

新亚强 (603155)

证券研究报告

2021年05月28日

有机硅助剂龙头，产品高端领域渗透加速

小而美的有机硅助剂龙头，多个产品世界领跑

公司是有机硅功能性助剂细分龙头，主营产品分为有机硅功能性助剂与苯基氯硅烷两大类。有机硅功能性助剂包括六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头和硅醚等，苯基氯硅烷包括苯基三氯硅烷、二苯基二氯硅烷等。公司六甲基二硅氮烷产品销量在全国市场占有率均超过45%，在全球市场占有率超过30%，公司在该细分领域拥有较强的国际竞争力。

有机硅行业“味精”，产品应用领域广阔

公司产品以有机硅助剂为主，助剂在有机硅应用中起到改变性能的关键作用，下游产品可应用于建筑、军工、航空航天、医药、汽车、半导体、纺织、食品等多个领域。其中六甲基二硅氮烷是生产硅橡胶、硅油等有机硅下游产品不可或缺的关键改性材料，多用作集团保护剂、粘结助剂、结构控制剂；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；苯基氯硅烷常用作制备苯基硅橡胶、苯基硅树脂及苯基硅油等。

电子级六甲基二硅氮烷，可用作光致刻蚀剂的粘结助剂

电子级六甲基二硅氮烷常被用作光刻胶助粘剂，对硅片进行表面改性。公司已突破电子级生产技术，产品纯度最高可达到99.95%，特定杂质含量可降低至0.1PPB以下。全球半导体光刻胶市场规模大，2020年市场规模预计15.5亿美元，并将保持年均9%的速度增长。随着半导体光刻胶产品国产化进程加速，公司电子级产品有望进入该领域成为重要供应商。

苯基氯硅烷壁垒较高，衍生物渗透多种高附加值下游产业

有机硅单体中，苯基氯硅烷用量仅次于甲基氯硅烷。公司是国内唯一有能力同时产出苯基三氯硅烷和二苯基二氯硅烷的企业。伴随LED、光伏、航空航天、电子、军工等行业高速发展，高端有机硅材料即苯基有机硅材料需求将持续增长。按照有机硅材料整体市场3-5%渗透率计算，苯基有机硅材料需求将超过10万吨，该系列产品有望成为公司长期发展重要增长点。

短期产能投产爬坡及募投项目投产，公司将迎来利润高增阶段

公司通过技改新增乙烯基双封头迎来爬坡阶段，苯基氯硅烷技改完成后已恢复至较高开工率，短期贡献利润增长；其他技改项目及募投项目预计将为公司短期贡献超过3.5亿利润，公司将迎来收入利润体量高增阶段。

盈利预测：公司2021年技改项目迎来爬坡，2022年后募投项目多个产品将陆续投产并贡献收入和利润，我们预计公司2021-2023年将实现营业收入8.53、14.60、19.96亿元，将实现归母净利润2.82、4.03、5.44亿元，对应EPS1.81、2.59和3.50元/股，按照行业平均估值水平30倍PE估值，2021年目标价54.23元/股，给与“买入”评级。

风险提示：产能投放低于预期；产品价格大幅波动；安全环保等生产问题；

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	601.95	490.33	853.29	1,459.84	1,995.98
增长率(%)	(7.39)	(18.54)	74.02	71.08	36.73
EBITDA(百万元)	286.87	212.80	344.15	509.80	686.46
净利润(百万元)	219.42	157.34	281.98	403.47	543.98
增长率(%)	3.92	(28.29)	79.22	43.09	34.83
EPS(元/股)	1.41	1.01	1.81	2.59	3.50
市盈率(P/E)	31.13	43.41	24.22	16.93	12.56
市净率(P/B)	10.27	3.47	3.24	2.96	2.65
市销率(P/S)	11.35	13.93	8.01	4.68	3.42
EV/EBITDA	0.00	17.61	16.23	11.34	8.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	38.75元
目标价格	54.23元

基本数据

A股总股本(百万股)	155.56
流通A股股本(百万股)	38.89
A股总市值(百万元)	6,027.95
流通A股市值(百万元)	1,506.99
每股净资产(元)	13.10
资产负债率(%)	5.40
一年内最高/最低(元)	50.45/31.21

作者

李辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
郭建奇	联系人
guojianqi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 小而美的有机硅助剂龙头	4
1.1. 有机硅功能性助剂龙头，多个产品世界领跑	4
1.2. 股权结构集中，新老两代股权顺利交接	5
1.3. 业绩保持高速增长，疫情影响已经消退，成长驶入快车道	5
2. 有机硅行业的“味精”，高端领域的“纽带”	7
2.1. 有机硅行业快速发展，功能性助剂充分受益	7
2.2. 六甲基二硅氮烷-来自有机硅，去向有机硅	8
2.3. 乙烯基双封头-高壁垒、高增速、高集中	9
2.4. 苯基氯硅烷-发展前景广阔的有机硅单体	10
2.5. 苯基硅橡胶、苯基硅树脂和苯基硅油-高端有机硅材料	12
3. 投资要点：电子级硅氮烷、产能爬坡高增速、苯系空间大	13
3.1. 电子级六甲基二硅氮烷：可用作光致刻蚀剂的粘结助剂	13
3.2. 短期产能扩张和募投项目落地，公司有望迎来快速增长期	14
3.3. 苯基有机硅材料市场空间大，有望成为公司长期发展重要增长点	15
4. 盈利预测及估值	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司产品产业链	4
图 3：公司股权结构图	5
图 4：公司 2016-2020 年营业收入及增速	6
图 5：公司 2016-2020 年归母净利润及增速	6
图 6：公司各业务收入	6
图 7：公司整体及各业务毛利率	6
图 8：公司 2017-2019 年主要业务分产品产销情况	6
图 9：公司 2017-2020 年主营业务分板块产销情况	7
图 10：2007-2022 年全球聚硅氧烷生产状况	7
图 11：2007-2022 年我国聚硅氧烷生产状况	7
图 12：六甲基二硅氮烷合成工艺	9
图 13：2017-2019 年 11 月全国、公司六甲基二硅氮烷出口量及比例	9
图 14：公司乙烯基双封头合成工艺	10
图 15：苯基氯硅烷合成工艺	11
图 16：公司 2017-2019 年苯基氯硅烷出口情况	11
图 17：全球半导体光刻胶市场规模及增速	13

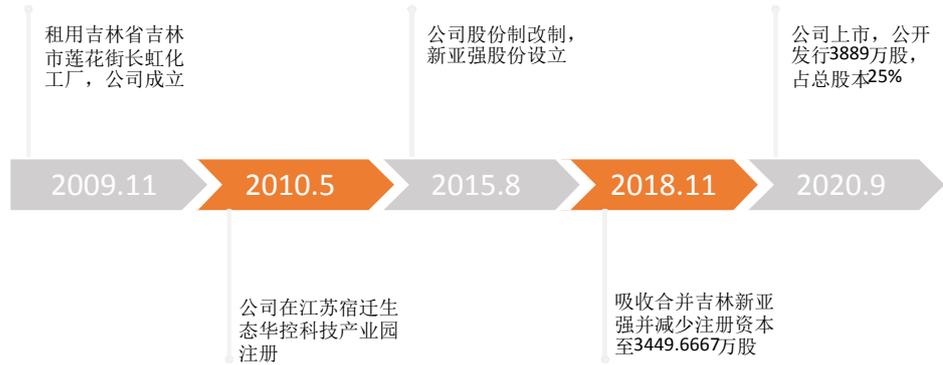
表 1: 公司主营产品的产能及应用	5
表 2: 六甲基二硅氮烷下游应用领域.....	8
表 3: 乙烯基双封头应用领域	10
表 4: 苯基氯硅烷应用领域.....	10
表 5: 苯基硅橡胶、苯基硅树脂和苯基硅油应用领域	12
表 6: 西厂区六期技改后产品方案	14
表 7: 募投项目产品方案.....	14
表 8: 苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂对比甲基硅橡胶、硅油、硅树脂	15
表 9: 分产品盈利预测（不含其他业务收入）	15
表 10: 可比公司 PE 估值水平	16

1. 小而美的有机硅助剂龙头

1.1. 有机硅功能性助剂龙头，多个产品世界领跑

新亚强硅化学股份有限公司为有机硅功能性助剂领域细分龙头，主要产品包括有机硅功能性助剂和苯基氯硅烷两大类。有机硅功能性助剂包括六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头和硅醚等，主要应用于有机硅新材料、电子化学、药物合成等领域。苯基氯硅烷包括苯基三氯硅烷、二苯基二氯硅烷，主要应用于苯基中间体、苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂等材料的合成。受疫情影响 2020 年公司业绩略有下滑，实现收入 4.90 亿元，归母净利润 1.57 亿元，毛利率 41.26%，净利率 32.09%，2021 一季度业绩回升，实现收入 1.93 亿元，归母净利润 0.71 亿元，毛利率 43.27%，净利率 36.53%。

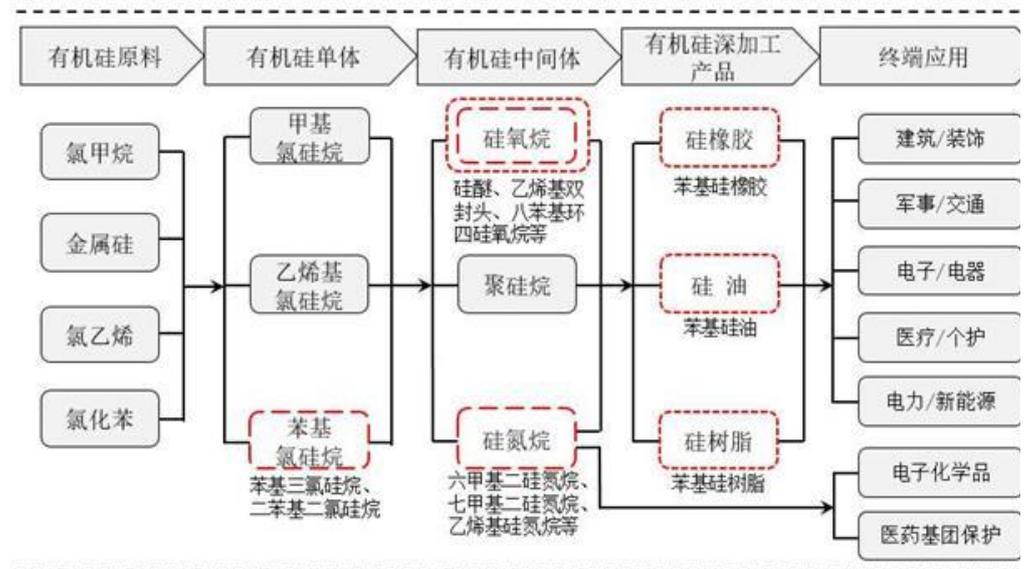
图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司处于有机硅行业中间环节，主打产品六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头属于有机硅中间体，苯基三氯硅烷、二苯基二氯硅烷属于有机硅单体，未来着力于向下游有机硅深加工行业延伸。主要应用领域包括建筑、军工、电子、医药等行业。

图 2：公司产品产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司依托于有机硅单体与功能性助剂，各个产品应用领域广泛。公司拥有强大的研发团队和多项核心产品的专利技术，产品纯度和特定杂质含量控制均处于行业领先水平，与美国迈图集团、日本信越集团、蓝星星火，印度太阳药业、先正达、陶氏杜邦等有机硅等行业

翘楚建立了稳定的合作伙伴关系。

表 1：公司主营产品的产能及应用

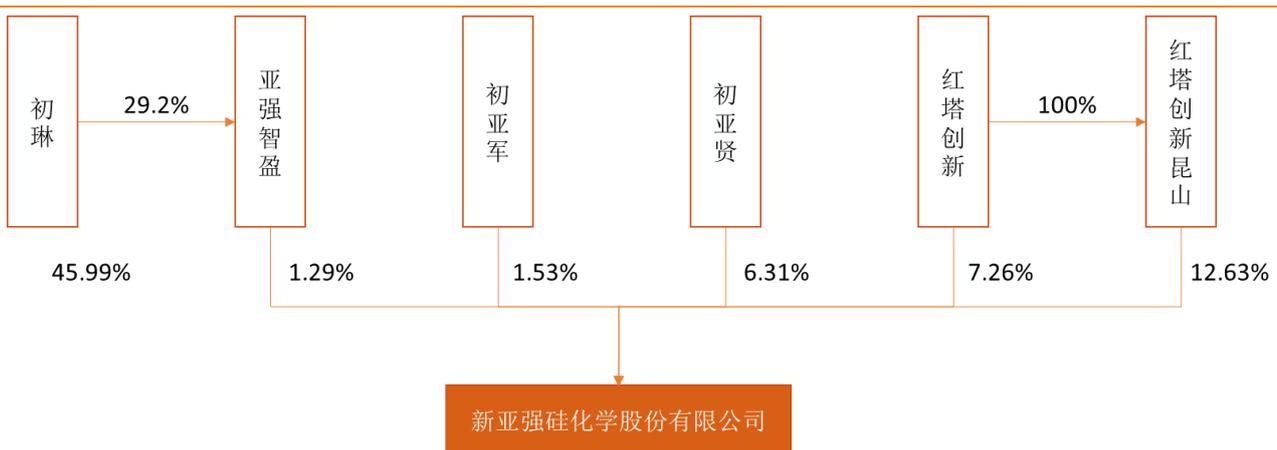
大类板块	细分产品	目前产能（吨）	规划新增产能	下游主要应用
功能性助剂	六甲基二硅氮烷（工业级、电子级）	6440	-	有机硅材料功能性助剂；电子级：清洗液、光刻胶黏剂
	乙烯基双封头	3700	-	有机硅材料封头剂
	其他（其他主要包括硅醚、七甲基二硅氮烷、四甲基二乙烯基二硅氮烷、三甲基碘硅烷）	-	硅醚：3000 吨(2021 年二季度已投产)；乙烯基硅烷系列：8100 吨（2021 二季度投产）	功能性助剂
苯基氯硅烷	苯基三氯硅烷	2000	5000 吨	苯基硅橡胶、硅油、硅树脂，二苯基二氯硅烷性能更加好，高苯中全面使用；医药领域作为基团保护剂
	二苯基二氯硅烷	3000		
有机硅下游（硅橡胶、硅油、硅树脂）	苯基硅橡胶	0	2500 吨*2	军工、航空航天、新能源、医疗卫生、电子电器、建筑、高铁、汽车等
	苯基硅油	0	5000 吨	
	苯基硅树脂	0	6000 吨	

资料来源：环评报告，公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构集中，新老两代股权顺利交接

公司目前股权集中，新老管理层平稳交接。公司实际控制人为初亚军(1.53%)、初琳(45.99%)及初亚贤(6.31%)。其中，初琳直接持有公司45.99%股份，作为执行事务合伙人通过亚强智盈间接持有公司0.374%的股份，直接和间接持有公司46.36%的股份，为公司控股股东。初亚军与初琳系父女关系，初亚军与初亚贤系兄弟关系，2018年合并吸收吉林新亚强后初琳接替初亚军成为最大股东。

图 3：公司股权结构图

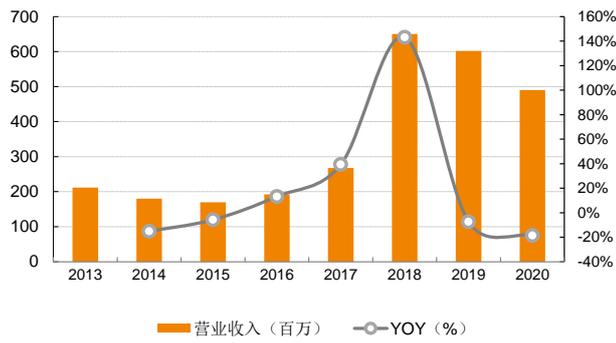


资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

1.3. 业绩保持高速增长，疫情影响已经消退，成长驶入快车道

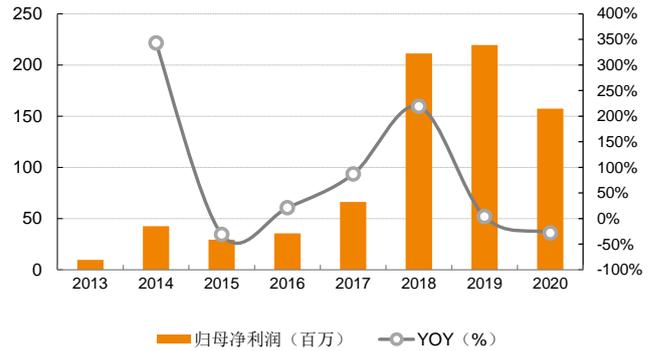
公司业绩以 2018 年为分界线。2016-2020 年，公司营业收入从 1.92 亿元增长至 4.90 亿元，CAGR 为 26.42%。2016-2020 年，公司归母净利润从 0.35 亿元增长至 1.57 亿元，CAGR 为 45.13%。自 2018 年以来公司业绩上了新台阶，六甲基二硅氮烷供给因环保因素收缩，产品价格上涨，公司营业收入及归母净利润有较大增长，19 年产品价格回落导致公司营收小幅下滑，20 年疫情及苯基氯硅烷技改等影响公司业绩小幅下滑。

图 4：公司 2016-2020 年营业收入及增速



资料来源：wind, 天风证券研究所

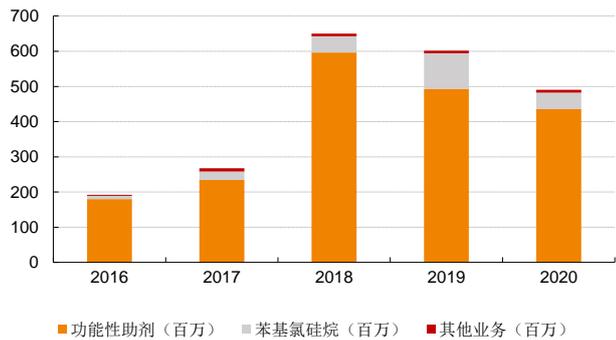
图 5：公司 2016-2020 年归母净利润及增速



资料来源：wind, 天风证券研究所

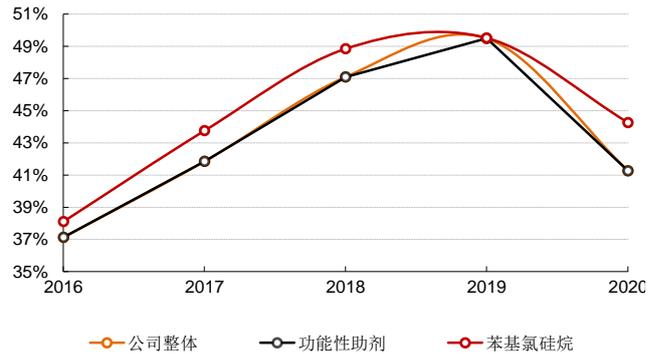
公司主营业务收入以功能性助剂为主，苯基氯硅烷占比逐年上升。2020 年功能性助剂营收占整体接近 90%，2016-2019 年苯基氯硅烷收入占比逐年上升，2020 年苯基氯硅烷受技改影响收入占比下跌。公司产品毛利率逐年提升，近 4 年稳定在 40% 以上，2020 年受疫情及苯基氯硅烷技改影响，毛利率下跌。

图 6：公司各业务收入



资料来源：wind, 天风证券研究所

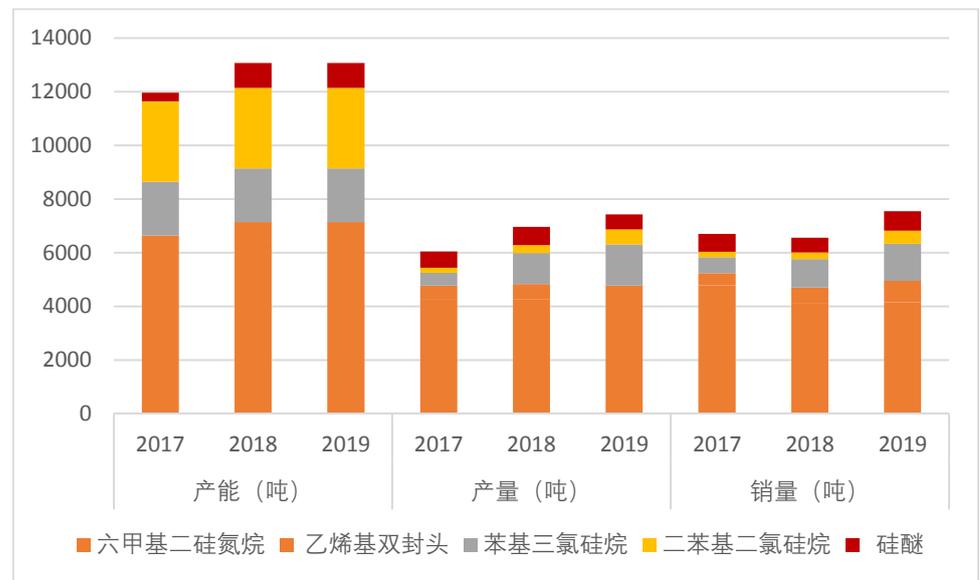
图 7：公司整体及各业务毛利率



资料来源：wind, 天风证券研究所

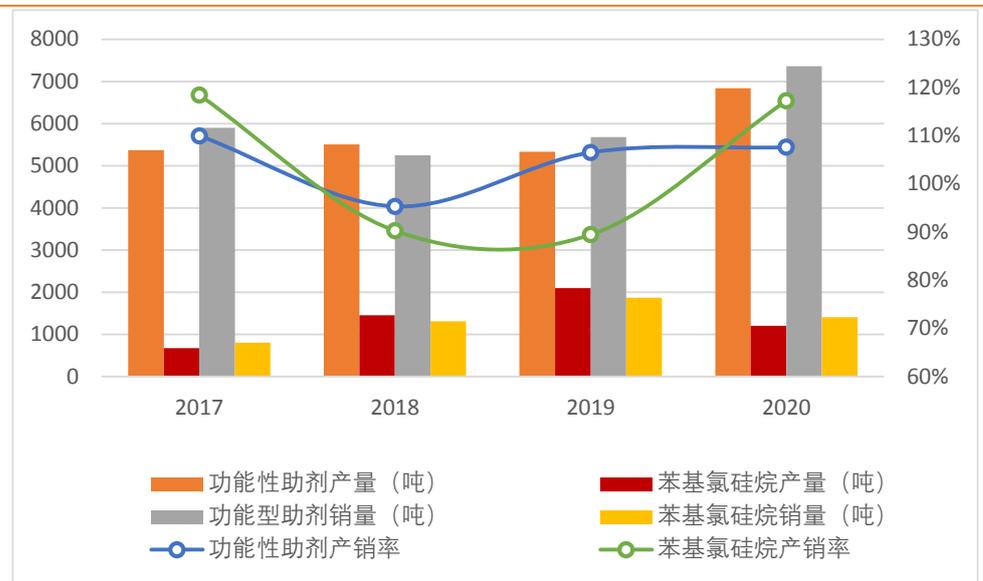
分产品来看：公司核心产品六甲基二硅氮烷市场成熟，产销稳定。乙烯基双封头、苯基氯硅烷和硅醚产销存在一定波动。乙烯基双封头 2018 年和 2019 年产销率相对较高，主要原因为 2018 年起乙烯基双封头市场需求持续旺盛，公司通过不断提高产能以满足市场的需求。硅醚产销率波动较大，主要受外购影响。苯基氯硅烷产销波动主要系技改影响。

图 8：公司 2017-2019 年主要业务分产品产销情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：公司 2017-2020 年主营业务分板块产销情况



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

2. 有机硅行业的“味精”，高端领域的“纽带”

2.1. 有机硅行业快速发展，功能性助剂充分受益

有机硅行业是以有机硅单体作为基础向整个产业链下游延伸的行业，其中甲基氯硅烷使用量占比在 90%以上，其次为苯基氯硅烷、乙烯基氯硅烷等；有机硅行业中下游以单体合成有机硅中间体，以聚硅氧烷作为合成下游有机硅深加工产品的核心反应物，随着终端应用需求对有机硅三大合成材料硅橡胶、硅油和硅树脂提出各种物化指标要求，在合成上述有机硅深加工产品时，加入功能性助剂已必不可少。

近年来，全球有机硅主要新增产能集中在中国。2013 年至 2017 年，全球聚硅氧烷产量从 162 万吨增至 200 万吨，年均复合增长率为 5.8%。2015 年，中国聚硅氧烷产能超过全球总量的一半，产量和消费量约占全球总量的 40%，年销售额超过 400 亿元。

图 10：2007-2022 年全球聚硅氧烷生产状况

图 11：2007-2022 年我国聚硅氧烷生产状况



资料来源：招股说明书，产业信息网，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，产业信息网，天风证券研究所

有机硅功能性助剂是指有机硅行业中为改善生产过程、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。有机硅功能性助剂被广泛应用于硅橡胶、密封胶、黏合剂、涂料、金属表面处理剂、建筑防水、复合材料等产品，是有机硅产品生产过程中不可或缺的关键助剂。有机硅功能性助剂细分种类繁多，一般使用量不大。目前，我国有机硅功能性助剂的生产企业数量较少、产品附加值较高。

2.2. 六甲基二硅氮烷-来自有机硅，去向有机硅

六甲基二硅氮烷是生产硅橡胶、硅油等有机硅下游产品不可或缺的关键改性材料，能够显著提升有机硅材料的疏水、补强、延展性等性能。六甲基二硅氮烷还作为基团保护剂用于部分抗生素、肝炎、肿瘤、艾滋病、心脑血管疾病等治疗药物的合成；此外，六甲基二硅氮烷作为粘接助剂、清洗剂、抗蚀剂等用于半导体工业。公司主要竞争对手为浙江硕博化工有限公司、江西蓝星星火有机硅有限公司、四川嘉碧新材料科技有限公司。

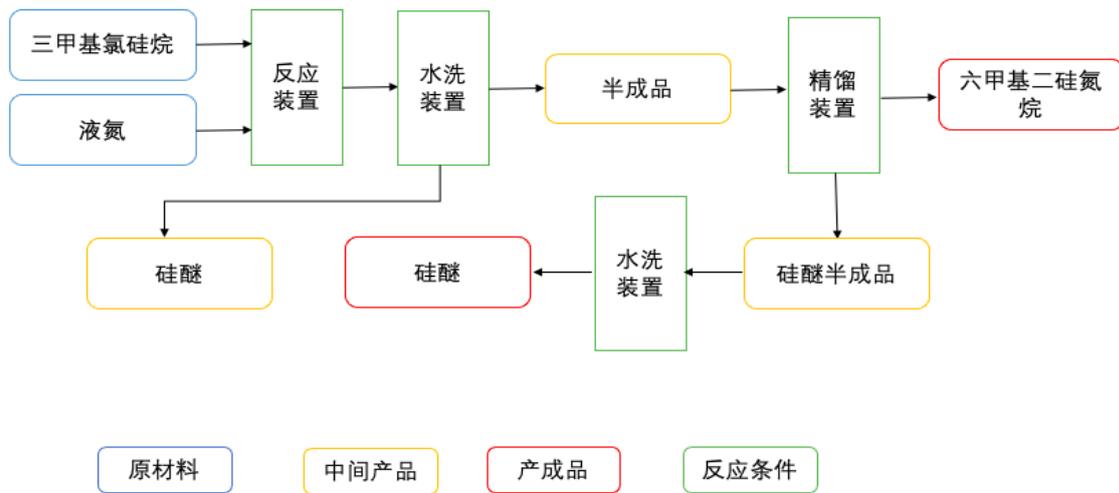
表 2：六甲基二硅氮烷下游应用领域

功能	终端产品	用途/领域
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、瑞舒伐他汀、阿伐他汀钙等他汀类药物、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）、 肌肤	抗生素类药物合成、治疗心脑血管疾病药品合成、治疗肝炎、艾滋病、癌症（含急性白血病）等疾病的药品合成、保健品的合成
具有高挥发性、低杂质残留，起到粘接助剂抗蚀作用	电子化学产品	电子工业用清洗剂、电子仪器清洗剂、半导体工业
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

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

产品主要原材料为三甲基氯硅烷，为大型有机硅单体生产企业副产物，产量十分有限，原材料采购构成了六甲基二硅氮烷的竞争壁垒之一。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。

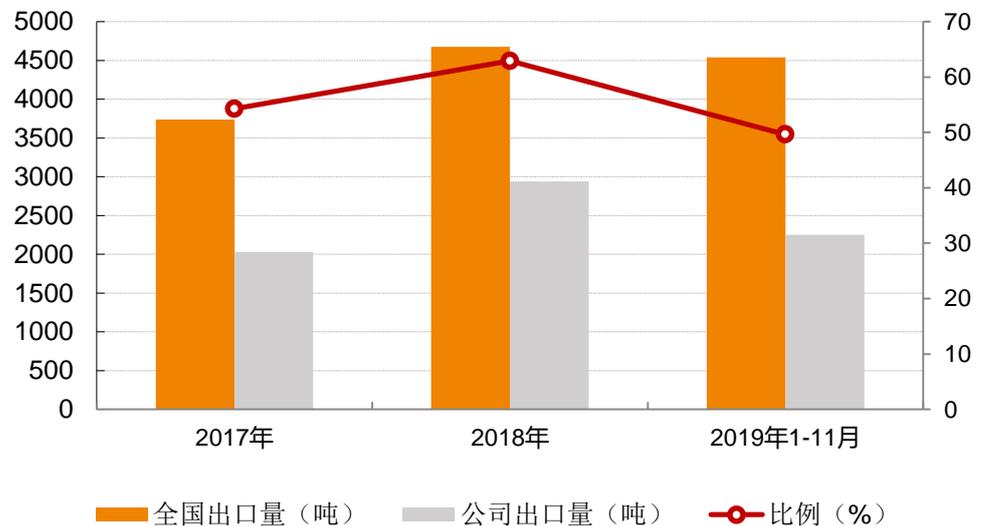
图 12：六甲基二硅氮烷合成工艺



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

六甲基二硅氮烷的国际市场需求始终保持较快增长。2015 年至 2018 年，全国六甲基二硅氮烷的出口量分别为 3110 吨、3584 吨、3738 吨和 4674 吨，2019 年 1 至 11 月完成出口 4540 吨。公司出口量占比为 5-6 成。在国内市场，随着我国有机硅市场的快速发展，2020 年，六甲基二硅氮烷的需求量约为 25000 吨。公司市占率较高，按中国石油和化学工业联合会相关部门的统计，公司六甲基二硅氮烷在该产品出口中的占比一直稳定在 50%左右。

图 13：2017-2019 年 11 月全国、公司六甲基二硅氮烷出口量及比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3. 乙烯基双封头-高壁垒、高增速、高集中

乙烯基双封头一般作为封端剂、交联剂使用，主要用于加成型硅橡胶、加成型模具胶、加成型纸张隔离剂、硅凝胶、液体硅胶、乙烯基硅树脂、乙烯基硅油、铂络合物等生产过程中的添加。通过添加数量和添加方式的不同，乙烯基双封头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。国内竞争对手主要为浙江衢州建橙有机硅公司。

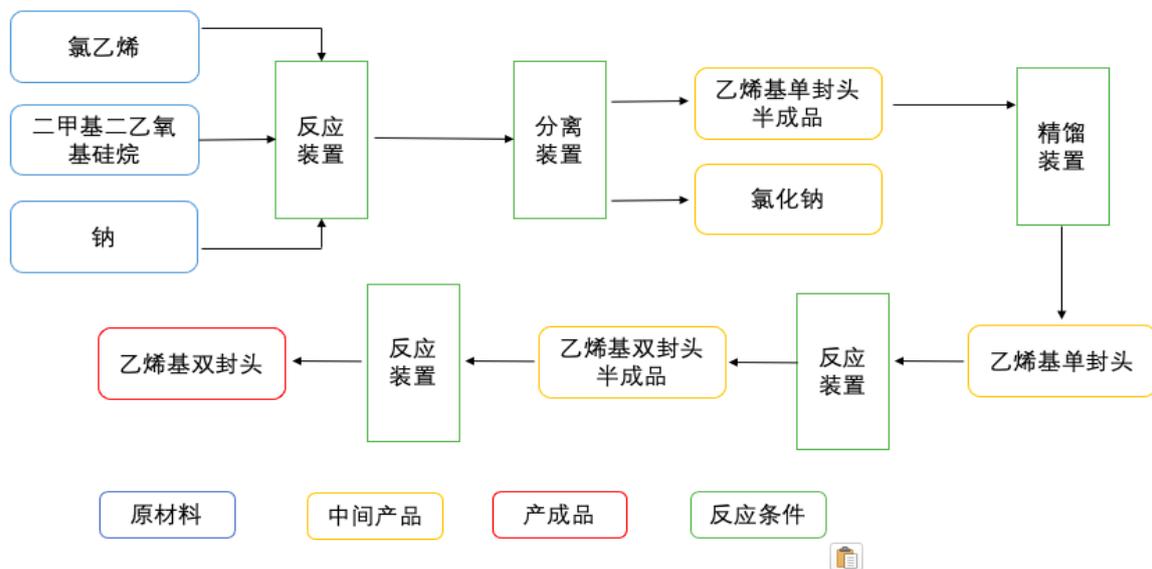
表 3: 乙烯基双封头应用领域

产品名称	功能	终端产品	用途/领域
乙烯基双封头	用作封端剂、交联剂	乙烯基硅橡胶、乙烯基硅油、乙烯基硅树脂、纸张隔离剂等	建筑、电力、医疗卫生、电子电器、汽车、高铁、航天航空、纺织、半导体等

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司采用**钠缩法**生产的乙烯基双封头拥有较高的收率和纯度。经过多年技术积累及优化，公司该产品的纯度基本保持在 99.5%以上，在细分领域拥有较强的国际竞争力。

图 14: 公司乙烯基双封头合成工艺



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

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。2015年至2018年，全国的出口量分别为130吨、151吨、300吨和428吨，2019年1至11月完成出口539吨。公司市占率较高：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%。

2.4. 苯基氯硅烷-发展前景广阔的有机硅单体

苯基氯硅烷包括**苯基三氯硅烷**、**二苯基二氯硅烷**等新型特种单体，是合成苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂的主要原料之一，也可用于制取苯基中间体。苯基氯硅烷对于提高产品的耐高低温、耐候性、耐辐射等方面有较为显著的作用，在有机硅单体中的用量和重要性仅次于甲基氯硅烷。苯基氯硅烷常用作制备有机硅中间体、苯基硅橡胶（甲基苯基硅橡胶、甲基苯基乙烯基硅橡胶等）、苯基硅树脂（缩合型硅树脂、加成型LED封装硅树脂、改性硅树脂等）、无卤阻燃添加剂、修饰材料等。国内主要竞争企业有新安股份、大连永有机硅厂等。

表 4: 苯基氯硅烷应用领域

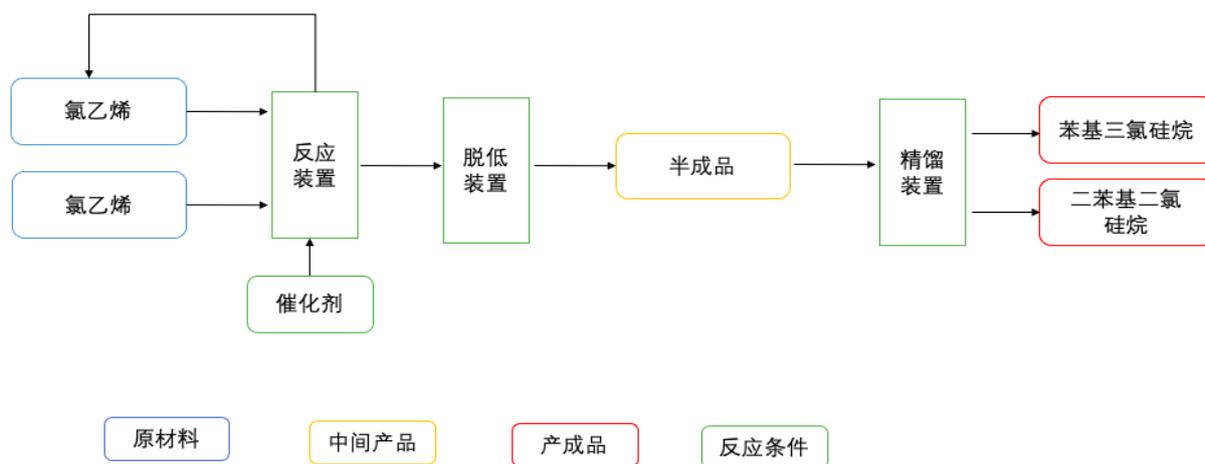
产品	功能	用途
苯基三氯硅烷	用作偶联剂或交联剂原料	硅烷偶联剂、交联剂、半导体封装、电子化学品粘接剂和耐

		高温材料等
	制备含苯基的有机硅聚合物	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	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、环氧树脂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	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	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	抗癌药物紫杉醇的合成过程中的羟基保护剂

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司是国内唯一有能力规模化同时产出苯基三氯硅烷和二苯基二氯硅烷的企业。公司采用直接法合成苯基三氯硅烷、二苯基二氯硅烷，该生产工艺可根据市场需求情况调整产物中苯基三氯硅烷和二苯基二氯硅烷的比例。

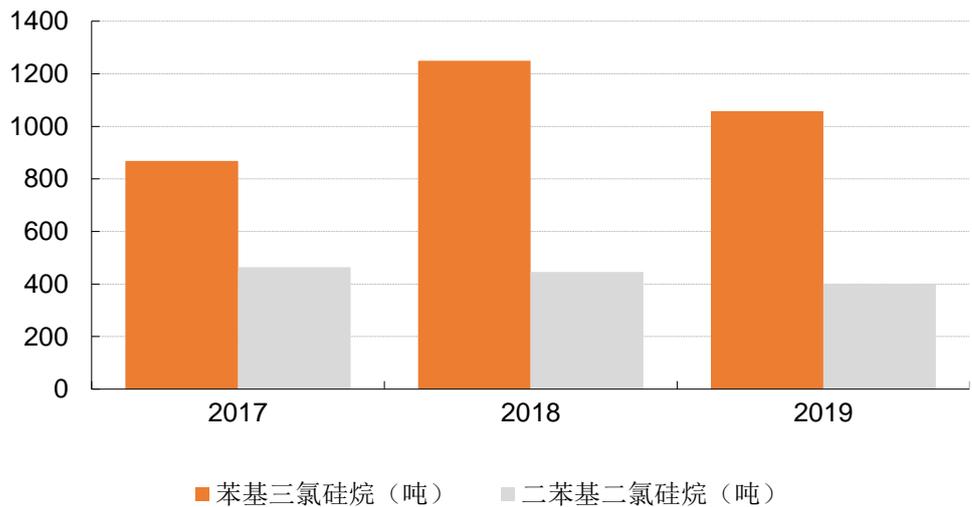
图 15：苯基氯硅烷合成工艺



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

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，2017 年、2018 年和 2019 年 1 至 11 月**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 16：公司 2017-2019 年苯基氯硅烷出口情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.5. 苯基硅橡胶、苯基硅树脂和苯基硅油-高端有机硅材料

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。**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。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**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，即苯基硅树脂，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。

表 5：苯基硅橡胶、苯基硅树脂和苯基硅油应用领域

名称	功能	用途
苯基硅橡胶	优异的耐高低温、耐候性、耐辐射、阻燃等性能	广泛应用于航空航天、电子电器、LED 等国防军工和新兴产业领域
苯基硅油	优异的耐高低温、耐辐射和润滑性能	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
苯基硅树脂	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	广泛应用于电子电器、建筑等多个领域

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- 硅橡胶是聚硅氧烷主要的下游深加工产品，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。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。**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，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，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。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。**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。**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，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。

3. 投资要点：电子级硅氮烷、产能爬坡高增速、苯系空间大

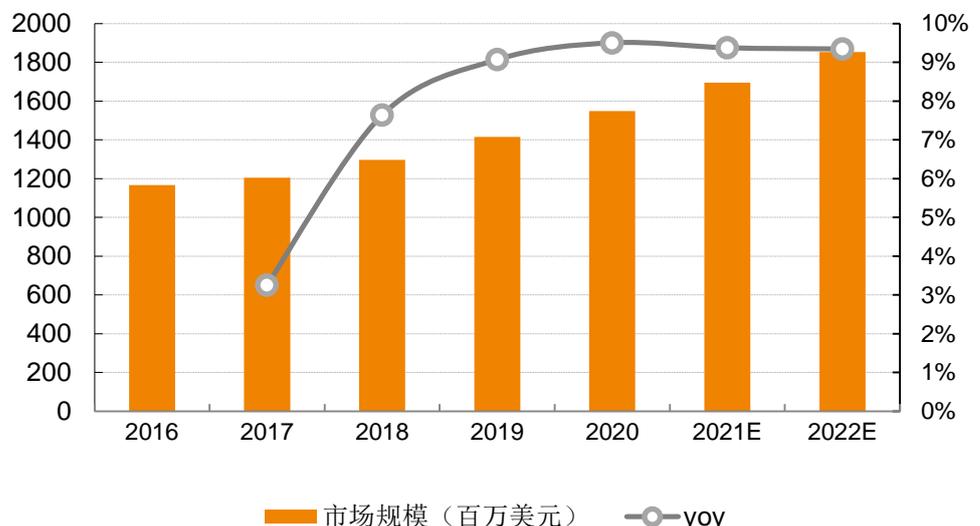
3.1. 电子级六甲基二硅氮烷：可用作光致刻蚀剂的粘结助剂

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。

高纯度的电子级六甲基二硅氮烷（HMDS）可用作光致刻蚀剂的粘结助剂。根据华北光电技术研究所郭喜所发表的《增黏剂（HMDS）在铈化铟光刻工艺中的应用》中分析，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 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，起到耦合的作用。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。因此作为半导体光刻领域重要的刻蚀剂和胶粘剂，未来随着半导体光刻胶产品国产化进程加速，公司电子级产品有望进入该领域成为重要供应商。

根据公司招股书预计，2020 年全球半导体光刻胶市场规模预计 15.5 亿美元，自 2016 年至今 CAGR 约 7.3%，预计未来 3 年仍以年均 9% 的速度增长，预计至 2022 年全球光刻胶市场规模将超过 18 亿美元。

图 17：全球半导体光刻胶市场规模及增速



资料来源：招股说明书，智东西，天风证券研究所

除用作光刻胶助黏剂外，电子级六甲基二硅氮烷应用领域广阔，包括可作电子芯片行业用于硅晶圆的表面改性，也可作为清洗剂用于半导体领域。

3.2. 短期产能扩张和募投项目落地，公司有望迎来快速增长期

公司计划通过技改扩产 8100 吨乙烯基硅烷系列产品、4450 吨苯基氯硅烷系列产品、3000 吨六甲基二硅氧烷。年产 3000 吨乙烯基双封头、年产 3000 吨六甲基二硅氧烷及苯基氯硅烷下游产品部分项目已投产或进入建设收尾阶段。其余项目将于 2021 年二季度起陆续验收投产。项目落地后，根据公司预测将实现年均营业收入 6.49 亿元，年均利润总额 1.39 亿元，产能扩张爬坡有望使内公司收入和利润体量翻番。

表 6：西厂区六期技改后产品方案

生产线	产品	产能（吨）
乙烯基硅氧烷生产线	二甲基乙烯基乙氧基硅烷	7000
	四甲基二乙烯基二硅氧烷	3000
二甲基二乙氧基硅烷生产线	二甲基二乙氧基硅烷	4000
二甲基乙烯基氯硅烷	二甲基乙烯基氯硅烷	600
乙烯基三甲基硅烷生产线	乙烯基三甲基硅烷	300
苯基氯硅烷生产线	四氯化硅	1530
	三氯氢硅	465
	苯基氯硅烷	200
六甲基二硅氧烷	六甲基二硅氧烷	3000

资料来源：公司环评报告，天风证券研究所

公司募投项目主要生产产品包括苯基硅树脂、苯基硅橡胶、苯基硅油、有机硅中间体，项目分三期建设：其中一期工程建设 3000 吨/年苯基硅树脂、12398 吨/年有机硅中间体（4823 吨/年二苯基二羟基硅烷、3325 吨/年八苯基环四硅氧烷、1750 吨/年甲基苯基混合环体、800 吨/年苯基三甲氧基硅烷、500 吨/年苯基三乙氧基硅烷、800 吨/年二苯基二甲氧基硅烷、400 吨/年二苯基二乙氧基硅烷）；二期工程建设 3000 吨/年苯基硅树脂、5000 吨/年苯基硅油；三期工程 2500 吨/年室温硫化苯基硅橡胶、2500 吨/年高温硫化苯基硅橡胶。根据招股说明书分析，公司预计项目 2022 年 8 月完工，预计年均销售收入 10.88 亿元，年均利润总额 2.18 亿元，投资回收期 7.33 年。

表 7：募投项目产品方案

产品类型	产品名称	产能（吨）	备注
苯基硅树脂	苯基硅树脂	6000	外售
苯基硅油	苯基硅油	5000	外售
苯基氯硅烷	苯基氯硅烷	10000	外售
	苯基硅橡胶	0	外售
	硅橡胶		
	室温苯基硅橡胶	2500	外售
	高温苯基硅橡胶	2500	外售
有机硅中间体	二苯基二羟基硅烷	4823	自用 3635.5
	八苯基环四硅氧烷	3325	自用 2825
	甲基苯基混合环体	1750	自用 1250
	苯基三甲氧基硅烷	800	外售
	苯基三乙氧基硅烷	500	外售
	二苯基二甲氧基硅烷	800	外售
	二苯基二乙氧基硅烷	400	外售

资料来源：公司环评报告，天风证券研究所

3.3. 苯基有机硅材料市场空间大，有望成为公司长期发展重要增长点

公司长期致力于发展下游深加工产品苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂等苯基有机硅材料产业延伸，实现一体化经营。随着苯基氯硅烷进一步加工成下游产品，苯基产品的附加值得到了较大提升，从产品需求市场、利润等多方面提升公司的盈利能力。

硅橡胶、硅油、硅树脂等有机硅下游材料的需求量连年持续增长：预计到 2021 年，全球硅橡胶消耗量将达到 181.8 万吨，年均增长率为 6.0%；全球硅油消耗量将达到 111.1 万吨，年均增长率为 3.2%；全球硅树脂消耗量将达到 11.6 万吨，年均增长率为 3.2%。

有机硅材料中加入苯基基团可大幅提成产品性能。苯基：甲基比例 1:20 最佳配比下可在成本提升幅度不大的情况下提升产品性能。伴随着 LED、光伏等新兴产业快速发展，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，**高端有机硅材料即苯基有机硅材料的需求量将连年持续增长。**按照有机硅材料整体市场 3-5%渗透率计算，苯基有机硅材料的长期需求有望超过 10 万吨，未来苯基单体和下游产品的需求空间大，有望成为公司长期发展重要增长点。

表 8：苯基硅橡胶、苯基硅油、苯基硅树脂对比甲基硅橡胶、硅油、硅树脂

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	-	-	-	-	-	√√

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测及估值

公司 2021 年乙烯基双封头投产、苯基氯硅烷技改后迎来爬坡，2022-2023 年募投项目多个产品也将陆续投产并贡献收入和利润，我们预计公司 2021-2023 年将实现营业收入 8.53、14.60、19.96 亿元，将实现归母净利润 2.82、4.03、5.44 亿元，未来 3 年复合增速将超过 50%。

表 9：分产品盈利预测（不含其他业务收入）

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售收入（万元）	25,843	64,237	59,419	48,263	83,989	143,692	196,464
功能性助剂	23,469	59,663	49,359	43,552	53,669	67,067	88,556
苯基氯硅烷	2,374	4,575	10,060	4,711	30,320	46,624	47,907
苯基下游产品						30,000	60,000
销售成本（万元）	15,099	33,915	30,004	28,167	43,567	83,763	115,359
功能性助剂	13,200	30,520	24,919	24,275	32,347	50,986	60,981
苯基氯硅烷	1,900	3,395	5,085	3,891	11,220	20,777	30,378
苯基下游产品						12,000	24,000
销售毛利（万元）	10,744	30,322	29,415	20,096	40,422	59,928	81,104
功能性助剂	10,269	29,143	24,440	19,276	21,322	16,081	27,575
苯基氯硅烷	475	1,179	4,975	820	19,099	25,847	17,529

苯基下游产品						18,000	36,000
毛利率%	41.6%	47.2%	49.5%	41.6%	48.1%	41.7%	41.3%
功能性助剂	43.8%	48.8%	49.5%	44.3%	39.7%	24.0%	31.1%
苯基氯硅烷	20.0%	25.8%	49.5%	17.4%	63.0%	55.4%	36.6%
苯基下游产品						60.0%	60.0%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

估值水平方面, 新亚强并无业务相似的可比公司, 根据我们统计, 传统有机硅材料行业可比公司 PE 估值水平在 20 倍左右, 而电子化学品公司 PE 水平在 60 倍左右, 我们认为公司 PE 估值水平高于传统有机硅材料, 而低于专做电子化学品和光刻胶材料的公司, 给与 30 倍 PE 估值较为合理, 我们给与公司 2021 年目标价 54.23 元/股, 给与“买入”评级。

表 10: 可比公司 PE 估值水平

公司所处行业	股票代码	上市公司	PE (TTM)	2020 年营业收入(亿元)	2020 年归母净利润(亿元)
	603155	新亚强	36.5	4.9	1.6
有机硅行业	600596	新安股份	15.0	125.2	5.8
	600409	三友化工	13.9	177.8	7.2
	300019	硅宝科技	27.1	15.2	2.0
	605399	晨光新材	19.1	7.5	1.3
	300041	回天新材	30.5	21.6	2.2
		平均估值水平	21.1		
电子化学品行业	300655	晶瑞股份	88.1	10.2	0.8
	603078	江化微	72.1	5.6	0.6
	300236	上海新阳	47.9	6.9	2.7
		平均估值水平	69.4		

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

产能投放低于预期: 根据我们上述分析, 公司包含 IPO 募投项目在内的大量项目正在建设和生产爬坡过程中, 存在包括新冠疫情等外部因素、公司自身发展规划等因素原因导致的产能投放低于预期的可能。

产品价格大幅波动: 根据公司招股说明书披露, 主要产品六甲基二硅氮烷、苯基氯硅烷的产品价格在 2017-2019 年波动均超过 30%, 产品价格波动受到原材料、供需格局等各个因素影响, 未来产品价格仍然存在大幅波动可能。

安全环保等生产问题: 近年来化工生产企业安全环保问题频发, 自 2019 年“3.21”事件以来, 国家对于安全环保问题督查越发严格, 化工企业安全、环保事件对企业生产运营将产生较大影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	292.11	394.96	255.99	437.95	598.79
应收票据及应收账款	88.61	116.68	135.48	261.14	281.15
预付账款	1.68	7.01	6.28	18.61	16.34
存货	88.15	94.23	173.64	367.68	348.84
其他	0.19	1,174.30	1,171.35	1,171.52	1,172.62
流动资产合计	470.75	1,787.18	1,742.73	2,256.91	2,417.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	172.26	177.54	300.81	733.41	933.84
在建工程	36.38	112.74	323.92	202.18	0.00
无形资产	21.58	18.93	18.43	17.93	17.43
其他	13.07	8.21	10.81	10.69	9.90
非流动资产合计	243.28	317.41	653.96	964.21	961.17
资产总计	714.03	2,104.59	2,396.69	3,221.12	3,378.90
短期借款	0.00	0.00	189.68	569.42	530.60
应付票据及应付账款	28.87	118.97	72.31	315.88	231.67
其他	15.01	14.36	22.04	21.62	30.45
流动负债合计	43.88	133.33	284.03	906.92	792.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.94	4.71	5.12	4.92	4.92
非流动负债合计	4.94	4.71	5.12	4.92	4.92
负债合计	48.81	138.04	289.15	911.84	797.64
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	116.67	155.56	155.56	155.56	155.56
资本公积	141.22	1,302.33	1,302.33	1,302.33	1,302.33
留存收益	548.54	1,810.99	1,951.98	2,153.72	2,425.71
其他	(141.22)	(1,302.33)	(1,302.33)	(1,302.33)	(1,302.33)
股东权益合计	665.21	1,966.55	2,107.54	2,309.28	2,581.27
负债和股东权益总计	714.03	2,104.59	2,396.69	3,221.12	3,378.90

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	219.42	157.34	281.98	403.47	543.98
折旧摊销	22.24	23.81	16.05	39.64	52.25
财务费用	(5.14)	8.30	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	(5.91)	(1.97)	(1.97)	(1.97)
营运资金变动	(17.61)	(15.38)	(135.70)	(89.15)	(74.58)
其它	(6.05)	(14.58)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	212.86	153.57	160.36	351.99	519.68
资本支出	59.20	103.03	349.59	350.20	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(103.91)	(1,309.84)	(697.62)	(698.23)	(98.03)
投资活动现金流	(44.71)	(1,206.81)	(348.03)	(348.03)	(48.03)
债权融资	0.00	0.00	189.68	569.42	530.60
股权融资	4.45	1,196.24	0.00	0.00	0.00
其他	(66.45)	(52.24)	(140.99)	(391.42)	(841.41)
筹资活动现金流	(62.00)	1,144.00	48.69	178.00	(310.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	106.15	90.77	(138.98)	181.97	160.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	601.95	490.33	853.29	1,459.84	1,995.98
营业成本	304.00	288.01	442.62	851.00	1,172.00
营业税金及附加	6.26	3.78	8.12	13.45	17.59
营业费用	9.08	2.28	8.90	14.68	16.72
管理费用	18.02	21.54	36.02	56.49	83.05
研发费用	25.12	18.03	31.10	55.93	74.21
财务费用	(10.51)	3.76	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(0.04)	(0.02)	0.38	0.11	0.16
公允价值变动收益	0.00	8.33	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	5.91	1.97	1.97	1.97
其他	(1.69)	(35.08)	(3.94)	(3.94)	(3.94)
营业利润	251.71	173.78	328.10	470.16	634.22
营业外收入	1.42	10.41	4.33	5.39	6.71
营业外支出	0.65	1.28	0.69	0.87	0.95
利润总额	252.48	182.92	331.74	474.67	639.98
所得税	33.06	25.58	49.76	71.20	96.00
净利润	219.42	157.34	281.98	403.47	543.98
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	219.42	157.34	281.98	403.47	543.98
每股收益(元)	1.41	1.01	1.81	2.59	3.50

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-7.39%	-18.54%	74.02%	71.08%	36.73%
营业利润	1.21%	-30.96%	88.80%	43.30%	34.89%
归属于母公司净利润	3.92%	-28.29%	79.22%	43.09%	34.83%
获利能力					
毛利率	49.50%	41.26%	48.13%	41.71%	41.28%
净利率	36.45%	32.09%	33.05%	27.64%	27.25%
ROE	32.98%	8.00%	13.38%	17.47%	21.07%
ROIC	77.26%	42.42%	70.60%	46.36%	42.73%
偿债能力					
资产负债率	6.84%	6.56%	12.06%	28.31%	23.61%
净负债率	-43.91%	-20.08%	-3.15%	5.69%	-2.64%
流动比率	10.73	13.40	6.14	2.49	3.05
速动比率	8.72	12.70	5.52	2.08	2.61
营运能力					
应收账款周转率	7.48	4.78	6.77	7.36	7.36
存货周转率	5.91	5.38	6.37	5.39	5.57
总资产周转率	0.89	0.35	0.38	0.52	0.60
每股指标(元)					
每股收益	1.41	1.01	1.81	2.59	3.50
每股经营现金流	1.37	0.99	1.03	2.26	3.34
每股净资产	4.28	12.64	13.55	14.84	16.59
估值比率					
市盈率	31.13	43.41	24.22	16.93	12.56
市净率	10.27	3.47	3.24	2.96	2.65
EV/EBITDA	0.00	17.61	16.23	11.34	8.13
EV/EBIT	0.00	19.83	17.02	12.30	8.80

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com