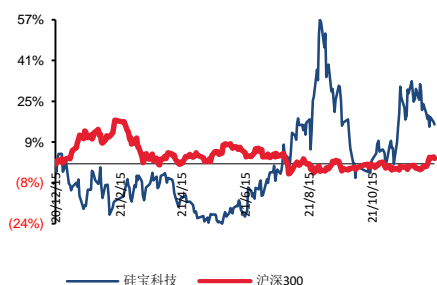


基础化工 化学制品

原料降价盈利改善 拥抱新能源产业链

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	391/334
总市值/流通(百万元)	8,515/7,271
12个月最高/最低(元)	29.60/14.32

相关研究报告:

证券分析师: 于庭泽

E-MAIL: yutz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521080002

公司主要从事有机硅密封胶等新材料的研发、生产和销售。作为国内有机硅密封胶行业龙头企业,同时在以光伏胶为代表的工业胶领域不断放量;此外积极拥抱新能源产业链,与宁德时代签订长期战略合作框架并布局硅碳负极材料。

有机硅密封胶持续放量,下游光伏需求确定。公司主业有机硅建筑胶及工业胶。在建筑用胶领域,公司凭借良好的品牌知名度和影响力,市场份额持续提升,复合增速 20%以上,持续保持超出市场预期增长韧性,稳站行业细分龙头地位;工业用胶领域,受益于新能源行业高景气发展,公司太阳能光伏用胶大客户数量及采购份额快速增加,业绩增长明显。下游光伏装机需求确定:每 GW 光伏装机对应工业胶需求约 1000 吨,按照 300GW 的装机测算预计到 2025 年光伏胶需求达到 30-40 万吨,对应市场规模近百亿。此外公司硅烷偶联剂产品作为生产 EVA 膜的关键助剂,电子电器用胶和汽车用胶进口替代加速助力公司工业用胶业绩稳步提升。产能方面,公司 10 万吨高端密封胶智能制造募投项目陆续达产放量,一期 4 万吨已经投产,后续完全达产后产能实现翻倍。

原材料价格下行,盈利能力有望大幅改善。原材料价格是影响公司盈利的重要因素,其中 107 硅橡胶成本占比约 60%,其价格在前三季度持续上涨对公司成本产生较大压力,导致公司毛利率出现下滑。当前时点,原材料价格大幅回落,预计对公司盈利能力带来积极影响。随着明年有机硅新产能持续投放,价格中枢有望回落至合理区间,公司盈利能力有望大幅改善。

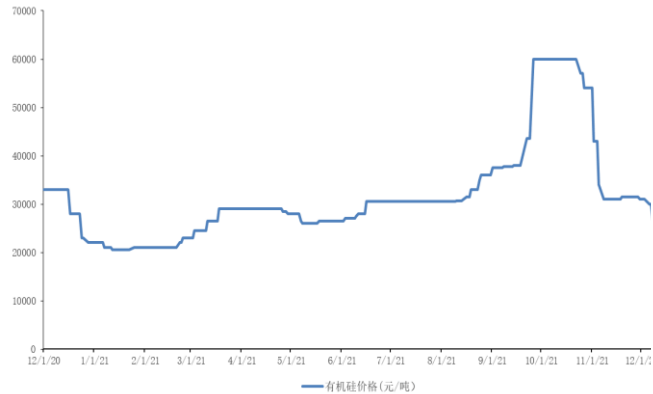
布局硅碳负极材料,拥抱新能源产业链。公司利用自身硅材料产业优势,积极布局碳硅负极材料,拟建设 1 万吨/年锂电池用硅碳负极材料、4 万吨/年专用粘合剂生产基地、以及锂电材料研发中心。目前各类负极材料中,传统负极石墨材料已接近 372mAh/g 的理论容量,而硅碳负极材料理论容量可达 4200mAh/g,远高于其他材料,且快充性能较好,是未来理想的替代材料。此外公司与宁德时代签署长期战略合作协议,深度拥抱新能源产业链。

业绩拐点已至,首次覆盖给予“买入”评级。公司今年受上游原材料价格大幅上涨导致利润率下滑影响盈利。Q4 随着原材料价格回落,利润率有望改善,同时新产能开始释放,业绩拐点已至;长期看,公司在新能源领域布局值得期待,未来硅碳负极材料项目落地打开盈利新增增长点的同时有望提振公司估值体系,与宁德时代签署长期战略合作

协议深度拥抱新能源产业链，未来成长空间确定。我们预计公司 21-23 年实现归母净利润 2.42/4.12/5.78 亿，EPS0.62/1.05/1.48，对应 PE 35.1/20.7/14.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

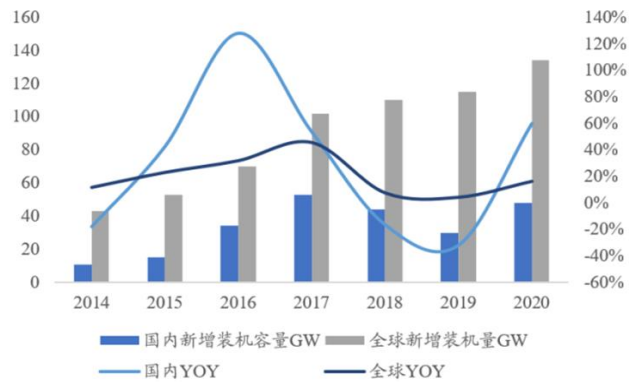
风险提示：原材料价格波动、产品需求不达预期

图 1：有机硅（DMC）价格走势情况



资料来源：百川盈孚，太平洋证券

图 2：光伏新增装机带动光伏用胶量增长



资料来源：索比光伏，太平洋证券

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1523.6	2430.2	3292.9	4392.7
(+/-%)	49.7%	59.5%	35.5%	33.4%
净利润(百万元)	201.3	242.3	411.5	577.6
(+/-%)	53.0%	20.4%	69.8%	40.4%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.62	1.05	1.48
市盈率(PE)	42.7	35.1	20.7	14.7

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	158.3	298.7	200.0	250.0	270.0	营业收入	1018.0	1523.6	2430.2	3292.9	4392.7
应收和预付款项	180.4	307.3	461.5	623.8	832.0	营业成本	688.2	1038.5	1810.5	2239.2	2965.1
存货	139.1	247.9	418.5	517.6	685.4	营业税金及附加	9.0	12.8	20.4	27.6	36.8
其他流动资产	5.8	53.0	84.5	114.5	152.8	销售费用	80.5	103.3	133.7	237.1	316.3
流动资产合计	640.4	1063.0	1413.6	1843.4	2390.3	管理费用	43.4	59.6	85.1	135.0	180.1
长期股权投资	10.3	6.8	6.8	6.8	6.8	财务费用	0.2	6.8	7.0	44.3	50.2
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-13.5	-17.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	390.0	465.0	665.5	848.2	966.7	投资收益	5.28	21.37	15.00	15.00	15.00
在建工程	20.6	103.2	103.2	103.2	103.2	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产开发支出	52.5	138.4	274.5	397.1	507.4	营业利润	147.1	230.2	267.1	460.0	639.6
长期待摊费用	1.1	1.0	0.8	0.6	0.5	其他非经营损益	3.8	-0.4	0.5	0.5	0.5
其他非流动资产	21.0	9.4	9.4	9.4	9.4	利润总额	150.9	229.8	267.6	460.5	640.1
资产总计	1146.7	1802.2	2489.2	3224.2	3999.7	所得税	19.3	28.8	25.3	49.0	62.5
短期借款	9.0	308.0	647.3	853.2	852.1	净利润	131.6	201.0	242.3	411.5	577.6
应付和预收款项	145.0	259.9	453.0	560.3	742.0	少数股东损益	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	18.8	18.8	18.8	18.8	归母股东净利润	131.6	201.3	242.3	411.5	577.6
其他负债	28.2	29.9	29.9	29.9	29.9						
负债合计	254.0	753.3	1303.4	1626.9	1824.8						
股本	330.9	330.9	390.9	390.9	390.9	预测指标					
资本公积	29.5	34.7	34.7	34.7	34.7		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	531.1	683.3	760.2	1171.7	1749.3	毛利率	32.4%	31.8%	25.5%	32.0%	32.5%
归母公司股东权益	891.5	1048.9	1185.8	1597.3	2174.9	销售净利率	12.9%	13.2%	10.0%	12.5%	13.1%
少数股东权益	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	销售收入增长率	16.9%	49.7%	59.5%	35.5%	33.4%
股东权益合计	892.7	1048.9	1185.8	1597.3	2174.9	EBIT 增长率	115.5%	61.0%	15.6%	84.0%	36.8%
负债和股东权益	1146.7	1802.2	2489.2	3224.2	3999.7	净利润增长率	102.0%	53.0%	20.4%	69.8%	40.4%
						ROE	14.8%	19.2%	20.4%	25.8%	26.6%
						ROA	11.5%	11.2%	9.7%	12.8%	14.4%
						ROIC	14.1%	14.8%	13.3%	18.2%	20.4%
						EPS (X)	0.4	0.61	0.62	1.05	1.48
						PE (X)	54.8	35.8	35.1	20.7	14.7
						PB (X)	8.1	6.9	7.2	5.3	3.9
						PS (X)	7.1	4.7	3.5	2.6	1.9
						EV/EBITDA (X)	43.1	27.7	23.2	12.9	9.5

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liy@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。