

东岳硅材(300821.SZ)

有机硅景气度上行；募投项目打开市值成长空间

推荐（首次）

现价：22.03元

主要数据

行业	化工
公司网址	www.dyyjg.com
大股东/持股	东岳氟硅科技集团有限公司 /57.75%
实际控制人	傅军
总股本(百万股)	1,200
流通A股(百万股)	417
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	264
流通A股市值(亿元)	92
每股净资产(元)	3.58
资产负债率(%)	12.64

行情走势图



证券分析师

刘永来 证券投资咨询
S1060520070002
LIUYONGLAI647@pingan.com.cn



平安观点：

- **公司是全球有机硅行业龙头，募投项目投产后规模有望进入全球前五：**公司是我国有机硅行业技术和规模领先的企业之一，现已掌握15万吨/年单体合成装置的设计、运行技术，为单套产能最高的国产装置之一；规模方面，公司现已建成并运营两套有机硅单体生产装置，具备年产30万吨有机硅单体（折合聚硅氧烷约14.1万吨）的生产能力，按聚硅氧烷产能计算，公司位列有机硅行业全球前十、中国第四。募投项目投产后，规模有望进入全球前五。
- **有机硅应用广泛，市场空间很大：**有机硅材料集有机物的特性与无机物的功能于一身，独特的分子结构赋予了有机硅材料优越的性能，因此有机硅性能优异、形态多样、用途广泛。2010-2019年，中国有机硅折算聚硅氧烷表观消费量从47万吨增加到109万吨，年均复合增速为10%，远高于同期GDP增速，正常来讲有机硅表观需求量的长期增速介于GDP的1-2倍之间。目前中国等新兴市场国家人均有机硅消费量不足1kg，而西欧、北美、日、韩等发达国家和地区已接近2kg，国内存在巨大的市场空间。
- **行业高景气度有望延续至2022年：**2018年-2020年，中美贸易摩擦和疫情的爆发使得有机硅产品价格再次跌入谷底，行业受到重创。2020年7月份以来，受经济复苏、海外供给收缩和货币宽松等因素影响，有机硅价格逐步恢复，目前DMC价格在3万元左右。我们认为当前有机硅价格处于历史较高水平，但没有达到2018年的最高点34500元左右，受供需面的影响，尤其是受新能源汽车和光伏用有机硅需求旺盛的影响，行业高景气度有望延续至2022年。
- **投资建议：**考虑到行业景气度上行及公司募投项目的进度，我们预计公司2021-2023年的归母净利润分别是10.11、14.77、16.57亿元，对应的EPS分别为0.84、1.23、1.38元，对应的PE分别为26.1、17.9、16.0倍。预计2022年目标市值443亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 需求增速下滑风险；2) 价格下跌风险；3) 竞争加剧风险；4) 在建项目进度不及预期；5) 环保安全风险。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2733	2503	3881	7004	7951
YOY(%)	-19.6	-8.4	55.0	80.5	13.5
净利润(百万元)	553	281	1011	1477	1657
YOY(%)	-16.6	-49.3	260.2	46.1	12.2
毛利率(%)	27.7	22.8	39.4	33.9	33.6
净利率(%)	20.2	11.2	26.1	21.1	20.8
ROE(%)	26.3	6.9	21.4	26.0	24.6
EPS(摊薄/元)	0.46	0.23	0.84	1.23	1.38
P/E(倍)	47.8	94.2	26.1	17.9	16.0
P/B(倍)	12.5	6.5	5.6	4.7	3.9

正文目录

一、 东岳硅材：全球有机硅行业龙头之一	4
1.1 技术和规模全球领先	4
1.2 公司盈利能力随有机硅价格波动	5
二、 有机硅：性能优异，应用广泛；景气度不断上行	5
2.1 有机硅：性能优异、应用广泛；国内有机硅行业不断突破	5
2.2 深加工、新产品和新应用是国家重点支持的有机硅产业方向	7
2.3 有机硅需求增速高于 GDP 增速，发展空间巨大	9
2.4 高景气大概率延续至 2022 年	12
三、 新增产能集中在中国，募投项目助力公司成长	14
3.1 产能集中度不断提升，新增产能集中在中国	14
3.2 预计 2021-2023 年需求将保持较高速度增长，但新增产能将抑制价格	15
3.3 公司募投项目即将投产，预计将大幅增加公司盈利能力	16
四、 盈利预测和投资建议	17
五、 风险提示	19

图表目录

图表 1	2020 年公司营收结构	4
图表 2	2020 年公司毛利结构	4
图表 3	公司股权结构（截止 2021 年 8 月 19 日）	4
图表 4	公司盈利能力随 DMC 价格（元/吨）波动	5
图表 5	投资回报能力随 DMC 价格（元/吨）波动	5
图表 6	有机硅产业链图	5
图表 7	有机硅材料的主要特性	6
图表 8	公司主要的有机硅产品品类及其用途	6
图表 9	中国有机硅发展历程	7
图表 10	有机硅行业的主要政策	8
图表 11	2010-2019 年中国有机硅折算聚硅氧烷表观消费量（万吨）	9
图表 12	全球各国人均有机硅消费水平	10
图表 13	有机硅产品典型的应用场景和竞品材料	10
图表 14	全球有机硅下游应用（2018）	12
图表 15	中国有机硅下游应用（2019）	12
图表 16	2018-2023 年有机硅需求增速预测（分应用领域）	12
图表 17	有机硅在新能源行业中的应用	13
图表 18	有机硅 DMC 价格走势（元/吨）	13
图表 19	2020 年全球有机硅产能分布（单体）	14
图表 20	2019 年全球有机硅分企业拆分（DMC）	14
图表 21	国内有机硅单体产能及新增产能列表（万吨）	14
图表 22	预计 2022 年前中国有机硅单体供需面持续向好	15
图表 23	预计 2022 年前中国聚硅氧烷供需面持续向好	15
图表 24	公司募投项目主要建设内容（单位：万元）	16
图表 25	公司募投项目的主要工艺流程	16
图表 26	公司主营业务盈利预测（亿元）	17
图表 27	可比公司的盈利和估值（收盘价和 EPS：元/股）	19

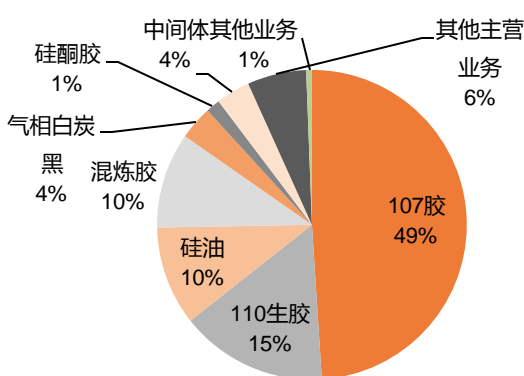
一、东岳硅材：全球有机硅行业龙头之一

1.1 技术和规模全球领先

山东东岳有机硅材料股份有限公司（“东岳硅材”或“公司”）成立于 2006 年，2018 年 3 月整体改制为股份有限公司，2020 年 3 月 12 日公司从香港上市的东岳集团(0189.HK)分拆出来登陆 A 股创业板上市。

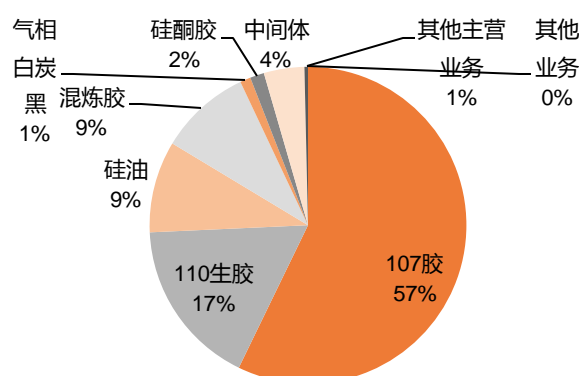
公司主营业务为有机硅材料的研发、生产和销售，公司具备从金属硅粉加工到有机单体、中间体以及下游硅橡胶、硅油、气相白炭黑等系列深加工产品的一体化能力，并对相关的副产物进行综合利用，形成了较为完善的产业链配套。从营收结构看，硅橡胶、硅油等深加工产品占到公司总营收和盈利的 90%左右。

图表1 2020 年公司营收结构



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、平安证券研究所

图表2 2020 年公司毛利结构

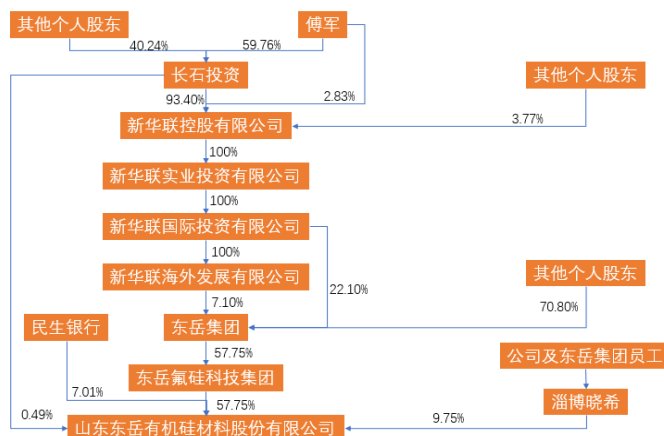


资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、平安证券研究所

公司是我国有机硅行业技术和规模领先的企业之一，公司现已掌握 15 万吨/年单体合成装置的设计、运行技术，为单套产能最高的国产装置之一；规模方面，公司现已建成并运营两套有机硅单体生产装置，具备年产 30 万吨有机硅单体（折合聚硅氧烷约 14.1 万吨）的生产能力，按聚硅氧烷产能计算，公司位列有机硅行业全球前十、中国第四。

目前控股股东东岳氟硅科技集团占有公司 57.75%的股权，其次为淄博晓希（9.75%）和民生银行（7.01%）。

图表3 公司股权结构（截止 2021 年 8 月 19 日）

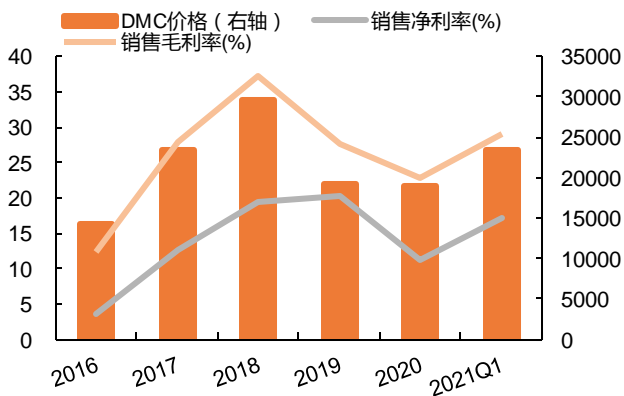


资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、平安证券研究所

1.2 公司盈利能力随有机硅价格波动

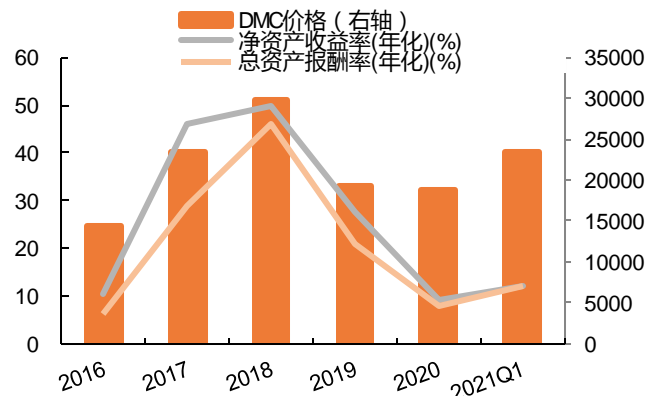
公司盈利能力受有机硅产品的价格影响较大，2016年以来在供给侧改革、下游需求增长等因素影响下，有机硅产品（下图以有机硅行业最重要的中间体二甲基环硅氧烷 DMC 为例）价格逐渐上行，公司的盈利能力随之提升，于2018年达到阶段性高峰；2019年有机硅下游需求受中美贸易摩擦影响较大，继而2020年新冠疫情重创全球经济，有机硅行业受系统性风险影响，价格跌至谷底；2020年下半年以来，全球经济步入复苏轨道，有机硅价格逐渐恢复，目前价格正处于上行通道，预计2021年公司的盈利能力将同比显著增长。

图表4 公司盈利能力随 DMC 价格（元/吨）波动



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、平安证券研究所

图表5 投资回报能力随 DMC 价格（元/吨）波动



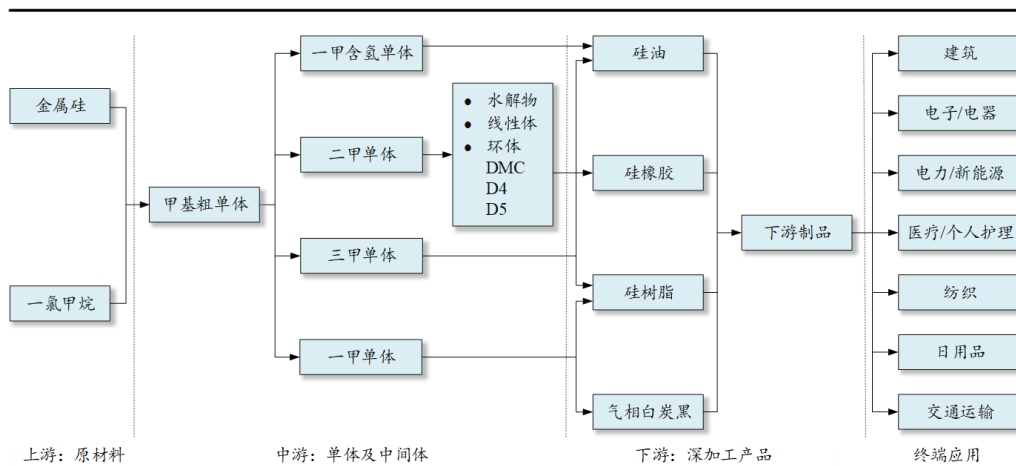
资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、平安证券研究所

二、有机硅：性能优异，应用广泛；景气度不断上行

2.1 有机硅：性能优异、应用广泛；国内有机硅行业不断突破

有机硅产业链由原材料、单体及中间体、下游深加工产品及终端应用等环节组成，其特点是集中的单体和中间体生产、分散的产品深加工。

图表6 有机硅产业链图



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

甲基单体是目前使用最广泛的一类单体，占总量的 90%以上；有机硅中间体主要为各类聚硅氧烷；由有机硅单体及其中间体出发，经不同反应，或添加各类填料及助剂，进一步加工成硅橡胶、硅油、硅树脂等下游产品，少量中间体也可以在一些下游领域直接应用。

有机硅材料集有机物的特性与无机物的功能于一身，独特的分子结构赋予了有机硅材料优越的性能，如下表所示，主要包括优良的密封性、耐高低温性、耐候性、电气性能、生理惰性和界面性能，因此可以用于防水密封、高温橡胶、耐候材料、电气零件、医用材料和纺织行业表面活性剂等。

图表7 有机硅材料的主要特性

材料特性	具体说明
粘结密封性	有机硅由于主链两侧基团分别亲有机和无机介质，因此可以对有机和无机介质进行很好地粘结。同时有机硅材料还具备良好的防水性能，可用于各类防水密封
耐高低温	有机硅材料的热稳定高，不仅耐高温，而且也耐低温，可以在较宽的温度范围内（-80~260℃）使用，特殊品种的使用温度范围更广，是唯一具有如此宽广温度适应范围的橡胶材料
耐候性	有机硅主链结构不易被紫外线和臭氧所分解，具有比其他高分子材料更优异的耐老化性能，在自然环境下的使用寿命可达数十年
电气性能	有机硅材料具有良好的电气性能，其介电损耗、耐电压、耐电弧、耐电晕、电阻系数等均在绝缘材料中名列前茅。同时，有机硅材料还具有优异的拒水性，可以有效提高电气设备在湿热环境下使用的可靠性
生理惰性	聚硅氧烷是目前已知最无活性的化合物中的一种，具有优异的生物相容性和较好的抗凝血性能，可与人体长期接触而无毒副作用、无刺激性，特别适用于食品及医疗卫生领域
界面性能	有机硅具有极低的表面张力和较高的表面活性，在疏水、消泡、润滑、防黏、上光等应用领域具备优异的使用性能，可作为表面活性剂、防水剂、高分子材料加工助剂等广泛使用

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

有机硅性能优异、形态多样、用途广泛，自 20 世纪 40 年代初问世以来经过 70 多年的开发应用，商品品种多达上万种。公司的有机硅中间体除一小部分外售之外，大部分用于生产下游的深加工产品如 107 胶、110 胶、混炼胶、硅油和气相白炭黑等，深加工产品是公司的主要收入来源。

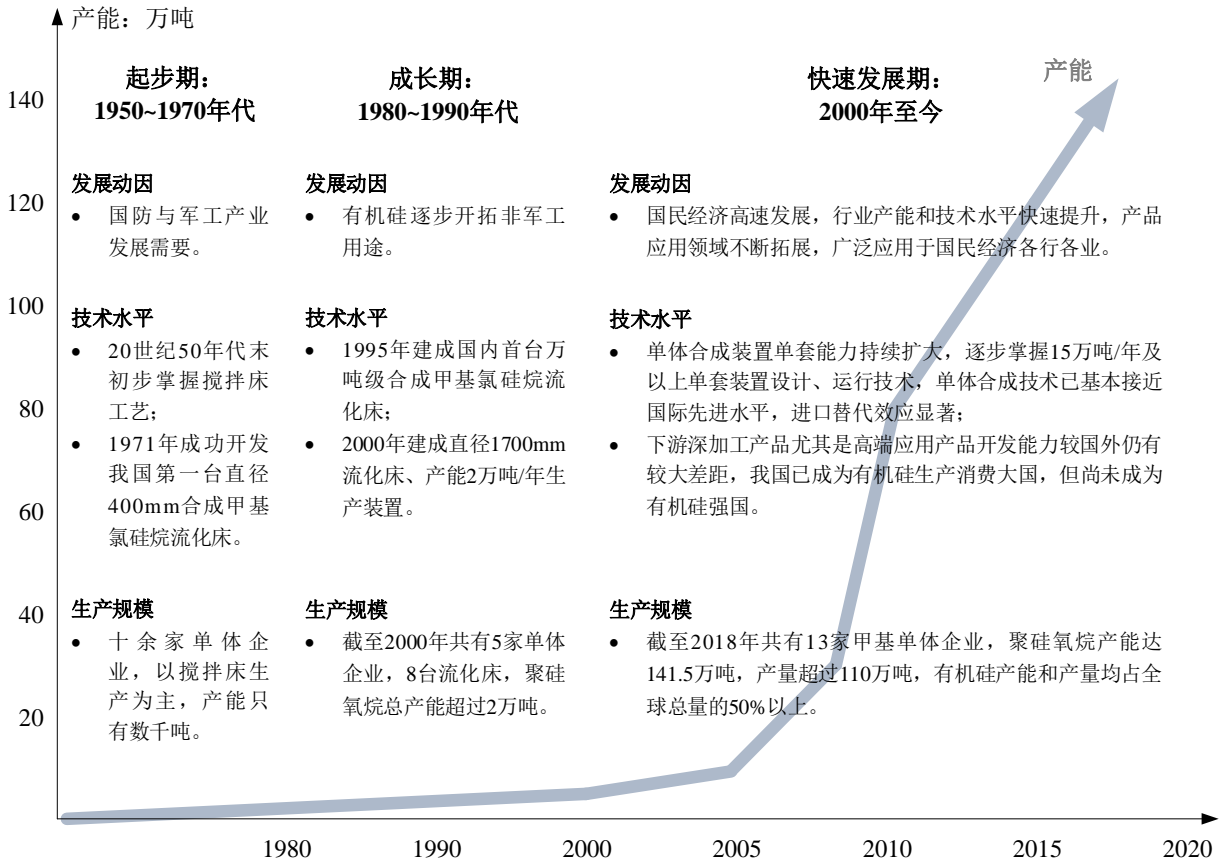
图表8 公司主要的有机硅产品品类及其用途

产品类别	主要产品	主要市场应用
中间体	水解物	主要用作硅橡胶和硅油的生产原料
	线性体	主要用于合成制造硅橡胶、硅油产品，也可直接作为柔软剂、纺织印染助剂等
	环体	主要用于合成制造硅橡胶、硅油、硅树脂，也可直接作为硅橡胶填料处理剂及化妆品原料等
硅橡胶	107 胶	配以补强填料及各类添加剂，在室温下固化，广泛用作粘合剂、密封剂、灌封和制模材料等
	110 生胶	主要用作混炼胶的生产原料
	混炼胶	采用模压、挤出、压延等工艺，在高温下硫化成各类硅橡胶制品，广泛用于电子、电力、汽车、医疗和日用品等领域
硅油	二甲基硅油	用作消泡剂、润滑剂、脱模剂和添加剂，以及用作绝缘、防尘、防霉涂层等
	甲基含氢硅油	用作织物、玻璃、陶瓷、金属、水泥、大理石、纸张、皮革等各种材料的防水剂
	端乙烯基硅油	是加成型液体硅橡胶、有机硅灌封料、硅凝胶的主要原料，还可用作日化品添加剂等
气相白炭黑	气相白炭黑	主要作为硅橡胶的补强填料，也用于油墨涂料工业、复合材料、黏合剂、化学机械抛光等领域

资料来源：公司公告、平安证券研究所

有机硅行业在我国的发展经历了从无到有，从有到大，目前正处于从大到强的阶段。建国初期，在面临严密技术封锁的环境下，为满足国防与军工产业发展需要，我国自 1951 年开始有机硅产品的研究和工业生产。1997 年，我国甲基单体总产量首次突破 1 万吨大关，2003 年首次突破 10 万吨。进入 21 世纪，随着国内企业不断完善工艺、增建和扩建装置，有机硅生产形势不断向好，产能规模快速增长，但目前我国的许多高端有机硅产品还大量依赖进口，有待于国内有机硅企业不断创新，开发更多高性能产品。

图表9 中国有机硅发展历程



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

2.2 深加工、新产品和新应用是国家重点支持的有机硅产业方向

有机硅材料属于高性能新材料，产业关联度大，对促进相关产业升级和高新技术发展十分重要，有机硅材料不仅是国家战略性新兴产业新材料行业的重要组成部分，也是其他战略性新兴产业不可或缺的配套材料。有机硅材料一直是国家重点鼓励发展的新材料，先后出台了一系列政策予以扶持和鼓励。

随着我国有机硅工业的发展和进步，国家对有机硅行业的鼓励政策逐步从单体生产转向有机硅产品深加工、新型有机硅产品开发、新应用领域拓展以及提高综合利用水平等方面，并出台了限制和淘汰落后产品产能的政策。我国主要产业政策如下：

图表10 有机硅行业的主要政策

文件名称	文件内容	发行人相关产品	发布单位	发布时间
《鼓励外商投资产业目录（2019年版）》	“有机硅新型下游产品开发与生产”、“硅橡胶等特种橡胶生产”及“改性硅酮密封膏配制技术和生产设备制造”被列入全国鼓励外商投资产业目录。	各类硅橡胶、硅油、硅树脂产品	发改委、商务部	2019年6月
《战略性新兴产业分类（2018）》	DMC、D4、硅橡胶、硅油、硅树脂等均被列入战略性新兴产业新材料行业重点产品和服务。	各类有机硅中间体、硅橡胶、硅油、硅树脂产品	国家统计局	2018年11月
《中国制造2025》重点领域技术创新路线图（2017）	重点发展硅橡胶、硅树脂、硅油等先进石化材料。	各类硅橡胶、硅油、硅树脂产品	国家制造强国建设战略咨询委员会、中国工程院战略咨询中心	2018年1月
《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》	开展市场潜力大、附加价值高的重点新材料关键技术产业化，其中包括：高性能硅树脂及单体，液体硅橡胶、苯基硅橡胶等特种硅橡胶，有机硅改性聚氨酯热塑性弹性体等。	MQ硅树脂、功能化液体硅橡胶（在研）、特种单体及其聚合物（在研）	发改委	2017年12月
《重点新材料首批次应用示范指导目录（2017年版）》	“电子胶有机硅材料”作为电子化工新材料列入先进基础材料。	107胶、端乙烯基硅油	工信部	2017年7月
《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016版）》	高品质合成橡胶、高性能密封材料、表面功能材料、新型催化材料及助剂等新材料产业以及光伏电池封装材料、高端LED封装材料等均被列入国家战略性新兴产业重点产品和服务指导目录。	各类硅橡胶产品	发改委	2017年1月
《工业“四基”发展目录（2016年版）》	绝缘硅橡胶、半导体硅橡胶、绝缘硅油等有机硅材料被列入电力装备领域的关键基础材料。	混炼胶、功能化液体硅橡胶（在研）	国家制造强国建设战略咨询委员会	2016年11月
《石化和化学工业发展规划（2016-2020年）》	推进苯基有机硅单体产业化进程，重点发展高端硅聚合物（硅树脂、硅橡胶）、高品质含硅精细化学品（高纯电子化学品、含硅表面活性剂、含硅中间体等）。	各类硅橡胶和硅树脂、特种单体及其聚合物（在研）、有机硅表面活性剂（在研）	工信部	2016年9月
《关于印发鼓励进口技术和产品目录（2015年版）的通知》	“有机硅下游深加工产品生产技术”被列为鼓励引进的先进技术。	各类硅橡胶、硅油、硅树脂产品	发改委、财政部、商务部	2015年9月
《中国制造2025》	新材料产业被列为重点突破发展的十大战略领域之一。	各类硅橡胶、硅油、硅树脂产品	国务院	2015年5月
《产业结构调整指导目录（2011年本）（修正）》 《产业结构调整指导目录（2019年本）》	鼓励类：“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”；“…甲基三氯硅烷、三甲基氯硅烷等副产物综合利用…”。限制类：“新建初始规模小于20万吨/年、单套规模小于10万吨/年的甲基氯硅烷单体生产装置，10万吨/年以下（有机硅配套除外）和10万吨/年及以上、没有副产四氯化碳配套处置设施的甲烷氯化物生产装置”；“新建白炭黑（气相法除外）生产装置”。淘汰类：“1.5万吨/年以下普通级白炭黑生产装置”。	氨基硅油、气相白炭黑、特种单体及其聚合物（在研）、有机硅表面活性剂（在研）等均属于鼓励类	发改委	2013年02月、2019年10月

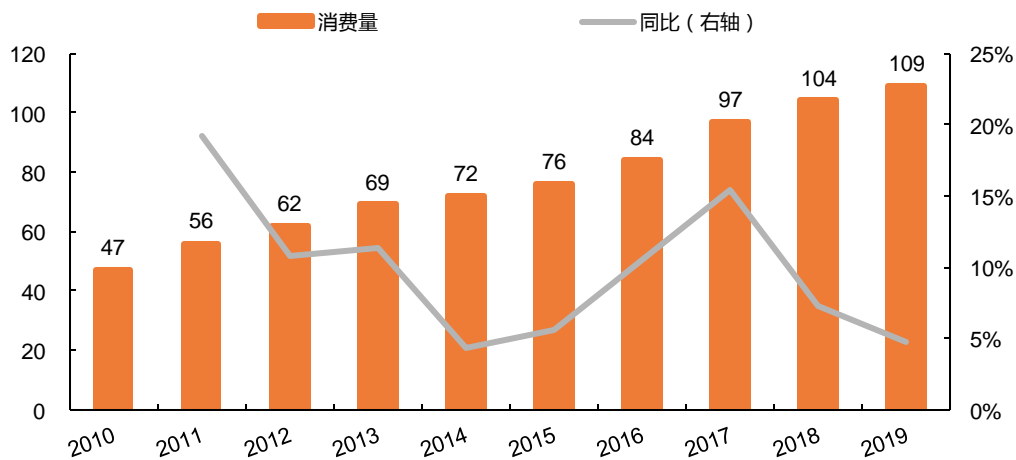
《新材料产业“十二五”发展规划》	巩固有机硅单体生产优势，大力发展硅橡胶、硅树脂等有机硅聚合物产品；重点建设山东淄博、浙江、江苏、江西九江、四川成都高性能硅材料基地。	有机硅单体及中间体，各类下游深加工产品	工信部	2012年1月
《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南(2011年度)》	“硅树脂、异戊橡胶、乙丙橡胶、硅橡胶材料及改性技术”被列为当前优先发展的高技术产业化重点领域。	各类硅橡胶和硅树脂产品	发改委、科技部等五部委	2011年6月
《中华人民共和国商务部公告2009年第31号》	自2009年5月28日起对原产于韩国和泰国的进口初级形态二甲基环体硅氧烷征收反倾销税，期限为5年。	-	商务部	2009年5月
《关于开展原材料工业技术改造重点专项工作的意见》	“高档硅树脂”、“功能性硅橡胶”、“新型硅油系列产品，中空玻璃用低透气率硅酮密封胶”等有机硅材料被列入原材料工业技术改造重点专项。	各类硅橡胶、硅油、硅树脂产品	工信部	2009年4月
《关于提高轻纺、电子信息等商品出口退税率的公告》	自2009年4月1日起，初级形状的聚硅氧烷、水解物或水解料、DMC出口退税率提高到13%。	有机硅中间体及各类下游深加工产品	财政部、国家税务总局	2009年3月
《中华人民共和国商务部2005年第123号公告》	自2006年1月16日起对原产于日本、美国、英国和德国的进口初级形态二甲基环体硅氧烷征收反倾销税，期限为5年。	-	商务部	2006年1月
《鼓励外商投资高新技术产品目录(2003)》	“有机硅及有机硅橡胶”被列入鼓励外商投资高新技术产品目录，鼓励加大投资，引进国外先进适用技术。	有机硅单体、中间体及各类下游深加工产品	科技部、商务部	2003年7月
《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录(2000年修订)》	“有机硅产品生产”被列为当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术。	有机硅单体、中间体及各类下游深加工产品	发改委	2000年8月

资料来源：招股说明书、相关部委、平安证券研究所

2.3 有机硅需求增速高于 GDP 增速，发展空间巨大

宏观上来看，近十余年我国的有机硅产品需求较为旺盛，需求量保持了快速增长。根据 SAGSI 统计数据，2019 年，我国有机硅折算聚硅氧烷表观消费量(包含产量+净进口)达 109 万吨，同比增长 4.81%；2010-2019 年，中国有机硅折算聚硅氧烷表观消费量从 47 万吨增加到 109 万吨，年均复合增速为 10%，远高于同期 GDP 增速，正常来讲有机硅表观需求量的长期增速介于 GDP 的 1-2 倍之间。

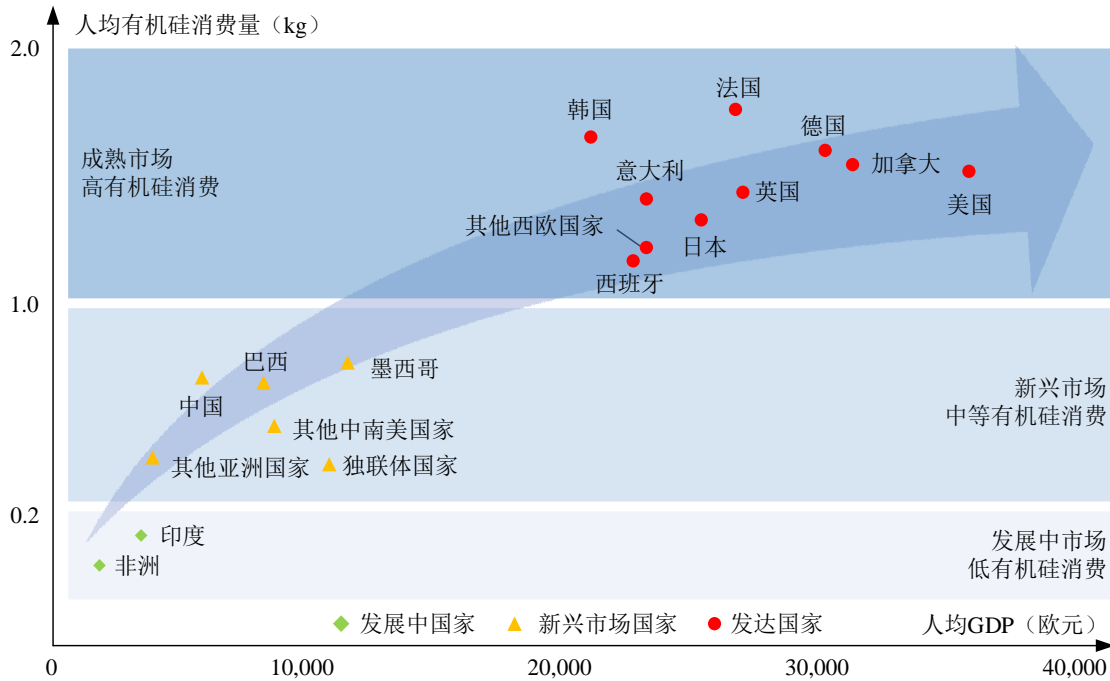
图表 11 2010-2019 年中国有机硅折算聚硅氧烷表观消费量 (万吨)



资料来源：SAGSI、平安证券研究所

统计资料显示，人均有机硅消费量与人均 GDP 水平基本呈正比关系，低收入国家有机硅需求增长对收入增长的弹性更大。目前中国等新兴市场国家人均有机硅消费量不足 1kg，而西欧、北美、日、韩等发达国家和地区已接近 2kg；未来随着经济的发展，新兴市场国家的有机硅消费需求仍有巨大增长潜力。

图表 12 全球各国人均有机硅消费水平



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

微观来看，随着国民经济的发展和人民生活水平的不断提高，有机硅产品在越来越多的领域展示其优越性能并发挥作用，逐步实现对传统材料的替代，应用范围不断扩大，中国的有机硅工业不仅支撑了国防军工、信息技术、高端装备制造、新能源、生物医学等战略性新兴产业的发展，而且也使我国的建筑、电器、纺织、个人护理、日用品、交通运输等领域用上了有机硅，从而对传统产业的技术进步和产品升级换代起到积极的推动作用。有机硅凭借其优异的性能，显示出其强大的生命力和广阔的发展前景。

图表 13 有机硅产品典型的应用场景和竞品材料

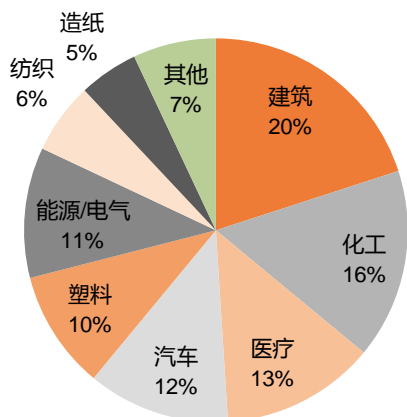
应用领域	主要应用环节及功能	主要产品	利用有机硅的主要性能	替代的主要传统材料
电子电器	各类胶黏剂、密封剂和灌封胶：	高温胶	粘结密封性	环氧树脂
	电子元器件的粘接固定	液体胶	耐高低温	聚氨酯
	电路的灌封保护		电气性能	
	硅胶按键、键盘贴、鼠标垫		拒水性	
汽车	各类密封、防水、减震材料：	高温胶	粘结密封性	普通橡胶
	耐高温胶管	液体胶	耐高低温	通用塑料
	汽车引擎密封、车灯密封	硅油	电气性能	聚氨酯
	密封件、密封条、减振组件		拒水性	
日用品	高级润滑油、刹车油、防震油			
日用品	各类家居日用品：	高温胶	耐高低温	普通橡胶

应用领域	主要应用环节及功能	主要产品	利用有机硅的主要性能	替代的主要传统材料
	高端家用厨具	液体胶	生理惰性	通用塑料
	婴儿奶嘴、奶瓶等母婴用品	硅油	润滑性	乳胶
	儿童玩具			
	成人用品			
个人护理	各类护理产品添加剂：	硅油	润滑性	天然油脂
	洗发护肤产品	中间体	疏水性	矿物油
	化妆品		柔软性	
	防晒产品			
纺织	各类纺织印染助剂：	硅油	润滑性	天然油脂
	织物的润滑、柔软、疏水、整理		柔软性	矿物油
	无纺布物的柔软剂		疏水性	聚乙烯乳液
	纱线与纺织机械的润滑剂		消泡性	
	印染消泡剂			
电子电器	各类胶黏剂、密封剂和灌封胶：	高温胶	粘结密封性	环氧树脂
	电子元器件的粘接固定	液体胶	耐高低温	聚氨酯
	电路的灌封保护		电气性能	
	硅胶按键、键盘贴、鼠标垫		拒水性	
	电器的绝缘、密封、减震等			
汽车	各类密封、防水、减震材料：	高温胶	粘结密封性	普通橡胶
	耐高温胶管	液体胶	耐高低温	通用塑料
	汽车引擎密封、车灯密封	硅油	电气性能	聚氨酯
	密封件、密封条、减振组件		拒水性	
	高级润滑油、刹车油、防震油			
日用品	各类家居日用品：	高温胶	耐高低温	普通橡胶
	高端家用厨具	液体胶	生理惰性	通用塑料
	婴儿奶嘴、奶瓶等母婴用品	硅油	润滑性	乳胶
	儿童玩具			
	成人用品			
个人护理	各类护理产品添加剂：	硅油	润滑性	天然油脂
	洗发护肤产品	中间体	疏水性	矿物油
	化妆品		柔软性	
	防晒产品			
纺织	各类纺织印染助剂：	硅油	润滑性	天然油脂
	织物的润滑、柔软、疏水、整理		柔软性	矿物油
	无纺布物的柔软剂		疏水性	聚乙烯乳液
	纱线与纺织机械的润滑剂		消泡性	
	印染消泡剂			

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

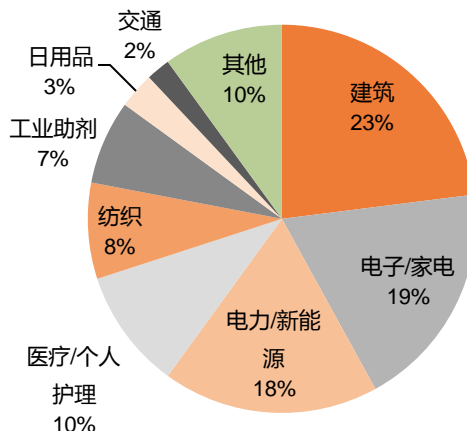
目前我国有机硅消费比例最大的是建筑、电子电器、电力和新能源、医疗及个人护理等领域。预计未来 5 年，在有机硅众多的下游应用领域中，建筑、电子电器、纺织、个人护理等仍将是有机硅材料的主要应用领域，光伏、新能源等节能环保产业对有机硅材料的市场需求将保持中高速增长，超高压和特高压电网建设、3D 打印、智能可穿戴设备及其他新兴领域将是有机硅材料未来的市场增长点和突破点之一。

图表14 全球有机硅下游应用 (2018)



资料来源: SAGSI、瓦克化学、百川资讯、平安证券研究所

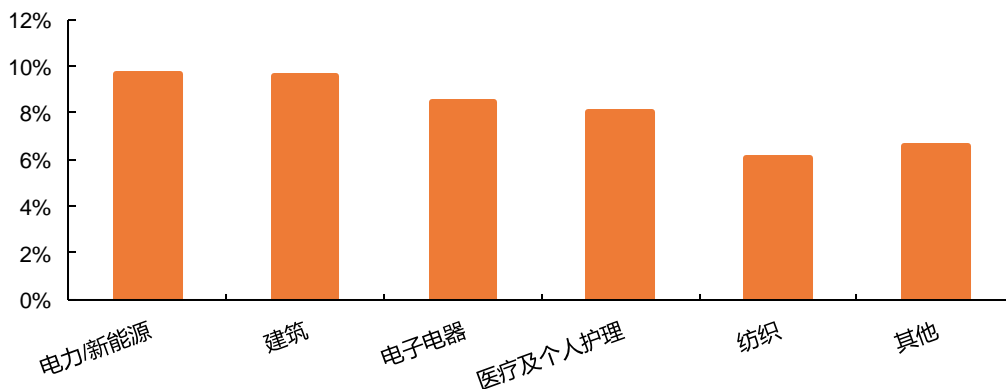
图表15 中国有机硅下游应用 (2019)



资料来源: SAGSI、瓦克化学、百川资讯、平安证券研究所

根据 SAGSI 预测, 2018 年-2023 年全球有机硅消费量将保持年均 5% 的增长速度, 中国聚硅氧烷的消费量将高于全球, 未来 5 年的增速年均大约为 8.4%, 其中各行业的增速如下, 增速最快的为电力和新能源行业, 主要受到新能源汽车密封胶、光伏密封胶等领域快速发展影响; 其次为建筑行业, 主要受到房地产行业的发展, 尤其是高层建筑玻璃幕墙使用量的增加影响, 其余电子电器、医疗、纺织等领域也将保持可观的年增速。

图表16 2018-2023 年有机硅需求增速预测 (分应用领域)



资料来源: SAGSI、平安证券研究所

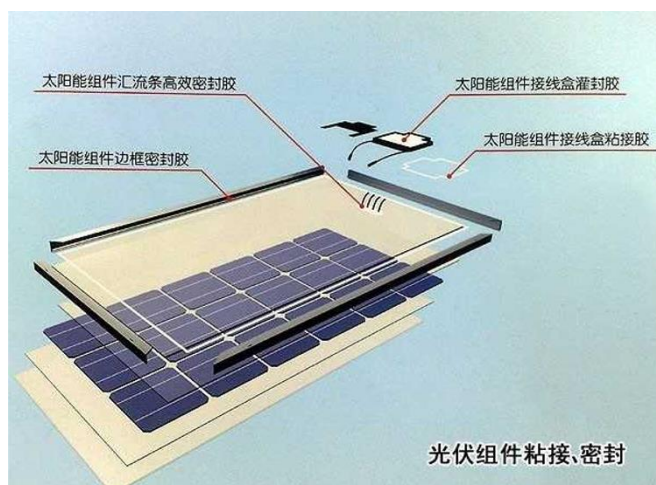
2.4 高景气大概率延续至 2022 年

有机硅行业兼具成长性和周期性, 其中新产品新应用的成长性较为突出 (如光伏密封胶), 而作为行业整体来看, 周期性较为突出。2009-2010 年国内有机硅迎来扩产潮, 随后行业连续六年产能过剩。2006-2016 年间, 有机硅行业产品价格波动下降, DMC 从 2006 年的 3 万元/吨下降至 1.27 万元/吨。2016-2018 年, 受产能增速放缓、需求恢复和海外竞争对手不可抗力等因素影响, 有机硅价格快速攀升, 与 2018 年达到阶段性高点。2018 年-2020 年, 中美贸易摩擦和疫情的爆发使得有机硅产品价格再次跌入谷底, 行业受到重创。2020 年 7 月份以来, 受经济复苏、海外供给收缩和货币宽松等因素影响, 有机

硅价格逐步恢复，目前 DMC 价格在 3 万元左右。我们认为当前有机硅价格处于历史较高水平，但没有达到 2018 年的最高点 34500 元左右，受供需面的影响，行业高景气度有望延续至 2022 年：

1) 需求端来看，房地产投资虽然增速放缓，但经济复苏主基调短期不会发生变化。尤其是双碳战略背景下新能源行业将迎来长期景气周期，以光伏行业为例，太阳能电池片是太阳能光伏发电系统的核心部件，层压后的太阳能电池片与铝合金边框的粘接与密封，接线盒与背材的粘接，接线盒的灌封及薄膜电池与金属背轨的结构粘接，是有机硅胶粘剂在太阳能电池中 4 个重要的使用部位。目前应用到光伏和新能源汽车行业的有机硅需求十分旺盛，我们光伏和新能源汽车用有机硅将长期保持高景气。

图表 17 有机硅在新能源行业中的应用

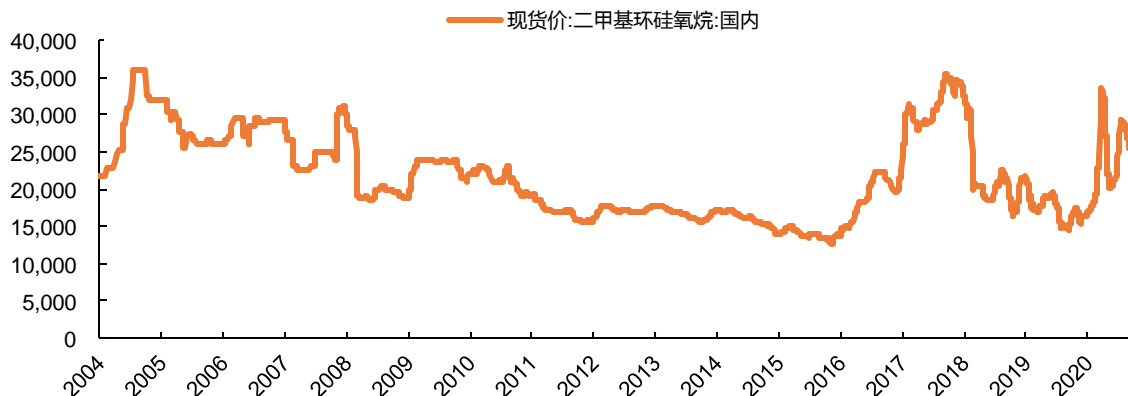


资料来源：Wind，平安证券研究所

2) 供给端来看，有机硅行业的进入壁垒越来越高，新增产能主要集中在当前的几大玩家手中，有利于有机硅行业保持合理的价格和利润。短期来看，目前云南电力供应和硅料价格上涨等因素依然存在，有机硅价格仍有较大的上行空间。

3) 从竞品来看，在化工品纷纷涨价的背景下，有机硅由于跟环氧树脂、聚氨酯和通用塑料橡胶存在替代关系，因此不太容易出现单独大幅跌价的可能。

图表 18 有机硅 DMC 价格走势（元/吨）



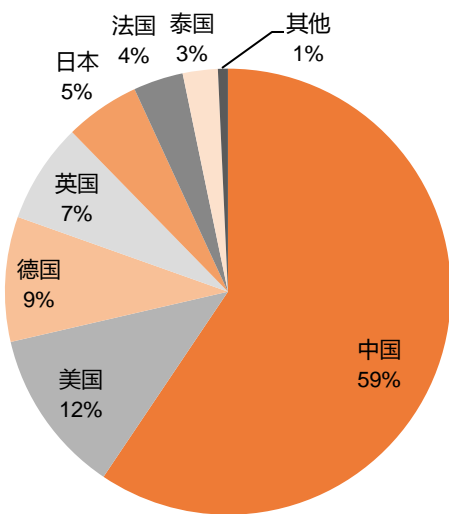
资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

三、新增产能集中在中国，募投项目助力公司成长

3.1 产能集中度不断提升，新增产能集中在中国

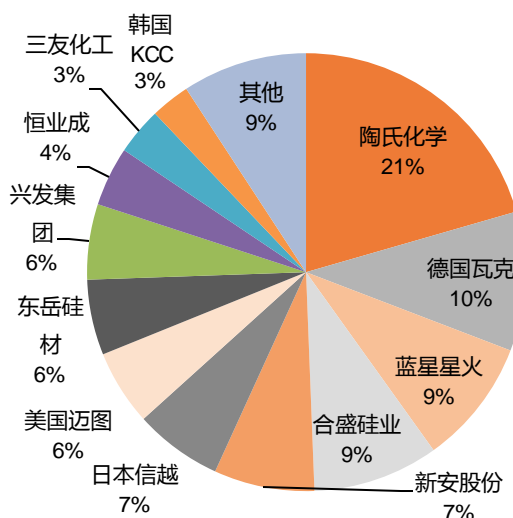
有机硅是典型的资金、技术密集型行业，长期以来为少数外国公司所垄断。自 21 世纪初以来，随着中国企业的崛起，国内有机硅的成本优势愈加凸显，市场格局逐步发生变化，中国企业在市场所占的比例快速提高。2019 年中国有机硅单体产能为 328 万吨(含外资和合资企业产能)，占全球有机硅单体产能的比重达 59%，位居全球第一位。全球聚硅氧烷产能主要分布在陶氏化学、德国万科、蓝星星火、合盛硅业等企业，目前公司的聚硅氧烷产能约占全球的 6%，新项目建成后，预计约占全球的 10%左右，进入全球前 5。

图表19 2020 年全球有机硅产能分布(单体)



资料来源：各公司公告、SAGSI，平安证券研究所

图表20 2019 年全球有机硅分企业拆分(DMC)



资料来源：各公司公告、SAGSI，平安证券研究所

截止 2021 年上半年，国内有机硅单体产能大约为 337.5 万吨，公司单体产能约占总产能的 9%，2021-2023 年国内大约还有 225 万吨的新增产能（包括公司的 30 万吨在建产能），预计 2023 年之后，公司产能约占国内总产能的 11%。

图表21 国内有机硅单体产能及新增产能列表(万吨)

生产企业	现有产能	新增产能	预计投产时间
陶氏张家港	40		
江西星火	50	20	2022 年
新安化工	50		
内蒙恒业成	24		
东岳硅材	30	30	2021 年年底
浙江合盛	18		
山东金岭	15		
唐山三友	20		
浙江中天	12	15	2022 年下半年
湖北兴发	34	40	2023 年中
鲁西化工	6.5		
四川合盛	18		
新疆合盛	20		

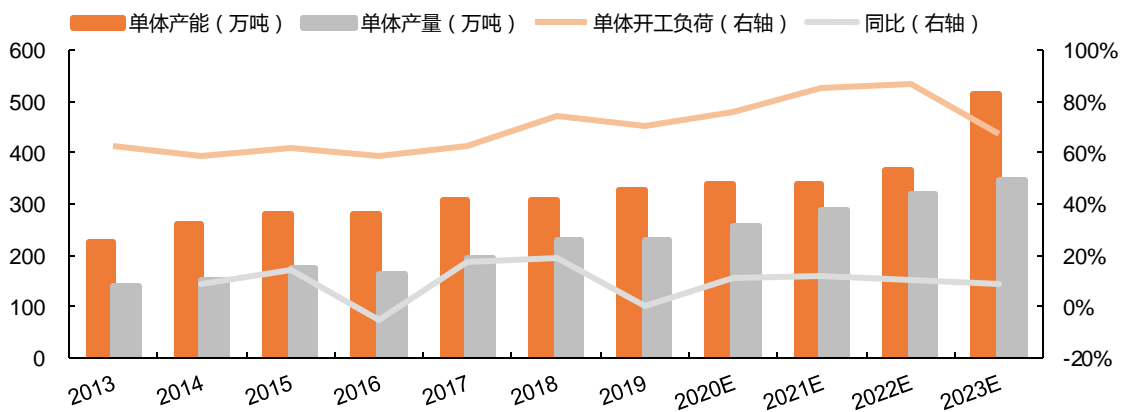
云南合盛	-	40	2022年下半年
恒星化学	-	20	2021年下半年
云南能投	-	40	待定
福建源岭	-	20	待定
合计	337.5	225	

资料来源：百川资讯、SAGSI、前瞻产业研究院、平安证券研究所

3.2 预计 2021-2023 年需求将保持较高速度增长，但新增产能将抑制价格

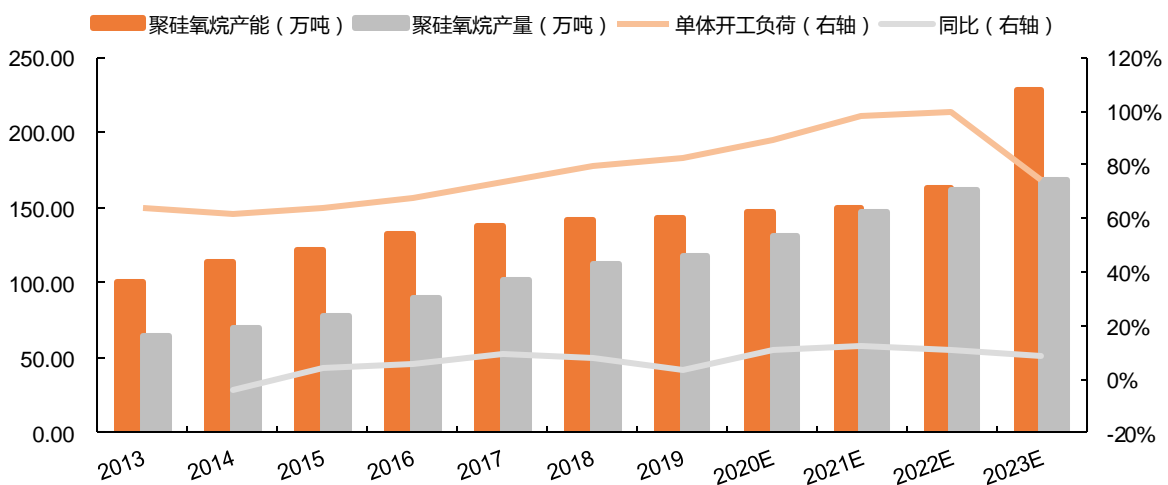
2016 年以来有机硅需求的增长驱动产量快速增长，而产能的增速慢于产量增速，开工负荷整体上行，预计 2022 年之前，中国有机硅需求将受疫情反弹消费等因素影响，保持较快速度增长，从而抵消产能增长带来的供给压力，开工负荷继续保持较高水平。2022 年下半年之后随着国内规划产能的大量增加，开工负荷短期回落。

图表 22 预计 2022 年前中国有机硅单体供需面持续向好



资料来源：百川资讯、SAGSI、前瞻产业研究院、平安证券研究所

图表 23 预计 2022 年前中国聚硅氧烷供需面持续向好



资料来源：百川资讯、SAGSI、前瞻产业研究院、平安证券研究所

3.3 公司募投项目即将投产，预计将大幅增加公司盈利能力

目前公司正在建设募投项目，即 30 万吨/年有机硅单体及 20 万吨/年有机硅下游产品深加工项目，该项目建成达产后，公司有机硅单体总产能将达到 60 万吨/年（折聚硅氧烷约 28.2 万吨/年）。按同行业企业现有产能计算，到 2021 年底，公司聚硅氧烷产能规模有望进入全球前五位。

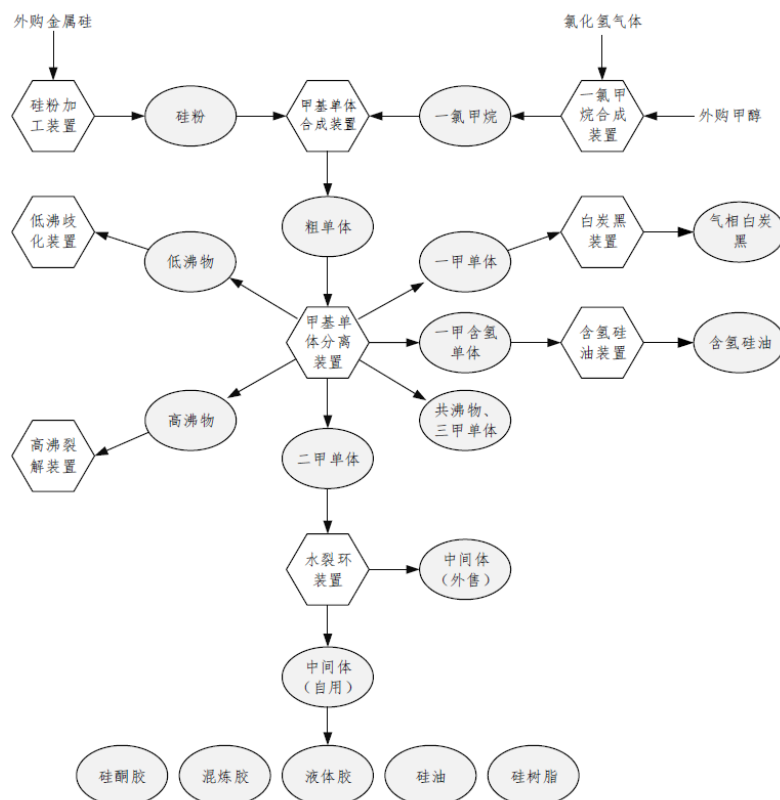
图表 24 公司募投项目主要建设内容（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	拟投入募集资金金额
1	30 万吨/年有机硅单体及 20 万吨/年有机硅下游产品深加工项目	298,074.02	160,584.85
2	有机硅单体装置节能环保技改项目	49,800.00	30,000.00
3	有机硅研发中心项目	20,000.00	8,000.00
合计		367,874.02	198,584.85

资料来源：公司公告、平安证券研究所

相比于现有装置，募投项目通过改进和优化设计，单套产能规模、产品质量、工艺技术及自动化控制、节能环保、下游深加工产品品类等方面均有显著提高。根据公司测算，达产后年税后净利润可达 5.8 亿元，税后内部收益率为 23.07%。

图表 25 公司募投项目的主要工艺流程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测和投资建议

核心假设：1) 有机硅产品受供需面的影响，仍有较大的上行空间，我们假设 2021 年 DMC 的均价为 27000 元/吨，2022 年预计前高后低（2022 年下半年几套新增产能的影响）但年度均价也为 27000 元/吨；2) 公司募投项目按期投产，单体大约为 2021 年底，深加工产品陆续投产，2022 年一季度全部投完；3) 单吨产品的加工费用基本稳定。

基于以上的假设，我们预计 2021-2023 年，公司主营业务的营收增长率分别为 55.0%、80.5%、13.5%，总营收的同比增长率为 55.0%、80.5%、13.5%，营业收入分别为 38.81、70.04 和 79.51 亿元，毛利率分别为 39.4%、33.9%和 33.6%，公司各项业务增速及毛利率假设如下表所示。

图表26 公司主营业务盈利预测（亿元）

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
107 胶	营收	15.35	11.96	12.26	19.01	34.31	38.94
	YOY%		-22.1%	2.5%	55.0%	80.5%	13.5%
	成本	9.55	8.72	9.09	10.51	21.12	24.11
	毛利	5.80	3.24	3.17	8.49	13.19	14.83
	毛利率	37.8%	27.1%	25.9%	44.7%	38.4%	38.1%
110 生胶	营收	4.85	3.87	3.85	5.97	10.77	12.23
	YOY%		-20.2%	-0.5%	55.0%	80.5%	13.5%
	成本	3.11	2.98	2.90	3.43	6.83	7.80
	毛利	1.74	0.89	0.95	2.54	3.94	4.43
	毛利率	35.9%	23.0%	24.7%	42.5%	36.6%	36.2%
硅油	营收	3.17	2.67	2.59	4.02	7.25	8.23
	YOY%		-15.8%	-3.0%	55.0%	80.5%	13.5%
	成本	2.28	2.06	2.07	2.63	5.09	5.80
	毛利	0.89	0.61	0.52	1.39	2.16	2.43
	毛利率	28.1%	22.8%	20.1%	34.6%	29.8%	29.5%
混炼胶	营收	2.31	1.92	2.50	3.88	7.00	7.94
	YOY%		-16.9%	30.2%	55.0%	80.5%	13.5%
	成本	1.62	1.61	1.98	2.49	4.84	5.52
	毛利	0.69	0.31	0.52	1.39	2.16	2.43
	毛利率	29.9%	16.1%	20.8%	35.8%	30.8%	30.5%
气相白炭黑	营收	1.66	1.19	0.88	1.36	2.46	2.80
	YOY%		-28.3%	-26.1%	55.0%	80.5%	13.5%

	成本	0.60	0.46	0.82	1.20	2.21	2.52
	毛利	1.06	0.73	0.06	0.16	0.25	0.28
	毛利率	63.9%	61.3%	6.8%	11.7%	10.1%	10.0%
硅酮胶	营收		0.31	0.37	0.57	1.04	1.18
	YOY%		-	19.4%	55.0%	80.5%	13.5%
	成本		0.25	0.28	0.36	0.70	0.80
	毛利		0.06	0.09	0.21	0.33	0.37
	毛利率		19.4%	24.3%	37.3%	32.0%	31.7%
中间体	营收	3.47	3.20	0.89	1.38	2.49	2.83
	YOY%		-7.8%	-72.2%	55.0%	80.5%	13.5%
	成本	2.14	2.12	0.65	0.77	1.54	1.75
	毛利	1.33	1.08	0.24	0.61	0.95	1.07
	毛利率	38.3%	33.8%	27.0%	44.5%	38.3%	37.9%
其他主营业务	营收	3.01	2.05	1.54	2.39	4.31	4.89
	YOY%		-31.9%	-24.9%	55.0%	80.5%	13.5%
	成本	2.06	1.56	1.53	2.33	4.23	4.80
	毛利	0.95	0.49	0.01	0.05	0.08	0.09
	毛利率	31.6%	23.9%	0.6%	2.2%	1.9%	1.9%
总计	营收	33.82	27.17	24.88	38.57	69.62	79.03
	YOY%		-19.66%	-8.4%	55.0%	80.5%	13.5%
	成本	21.36	19.76	19.32	23.72	46.56	53.10
	毛利	12.46	7.41	5.56	14.85	23.06	25.93
	毛利率	36.8%	27.3%	22.3%	38.5%	33.1%	32.8%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

预计公司 2021-2023 年的归母净利分别是 10.11、14.77、16.57 亿元，对应的 EPS 分别为 0.84、1.23、1.38 元，对应的 PE 分别为 26.1、17.9、16.0 倍。

国内有机硅行业上市公司当前的 PE-ttm 均值为 29 倍，PE2021 预期为 22 倍，我们认为东岳硅材募投项目建成后公司规模和业务量将大幅增长，如果行业景气度不出现大幅下滑，业绩预计也大概率大幅增长；且募投项目投产后，公司在单体和深加工产品上实力都将大增。综合考虑我们给与公司 30 倍 PE，结合 2022 年的盈利预测，预计 2022 年目标市值 443 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表27 可比公司的盈利和估值（收盘价和 EPS：元/股）

代码	公司	收盘价		EPS			PE				
		8/19	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	TTM	2021E	2022E	2023E
300019.SZ	硅宝科技	23.55	0.51	0.71	0.96	1.24	45.8	41.3	33.0	24.5	19.1
300041.SZ	回天新材	18.56	0.51	0.71	0.88	1.08	36.7	33.6	26.2	21.2	17.2
603155.SH	新亚强	51.43	1.01	1.85	2.51	3.32	50.8	36.6	27.8	20.5	15.5
605399.SH	晨光新材	37.39	0.69	1.64	1.99	2.40	53.9	29.3	22.8	18.8	15.6
600596.SH	新安股份	28.95	0.71	2.00	2.09	2.24	40.5	27.7	14.5	13.8	12.9
600409.SH	三友化工	13.38	0.35	1.33	1.49	1.68	38.5	18.1	10.0	9.0	7.9
603260.SH	合盛硅业	134.57	1.31	3.22	3.80	4.46	102.9	43.4	41.7	35.4	30.2
000830.SZ	鲁西化工	18.40	0.43	2.29	2.42	2.69	42.5	10.8	8.1	7.6	6.8
600141.SH	兴发集团	29.99	0.56	1.94	2.16	2.48	53.8	20.6	15.5	13.9	12.1
002211.SZ	宏达新材	3.92	0.12				32.2	33.3			
002909.SZ	集泰股份	6.25	0.30				20.8	20.4			

资料来源：Wind、平安证券研究所

五、风险提示

- 1) 需求增速下滑风险：有机硅下游需求受到房地产、基建、汽车、电子、光伏、医疗、厨卫用品、儿童玩具等行业景气度的影响，上述行业景气度下滑将会影响有机硅的需求增速；
- 2) 价格下跌风险：有机硅单体及深加工产品的价格是影响有机硅企业盈利的重要因素，产品的价格受金属硅料、下游需求、行业产能增速、行业政策等因素的影响，如果价格大幅下跌将会影响企业盈利；
- 3) 竞争加剧风险：有机硅产能目前主要集中在全球 10 多家企业手里，如果未来龙头企业扩能过多，将会造成行业竞争加剧的风险；此外，有机硅与其他几种材料在某些领域存在竞品的关系，如果竞品性价比提升，也会影响有机硅行业的盈利；
- 4) 在建项目进度不及预期：公司在建 30 万吨单体及 20 万吨深加工产品项目，如果项目进展不及预期将会影响公司盈利预期；
- 5) 环保安全风险：有机硅是化工行业之一，安全环保风险是影响企业正常运营的重要风险因素之一。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E
流动资产	3120	3994	5547	6904
现金	2004	2711	3757	4964
应收票据及应收账款	229	335	604	686
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	1	1	1	1
存货	183	243	479	547
其他流动资产	702	703	706	707
非流动资产	1379	1228	1069	902
长期投资	0	0	0	0
固定资产	713	642	564	478
无形资产	191	159	127	95
其他非流动资产	475	426	378	329
资产总计	4498	5221	6616	7807
流动负债	394	468	916	1044
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	325	356	701	799
其他流动负债	69	112	215	245
非流动负债	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26
负债合计	419	494	941	1070
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1200	1200	1200	1200
资本公积	2107	2107	2107	2107
留存收益	772	1420	2368	3430
归属母公司股东权益	4079	4727	5675	6737
负债和股东权益	4498	5221	6616	7807

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E
经营活动现金流	210	1061	1563	1786
净利润	281	1015	1481	1661
折旧摊销	121	151	159	166
财务费用	-14	-8	-11	-15
投资损失	-18	0	0	0
营运资金变动	-183	-92	-61	-22
其他经营现金流	23	-4	-4	-4
投资活动现金流	-952	0	0	0
资本支出	167	0	0	0
长期投资	-800	0	0	0
其他投资现金流	-319	0	0	0
筹资活动现金流	1681	-355	-519	-579
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	1681	-355	-519	-579
现金净增加额	939	707	1045	1207

利润表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	2503	3881	7004	7951
营业成本	1931	2353	4632	5283
税金及附加	9	21	38	44
营业费用	75	99	179	203
管理费用	47	133	241	273
研发费用	186	154	277	315
财务费用	-14	-8	-11	-15
资产减值损失	-1	-3	-5	-5
信用减值损失	0	-0	-0	-1
其他收益	11	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	18	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	297	1131	1647	1847
营业外收入	14	6	6	6
营业外支出	5	15	15	15
利润总额	306	1122	1639	1838
所得税	25	110	161	181
净利润	281	1011	1477	1657
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	281	1011	1477	1657
EBITDA	412.41	1264.45	1785.95	1988.98
EPS (元)	0.23	0.84	1.23	1.38

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	-8.4	55.0	80.5	13.5
营业利润(%)	-44.0	280.3	45.7	12.1
归属于母公司净利润(%)	(49.3)	260.2	46.1	12.2
获利能力				
毛利率(%)	22.8	39.4	33.9	33.6
净利率(%)	11.2	26.1	21.1	20.8
ROE(%)	6.9	21.4	26.0	24.6
ROIC(%)	19.6	66.6	92.3	91.1
偿债能力				
资产负债率(%)	9.3	9.5	14.2	13.7
净负债比率(%)	-49.1	-57.4	-66.2	-73.7
流动比率	7.9	8.5	6.1	6.6
速动比率	7.5	8.0	5.5	6.1
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	1.1	1.0
应收账款周转率	24.3	49.8	49.8	49.8
应付账款周转率	5.95	6.61	6.61	6.61
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.84	1.23	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.88	1.30	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.94	4.73	5.61
估值比率				
P/E	94.2	26.1	17.9	16.0
P/B	6.5	5.6	4.7	3.9
EV/EBITDA	57.89	18.43	12.64	10.79

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033