

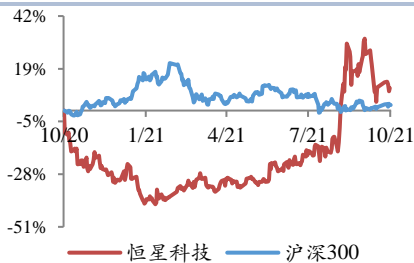
前瞻布局有机硅项目，双轮驱动蓄势待发

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-10-15

收盘价(元)	5.18
近12个月最高/最低(元)	6.21/2.76
总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,254
流通股比例(%)	99.77
总市值(亿元)	65
流通市值(亿元)	65

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001
邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052
邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014
邮箱：wengjm@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049
邮箱：wangyaqi@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 金属制品业务稳步发展，有机硅项目持续推进，产品线多点开花。

公司为传统金属材料生产企业，主营产品隶属于国家七大战略性新兴产业新材料领域，具体包括应用于电力电缆的镀锌钢丝、镀锌钢绞线，应用于高速铁路、高速公路等基础设施建设的预应力钢绞线，应用于汽车领域的子午轮胎用钢帘线，以及应用于光伏领域的晶体硅片切割用金刚线等。受益于国内新基建布局，公司传统金属制品业务稳步增长，为新项目拓展提供稳定现金流；随着四季度有机硅项目的试车生产，公司将形成金属制品+化工新材料的双主业发展格局。

● 金属制品：传统业务经营稳健，贡献稳定现金流。

公司所生产的传统金属制品包括钢帘线、钢绞线以及金刚线等，**钢帘线以及钢绞线贡献主要的毛利，两大业务毛利占比高达 86.50%**。其中，钢帘线可作为子午轮胎的骨架材料，伴随汽车新增产量特别是新能源车新车轮胎配套以及旧车轮胎替换市场需求，钢帘线需求稳中有升；钢绞线具体可分为预应力钢绞线、电力用镀锌钢绞线等，应用于高速公路、高速铁路等基础设施建设以及电力和电网建设等，公司产品有望充分受益于国内基建的快速发展以及“一带一路”政策的持续推进。

金刚线业务：行业格局优化，公司量价齐升进入快速发展通道。①全球光伏新装机预期提升，金刚线需求市场不断扩容，假设每 GWh 对应 2.5 亿米金刚线消耗，2025 年全球金刚线消耗将达到 9250 万公里，2021-2025 年 CAGR18%。②随着落后产能的逐渐出清，金刚线行业回归有序发展，单位产品盈利能力修复显著。③产能规划方面，公司金刚线产品原 600 万公里涉及产能已经达产，未来将达到 1600 万公里，业绩有望实现稳步增长。

● 有机硅：积极布局高景气赛道，有机硅项目成为新的业绩增长点。

公司 2018 年成立内蒙古恒星化学有限公司，投资 21 亿建设“年产 12 万吨高性能有机硅聚合物项目”，主要产品包括 DMC、107 胶等。伴随着项目 2021 年年底正式实现试车生产，公司将形成金属制品+化工新材料的双主业发展格局。我国目前是有机硅生产和消费大国，经过行业整合出清及生产技术和工艺管理方面的提升，国内有机硅行业已积攒充分研发和实践经验，公司 18 年布局建设有机硅项目，具备充分的后发优势。此外，该项目建设在鄂尔多斯市，生产成本优势突出，蒙西平均上网电价较全国低约 110 元/千千瓦时，生产园区内也有丰富甲醇和盐酸等原材料配套，可实现就近取材。

● 投资建议

公司为金属制品领域的专业生产企业，传统钢绞线业务增长稳健提供充沛现金来源，金刚线扩产以及有机硅新建项目的有序推进，均为公司业绩提升增添新亮点。我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 33.36/80.47/88.62 亿元，实现归母净利润 2.49/9.85/11.69 亿元，当前股价对应 PE 分别为 26.1、6.6、5.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

有机硅项目投产不及预期；金属制品下游应用领域，包括光伏、电力电网投资以及基建等领域需求不及预期；原材料价格波动。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2833	3336	8047	8862
收入同比 (%)	-16.3%	17.8%	141.2%	10.1%
归属母公司净利润	122	249	985	1169
净利润同比 (%)	44.2%	103.7%	295.3%	18.7%
毛利率 (%)	13.3%	16.4%	21.4%	22.6%
ROE (%)	4.4%	8.2%	24.5%	22.5%
每股收益 (元)	0.00	0.20	0.78	0.93
P/E	33.30	26.13	6.61	5.57
P/B	1.50	2.15	1.62	1.25
EV/EBITDA	14.14	22.16	7.16	5.33

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 把握新材料发展机遇，实现双主业协同发展.....	5
2 “现金牛业务”提供公司拓业所需稳定现金流.....	5
3 光伏用晶体硅片切割用金刚线业务产能超翻倍扩张，助力业绩高增.....	8
看点一：光伏新装机预期提升，金刚线需求市场不断扩容.....	9
看点二：落后产能出清，行业盈利水平显著恢复.....	9
看点三：远期产能有增量，助力公司业绩稳步增长.....	9
4 有机硅项目投产在即，实现二次飞跃.....	10
4.1 有机硅是什么？.....	10
4.2 本轮有机硅涨价动因何在？.....	11
4.3 恒星化学有机硅项目投产在即，打开企业盈利空间.....	14
首次覆盖，给予“买入”评级.....	16
风险提示：.....	18
财务报表与盈利预测.....	19

图表目录

图表 1 2017 年公司产品毛利占比 (%)	5
图表 2 2020 年公司产品毛利占比 (%)	5
图表 3 2020-2025 年国内汽车产量情况 (万辆, %)	6
图表 4 2011-2020 年中国汽车保有量及同比 (亿辆, %)	6
图表 5 子午线轮胎 (左) 和斜交轮胎 (右) 的结构差异	7
图表 6 国内汽车月度产量及同比 (万辆, %)	8
图表 7 国内累计电网投资完成额及同比 (亿元, %)	8
图表 8 国内光伏装机量及同比 (GW, %)	8
图表 9 国内手机及笔记本电脑产量及同比 (万台, %)	8
图表 10 全球光伏新增装机量 (GW)	9
图表 11 金刚线市场空间及公司市占率 (万公里, %)	9
图表 12 2017-2021H1 公司金刚线毛利率 (%)	10
图表 13 公司金刚线产能拓展情况 (万吨)	10
图表 14 有机硅产业链	11
图表 15 DMC 市场均价 (元/吨)	11
图表 16 金属硅市场均价 (元/吨)	11
图表 17 有机硅生产原材料成本结构	12
图表 18 原材料甲醇及盐酸价格走势 (元/吨)	12
图表 19 有机硅行业成本走势 (元/吨)	12
图表 20 有机硅行业毛利 (元/吨)	12
图表 21 有机硅进出口情况 (元/吨)	13
图表 22 国内有机硅表观消费量 (吨)	13
图表 23 2019 年国内有机硅行业市场结构	13
图表 24 2021 年第 36 周有机硅厂家检修情况	14
图表 25 内蒙古电力成本优势 (元/千千瓦时)	15
图表 26 蒙西和华东地区的甲醇成本比较 (元/吨)	15
图表 27 公司业绩拆分	16

1 把握新材料发展机遇，实现双主业协同发展

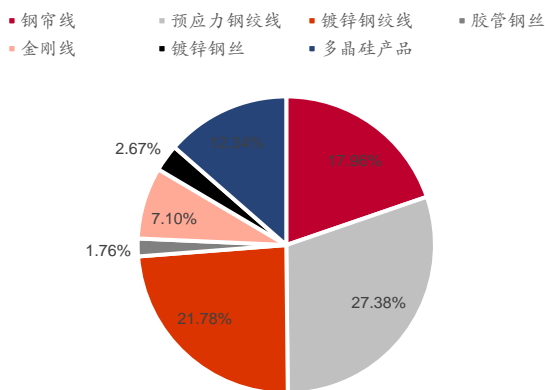
河南恒星科技股份有限公司是一家专注于金属制品类产品的生产制造商，公司成立初期以生产镀锌钢丝、镀锌钢绞线为主，2003年拓展子午轮胎用钢帘线，2016年通过非公开发行方式进军光伏产业链，建设年产600万KM超精细金刚线生产项目；2018年底公司成立内蒙古恒星化学有限公司，主营有机硅的生产与销售，该项目计划于2021年四季度试产，公司业务将实现二次腾飞。截至目前，多年的生产经营使得公司积累充足且稳定的上下游商业关系，主营产品均隶属于国家七大战略性新兴产业新材料领域，具体包括应用于电力电缆的镀锌钢丝、镀锌钢绞线、应用于高速铁路、高速公路等基础设施建设的预应力钢绞线；应用于汽车领域的子午轮胎用钢帘线；以及应用于光伏领域的晶体硅片切割用金刚线等。

从国内看，我国正处于战略转型期，对于新材料的战略需求更为突出，为了抓住新材料产业的机遇，持续增强公司核心竞争力，恒星科技一方面通过持续的研发投入，推进生产装备技改以及工艺升级，实现产线的快速扩张以及拓宽产品应用领域。其中，①公司金刚线项目产能预计将从目前600万公里扩张到1600万公里，产能规模实现质的飞跃。②公司提前布局有机硅项目，恒星化学“年产12万吨高性能有机硅聚合物项目”于2018年年底立项，预计于2021年四季度正式试产。有机硅项目正式达产后，贡献新的利润增长点，同时公司将形成以金属制品和化工新材料为双主业的发展格局。

2 “现金牛业务”提供公司拓业所需稳定现金流

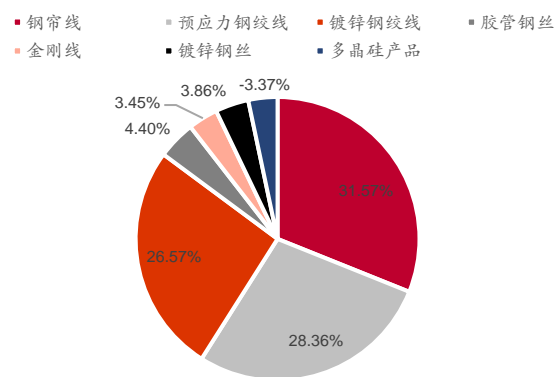
从产品结构上看，钢帘线以及钢绞线为公司主要的营收以及毛利来源，2020年，两大业务实现毛利3.25亿，受疫情影响虽同比下降25.90%，但依旧为公司业务的主要现金流贡献力量，毛利合计占比高达86.50%。其中，2020年钢帘线业务毛利占比为31.57%，较2017年提升13.61pct；预应力钢绞线以及镀锌钢绞线业务毛利合计占比为54.93%，较2017年提升5.77pct。随着公司有机硅项目的逐步投产，预计2021年全年占比将有所降低，但两大业务板块整体毛利水平预计仍会维持高位，仅2021年上半年实现毛利2.02亿元，创下历史最好盈利水平，同比大增130.32%。

图表 1 2017 年公司产品毛利占比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 2020 年公司产品毛利占比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司主营产品之一**钢帘线**是子午轮胎的骨架材料，主要原料为盘条，通过对其进行一定工艺处理，形成具有特殊用途的、规格不同的丝绳。由于采用钢帘线作为骨架材料的子午轮胎具有使用寿命长、速度快、耐穿刺、弹性好、安全舒适、节约燃料等优点，因而子午轮胎成为汽车工业和高速公路的伴生物。

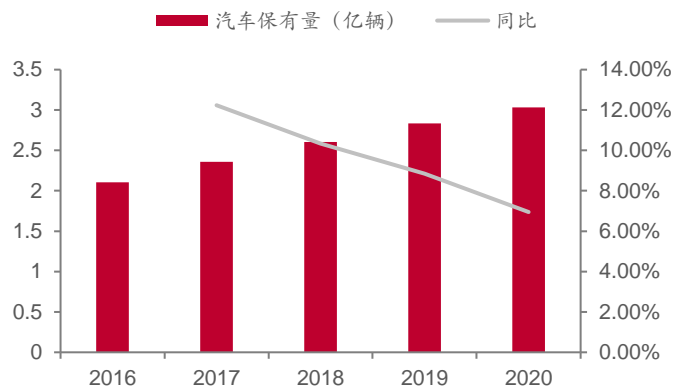
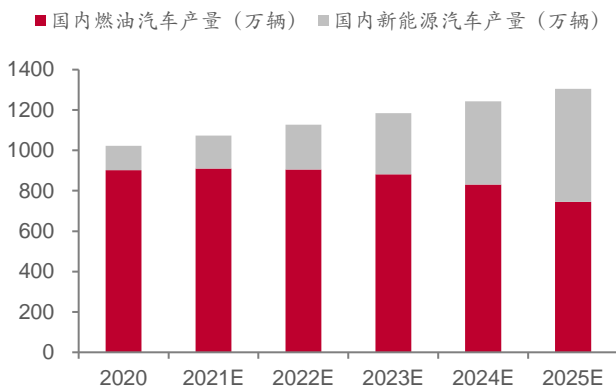
汽车外胎通常由胎冠、帘布层、缓冲侧以及胎圈构成，其中，帘布层是外胎的骨架，用以保持外胎的形状和尺寸。而用于制造骨架的生产材料，传统的斜交胎是用纤维作为骨架材料，而新型的子午线轮胎则选用钢帘线作为骨架材料。子午线轮胎又可以分为全钢型和半钢型，全钢结构是将带束层和胎体均采用钢帘线作为骨架材料，而半钢子午线轮胎仅带束层采用钢帘线、胎体采用纤维作为骨架材料。具体应用方面，轿车和轻型卡车一般使用半钢子午线轮胎，载重型卡车、工程机械车采用全钢子午线轮胎。

下游市场需求主要来源于两个方面：

- ① **新车新增需求（对应配套胎市场）：**其中又以新能源汽车为主。根据我们的测算，2025年国内传统汽车产量将达到1305万辆，2021-2025年CARG为5%，其中2025年国内新能源汽车产量将突破560万辆，2021-2025年CARG为36%，新能源汽车在政策以及市场的双重支持下实现快速飞跃，同时，由于新能源汽车对于钢帘线有更高的技术要求，进而促进钢帘线质和量的稳步提升。
- ② **旧车更换需求（对应替换胎市场）：**我国机动车保有量呈现每年逐年增加的态势，2020年，国内汽车保有量超3亿辆，同比增6.95%，其中私人轿车达到1.47亿辆，同比增7.10%。随着保有规模的不断扩大，即便增速有所下滑，但依旧为轮胎替换市场以及上游钢帘线生产企业贡献客观的市场需求空间。

图表 3 2020-2025 年国内汽车产量情况（万辆，%）

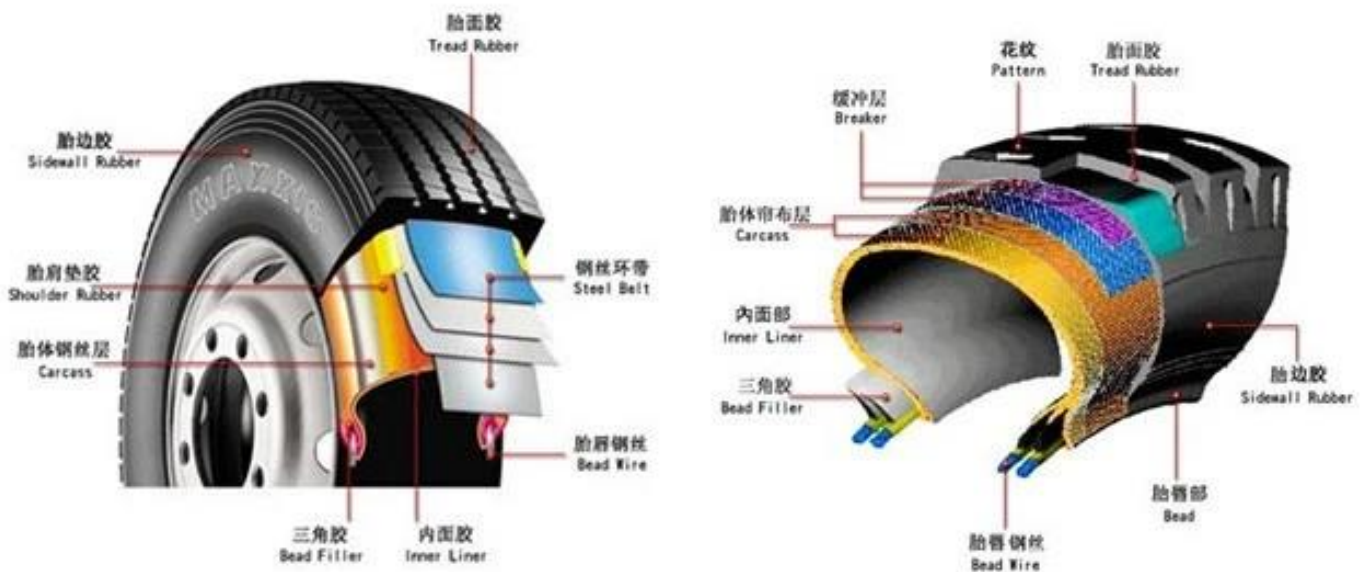
图表 4 2011-2020 年中国汽车保有量及同比（亿辆，%）



资料来源：IDC，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 子午线轮胎 (左) 和斜交轮胎 (右) 的结构差异



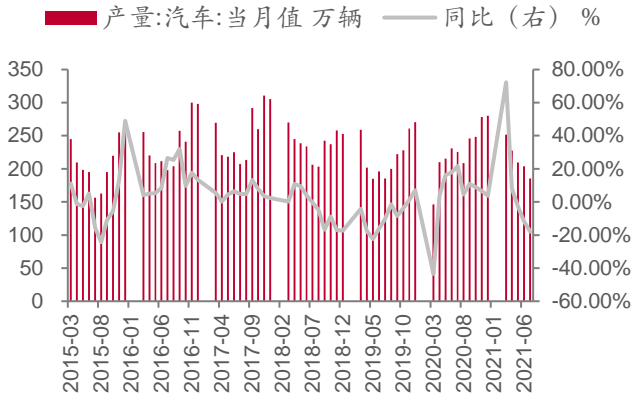
资料来源：汽车之家，华安证券研究所

钢绞线方面，按照用途可以区分为预应力钢绞线、电力用镀锌钢绞线以及不锈钢绞线，其中，

1) 镀锌钢绞线：将多根镀锌钢丝线绞合在一起形成的钢铁制品，公司的镀锌钢丝、镀锌钢绞线可以直接作为电力电缆的核心骨架材料，直接服务于电力和电网建设及其改造更新。在最新的“十四五”纲要中，提到了优化国内能源结构、提高新能源比重，建设智慧电网和超远距离电力输送网等指导意见，随着国家电网建设力度的不断加大，镀锌钢丝、镀锌钢绞线产品也将迎来新的发展机遇。

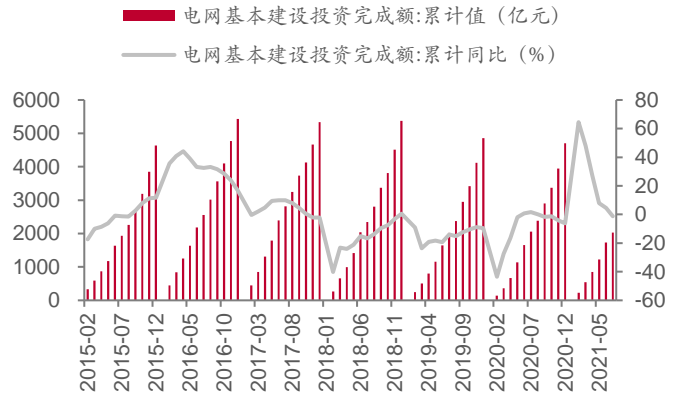
2) 预应力钢绞线：主要应用于高速公路、铁路等基础设施建设领域。公路桥梁建设、西部地区基础设施建设等的建设规模的不断扩大，将为预应力钢绞线产品创造较大的需求空间。铁路方面，根据国家发展改革委、交通运输部、中国铁路总公司印发《中长期铁路网规划》，到 2020 年，我国铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市；到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里；到 2030 年铁路网规模达到 20 万公里左右，其中高速铁路 4.5 万公里，基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。同时，“一带一路”建设也带动桥梁、隧道和城际高铁等基础设施建设的发展。随着国内基建的快速发展叠加“一带一路”的持续推进，公司预应力钢绞线产品也将不断收益，目前预应力钢绞线产品已应用于郑万高铁、鲁南高铁、合安高铁、银西高铁、太焦高铁等线路，上述高铁线路总里程达到 2452 公里以上。未来，公司将抓紧基建投资机遇，其中，西南地区作为基建投资的重点区域之一，对于轨道交通、桥梁等需求较为集中，公司计划将该区域作为重点业务拓展方向之一，扩大市场空间，稳固龙头地位。

图表 6 国内汽车月度产量及同比 (万辆, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 国内累计电网投资完成额及同比 (亿元, %)

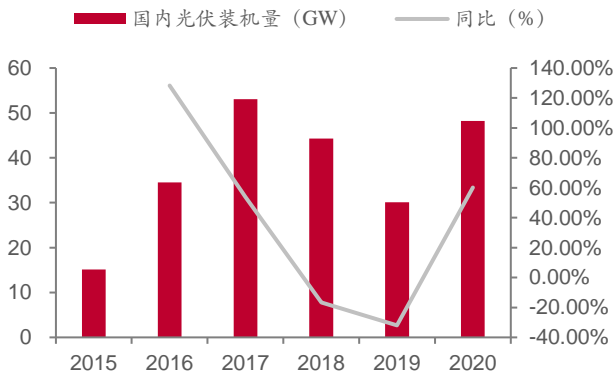


资料来源: wind, 华安证券研究所

3 光伏用晶体硅片切割用金刚线业务产能超翻倍扩张, 助力业绩高增

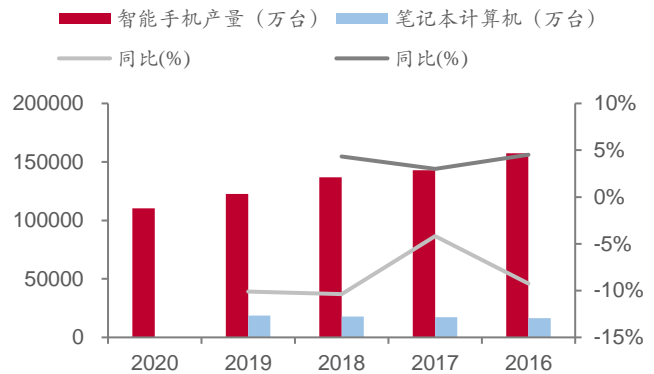
光伏用金刚线需求空间大, 新材料切割锦上添花。金刚线由于具备切割效率高、出片率高一级环节污染小等特点, 被广泛应用于太阳能硅片、蓝宝石等新型材料的切割; 进而, 材料需求与光伏行业的发展、蓝宝石的应用以及新型材料加工等密切相关。①光伏方面, 根据中国光伏业协会预计, “十四五”期间国内光伏年均新增装机量或将在 70-90GW 之间, 随着光伏装机量的快速增长, 金刚线为耗材, 以每 GW 装机量对应 25 万公里的金刚线测算, 未来金刚线市场需求依旧广阔; ②随着 3C 产品性能的快速提升, 更多的蓝宝石应用于高端智能手机前后盖板及摄像头镜片、平板电脑摄像头防护镜片和指纹识别保护镜片等领域, 对于产品的精细化切割有较高的标准, 不仅对金刚线的品质提出更高要求, 同时也带来较大的市场需求空间。

图表 8 国内光伏装机量及同比 (GW, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 国内手机及笔记本电脑产量及同比 (万台, %)

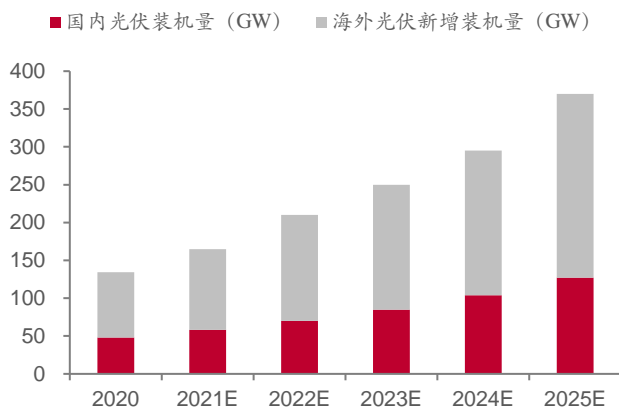


资料来源: wind, 华安证券研究所

看点一：光伏新装机预期提升，金刚线需求市场不断扩容

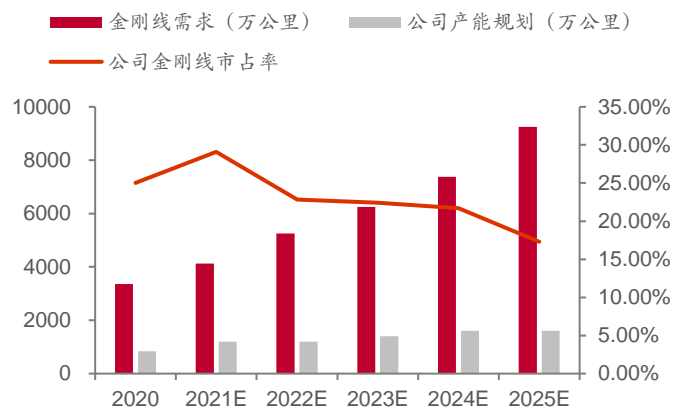
金刚线主要应用在太阳能硅片以及蓝宝石等的新材料切割，而金刚线市场需求增长主要依赖于下游光伏新增装机需求。世界各国纷纷提出碳中和目标，加快推进全球能源结构调整，光伏以及风力发电的能源占比不断提升，光伏新增装机需求超预期增加。我们预期 2021-2025 年全球光伏新增装机量将分别达到 165/210/250/295/370GW，年均复合增速为 17.5%。其中，中国方面，十四五规划期间，光伏新增装机量分别为 58/70/85/104/127GW。假设光伏组件转换效率为 23%，且每生产一片 186 硅片对应消耗金刚线 1.5-2 米，则每 GWh 对应 1.9-2.5 亿米的金刚线（即 19-25 万公里金刚线），由于全球光伏装机主要集中在国内完成，我们大致测算 2021 年金刚线需求为 4125 万公里，2025 年将达到 9250 万公里，实现翻倍增长。为满足快速的需求扩张，公司通过加快推进新产线落地以及技改项目，降低生产成本并巩固目前市场地位。

图表 10 全球光伏新增装机量 (GW)



资料来源：中国光伏行业协会，华安证券研究所

图表 11 金刚线市场空间及公司市占率 (万公里, %)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

看点二：落后产能出清，行业盈利水平显著恢复

2016-2018 年是金刚线渗透率快速提高，产能快速扩充的黄金时期，但经过 2018 年的“531”光伏新政洗礼后，国内光伏行业热潮快速褪去，光伏叠加金刚线需求遇冷，导致金刚线价格大幅下跌，行业盈利能力显著削弱。公司的金刚线产品从 2017 年 74.13% 的毛利水平锐减至 2018 年的 26.02%，2019 年全年金刚线业务板块小幅亏损。然而，随着光伏热潮的褪去，光伏投资回归理性，伴随金刚线行业落后产能持续出清，金刚线行业盈利能力逐渐修复，截至 2021 年上半年，公司金刚线业务毛利约为 35.12%，修复迹象明显。我们预计随着国内金刚线产品定位高端化，落后产能的持续出清使得竞争格局更具备可持续性，公司金刚线业务板块的盈利水平也有望恢复至历史水平。

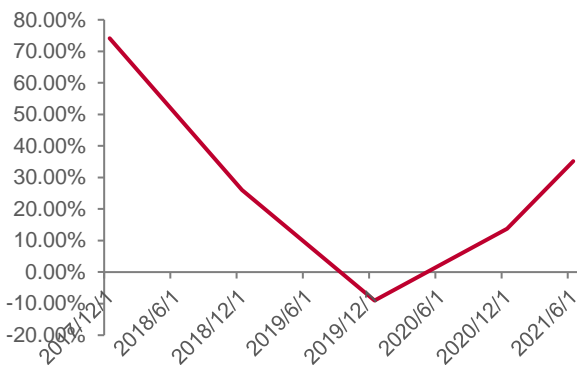
看点三：远期产能有增量，助力公司业绩稳步增长

公司金刚线原设计年产能为 600 万公里，即单月产能可达到 50 万公里；2021 年 8 月，公司发布“新增建设年产 1000 万公里超精细金刚线改扩建项目”的公告，主要将通过新购置部分设备并且对现有的设备进行升级改造，年单独新增 1000 万

公里，计划金刚线未来整体年产能达到 1600 万公里。该项目预计总投资 22330 万元，项目建设周期 12 个月。该项目建成以稳固目前公司在金刚线市场地位，并通过扩大规模优势实现更好的生产效益，预计年新增销售收入 38938.05 万元，年创利税 17634.16 万元。

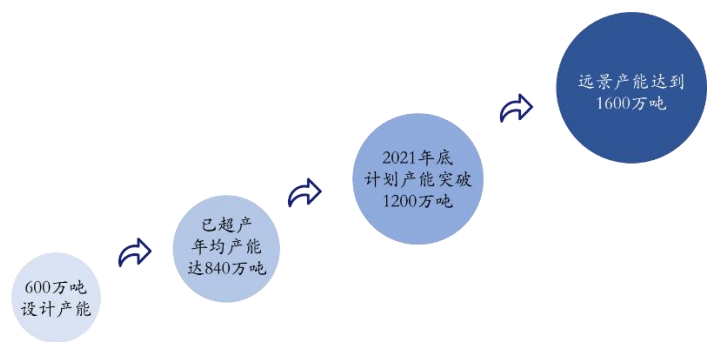
公司为行业内首家推进八线机的厂家，掌握了 40-50 微米金刚线从盘条到成品的全生产链合金工艺技术，行业内唯一拥有全产业链生产技术的金刚线企业，可以全方位保证产品质量的同时，实现成本的有效控制。下游客户方面，绑定多家大型硅片生产企业，订单需求饱满。

图表 12 2017-2021H1 公司金刚线毛利率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 公司金刚线产能拓展情况 (万吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

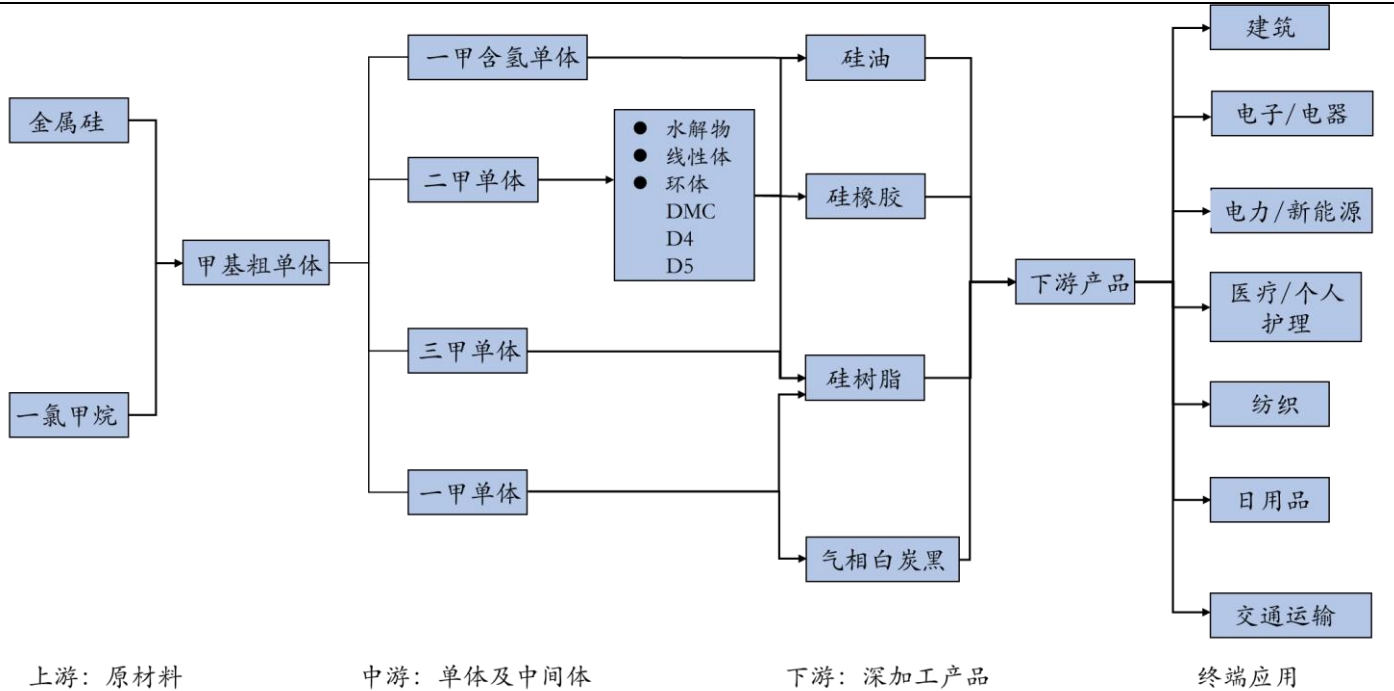
4 有机硅项目投产在即，实现二次飞跃

4.1 有机硅是什么？

有机硅定义：有机硅，即有机硅化合物，是指含有 Si-C 键、且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的化合物，习惯上也常将通过氧、硫、氮等使有机基与硅原子相连接的化合物也当做有机硅化合物。其中，以硅氧键为骨架组成的聚硅氧烷，是有机硅化合物中位数对多，且研究最深、应用最广泛的一类，约占总用量的 90% 以上。有机硅材料按其形态的不同，可进一步分为硅烷偶联剂、生物活性有机硅、硅油、高温硫化硅橡胶、液体硅橡胶、硅树脂等。下游消费市场方面，凭借有机硅独特的结构，兼具无机材料以及有机材料的性能，随着有机硅产品种类的不断增长，应用领域也随之不断拓展，可广泛应用于航天航空、电子电器、建筑、运输、化工、纺织、食品、轻工、医疗等多种领域，被称为“科技发展催化剂”和“工业维生素”。

有机硅单体通过水解、裂解等工序制成以聚硅氧烷（DMC）为代表的有机硅材料中间体，中间体进一步合成得到硅油、硅橡胶、硅树脂、硅烷偶联剂等四类有机硅深加工产品。

图表 14 有机硅产业链

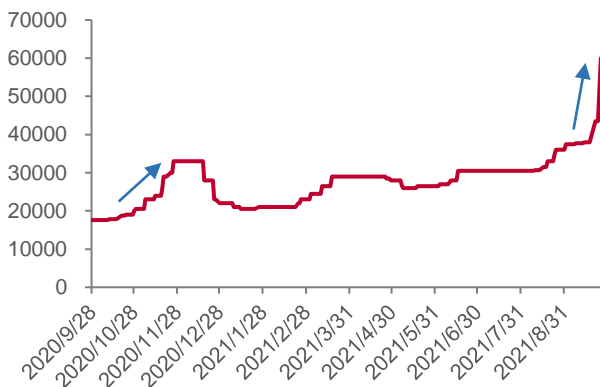


资料来源: 华安证券研究所整理

4.2 本轮有机硅涨价动因何在?

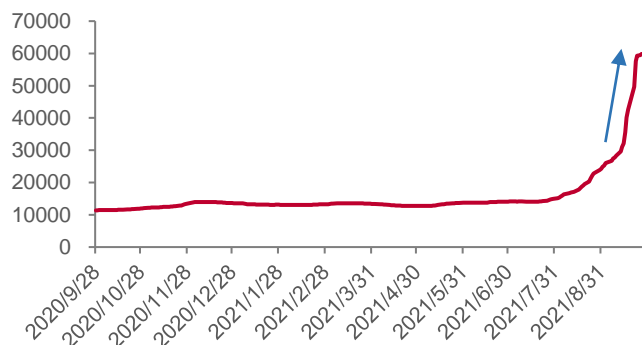
历史价格的回溯: 今年 9 月起, 有机硅开启了新一轮的涨价周期, 根据百川盈孚最新数据, DMC9 月份销售均价为 4.1 万元/吨, 环比增 26.25%, 市场关注度持续提升。区别 2020 年 Q4 的涨价周期, 本轮有机硅涨价受到需求旺盛、供给端检修以及新增投产不及预期, 以及原材料涨价抬升生产成本等多方面因素的影响, 持续时间以及涨价幅度都超过过往水平。

图表 15 DMC 市场均价 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 16 金属硅市场均价 (元/吨)

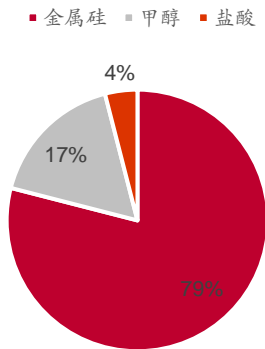


资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

推动当前硅价格上涨的主要因素有二：

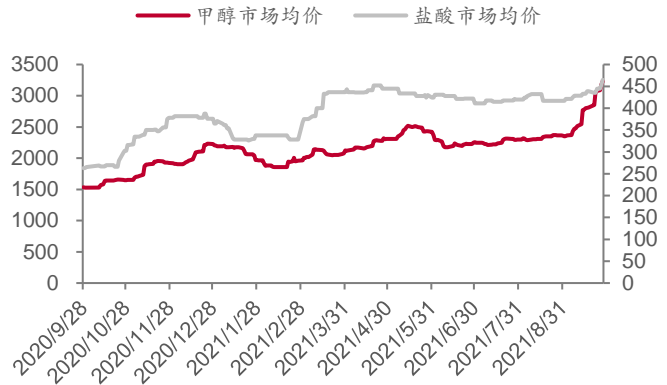
(一) 原料端：金属硅供应紧张，叠加下游需求旺盛，价格持续上行，或长期影响成本侧。有机硅的生产成本大约 70% 为原材料，其中又以金属硅为主。受到有机硅的硅石资源紧缺以及矿石品质不高，使得硅料产出量减少。叠加近期新疆、云南等主产区的限电限煤政策以及丰水期结束等供给侧因素影响，金属硅紧缺再次升级，使得原材料金属硅价格大幅上涨。截至 9 月 27 日，百川盈孚金属硅市场报价高达 59850 元/吨，创历史新高，单月涨幅达到 140%；9 月金属硅市场均价为 37366 元/吨，环比大幅增加 98.49%。

图表 17 有机硅生产原材料成本结构



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

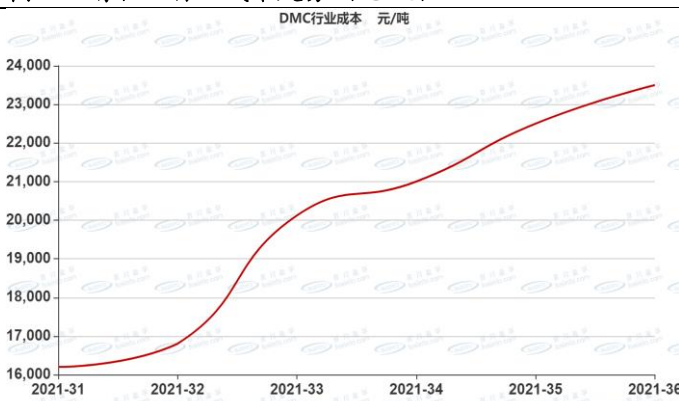
图表 18 原材料甲醇及盐酸价格走势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

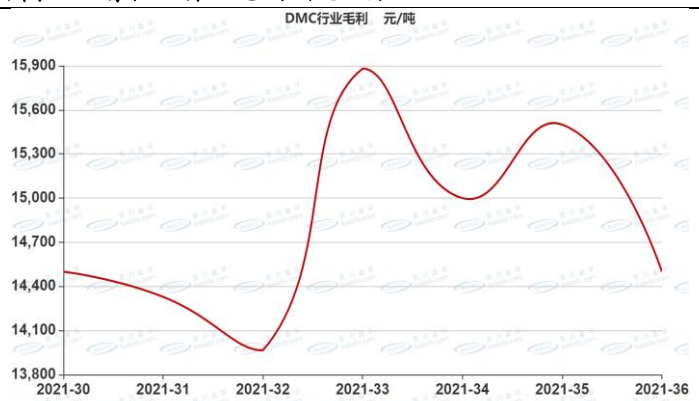
甲醇与盐酸在上半年都出现不同程度的上升，9 月纯碱与盐酸市场销售均价分别为 2716 元/吨（环比增 16.61%）、434 元/吨（环比增 2.67%）；但是由于两者在有机硅的生产成本不足 20%，且本身的涨价幅度较小，因而甲醇与盐酸涨价对于有机硅的成本影响较小。

图表 19 有机硅行业成本走势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 20 有机硅行业毛利 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

(二) 需求端：有机硅出口需求增加拉动国内有机硅需求。出口方面，截至 2021 年 7 月，国内有机硅出口量达到 26525.48 吨，同比大增 54.8%，2021 年上半年有机硅出口延续增长趋势；国内方面，国内有机硅表观需求有支撑。根据百川

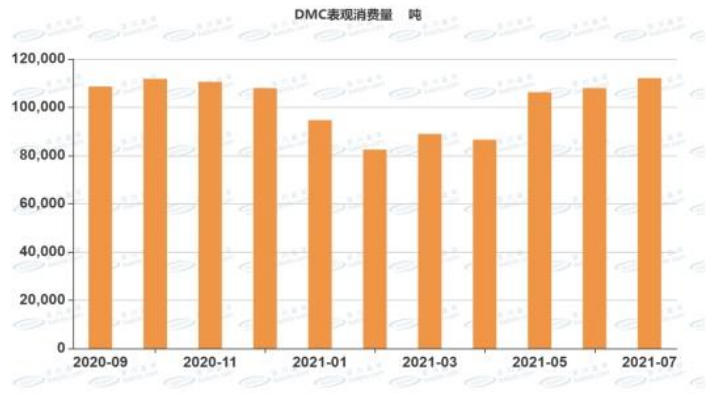
盈孚数据统计, 2021年7月国内有机硅的表观需求量较6月略有增加, 国内有机硅消费市场表现强劲, 需求量持续增加。

图表 21 有机硅进出口情况 (元/吨)



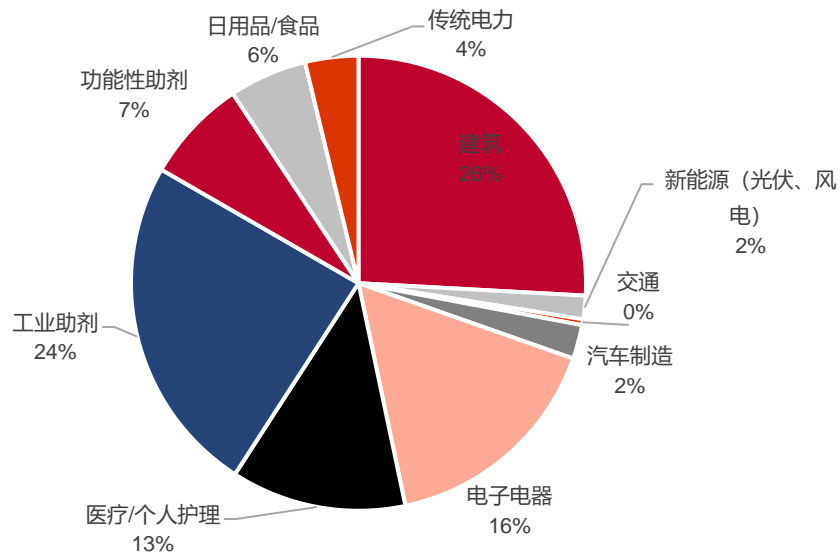
资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 22 国内有机硅表观消费量 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 23 2019年国内有机硅行业市场结构



资料来源: SAGSI, 华安证券研究所

图表 24 2021 年第 36 周有机硅厂家检修情况

2021 年第 36 周有机硅厂家检修情况				
序号	厂家	总产能 (万吨)	开工状态	后续计划
1	江西星火有机硅有限公司	50	装置正常运行为主	正常为主
2	道康宁 (张家港) 有限公司	40	装置正常运行为主	正常为主
3	唐山三友化工股份有限公司	20	企业开工不高	正常为主
4	合盛硅业股份有限公司 (本部)	18	装置正常运行为主	正常为主
5	内蒙古恒业成有机硅有限公司	24	企业年度检修中	正常为主
6	湖北兴瑞硅材料有限公司	34	装置正常运行为主	正常为主
7	中天东方氟硅材料有限公司	12	装置正常运行为主	正常为主
8	浙江新安化工集团股份有限公司有机硅厂	50	装置正常运行为主	正常为主
9	山东金岭化学有限公司	15	装置正常运行为主	正常为主
10	鲁西化工集团股份有限公司硅化工分公司	6.5	装置正常运行为主	正常为主
11	山东东岳有机硅材料股份有限公司	25	装置正常运行为主	10 月份年度检修
12	合盛硅业 (泸州) 有限公司	18	装置正常运行为主	正常为主
13	合盛硅业 (鄞善) 有限公司	20	装置正常运行为主	正常为主
14	新疆西部合盛硅业有限公司	40	装置正常运行为主	正常为主
	总计	372.5		

资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

对于有机硅未来的价格判断: 综合来看, 除有机硅本身供需关系紧张支撑价格外, 原材料金属硅的大幅涨价已成为影响有机硅未来价格走势的关键因素。金属硅生产具备一定季节性, 9 月传统丰水期结束, 以及新疆、云南等主产区的限电限煤政策影响, 金属硅生产成本将继续维持高位, 因而有机硅价格大概率也难以回落。此外, 目前正是需求旺季, 下游厂家备货需求旺盛, 近期国内部分有机硅生产企业检修, 多方面因素叠加影响, 我们预计短期内有机硅价格将继续维持高位, 且不排除有进一步冲高的可能性。

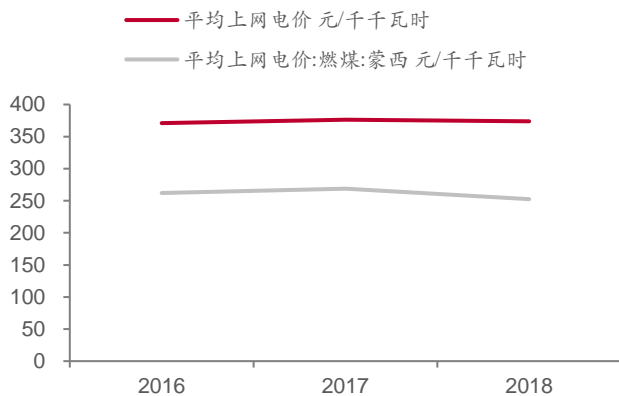
4.3 恒星化学有机硅项目投产在即, 打开企业盈利空间

公司 2018 年成立内蒙古恒星化学有限公司, 主要负责“年产 12 万吨高性能有机硅聚合物项目”建设, 总投资 21 亿, 项目占地面积 700 亩, 一期占地 500 亩, 二期占地 200 亩 (主要考虑下游延伸产品的发展需要而提前准备)。该项目预计于 2021 年年底正式实现试车生产。项目涉及的建设车间包括氯甲烷合成车间、单体合成车间、单体精馏车间、二甲水裂解车间、硅粉加工车间、含氢硅油车间、硅橡胶车间、白炭黑车间、公用工程车间等; 由于有机硅企业的上下工序联系紧密, 从化工投料、装置消缺到正常运行, **12 万吨高性能有机硅产线一次性建设完毕, 具备快速达产的能力**。公司有机硅项目主要产品为 DMC、107 胶、110 胶、混炼胶、含氢硅油、甲基三甲氧、白炭黑等产品。

技术优势：海外有机硅产能逐渐向中国转移趋势明显，我国目前已成为有机硅的生产和消费大国。2008-2010 年国内有机硅出现快速扩张的趋势，行业产能严重过剩，随后市场重新开始整合出清，行业生产技术以及企业工艺管理等方面的提升，国内有机硅产能利用率提升，并进入较为有序的发展阶段。经过国内多年的研发和生产实践，中国企业目前已积累充足生产设备、工艺以及技术经验，公司具备后发优势。

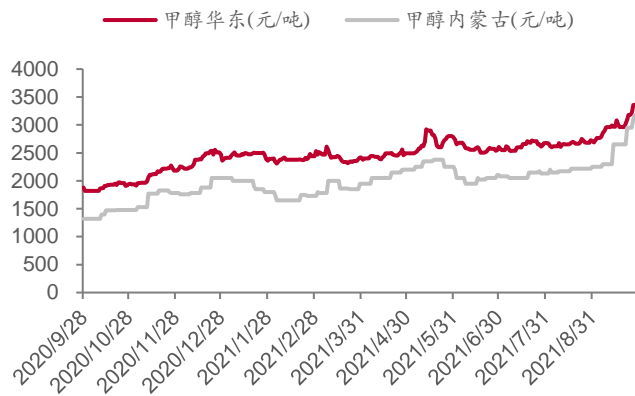
成本优势：有机硅生产的成本主要是直接材料成本以及能耗成本，其中直接原材料包括金属硅、甲醇等；能耗主要为电力和蒸汽等。公司有机硅项目建设地位于鄂尔多斯市达拉特旗达拉特经济开发区，能耗方面，园区内拥有丰富的水、电以及蒸汽等传统生产资料；原材料方面，园区内拥有丰富的甲醇和盐酸等有机硅生产所需的原材料，公司可就近取材，具备较好的原材料成本优势。

图表 25 内蒙古电力成本优势 (元/千千瓦时)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 蒙西和华东地区的甲醇成本比较 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

运输优势：鄂尔多斯市达拉特旗是包头-西安 210 国道和包神铁路的必经之地，具备铁路（包神铁路、包东高速公路）、机场（包头机场）以及内陆开放口岸等多个地理位置优势，因而产品和原料运输可以通过汽车、火车直接输送，交通运输便捷。

首次覆盖，给予“买入”评级

公司为金属制品领域的专业生产企业，传统钢绞线业务增长稳健提供充沛现金来源，金刚线扩产以及有机硅新建项目的有序推进，均为公司业绩提升增添新亮点。我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 33.36/80.47/88.62 亿元，实现归母净利润 2.49/9.85/11.69 亿元，当前股价对应 PE 分别为 26.1、6.6、5.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 27 公司业绩拆分

	(元, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
恒星科技	营业总收入	3,386,147,599.09	2,832,759,589.33	3,335,686,322.99	8,046,988,631.51	8,862,422,916.60
恒星科技	营业成本	2,899,401,279.15	2,457,000,966.02	2,788,409,601.97	6,326,331,068.70	6,863,221,431.45
恒星科技	毛利	486,746,319.94	375,758,623.31	547,276,721.02	1,720,657,562.82	1,999,201,485.15
恒星科技	毛利率	14.37%	13.26%	16.41%	21.38%	22.56%
钢帘线	营业收入	1,039,213,632.54	971,640,776.04	1,020,222,814.84	1,122,245,096.33	1,234,469,605.96
钢帘线	营收 YOY		-6.50%	5.00%	10.00%	10.00%
钢帘线	营收占比	30.69%	34.30%	30.59%	13.95%	13.93%
钢帘线	营业成本	902,342,043.37	853,022,175.57	836,582,708.17	897,796,077.06	987,575,684.77
钢帘线	毛利	136,871,589.17	118,618,600.47	183,640,106.67	224,449,019.27	246,893,921.19
钢帘线	毛利率	13.17%	12.21%	18.00%	20.00%	20.00%
预应力钢绞线	营业收入	1,173,934,601.11	877,664,603.04	1,053,197,523.65	1,242,773,077.90	1,429,189,039.59
预应力钢绞线	营收 YOY		-25.24%	20.00%	18.00%	15.00%
预应力钢绞线	营收占比	34.67%	30.98%	31.57%	15.44%	16.13%
预应力钢绞线	营业成本	1,005,096,658.09	771,114,834.09	916,281,845.57	1,068,784,847.00	1,214,810,683.65
预应力钢绞线	毛利	168,837,943.02	106,549,768.95	136,915,678.07	173,988,230.91	214,378,355.94
预应力钢绞线	毛利率	14.38%	12.14%	13.00%	14.00%	15.00%
镀锌钢绞线	营业收入	654,272,288.50	546,519,559.24	655,823,471.09	721,405,818.20	793,546,400.02
镀锌钢绞线	营收 YOY		-16.47%	20.00%	10.00%	10.00%
镀锌钢绞线	营收占比	19.32%	19.29%	19.66%	8.96%	8.95%
镀锌钢绞线	营业成本	521,355,714.03	446,671,348.49	577,124,654.56	627,623,061.83	690,385,368.01
镀锌钢绞线	毛利	132,916,574.47	99,848,210.75	78,698,816.53	93,782,756.37	103,161,032.00
镀锌钢绞线	毛利率	20.32%	18.27%	12.00%	13.00%	13.00%
胶管钢丝	营业收入	223,360,000.06	213,875,267.18	224,569,030.54	235,797,482.07	247,587,356.17
胶管钢丝	营收 YOY		-4.25%	5.00%	5.00%	5.00%
胶管钢丝	营收占比	6.60%	7.55%	6.73%	2.93%	2.79%

胶管钢丝	营业成本	200,625,152.99	197,342,052.26	208,849,198.40	218,112,670.91	227,780,367.68
胶管钢丝	毛利	22,734,847.07	16,533,214.92	15,719,832.14	17,684,811.15	19,806,988.49
胶管钢丝	毛利率	10.18%	7.73%	7.00%	7.50%	8.00%
金刚线	营业收入	50,433,247.76	94,493,514.47	288,000,000.00	409,500,000.00	496,800,000.00
金刚线	营收 YOY		87.36%	204.78%	42.19%	21.32%
金刚线	营收占比	1.49%	3.34%	8.63%	5.09%	5.61%
金刚线	营业成本	54,979,547.61	81,523,530.37	187,200,000.00	286,650,000.00	347,760,000.00
金刚线	毛利	-4,546,299.85	12,969,984.10	100,800,000.00	122,850,000.00	149,040,000.00
金刚线	毛利率	-9.01%	13.73%	35.00%	30.00%	30.00%
镀锌钢丝	营业收入	58,316,007.41	64,641,412.26	67,873,482.87	71,267,157.02	74,830,514.87
镀锌钢丝	营收 YOY		10.85%	5.00%	5.00%	5.00%
镀锌钢丝	营收占比	1.72%	2.28%	2.03%	0.89%	0.84%
镀锌钢丝	营业成本	44,778,072.41	50,143,918.58	58,371,195.27	59,864,411.89	62,109,327.34
镀锌钢丝	毛利	13,537,935.00	14,497,493.68	9,502,287.60	11,402,745.12	12,721,187.53
镀锌钢丝	毛利率	23.21%	22.43%	14.00%	16.00%	17.00%
多晶硅产品	营业收入	149,816,680.96	40,773,202.89	-	-	-
多晶硅产品	营收 YOY		-72.78%	-	-	-
多晶硅产品	营收占比	4.42%	1.44%	-	-	-
多晶硅产品	营业成本	165,002,208.13	53,444,058.62	-	-	-
多晶硅产品	毛利	-15,185,527.17	-12,670,855.73	-	-	-
多晶硅产品	毛利率	-10.14%	-31.08%	-	-	-
其他业务	营业收入	36,801,140.75	23,151,254.21	26,000,000.00	26,000,000.00	26,000,000.00
其他业务	营收 YOY		-37.09%	12.30%	0.00%	0.00%
其他业务	营收占比	1.09%	0.82%	0.78%	0.32%	0.29%
其他业务	营业成本	5,221,882.52	3,739,048.04	4,000,000.00	4,000,000.00	4,000,000.00
其他业务	毛利	31,579,258.23	19,412,206.17	22,000,000.00	22,000,000.00	22,000,000.00
其他业务	毛利率	85.81%	83.85%	84.62%	84.62%	84.62%
有机硅产品	营业收入	-	-	-	4,218,000,000.00	4,560,000,000.00
有机硅产品	营收 YOY	-	-	-		8.11%
有机硅产品	营收占比	-	-	-	52.42%	56.67%
有机硅产品	营业成本	-	-	-	3,163,500,000.00	3,328,800,000.00
有机硅产品	毛利	-	-	-	1,054,500,000.00	1,231,200,000.00
有机硅产品	毛利率	-	-	-	25.00%	27.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示:

有机硅项目投产不及预期；金属制品下游应用领域，包括光伏、电力电网投资以及基建等领域需求不及预期；原材料价格波动。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2400	2678	5447	5963	营业收入	2833	3336	8047	8862
现金	431	500	500	500	营业成本	2457	2788	6326	6863
应收账款	773	880	2131	2356	营业税金及附加	18	19	47	52
其他应收款	28	37	88	96	销售费用	43	94	210	221
预付账款	53	87	180	194	管理费用	86	95	229	255
存货	455	518	1166	1270	财务费用	60	12	15	13
其他流动资产	660	655	1382	1547	资产减值损失	-1	-6	-6	-5
非流动资产	2783	2785	2827	2874	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	-5	-10	-14	投资净收益	1	7	13	14
固定资产	1478	1512	1576	1625	营业利润	142	302	1171	1399
无形资产	166	172	186	199	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	1140	1107	1074	1063	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	5184	5463	8274	8836	利润总额	146	302	1171	1399
流动负债	2286	2305	4119	3494	所得税	27	41	174	212
短期借款	1151	1223	1724	845	净利润	119	261	996	1187
应付账款	444	431	997	1100	少数股东损益	-4	11	11	18
其他流动负债	692	651	1398	1548	归属母公司净利润	122	249	985	1169
非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	353	330	1092	1302
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.00	0.20	0.78	0.93
其他非流动负债	18	18	18	18					
负债合计	2304	2323	4137	3513					
少数股东权益	95	107	118	136	主要财务比率				
股本	1256	1256	1256	1256	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1182	1182	1182	1182	成长能力				
留存收益	346	595	1580	2749	营业收入	-16.3%	17.8%	141.2%	10.1%
归属母公司股东权益	2785	3034	4019	5188	营业利润	44.3%	113.2%	287.6%	19.5%
负债和股东权益	5184	5463	8274	8836	归属于母公司净利润	44.2%	103.7%	295.3%	18.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	13.3%	16.4%	21.4%	22.6%
					净利率 (%)	4.3%	7.5%	12.2%	13.2%
					ROE (%)	4.4%	8.2%	24.5%	22.5%
					ROIC (%)	4.3%	4.6%	14.2%	16.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	44.4%	42.5%	50.0%	39.8%
					净负债比率 (%)	80.0%	74.0%	100.0%	66.0%
					流动比率	1.05	1.16	1.32	1.71
					速动比率	0.81	0.88	0.98	1.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.61	0.97	1.00
					应收账款周转率	3.67	3.79	3.78	3.76
					应付账款周转率	5.54	6.47	6.35	6.24
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.10	0.20	0.78	0.93
					每股经营现金流	0.31	0.07	-0.31	0.79
					每股净资产	2.22	2.41	3.20	4.13
					估值比率				
					P/E	33.30	26.13	6.61	5.57
					P/B	1.50	2.15	1.62	1.25
					EV/EBITDA	14.14	22.16	7.16	5.33

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。