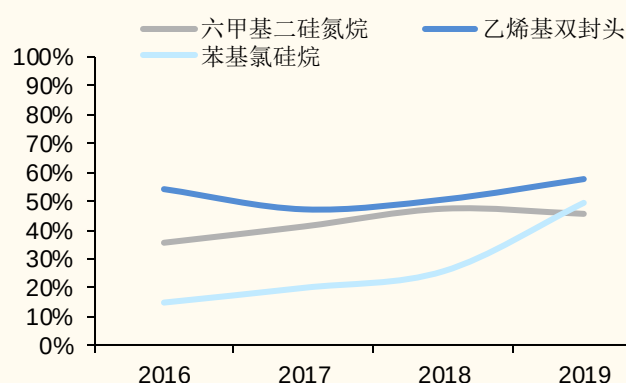
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2019 年公司主要产品价格同比有所下滑



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 7：2019 年公司主要产品毛利率维持稳定



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 我们认为，公司未来的成长性主要体现在：1、公司现有优势产品六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头、二苯基二氯硅烷等产能的扩张，进一步巩固公司在细分产品领域的优势地位。2、公司已经突破电子级六甲基二硅氮烷技术，电子级六甲基二硅氮烷价值量是普通级别六甲基二硅氮烷的 3 倍以上，随着电子级六甲基二硅氮烷的放量，公司整体的盈利结构将持续优化。3、公司 IPO 募集资金投产高性能苯基氯硅烷下游产品，苯基硅橡胶、苯基硅油和苯基硅树脂附加值较高，主要用于高铁、电子、航空航天等领域，未来成长空间巨大。

图表 8：公司优势产品产能扩张并向下游延伸高附加值硅材料

产品名称	产能（吨）	备注
六甲基二硅氮烷	6440	向高端的电子级六甲基二硅氮烷延伸
乙烯基双封头	700	
苯基三氯硅烷	2000	
二苯基二氯硅烷	3000	
硅醚	933	自有资金扩产 3000 吨
乙烯基硅烷系列产品		自有资金扩产 8100 吨
高性能苯基氯硅烷下游产品		IPO 项目扩产苯基氯硅烷下游产品至 2 万吨

来源：招股说明书，环评报告，国金证券研究所

- 公司与下游客户粘性较强，与大型有机硅企业和制药企业建立了稳定合作的关系。有机硅功能性助剂的目的是改善生产过程、提高产品质量，或者为赋予产品某种特有应用性能所添加的辅助化学品，因此基于对提升特殊性能的不同需求有机硅功能助剂种类繁多。由于有机硅下游产品型号众多，每一型号产品对应一种技术配方及工艺，一般情况下，生产厂家不会轻易变动成熟产品的配方及工艺，因此公司的销售渠道较为稳定。公司客户主要为有机硅材料、制药等全球知名企业，该类企业出于自身产品质量优异性和稳定性要求，对供应商的选择较为严格，需通过一系列的产品质量检测、试用并最终认证。由于公司产品质量优良、稳定，供应及时、产量充足，公司与下游客户之间建立了长期、稳定的合作关系，客户粘度较强。美国迈图集团、日本信越集团、蓝星星火、迈兰印度、日本住友、齐鲁制药集团、印度太阳药业、先正达、陶氏杜邦、赢创、哈药总厂等大型有机硅生产企业和制药企业建立了长期稳定的合作关系。
- 生产壁垒主要集中在原料组织、产业链循环等。目前，国内大型有机硅生产企业布局自身产品链的主线为“甲基氯硅烷—聚硅氧烷—有机硅深加工产品”。三甲基氯硅烷通常是DMC的副产物，占DMC产能的比例约1.5-2%左右，也就是说目前国内每家大型有机硅企业的三甲基氯硅烷产能约3000-5000吨，若需要更多的三甲基氯硅烷则需要从有机硅企业竞争对手处获得，因此，对于大型有机硅生产企业而言，大规模原材料较难获得。对于大型有机硅生产企业而言，做三甲基氯硅烷的深加工一方面要重新配套设备和公用工程，且有机硅功能性助剂的品种繁多，各种有机硅功能性助剂的细分市场规模、竞争激烈程度各异，做产品的思路不同于传统有机硅业务的规模优势。因此，一般大型有机硅生产企业很难进入有机硅助剂行业。

二、优势产品产能扩张，盈利结构持续优化

2.1 六甲基二硅氮烷在电子、医药等高附加值领域持续放量

- 六甲基二硅氮烷(HMDS)是一种重要的有机硅化合物，在半导体、医药等领域有着广泛的应用。

图表 9：六甲基二硅氮烷应用广泛

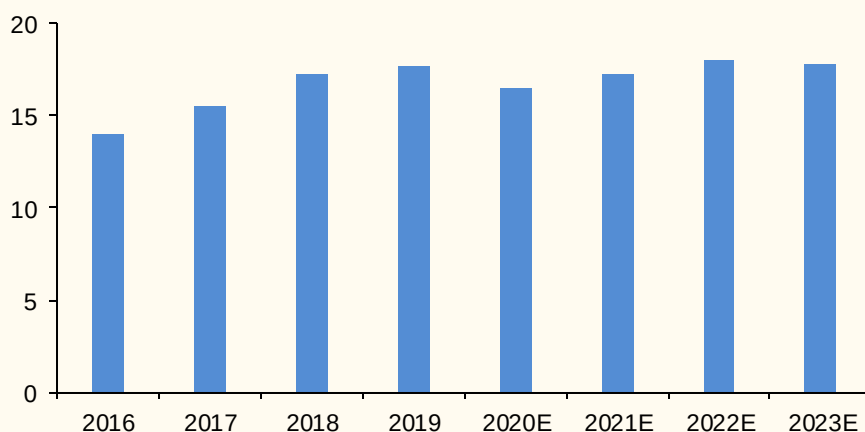
产品名称	功能	终端产品	用途/领域
六甲基二硅氮烷	用作白炭黑、硅藻土等表面处理，提高疏水、补强、抗撕裂等性能	硅橡胶(液体硅橡胶、加成硅橡胶等)、硅树脂等	建筑、电力、电子电器、医疗器械、汽车、高铁、纺织、食品、工艺饰品、高档厨具、航天航空、军工等
	用于有机合成(药物合成)，作为官能基团(羟基、羧基、氨基、碳基、不饱和键)的保护剂、催化剂、活化剂	头孢他啶为代表的头孢霉素、阿米卡星、盘尼西林	抗生素类药品合成
		瑞舒伐他汀、阿伐他汀钙等他汀类药物	治疗心脑血管疾病药品合成
		核苷类药物(拉米夫定、索非布韦、齐多夫定、阿糖胞苷、卡培他滨、氟尿嘧啶等)	治疗肝炎、艾滋病、癌症(含急性白血病)等疾病的药品合成
	具有高挥发性、低杂质残留，起到粘接助剂抗蚀作用	肌肤	保健品合成
		电子化学品	电子工业用清洗剂、电子仪器清洗剂、半导体工业中光致刻蚀剂、粘接助剂、正性光刻胶
	结构控制剂，提高疏水等多方面性能	气凝胶	航空航天、军工、电力电气、环境保护、冶金化工、生物、医疗卫生、建筑、新能源等

	改善锂电池的电化学性和循环性	锂电池电解液	新能源、电动汽车
	聚氨酯扩链剂，起到固化作用	聚氨酯	航天航空、化工、电力、电子电器、医疗卫生、纺织、建筑、汽车等领域

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **在半导体方面，HMDS 可用作光致刻蚀剂的粘结助剂。**目前所用的光刻胶绝大多数是疏水的，而晶片表面的羟基和残留的水分子是亲水的，如果在晶片表面直接涂胶的话，势必会造成光刻胶和晶片的粘合性较差，甚至造成局部的间隙或气泡，涂胶厚度和均匀性都受到影响，从而影响了光刻效果和显影效果。为了解决这一问题，可将 HMDS 应用到涂胶工艺中，将 HMDS 涂到硅片表面后，通过加温可反应生成以硅氧烷为主体的化合物，使硅片表面由亲水变为疏水，其疏水基可很好地与光刻胶结合，起到偶合的作用。再者，在显影的过程中，由于它增强了光刻胶与基底的粘附力，从而有效地抑制刻蚀液进入掩模与基底的侧向刻蚀。光刻胶随着半导体市场规模的扩张保持着同比例变动，2019 年全球半导体光刻胶的市场规模达到 17.7 亿美元，我们认为随着下游应用功率半导体、传感器、存储器等需求的扩大，预计 2022 年全球半导体光刻胶的市场规模将达到 18 亿美元。根据草根调研数据，目前电子级六甲基二硅氮烷全球市场需求量 3000 吨左右。

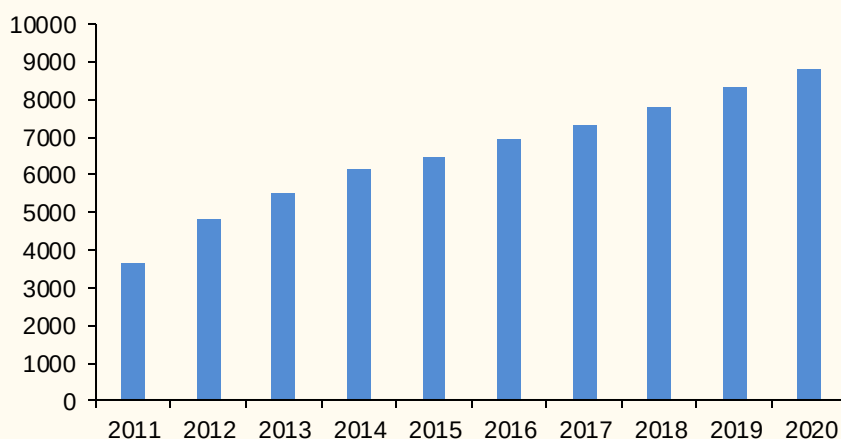
图表 10：全球半导体光刻胶市场规模（亿美元）



来源：锐观咨询，国金证券研究所

- **六甲基二硅氮烷作为医药基因保护剂，具有安全稳定、易结合易脱除等优势，被大量应用于头孢菌素、阿米卡星、青霉素等药物。**头孢菌素作为用量最大的抗生素，在全球市场份额约占 25% 左右，预计 2020 年我国抗生素制剂市场规模为 1780.59 亿元，复合增长率为 5.27%。拉米夫定为第一代核苷类抗病毒药物，已成为国际上治疗乙肝的主流用药，预计 2020 年，我国乙肝用药市场规模将达到 200 亿元。同时，随着我国癌症药物市场规模的不断扩大，预计 2022 年我国抗癌药市场规模将突破 2000 亿元。随着人口老龄化，我国医药市场中心脑血管疾病药物的市场份额已位居第二，2017 年我国心脑血管疾病药品终端市场规模为 3694.3 亿元。

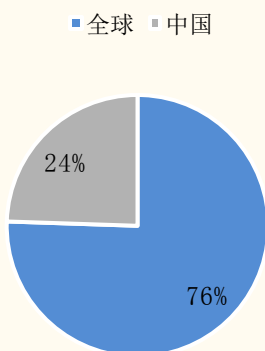
图表 11：中国药品市场规模（亿元）



来源：中国产业信息，国金证券研究所

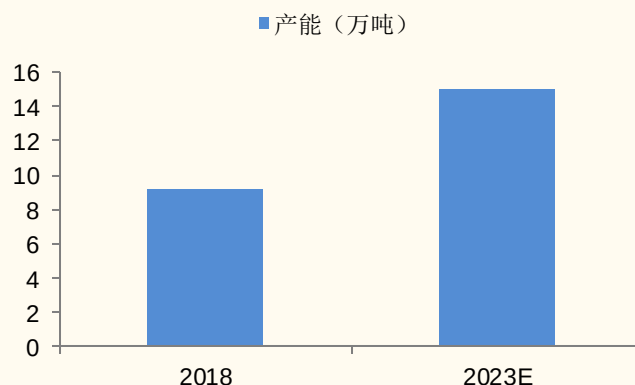
- 六甲基二硅氮烷是气相法白炭黑改性的主要功能性助剂。2018 年，全球气相法白炭黑总产能约为 38.1 万吨/年，总产量约为 28.4 万吨，主要生产企业有卡博特、赢创、瓦克化学(张家港)有限公司、东岳硅材、合盛硅业等。2018 年我国气相法白炭黑总产能约为 13.9 万吨/年，总产量约为 9.2 万吨，产量占全球约 24%。预计 2023 年，我国气相法白炭黑产量将达到 15 万吨，2018-2023 年产量复合增速达到 10.2%。

图表 12：中国气相法白炭黑产能全球占比 24%



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 13：2018-2023 我国气相法白炭黑复合增速 10.2%



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 六甲基二硅氮烷不仅是合成六甲基二硅脲(BSU)的关键原料，而且是有机合成中常用的甲硅烷基化试剂，具有重要的工业利用价值。在有机硅氮烷化学中，可以用作与氯硅烷单体进行氯交换，从而获得聚硅氮烷，这种方法比直接通氨法在合成上有巨大优势。
- 目前，全球六甲基二硅氮烷需求量约 2.5 万吨，市场供需情况基本平衡。其中陶氏和瓦克年产量约 1 万吨，基本自用于下游有机硅深加工产品。因此六甲基二硅氮烷全球市场供应量约 1.5 万吨，近年来公司六甲基二硅氮烷产品销量在全球市场占有率超过 30%。

图表 14：六甲基二硅氮烷主要竞争对手

竞争对手名称	产能情况	备注
德国瓦克	自用于有机硅下游深加工	成立于 1914 年，主营业务包括有机硅、聚合物、精细化学品、多晶硅等，为全球前五大有机硅产品供应商之一。
美国陶氏	自用于有机硅下游深加工	
浙江硕博化工	1000 吨	成立于 2007 年 4 月，注册资本为 4600 万元人民币，其主要产品为

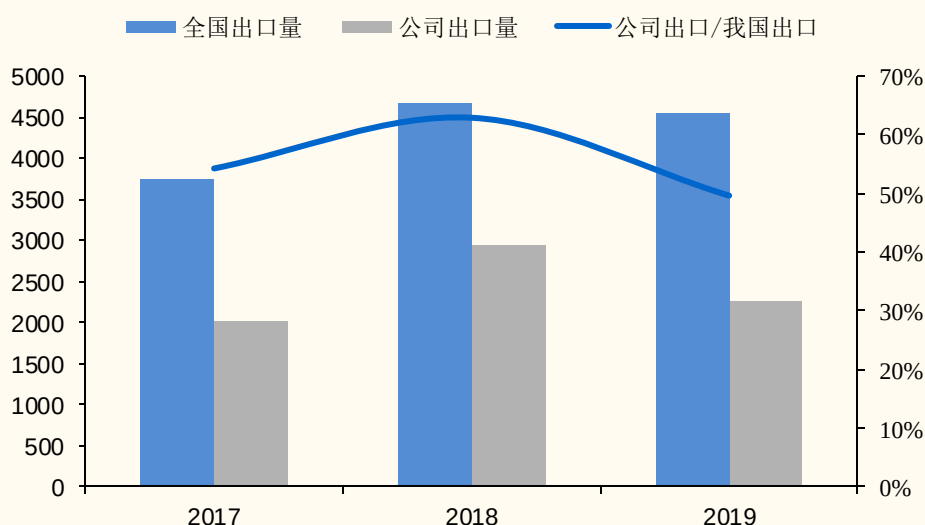
六甲基二硅氮烷、硅醚。

江西蓝星星火有机硅	1000 吨	成立于 2015 年 8 月，注册资本为 43000 万元人民币，其产品包括上游有机硅单体，中间体硅氧烷系列，硅橡胶、硅油及下游深加工产品混炼胶，密封胶，液体硅橡胶，硅树脂，乳液等。
四川嘉碧新材料科技	1000 吨	成立于 2011 年 12 月，注册资本为 1600 万元人民币，其主要产品为六甲基二硅氮烷、硅醚。
新亚强	6440 吨	6440 吨统计数据包含有其他助剂产能，六甲基二硅氮烷实际产量约 5000 吨左右，未来公司将根据市场需求扩产六甲基二硅氮烷产能。

来源：招股说明书，各公司官网，国金证券研究所

- 国内方面，近年来公司在全国市场占有率均超过 45%，2017 年、2018 年和 2019 年 1-11 月，公司六甲基二硅氮烷在该产品全国出口数量中的占比分别为 54.25%、62.9%和 49.63%。

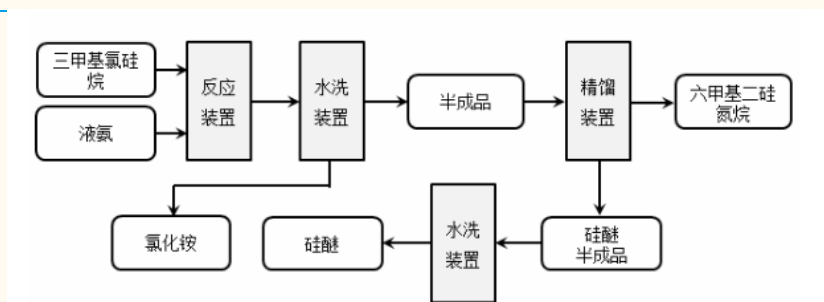
图表 15：公司在六甲基二硅氮烷出口占全国出口比例在 50%



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司采用无溶剂法生产六甲基二硅氮烷，通过该法生产的六甲基二硅氮烷具有杂质少、无溶剂残留、非挥发份物质少等高纯化优点。经过多年技术积累及改良，目前公司该产品纯度基本保持在 99.5%，最高可达到电子级标准 99.95%，特定杂质含量可降低至 0.1PPB 以下，远高于国内普遍采用的标准，在细分领域有较强的国际竞争力。公司目前拥有六甲基二硅氮烷名义产能 6440 吨（实际产量约 5000 吨左右，其他包含有七甲基二硅氮烷等）；公司在电子级六甲基二硅氮烷领域不断突破，随着电子级六甲基二硅氮烷的扩产，公司六甲基二硅氮烷的盈利能力将进一步增强。

图表 16：六甲基二硅氮烷生产工艺

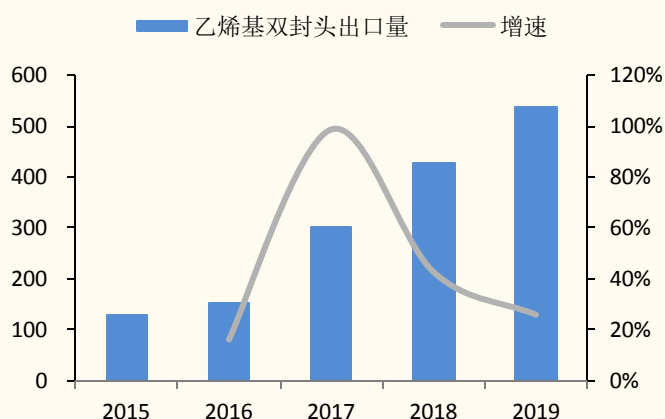


来源：招股说明书，国金证券研究所

2.2 乙烯基双封头供不应求，产能扩产带来业绩增长

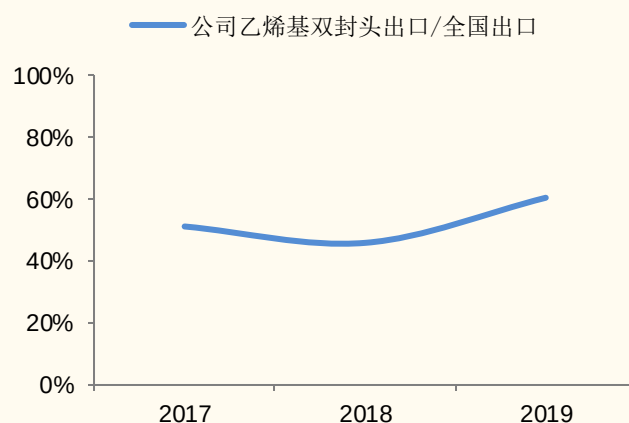
- 乙烯基双封头主要作为封头剂用于生产乙烯基硅油、乙烯基硅橡胶等产品，通过添加数量和添加方式的不同，可以有效控制聚合度，改善产品的性能，是乙烯基硅油、乙烯基硅橡胶等乙烯基有机硅深加工产品的重要原料。
- 目前乙烯基双封头全球市场需求约 5000 吨，以每年 20%左右的增速增长。产能方面，德国瓦克、美国陶氏和日本信越都有乙烯基双封头的产线，主要用于生产下游乙烯基硅油、乙烯基硅橡胶等产品，基本不外售。国内竞争对手主要为浙江衢州建橙有机硅公司。
- 我国是乙烯基双封头的主要生产国家，近年来出口量增长显著，2017 年、2018 年和 2019 年 1 至 11 月，公司生产的乙烯基双封头在该产品全国出口数量中的占比分别为 51%、45.79%和 60.3%。

图表 17：我国乙烯基双封头出口量保持高速增长



来源：招股说明书，国金证券研究所

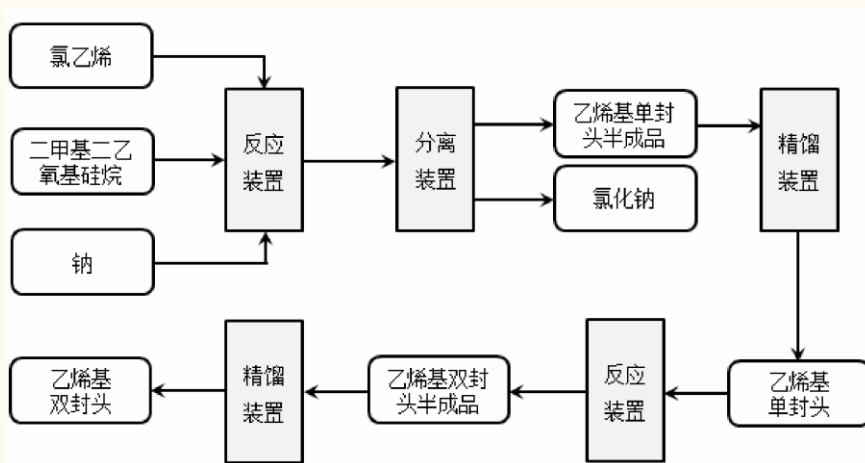
图表 18：公司乙烯基双封头出口量/全国出口量



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 2018 年 8 月，公司采用无溶剂连续法打通乙烯基双封头核心原材料二甲基二乙氧基硅烷，进行成本优化。并且公司生产的乙烯基双封头拥有较高纯度，基本保持在 99.5%以上，在细分领域拥有较强的国际竞争力。

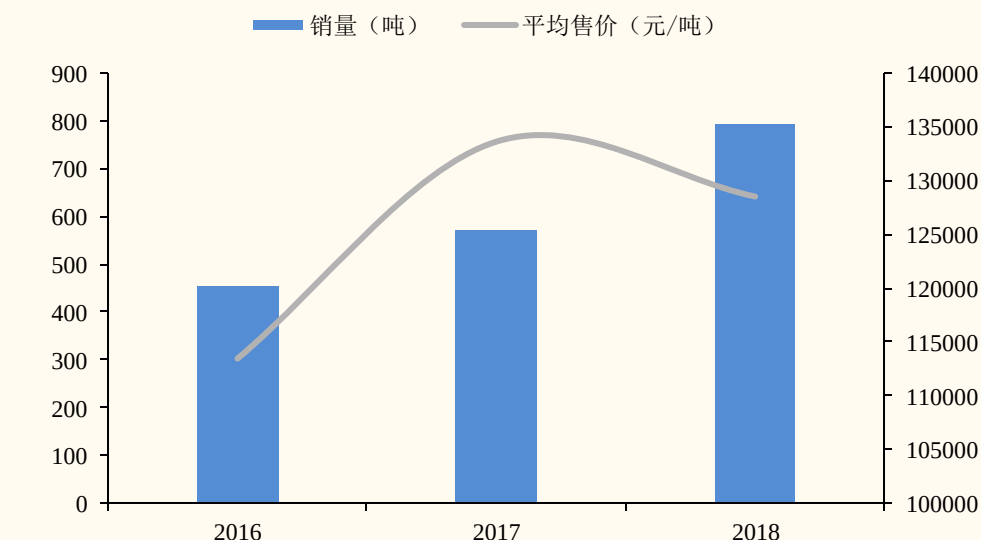
图表 19：乙烯基双封头生产工艺



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司目前拥有乙烯基双封头产能 700 吨左右，是国内乙烯基双封头龙头企业，近年来，公司乙烯基双封头整体供不应求，销量持续增长。根据环评报告，公司将扩产 3000 吨乙烯基双封头产能，预计未来随着乙烯基双封头产能的投放，公司的业绩有望持续增长。

图表 20：公司乙烯基双封头供不应求



来源：招股说明书，国金证券研究所

2.3 完善其他有机硅功能助剂布局

- 除了核心产品六甲基二硅氮烷和乙烯基双封头之外，公司布局有硅醚、四甲基二乙烯基二硅氮烷和七甲基二硅氮烷等其他有机硅功能助剂。其中硅醚半成品是六甲基二硅氮烷的联产物，通过进一步水洗得到硅醚成品，公司硅醚产品近年来销量持续增长，根据环评报告，未来公司 3000 吨硅醚的投产将助力公司业绩增长。

图表 21：公司完善其他有机硅功能助剂布局

产品名称	功能	终端产品	用途/领域
硅醚	用作封头剂、清洗剂、脱膜剂、胶黏剂、防潮剂、涂料助剂等	硅橡胶、硅油、硅树脂等 气相色谱固定相(液)、分析试剂、精密仪器设备清洗剂等	建筑、医疗卫生、电子电器、汽车、高铁、纺织、高档厨具等 广泛应用于工业各个领域需要色谱分析的场所、医疗卫生、体育、科研分析、精密仪器设备等
四甲基二乙烯基二硅氮烷	导热硅橡胶的添加剂	乙烯基硅橡胶、乙烯基硅油、乙烯基硅树脂	军工、航空航天、电子电器、精密仪器等
	作为负性光刻胶助粘性促进剂的原料	负性光刻胶助粘性促进剂	作为电子化学品应用于微电子技术、大规模集成电路等
	用作白炭黑表面处理、陶瓷表面处理	乙烯基硅橡胶、乙烯基硅油、乙烯基硅树脂	电力、医疗设备、电子电气、婴儿用品、高档厨具、半导体材料
七甲基二硅氮烷	作为甲胺化试剂，用于农药、兽药的生产	生物农药甲氨基阿维菌素的合成	用于农药、兽药等药品生产
	作为新能源锂电池的稳定剂	锂电池电解液稳定添加剂	新能源、电动汽车等

来源：招股说明书，国金证券研究所

三、扩产苯基氯硅烷，并向高附加值下游延伸

3.1 随着下游应用推广，苯基氯硅烷市场有较大提升空间

- 公司的苯基氯硅烷主要包括苯基三氯硅烷和二苯基二氯硅烷。苯基三氯硅烷和二苯基二氯硅烷是合成多种偶联剂或交联剂的重要原料，也是制备苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂等苯基有机硅深加工产品的重要单体。

图表 22：公司苯基氯硅烷包括苯基三氯硅烷和苯基二氯硅烷

产品名称	功能	终端产品	用途/领域
苯基三氯硅烷	用作偶联剂或交联剂原料	苯基三甲氧基硅烷、苯基三乙氧基硅烷等	硅烷偶联剂、交联剂、半导体封装、电子化学品粘接剂和耐高温材料等
	制备含苯基的有机硅聚合物	苯基硅树脂、高档工业油漆和涂料、苯基硅油	军工、航空航天、新能源、医疗卫生、电子电器、建筑、汽车、高铁等
	高分子聚合物增强材料	八苯基笼型倍半硅氧烷	新型复合材料、有机-无机杂化材料、纳米材料，用于聚亚胺、聚氨酯、环氧树等高度交联高分子纳米复合材料
二苯基二氯硅烷	制备有机硅聚合物	苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂	军工、航空航天、新能源、医疗卫生、电子电器、建筑、高铁、汽车等
	制备高分子芳基硅化合物	二苯基二羟基硅烷、八苯基环四硅氧烷	甲基乙烯基硅橡胶的结构化控制剂、苯基硅橡胶添加剂
	基团保护剂	叔丁基二苯基氯硅烷、抗癌药物紫杉醇等	抗癌药物紫杉醇的合成过程中的羟基保护剂

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 根据相关文献报道，理论上甲基单体与苯基单体的需求量在 20:1 左右，目前全球甲基单体需求量约 210 万吨，理论上苯基单体需求量在 10 万吨左右。受技术和应用推广的限制，目前全球苯基单体的需求量 2-3 万吨，未来随着应用的逐步推广，苯基单体的需求量有较大提升空间，如果延伸到苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂，其附加值可以实现数量级提升。
- 我国是全球重要的苯基氯硅烷生产国家之一，2019 年，国内主要苯基氯硅烷生产企业有新安股份、大连元永有机硅厂等。

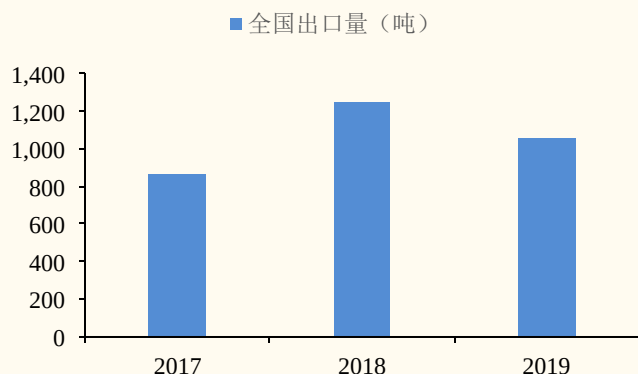
图表 23：竞争对手情况

同类细分领域产品	生产厂家	备注
苯基三氯硅烷	新安化学	苯基三氯硅烷产能约 3000 吨
二苯基二氯硅烷	大连元永有机硅	苯基三氯硅烷和二苯基二氯硅烷整体产能约 500 吨

来源：招股说明书，各公司官网，国金证券研究所

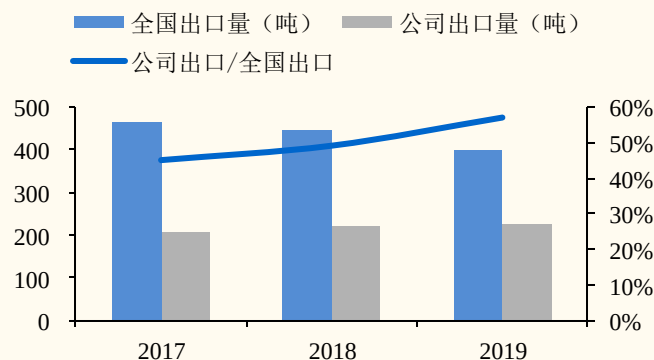
- 2017 年、2018 年和 2019 年 1-11 月，我国苯基三氯硅烷的出口量分别为 868 吨、1249 吨和 1058 吨。二苯基二氯硅烷的出口量分别为 464 吨、446 吨和 400 吨，公司生产的苯基氯硅烷产品在市场上有一定的优势，其中公司生产的二苯基二氯硅烷在该产品全国出口数量中的占比分别为 45.04%、49.10%和 57.00%。

图表 24：我国苯基三氯硅烷出口量（吨）



来源：招股说明书，国金证券研究所

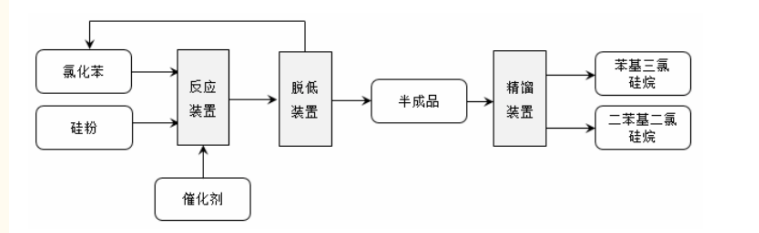
图表 25：二苯基二氯硅烷出口占全国出口 50% 以上



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司使用原材料氯化苯和硅粉采用直接合成法生产苯基氯硅烷，主要为苯基三氯硅烷和二苯基二氯硅烷。根据需求，生产车间可以通过改变工艺条件调整苯基三氯硅烷与二苯基二氯硅烷的产出比例。

图表 26：苯基氯硅烷生产工艺



来源：招股说明书，国金证券研究所

3.2 苯基硅油、苯基硅橡胶和苯基硅树脂是高附加值高端有机硅产品

- 目前，有机硅深加工产品主要包括硅橡胶、硅油、硅树脂等，主要由聚硅氧烷通过进一步加工制取。同时，可以通过引入乙烯基、苯基基团，进一步制取乙烯基、苯基有机硅深加工产品。其中甲基氯硅烷的终端产品为市场上主流的甲基硅橡胶、甲基硅油、甲基硅树脂，**苯基氯硅烷的终端产品为产品附加值更高的苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂。**
- 硅橡胶是聚硅氧烷主要的下游深加工产品，其成分主要由线型聚硅氧烷（硅橡胶生胶）、补强剂、结构化控制剂、催化剂、改性添加剂等组成。硅橡胶具有良好的耐高低温、耐候性、耐臭氧、抗电弧、电气绝缘性、高透气性以及生理惰性。硅橡胶的终端产品包括车用油管、安全气囊、婴儿奶嘴、芯片封装胶、高端模具、医用软管、氧气面罩等。**硅橡胶按基团可分为甲基硅橡胶、乙烯基硅橡胶、苯基硅橡胶等。**甲基硅橡胶是硅橡胶的主要产品，生产工艺成熟，具有绝缘、稳定、阻燃等特性。苯基硅橡胶对原料纯度及聚合工艺要求较为苛刻，合成技术难度较高，导致苯基硅橡胶生产规模较小、价格昂贵。苯基硅橡胶是硅橡胶的高端品种，除了具有一般硅橡胶的特性外，还具有更优异的耐高低温、耐候性、耐辐射、阻燃等性能，是现代工业不可缺少的高端新材料，广泛应用于航空航天、电子电气、LED 等国防军工和新兴产业领域。
- 硅油是指室温下保持液体状态的线型聚硅氧烷产品。硅油无毒、无臭、无腐蚀性、不易燃烧，具有良好的耐热性、电绝缘性、耐候性、疏水性、生理惰性、较小的表面张力、较低的黏温系数、较高的抗压缩性等特性，其品种繁多，应用广泛。硅油的终端产品包括消泡剂、护肤化妆品、洗护用品、润滑油、织物柔软剂、塑料添加剂、表面处理剂等。甲基硅油具有稳定、耐高低温、憎水等特性。**苯基硅油是甲基硅油中部分甲基基团被苯基基团取代后的产物，具有更优异的耐高低温、耐辐射和润滑性能。按苯基硅油产品结构，主要有耐高温苯基硅油、乙烯基封端苯基硅油、苯基含氢硅油、羟基封端苯基硅油等，**在航空航天、船舶汽车、电子电器、纺织、医疗卫生等众多领域应用前景广泛。
- 硅树脂是指具有高度交联结构的热固性聚硅氧烷产品，通常由甲基三氯硅烷、二甲基二氯硅烷、苯基三氯硅烷、二苯基二氯硅烷等原料经过先水解后缩聚而成。硅树脂具有良好的耐热性及耐候性，并兼具优良的电绝缘性、耐化学药品性、憎水性及阻燃性，还可通过改性获得其他性能。**在硅树脂分子中引入苯基基团，不仅可以提高硅树脂的耐高温和耐辐射性能，而且可以大幅度提高硅树脂的折射率，以高折射率的硅树脂作为 LED 封装材料，可以改变全反射临界角，提高器件的取光效率。**

图表 27：与甲基硅橡胶、甲基硅油、甲基硅树脂相比，苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂性能更加卓越

性能	硅橡胶		硅油		硅树脂	
	甲基	苯基	甲基	苯基	甲基	苯基
耐辐射	-	✓✓	-	✓✓	-	✓✓
耐热性	✓	-	✓	-	✓	-
耐高低温	-	✓✓	-	✓✓	-	✓✓
耐候性	✓	✓✓	✓	✓	✓	✓✓
电绝缘	✓	✓✓	✓	✓	✓	✓✓
阻燃性	✓	✓✓	✓	✓	✓	✓✓
憎水性	✓	✓	✓	✓	✓	✓
导电性	-	-	-	-	✓	-
脱模性	-	-	-	-	✓	-
机械强度	-	-	-	-	-	✓✓

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 受 LED、光伏等新兴产业快速发展的带动，以及航空航天、电子、军工等行业和高端家电、厨具应用的持续增加，在世界范围内，苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂等苯基有机硅材料的需求量连年持续增长。2019 年 10 月，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，其中“苯基氯硅烷、乙烯基氯硅烷等新型有机硅单体，苯基硅油、氨基硅油、聚醚改性型硅油等，苯基硅橡胶、苯撑硅橡胶等高性能橡胶及杂化材料，甲基苯基硅树脂等高性能树脂，三乙氧基硅烷等系列高效偶联剂”为鼓励类产品。
- 公司目前拥有苯基氯硅烷产能 5000 吨左右，公司 IPO 向社会公开发行人民币普通股（A 股）3889 万股，募集资金用于发展 2 万吨高性能苯基氯硅烷下游产品项目。届时，公司在苯基有机硅产品领域涵盖苯基单体、苯基中间体、苯基有机硅深加工全产业链，不仅改善了公司的产品结构，还可以打破自身发展的瓶颈，从上游化工原料的生产企业向中下游的化工新材料生产企业进行战略转型。

图表 28：公司 IPO 项目用于下游高附加值苯基项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金使用总额（万元）	建设期（月）
1	年产 2 万吨高性能苯基氯硅烷下游产品项目	91733	90370	42 个月
2	研发中心建设项目	7580	7580	12 个月
3	补充流动资金项目	22050	22050	-
4	合计	121363	120000	-

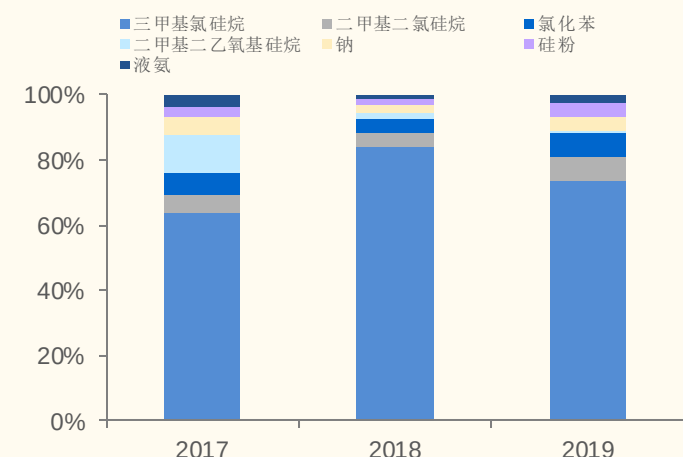
来源：招股说明书，国金证券研究所

四、上游原材料价格将维持稳定

4.1 公司主要原材料三甲基氯硅烷受 DMC 价格波动影响

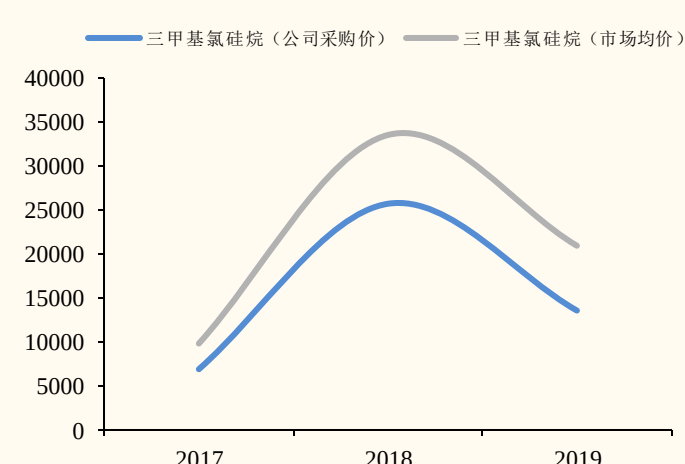
- 公司功能性助剂产品的上游主要原料为有机硅单体，例如三甲基氯硅烷、二甲基二氯硅烷等。公司苯基氯硅烷的上游为有机硅原料，如氯化苯、金属硅粉等。三甲基氯硅烷是有机硅厂家的副产物，国内年产量约 2 万吨，公司采购量在国内占比 50%以上，对于供应商具有一定的议价能力。

图表 29：公司主要原材料为三甲基氯硅烷



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 30：公司对于供应商有一定议价能力（元/吨）



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司产品六甲基二硅氮烷和乙烯基双封头的价格与原材料三甲基氯硅烷呈现正比关系，而原材料三甲基氯硅烷是有机硅单体厂家的副产物，其价格与聚硅氧烷（DMC）价格呈现正比关系。总体来说，公司产品价格在一定程度上受 DMC 价格波动的影响。

图表 31：三甲基氯硅烷与 DMC 价格呈现正相关关系

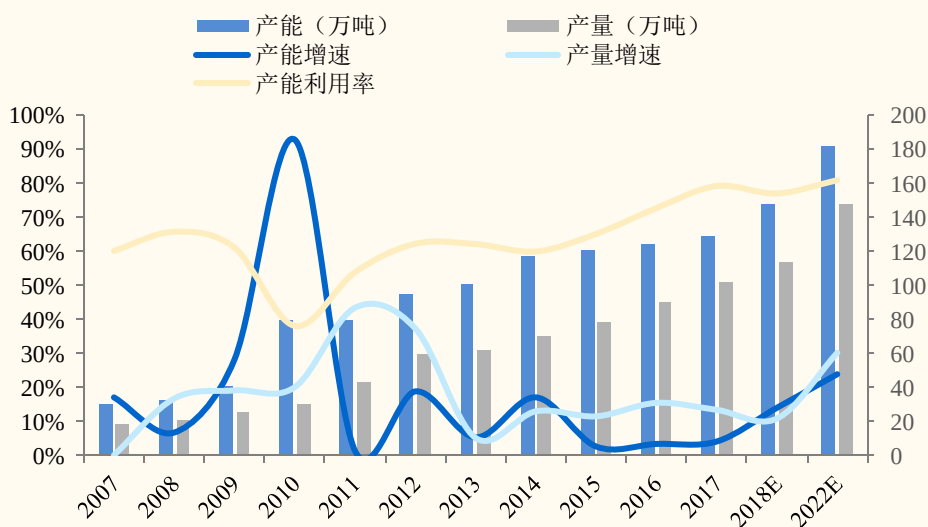


来源：招股说明书，国金证券研究所

4.2 从供需格局来看，DMC 价格将维持稳定

- 20 世纪 90 年代以来，全球有机硅行业快速发展，2008-2018 年全球聚硅氧烷产能从 150.2 万吨/年增加至 254.8 万吨/年，年均复合增长率为 5.43%；产量从 113.3 万吨增加至 210.0 万吨，年均复合增长率为 6.37%，而同期全球 GDP 增速仅为 3.04%，有机硅需求增速一直高于全球 GDP 增速。

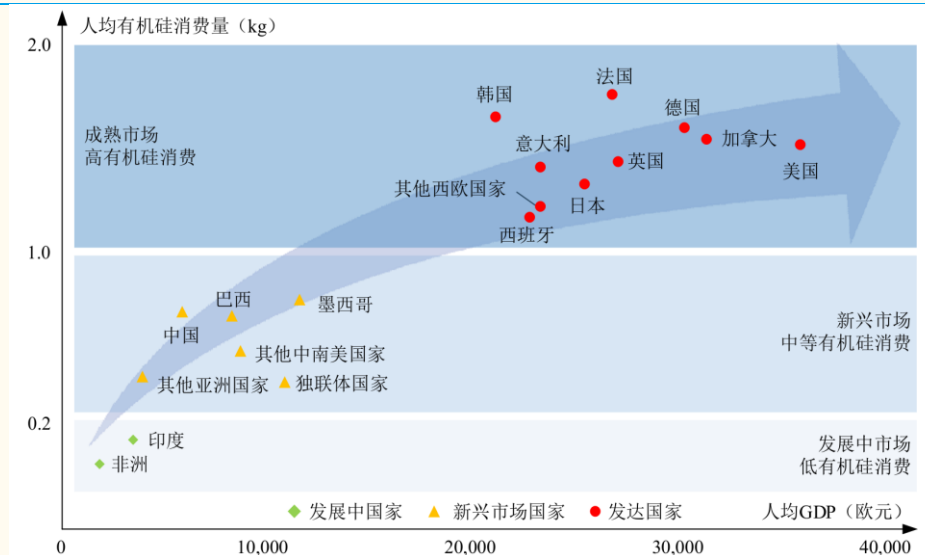
图表 32：全球聚硅氧烷产能、产量及增速



来源：SAGSI，国金证券研究所

- 根据 Marketsand Markets 发布的有机硅市场预测报告，2017-2022 年，世界有机硅市场将保持年均 5.85% 的增长速度，市场规模将从 2017 年的 142 亿美元上升到 2022 年的 188.7 亿美元。有机硅需求增长一方面得益于新材料、生物医疗、新能源、高端装备制造及日用品等新兴应用领域对有机硅的消费需求均保持快速增长。此外，新兴市场国家人均 GDP 较低，人均有机硅消费量与发达国家相比还有很大差距和增长前景，这将大大增加有机硅的市场需求。

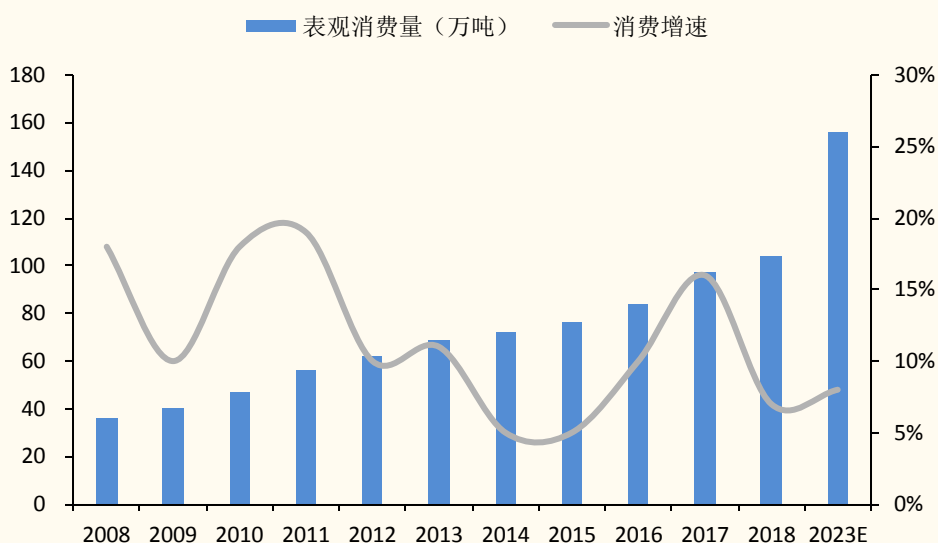
图表 33：人均 GDP 较低新兴国家拥有巨大消费潜力



来源：德国瓦克年度报告，国金证券研究所

- 从需求端看，根据 SAGSI 统计数据，2008-2018 年我国聚硅氧烷需求复合增长率达 11.14%，2018 年我国聚硅氧烷表观消费量达 104.4 万吨，同比增长 7.41%，随着中国经济转型的逐步推进，居民收入水平的快速提升，SAGSI 预计我国聚硅氧烷消费仍将保持中高速增长，2018-2023 年期间年均增长 8.36%，至 2023 年消费量达到 156 万吨。

图表 34：我国聚硅氧烷消费量持续增长



来源：SGASI，国金证券研究所

- 2008 年以前我国有机硅国内需求高速增长，产品大量进口，价格维持高位。2008 年至 2016 年 7 月，在国内有机硅大量缺口和大量进口的背景下，我国有机硅新建项目进入快速扩张期，2008-2016 年，我国初级形状的聚硅氧烷进口量从 21.68 万吨持续下降至 11.31 万吨。在满足国内消费需求的同时，我国有机硅产品还逐步转向出口，初级形状的聚硅氧烷出口量由 2008 年的 3.39 万吨增加至 2016 年的 13.89 万吨，并在 2014 年首次实现了净出口。受上述因素的共同影响，我国有机硅产品价格持续下降，至 2016 年 7 月降至 1.3 万元/吨的历史低位。2016 年下半年至 2018 年 8 月，得益于行业供需格局的大幅改善，我国有机硅产品价格大幅提升，上游单体企业盈利能力显著增强。2018 年 9 月以来，受周期性高位回调、中美贸易摩擦、上游原材料价格大幅回落等因素的影响，DMC 的价格有所回落，2019 年全年均价为 1.93 万元/吨。2020 年受到新冠疫情冲击，前 6 个月均价仅为 1.68 万元/吨。随着疫情得到控制，DMC 价格有所回暖。长期来看，随着有机硅需求端的不断拓展，供给格局趋于稳定，我们预计有机硅价格将维持稳定。

图表 35：聚硅氧烷价格走势（元/吨）



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 36：我国有机硅中间体产能情况

厂商简称	省份	产能（万吨）	有效产能（万吨）	新增产能（万吨）
合盛硅业(四川)	四川	9	9	
内蒙恒业成	内蒙	12.5	10	
江西蓝星星火	江西	22.5	22.5	
鲁西硅化工	山东	4	3.25	
东岳有机硅	山东	14	14	14
金岭化学	山东	7.5	6	
三友硅业	河北	10	10	
新安有机硅	浙江	17	17	7.5
湖北兴瑞	湖北	16	16	6
陶氏有机硅(张家港)	江苏	20	20	
合盛硅业(浙江)	浙江	9	9	
中天东方	浙江	5	5	
合盛硅业(鄯善)	新疆	10	10	
总计		156.5	151.75	27.5

来源：百川资讯，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

主要假设

- **六甲基二硅氮烷：销量：**公司将根据市场的需求而扩产六甲基二硅氮，随着电子级六甲基二硅氮烷的突破，公司盈利结构持续优化。**价格：**价格方面，目前六甲基二硅氮烷约 5 万元/吨，处于历史相对底部位置，我们判断随着原材料三甲基氯硅烷企稳，公司六甲基二硅氮烷价格将维持稳定。
- **乙烯基双封头：销量：**公司乙烯基双封头目前处于供不应求的状态，未来随着产能的扩产而解决公司乙烯基双封头产能瓶颈问题。**价格：**目前乙烯基双封头约 13 万元/吨，预计未来价格将维持稳定。
- **苯基氯硅烷：公司 IPO 项目用于扩产苯基深加工下游产品。苯基三氯硅烷：销量：**2020-2022 年销量逐步增长；**价格：**当前苯基氯硅烷价格约 2 万元/吨，价格处于历史相对低点。**二苯基二氯硅烷：销量：**当前二苯基二氯硅烷处于供不应求状态，公司扩产产能将持续放量；**价格：**当前二苯基二氯硅烷价格约 10 万元/吨，我们预计价格将略有下滑。

图表 37：公司各项收入与毛利拆分

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
有机硅功能助剂						
收入（百万元）	234.7	596.6	493.6	400.2	584.0	772.7
毛利（百万元）	102.7	291.4	244.4	190.8	307.0	428.2
毛利率(%)	43.8%	48.9%	49.5%	47.7%	52.6%	55.4%
苯基氯硅烷						
收入（百万元）	23.7	45.7	100.6	73.5	108.0	136.3
毛利（百万元）	4.7	11.8	49.7	36.8	54.0	68.2
毛利率(%)	20.0%	25.8%	49.5%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务						
收入（百万元）	9.0	7.6	7.8	7.8	7.8	7.8
毛利（百万元）	4.5	2.9	3.8	3.8	3.8	3.8
毛利率(%)	49.8%	38.1%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.61、2.63 和 3.6 亿元；EPS 分别为 1.04、1.69 和 2.3 元，公司是有机硅功能助剂龙头企业，在细分领域市占率较高，优势产品产能扩产将助力公司业绩持续增长。随着公司电子级六甲基二硅氮烷产品的放量，公司整体的盈利结构将持续优化；且未来公司将往苯基氯硅烷高附加值下游领域苯基硅树脂、苯基硅油和苯基硅橡胶延伸，盈利能力持续增强。我们认为，公司与东岳硅材业务具有一定可比性，公司成长空间较大，盈利结构持续优化，我们给予公司 2021 年 30 倍 PE，目标价 50.7 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 38：可比公司估值对比

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300821	东岳硅材	12.85	0.31	0.44	0.60	41.91	29.25	21.56
600596	新安股份	8.74	0.64	0.78	0.87	13.69	11.18	10.10
600141	兴发集团	11.4	0.39	0.51	0.62	29.10	22.20	18.49
603260	合盛硅业	27.88	1.25	1.89	2.48	22.30	14.76	11.25
中位数						25.70	18.48	14.87

来源：Wind，国金证券研究所

六、风险提示

- **产能建设及投放进度不及预期：**公司未来产能的建设进度和产能投放不及预期，将影响公司的长期成长性。
- **产品竞争格局恶化：**公司当前产品盈利较好，若有进入者进入，细分产品竞争格局有恶化风险。
- **产品价格波动：**公司产品价格在一定程度上受原材料 DMC 波动影响，若 DMC 波动剧烈，则对公司整体的盈利情况造成影响。
- **汇率风险：**公司主要产品出口到海外，汇率波动将对公司的业绩产生一定的影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	267	650	602	472	700	917
增长率		143.1%	-7.4%	-21.5%	48.1%	31.0%
主营业务成本	-155	-344	-304	-245	-335	-417
%销售收入	58.1%	52.9%	50.5%	51.9%	47.9%	45.4%
毛利	112	306	298	227	365	500
%销售收入	41.9%	47.1%	49.5%	48.1%	52.1%	54.6%
营业税金及附加	-3	-7	-6	-6	-7	-9
%销售收入	1.3%	1.0%	1.0%	1.3%	1.0%	1.0%
销售费用	-7	-8	-9	-9	-10	-14
%销售收入	2.5%	1.2%	1.5%	1.9%	1.5%	1.5%
管理费用	-9	-34	-18	-17	-24	-32
%销售收入	3.5%	5.3%	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-9	-20	-25	-19	-28	-38
%销售收入	3.4%	3.1%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	83	237	239	177	295	408
%销售收入	31.2%	36.5%	39.8%	37.4%	42.1%	44.5%
财务费用	-6	11	11	8	6	5
%销售收入	2.2%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-0.9%	-0.5%
资产减值损失	3	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	76	249	252	185	301	412
营业利润率	28.3%	38.3%	41.8%	39.1%	43.0%	45.0%
营业外收支	2	1	1	1	1	1
税前利润	77	250	252	186	302	413
利润率	29.0%	38.4%	41.9%	39.3%	43.2%	45.1%
所得税	-11	-39	-33	-24	-39	-54
所得税率	14.5%	15.4%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	66	211	219	161	263	360
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	66	211	219	161	263	360
净利率	24.8%	32.5%	36.5%	34.2%	37.5%	39.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	66	211	219	161	263	360
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	15	22	22	30	41
非经营收益	5	-9	-5	0	-1	-1
营运资金变动	-27	-41	-23	-22	-66	-67
经营活动现金净流	56	176	213	161	226	333
资本开支	-10	-24	-45	-138	-200	-200
投资	28	0	0	-1	0	0
其他	1	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	18	-24	-45	-139	-200	-200
股权募资	0	29	0	0	0	0
债权募资	3	-47	0	-5	0	0
其他	-46	-23	-57	-65	-105	-144
筹资活动现金净流	-44	-41	-57	-70	-105	-144
现金净流量	30	112	112	-47	-79	-11

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	66	231	292	245	166	155
应收账款	58	72	89	147	211	277
存货	61	115	88	82	112	139
其他流动资产	5	9	2	4	6	7
流动资产	190	428	471	479	495	578
%总资产	51.5%	67.6%	65.9%	57.1%	48.3%	45.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	155	172	209	337	507	666
%总资产	42.2%	27.2%	29.2%	40.2%	49.5%	52.5%
无形资产	20	22	22	22	23	24
非流动资产	178	205	243	359	530	690
%总资产	48.5%	32.4%	34.1%	42.9%	51.7%	54.4%
资产总计	368	634	714	838	1,025	1,268
短期借款	47	0	0	0	0	0
应付款项	24	100	30	64	88	109
其他流动负债	10	14	14	12	17	23
流动负债	81	114	44	76	105	132
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	6	5	0	0	0
负债	88	120	49	76	105	132
普通股股东权益	280	514	665	762	920	1,135
其中：股本	106	117	117	117	117	117
未分配利润	60	218	353	450	608	823
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	368	634	714	838	1,025	1,268

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.626	1.810	1.881	1.038	1.689	2.312
每股净资产	2.646	4.404	5.702	4.899	5.912	7.299
每股经营现金净流	0.527	1.511	1.828	1.384	1.936	2.854
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.554	0.901	1.233
回报率						
净资产收益率	23.65%	41.09%	32.98%	21.19%	28.57%	31.67%
总资产收益率	18.00%	33.32%	30.73%	19.27%	25.64%	28.37%
投入资本收益率	21.79%	39.07%	31.28%	20.16%	27.89%	31.22%
增长率						
主营业务收入增长率	39.30%	143.09%	-7.39%	-21.52%	48.13%	31.01%
EBIT增长率	81.52%	184.94%	0.84%	-26.27%	66.99%	38.22%
净利润增长率	86.75%	218.80%	3.92%	-26.40%	62.70%	36.87%
总资产增长率	10.54%	72.16%	12.69%	17.34%	22.30%	23.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.4	32.6	39.3	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	123.5	93.5	122.3	122.0	122.0	122.0
应付账款周转天数	25.2	19.1	23.2	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	194.8	88.9	104.5	155.0	141.2	131.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.01%	-45.03%	-43.91%	-32.11%	-18.00%	-13.62%
EBIT利息保障倍数	14.0	-21.1	-22.8	-21.9	-47.9	-84.8
资产负债率	23.89%	18.90%	6.84%	9.04%	10.24%	10.42%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

单击此处输入文字。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH